

Рискове от попадане на еврозоната и някои страни в ЕС в дефлационна спирала

Гергана Михайлова-Борисова*

Резюме: Централните банки на редица страни в днешно време са изправени пред сериозен проблем, свързан с динамиката на ценовото равнище. Преди световната финансова криза от 2008 г. се поставя на преден план въпросът за инфлацията, а след това страните са изправени пред друг сериозен феномен – дефлацията. Европейската централна банка и централните банки на Унгария, Полша и Чехия също се сблъскват с дефлацията през последната една година, като търсят алтернативни решения да се справят с нея, особено в условията на ниски лихвени проценти, при които ценовата стабилност като цел на паричната политика трудно може да се постигне. Имайки предвид негативните последици от дефлацията в Япония през 90-те години на миналия век и началото на настоящия век, паричните власти следва да предприемат навременни действия за предотвратяване на навлизането в дефлационната спирала, от която се излиза много бавно и трудно. В изследването се цели да се анализира дали еврозоната, Чехия, Полша и Унгария са изправени пред риск от попадане в дефлационна спирала и могат ли икономиките да се справят с този икономически проблем.

* Гергана Михайлова-Борисова, е доктор, доцент в катедра „Финанси“, на УНСС, e-mail: gerym@abv.bg

Ключови гуми: Дефлация, парична политика, централна банка.

JEL: E31, E52, E58.

1. Въведение

Светът е изправен пред редица проблеми, свързани с продължаващия спад в търсенето на стоки и услуги, намаляване на производството, високото ниво на безработицата, органичаването на търговията, намаляване на цените както в развитите, така и в развиващите се страни. Тези тенденции се наблюдават след проявлението на глобалната финансова криза през 2008 г., която започва в САЩ и се пренася в редица страни в света. Намаляващото търсене на стоки и услуги от страна на икономическите агенти заради ограничените доходи, предпазливото поведение на бизнеса по отношение на предприемането на инвестиционни проекти, води до съществен спад на ценовото равнище, което се свързва все по-често с явлениято дефлация поради продължителния му характер. Дефлацията е икономически феномен, с който са се сблъсквали няколко страни в миналото като САЩ, Япония, Китай, Хонг Конг и др. Тя е не по-малко опасна за страните и икономическото им развитие, отколкото инфлацията, особено когато съществува спад в производството и икономическите агенти не очакват нейното

проявление¹. Не е случайно и разбирането на централните банки за ценова стабилност, което се свързва с наличието на инфлация в рамките на 2-2,5% годишно².

С цел излизане от кризата и бавното и трудно възстановяване от продължаващата рецесия, правителствата и централните банки предприемат съответните действия. При осъществяването на икономическата политика правителствата се сблъскват с натрупването на много високи бюджетни дефицити поради спасяването на големи финансови посредници и компании от реалния сектор, изпаднали в сериозно затруднение. Някои правителства провеждат по-рестриктивна фискална политика, свързана с увеличаване на данъците, замразяване на заплатите и пенсиите в правителствения сектор, което има продължаващо дестимулиращо

¹ Дефлацията може да доведе до съществени рискове в икономиката, особено ако тя не е очаквана. Често продължителността на дефлацията също не може да се предвиди, поради което в края на двадесетте и началото на тридесетте години на двадесети век по време на Голямата депресия властите в Америка влошават икономическата ситуация и усилват дефлацията поради подценяване на важността на този процес и рисковите последици от него, както и поради непреприемането на адекватни и бързи действия за справяне със спада в цените (IMF, 2003).

² Европейската централна банка си поставя за основна цел да „...поддържа ценова стабилност.“ (Член 127 от Договора за функционирането на Европейския съюз) като Управителния съвет на ЕЦБ определя банката да се стреми да поддържа инфлация под 2%, но близо до тази цел в средносрочен план. Чехия, която прилага паричен режим на инфлационно таргетиране от началото на 1998 г., също се придържа към поддържането на инфлацията в нива около 3% с отклонение 1-процентен пункт нагоре или надолу в периода януари 2006 до декември 2009 г. и инфлация около 2% със същото отклонение от плюс/минус 1 процентен пункт от началото на 2010 г. Централната банка на Полша, която също прилага режим на инфлационно таргетиране от 1998 г., също определя като таргетирано ниво на инфлация 2,5% с допустимо отклонение плюс/минус 1 процентен пункт от началото на 2004 г. (NBP, 2015a). Унгарската централна банка също прилага паричен режим на инфлационно таргетиране от 2001 г. като от началото на 2007 г. определя таргетираното ниво на инфлация при 3% с допустимо отклонение плюс/минус 1 процентен пункт (MNB, 2015).

действие върху икономиките, други се опитват да увеличават инвестиционните разходи с цел стимулиране на икономиките. Централните банки като първа мярка за справяне с кризата започват да намаляват лихвените проценти, но прилагането на традиционните инструменти на парична политика се оказват недостатъчни за възстановяването на икономиките. Страните се сблъскват с т.нар. „дългово-ликвиден капан“, който се характеризира с намалено съвкупно търсене, спадащи цени, краткосрочни лихвени проценти, близки до нулата, и свързана дължнялост на домакинствата, бизнеса и правителствата. Прилагането на традиционните инструменти на парична и фискална политика се оказва неуспешно, поради което се търсят алтернативни решения.

В настоящите условия рискът от изпадане на редица страни в дефлационната спирала – постоянно намаляване на цените за продължителен период от време, съчетано със спад в производството, особено ако не се предприемат съответните адекватни и навременни действия, е голям. Това е особено опасно и за еврозоната и за страните извън нея, тъй като в редица страни в ЕС се наблюдава спад в цените, който се проявява от средата на 2014 г. Имайки предвид, че еврозоната е третата по големина икономика в света след Китай и САЩ³, създаваща 12,2% от световния БВП през 2014 г.⁴, попадането на еврозоната в дефлационна спирала би оказало негативно влияние не само върху нейното развитие, но и върху развитието и на други страни в ЕС и извън него поради голямата отвореност на икономиките. Дефлацията в еврозоната представлява опасност за страните в нея поради наличните различия в икономическото развитие на страните, както и поради проблемите в областта на трудовия пазар, демографската структура на населението

³ Китай създава 16,6% от световния БВП през 2014 г., докато САЩ създава 15,9% през 2014 г.

⁴ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/html/index.en.html>

и големите гържавни дългове, особено в някои от тях⁵.

Какво следва да предприемат властите, определящи и провеждащи икономическата политика в отговор на назреващите рискове от попадане в дефлационна спирала?

В настоящото изследване се цели: да се разгледат възможните детерминанти на дефлацията и начините на проявлението ѝ в еврозоната и някои страни в ЕС, но и извън еврозоната като Чехия, Полша и Унгария⁶; да се проследи и анализира доколко съществуват рискове за еврозоната да навлезе в дефлационна спирала.

Тезата, която се защитава в изследването е, че страните в еврозоната и някои страни в ЕС, но извън нея (Чехия, Полша и Унгария), не са в дефлационна спирала, въпреки отчетената дефлация в началото и в края на 2015 г. поради готовността и предприетите навременни действия от страна на Европейската централна банка и централните банки на тези страни, които предотвратяват продължителното спадане на цените. Въпреки това е необходимо да се продължи внимателното наблюдение и анализиране на динамиката на цените в страните с оглед на предприемането на допълнителни действия от страна на паричните власти, като се облажават и очакванията на икономическите агенти относно динамиката на цените.

Настоящото изследване е структурирано по следния начин. Във втората част се

разглежда същността на дефлацията и нейното проявление от страна на търсенето и от страна на предлагането, както и се изяснява защо паричната политика чрез традиционните инструменти не е ефективна в условията на нулеви или близки до нулата лихвени проценти. В следващата част е направен анализ на динамиката на цените в еврозоната и избраните страни от ЕС, като се акцентира и на други показатели като безработица, икономически растеж, динамика на цените на недвижимите имоти, необслужвани кредити и динамика на паричното предлагане с цел да се покаже дали икономиките са изложени на риск от дефлационна спирала. Последната част представя основните заключения от анализа в хода на изложението.

2. Дефлация – същност и начини на проявление

Дефлацията е икономически феномен, който се свързва с постоянното и продължително спадане на цените в една икономика⁷. Промяната в ценовото равнище може да бъде измерена чрез индекса на потребителските цени⁸ или чрез дефлатора на БВП. Двамата показателя отчитат сходна динамика в изменението на цените, като евентуалните минимални отклонения отчитат различния обхват на стоките и услугите, чиито цени се измерват с индексите. Често дефлацията се свързва със спад в цените на стоките и услугите, а понякога и на активите⁹. За

⁵ Консолидиранят правителствен дълг на Гърция представлява 178,5% от БВП през 2014 г., на Италия – 132,3% от БВП, Португалия – 130,2% от БВП, Кипър – 108,2%, Белгия – 106,7% от БВП.

⁶ Изборът на тези страни от ЕС, които не са в еврозоната, е обоснован от прилагането на един и същ паричен режим – инфлационно таргетиране, който съчетава постигането от централната банка на средносрочната цел за инфлация и провеждането на съответна валутна политика при плаващ валутен курс. В случая на България се прилага паричен съвет като специфична форма на таргетиране на валутния курс, при което правилата се отличават съществено от останалите страни при постигането на целта за ценова стабилност.

⁷ Дефлация, която е отчетена за едно или две тримесечия не се счита за притеснителна (IMF, 2003).

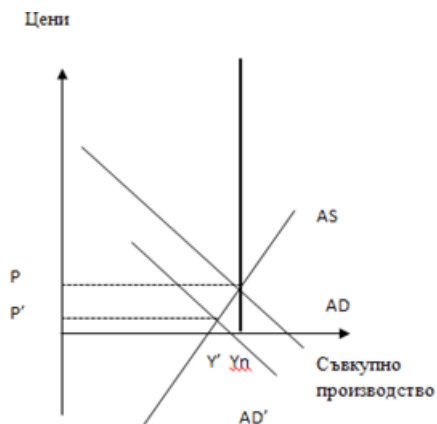
⁸ Страните – членки на ЕС, съставят и публикуват данни за измерването на потребителските цени посредством т.нар. хармонизиран индекс на потребителските цени. Някои страни като България публикуват и национален индекс на потребителските цени.

⁹ Големият спад в цените на активите понякога се свързва с дефлацията. Така например в началото на деветдесетте години на миналия век в Япония се наблюдава съществен спад на икономическата активност и цените в резултат на срив на цените на акциите и земята (IMF, 2003). Bordo (цит. IMF, 2003) обаче твърди, че спадът в цените на активите генерира съществени колебания, но сам по себе си не води до дефлация.

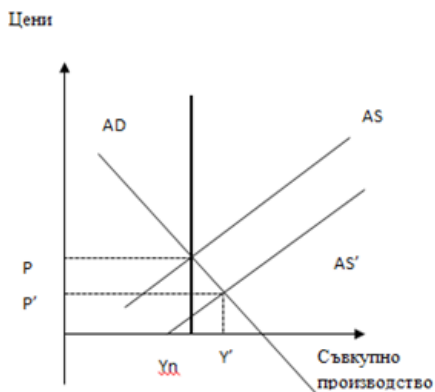
една икономика не съществува риск от изпадане в дефлационна спирала, ако се наблюдава спад в цените на стоките и услугите за кратък период от време, поради това, че е възможно намаляващите цени да са причинени от еднократното въздействие на определени фактори (например цените на основни суровини на международните пазари, цените на петрола и др.). Но продължителното намаляване на цените може да доведе до несигурност в очакванията на икономическите агенти и до преразпределителни процеси от дебиторите към кредиторите.

Дефлацията може да бъде резултат от разнообразни фактори, както от страна на търсенето, така и от страна на предлагането. Ако икономиката се намира в състояние на естествено ниво на безработица и естествено ниво на производство (потенциално производство (Мишкин, 2014, с. 551), при състояние на равновесие в точката, където се пресичат кривите на съвкупното търсене (AD) и съвкупно предлагане (AS), едно негативно влияние върху търсенето, предизвикано например от рестриктивна фискална политика (увеличаване на данъците, намаляване на заплатите в държавния сектор), би могло да доведе до намаляване на цените, до производство под потенциалното производство и безработица над естественото ниво на безработица (фигура 1). Тази ситуация може да се характеризира със съществен спад в цените на акциите и загуба на доверие от страна на бизнеса и потребителите, които допълнително да влошат и да предизвикат по-голям спад в потребителските цени.

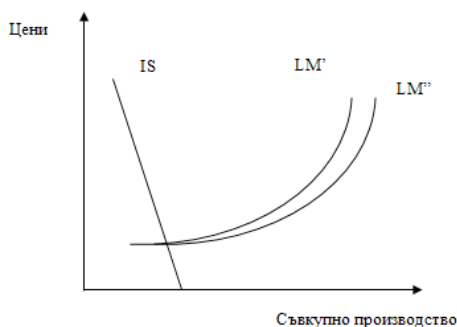
Дефлацията може да е резултат и от позитивен шок върху кривата на съвкупното предлагане, предизвикан от намаляване на производствените разходи (спад в цените на производствените фактори, суровини, петрол и др.). При позитивен шок върху предлагането кривата на съвкупното предлагане се измества надясно (Младенов, 2009) и производството нараства, а цените спадат (фигура 2).



Фигура 1. Негативен шок върху търсенето



Фигура 2. Позитивен шок върху предлагането



Фигура 3. Равновесие в икономиката при наличие на „ликвиден капан“

Възможна е и комбинация и от двата случая, като се наблюдава позитивен шок върху предлагането и негативен шок върху търсенето. Цените ще намалеят в много по-голяма

степен, отколкото при всеки един от случаите поотделно. Ефектът върху производството ще бъде различен в зависимост от големината на проявление на двата ефекта върху съвкупното търсене или съвкупното предлагане. Следва да се има предвид, че еднократни шокове върху съвкупното търсене и съвкупното предлагане няма да доведат до дефлация, тъй като дефлацията е икономическо явление, свързано с постоянен спад на цените.

При намаляване цените на стоките и услугите, рискът за продължаващ спад се увеличава особено при шок върху съвкупното търсене (IMF, 2003, р. 9). Номиналните лихвени проценти се очаква да започнат да спадат при дефлация до достигане на стойности до нула. Реалните лихвени проценти ще започнат да се увеличават при нарастваща дефлация. При нулеви номинални лихвени проценти търсенето на пари клони към безкрайна еластичност, поради което паричната политика започва да губи своята ефективност заради пресичането на кривата IS, изразяваща равновесието на стоковия пазар, в хоризонталната част на кривата на паричното равновесие LM. При една експанзионистична парична политика няма да се наблюдава ефект върху лихвените проценти, при което икономиката изпада в т. нар. „ликвиден капан“ (фигура 3). В настоящите условия на ниски лихвени проценти и високата задлъжнялост на бизнеса, домакинствата и правителствата, страните са изправени пред т.нар. „дългово-ликвиден капан“.

Именно невъзможността на централните банки да се справят с дисбалансите в икономиката чрез използването на традиционните си инструменти на парична политика като операции на открития пазар, минимални задължителни резерви и сконтова политика налага да се търсят нетрадиционни инструменти на парична политика. В ситуация на дефлационна спирала, т.е. продължителна дефлация, съчетана с икономическа стагнация или забавяне на растежа (BBVA, р. 17), централните банки

търсят алтернативни инструменти, такива като количествените улеснения¹⁰.

Количествените улеснения са свързани с покупката на активи от централните банки, което води до съществено разширяване на техните баланси и увеличаване на пасивите по отношение на паричната база. Целта на количествените улеснения като нетрадиционен инструмент на парична политика на централната банка е да се намалят или да се поддържат лихвените проценти ниски и да се стимулира и увеличи кредитирането в икономиката, което е много важно в условията на ограничено съвкупно търсене в резултат на финансовата криза. При покупката на специфичен вид активи, обикновено дългосрочни правителствени ценни книжа, се увеличава търсенето им, нарастват цените им, а оттам се понижава доходността на този вид активи. Лихвените проценти по другите видове активи също започват да спадат поради ребалансиране на портфейлите от активи и ценни книжа (Reza et al., 2015, р. 3).

Понижените лихвени проценти стимулират заемането на повече финансови средства за финансиране на инвестиционни проекти, увеличават се потреблението, производството и заетостта, което влияе стимулиращо и експанзионистично на икономиките. Количествените улеснения влияят върху икономиката чрез почти същите трансмисионни канали както и традиционните инструменти на парична политика: каналът на лихвените проценти, на валутния курс, на очакванията, на цените на активи-

¹⁰ Този инструмент на парична политика преди глобалната финансова криза от 2008 г. не е прилаган активно, и по-скоро се третира като „теоретична симулация“ (BBVA, 2015, р. 17). Но след глобалната финансова криза и негативните последици от нея започва активно да се използва от редица централни банки с цел да се справят с риска от попадането на икономиките в дефлационна спирала и да се излезе от „дългово-ликвидния капан“. Този инструмент активно се прилага от Федералната резервна система и централните банки на Япония и Великобритания, както и Европейската централна банка (за подробности виж Fawley and Neely (2013)).

те, на банковото кредитиране (Reza et al., 2015, p. 2-3). Но тези нетрадиционни инструменти на парична политика могат да се окажат по-ефективни от традиционните поради възможността централната банка да се насочи към определени пазари или отделни сегменти на финансовата система.

Следва да се има предвид и фактът, че количествените улеснения имат не само положителни черти, но и както всеки инструмент на парична политика имат и своите недостатъци и се свързват с определени разходи. Количествените улеснения могат да влошат ликвидността на пазара и да повлияят на ефективното му функциониране; могат да се отразят на финансовата стабилност; могат да повлияят на доверието и независимостта на централните банки, които ги прилагат; могат да доведат до повече колебания на финансовите пазари на развиващите се страни; могат да доведат до съществени разходи, свързани с увеличаването на лихвените проценти, когато централните банки постигнат целта си. Това показва, че централните банки следва внимателно да преценят ползите и разходите от прилагането на този вид инструменти на паричната политика (Reza et al., 2015, p. 10-14).

3. Динамика на цените в еврозоната и страните-членки на ЕС (Чехия, Полша и Унгария)

Страната, която се характеризира с много дълга и продължителна дефлация през деветдесетте години на миналия век и началото на настоящия век, е Япония. Дефлацията в страната е резултат от комбинация от няколко фактора (Oxford Economics, 2013, p. 1) като първоначално се започва със спукването на балона с цените на активите, което е свързано със съществено намаляване на цените на недвижимите имоти. Това води до влошаване на качеството на кредитните портфейли на финансовите посредници, намаляване на предоставяните кредити, съществено забавяне на ръста на паричното предлагане, който не може да поддържа устойчив

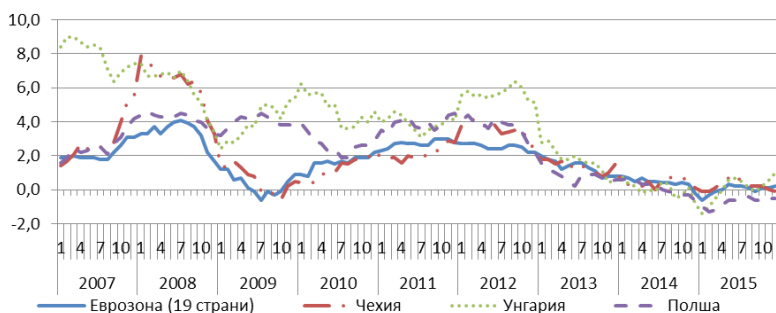
икономически растеж и ценова стабилност. Състоянието на корпоративния сектор се влошава значително поради натрупването на съществени дългове, чиято реална стойност се увеличава заради дефлацията. Случващото се в икономиката е съчетано и с предпазливост на паричните власти при провеждането на паричната политика, които закъсняват да реагират навреме за овладяването на проблема. Проблемите в Япония и негативните последици от дефлацията върху икономическото развитие на страната показват и подчертават важността на проблема с дефлацията и необходимостта от внимателното ѝ анализиране и наблюдение от страна на паричните власти в отделните страни при проявление на риска от продължителен спад на цените.

Какво се случва в еврозоната и други страни в ЕС? Доколко страните в ЕС са изправени пред попадане в дефлационна спирала?

При анализа на динамиката на цените в Еврозоната, измерена чрез хармонизирания индекс на потребителските цени, се наблюдава едно продължително забавяне на ръста на цените от средата на 2012 г., което преминава в дефлация в края на 2014 г., дължаща се на по-съществен спад в цените в Гърция (-2.5% годишен спад през декември 2014 г.), Белгия (-0.4%), Испания (-1.1%), Кипър (-1%), Люксембург (-0.9%) (Фигура 4). В същото време Унгария и Полша започват да отчитат дефлация от септември 2014 г., а Чехия – от януари 2015 г. През първите месеци на 2015 г. дефлацията се запазва, но страните успяват да отчетат инфлация през следващите месеци на годината с изключение на септември 2015 г.

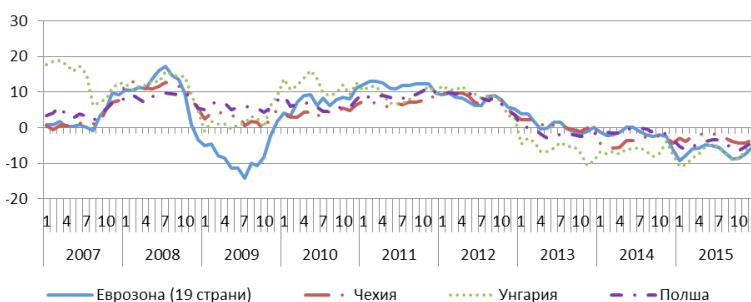
През 2015 г. в Полша потребителските цени продължават да спадат, но благоприятната тенденция е, че през отделните месеци на 2015 г. страната отчита намаляващ темп на дефлация, който достига до -0,5% през декември 2015 г. Страната не може да се справи все още с дефлацията поради ограниченото вътрешно търсене и силния негативен ефект на международните цени на суровините.

Европейски съюз



Източник: Евростат

Фигура 4. Изменение на потребителските цени в еврозоната, Чехия, Полша и Унгария, %, годишна база



Източник: Евростат

Фигура 5. Изменение на цените на енергийните суровини в еврозоната, Чехия, Унгария и Полша, %, годишна база

Спадът на потребителските цени в еврозоната и в останалите страни от ЕС през някои месеци на 2015 г.¹¹ се свързва със съществен спад в цените на енергийните суровини, отчитащи средно намаление в границите 6-7% през 2015 г. (фигура 5). Отрицателният принос на енергийните суровини се определя и от спада на цените на тези суровини на международните пазари, който се прехвърля и в страните от ЕС поради отворения характер на икономиките.

Въпреки отчетената дефлация при потребителските цени¹² в еврозоната, Чехия, Полша и Унгария, при изключване от потребителската кошница на по-волатилните

групи като енергия и непреработени храни (т.нар. базисна инфлация) се отчитат инфлационни нива за еврозоната и избраните страни от ЕС¹³ (фигура 6). Нивото на базисна инфлация е близко до дългосрочните си средни нива за разглежданите страни, като е значително по-висока от изменението на потребителските цени, отчетено чрез хармонизирания индекс на потребителските цени. То е подкрепено и с умереното възстановяване на страните, което се вижда в динамиката на отклонението на

¹¹ За Полша през цялата 2015 г.

¹² Измерена чрез хармонизирания индекс на потребителските цени.

¹³ В Полша базисната инфлация е ниска (в рамките на 0,2%-0,4% годишно изменение през месеците на 2015 г.), което е свидетелство за липсата на натиск върху инфлацията от страна на търсенето и липсата на натиск от страна на разходите, свързан с падащите цени на производител (NBP, 2015b).

икономиките от потенциалното им равнище през периода 2014-2015 г. (фигура 7).

За справяне с риска от изпадане в дефлационна спирала през март 2015 г. Европейската централна банка предприема програмата на количествените улеснения¹⁴. Ясните намерения и прозрачността на ЕЦБ по отношение на провеждането на политика, която да има експанзионистичен ефект върху икономиките на страните-членки на еврозоната, оказва положително влияние върху промяната в цените. Нещо повече, не само прозрачността, но и навременните действия са от особена важност с цел да не се допусне задълбочаване на риска от изпадане в продължителна дефлация. Това е важно с оглед на елиминиране на дефлационните очаквания на икономическите агенти¹⁵. Превантивните действия на ЕЦБ по отношение на справянето на икономиките с дефлационния натиск и рецесията като резултат от глобалната финансова криза са също от значение. През 2014 г. ЕЦБ намалява лихвените проценти по депозитните улеснения до отрицателни стойности¹⁶. Такава е и политиката и на други централни банки като централните банки в Дания, Швеция и Швейцария (Narodowy Bank Polski, 2015с, р. 12-13)¹⁷.

Останалите страни – членки на ЕС, също се опитват да се справят с дефлацията и

¹⁴ През декември 2015 г. Европейската централна банка удължава срока на програмата до март 2017 г., като не променя месечния размер на покупките.

¹⁵ Според изследване на Европейската централна банка сред професионални експерти, очакванията за инфлацията за пет години напред се запазват в границите на 1,8-1,9% през периода четвърто тримесечие на 2013 г. – четвърто тримесечие на 2015 г. Дори в третото и четвъртото тримесечие на 2015 г. има леко повишение до 1,9%, следвайки ниво от 1,8% през предходните три тримесечия. Така дългосрочните очаквания в еврозоната се възстановяват, а те могат да се считат за индикатор за доверието в централната банка и нейната възможност да постигне дългосрочната си цел за ценова стабилност.

¹⁶ От септември 2014 г. лихвеният процент по депозитното улеснение е -0,20%, от декември 2015 г. – (-0,30%).

¹⁷ Narodowy Bank Polski. 2015с. Inflation report, July, р. 12-13.

да предотвратят навлизането в дефлационна спирала. Чешката централната банка в условията на паричен режим на инфлационно таргетиране успява да повлияе експанзионистично на икономиката, стимулирайки вътрешното търсене чрез активна намеса на валутния пазар при осъществяваните на валутни интервенции и ясно дефинирана цел на достигане на определена стойност на валутния курс на кроната към еврото. Централната банка се стреми да поддържа валутен курс 27 крони за едно евро до края на 2016 г.¹⁸. Благодарение на ясните намерения и постоянството в действията на централната банка, тя успява да овладее спада на цените и започва да отчита инфлация на годишна база от 0.9% през юни 2015 г., която спада през втората половина 2015 г., но базисната инфлация остава положителна през цялата 2015 г., подтиквана от възстановяването на икономиката¹⁹, ръста на заплатите и обезценяването на местната валута спрямо долара.

Унгария отчита едно от най-високите нива на инфлация в Европейския съюз. През декември 2015 г. инфлацията достига до 1% на годишна база след дефлацията от 0,1% през септември 2015 г. Базисната инфлация нараства постоянно, движена от потребителското търсене и ускоряването на растежа на работните заплати²⁰. През 2016 г. страната намалява данъка върху физическите лица²¹, което се очаква да има допълнителен стимулиращ ефект върху потреблението и икономиката (MNB, 2015).

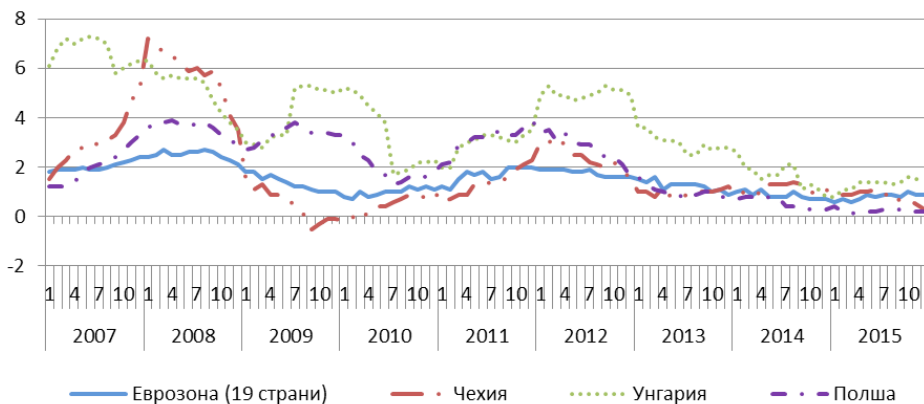
¹⁸ В края на 2015 г. Чешката централна банка взема решение за продължи да извършва интервенции при необходимост до края на 2016 г.

¹⁹ През 2015 г. Чехия успява да надмине потенциалното ниво на БВП и отклонението от потенциалното ниво е положително – 0,07% срещу -2,2% година по-рано.

²⁰ Реалният растеж на БВП в Унгария през 2014 г. е 3,9% срещу 1,9% през предходната година. Крайните потребителски разходи се увеличават с 2,1% през 2014 г. и с 0,9% през 2013 г. Заплатите

²¹ Данъкът върху доходите на физическите лица е намалял от 16% на 15% от началото на януари 2016 г.

Европейски съюз



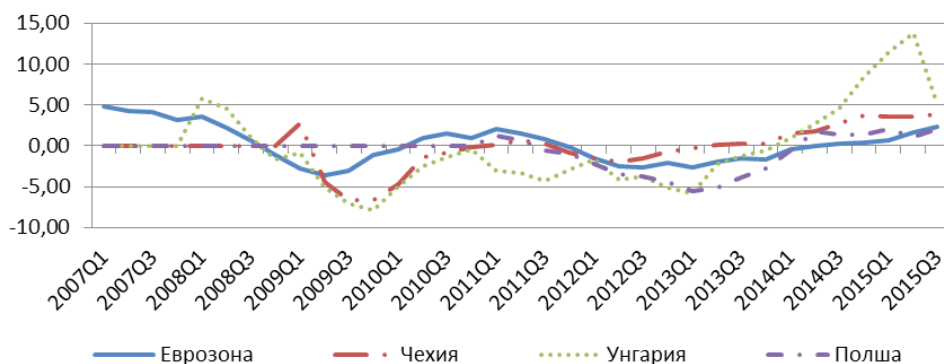
Източник: Евростат

Фигура 6. Изменение на потребителските цени, с изключение на енергия и непреработени храни, в еврозоната, Чехия, Унгария и Полша, %, годишна база



Източник: ЕК, база данни АМЕСО

Фигура 7. Отклонение на икономиката от потенциалното ѝ равнище²², %



Източник: Евростат

Фигура 8. Изменение на цените на жилищата, %, годишно изменение

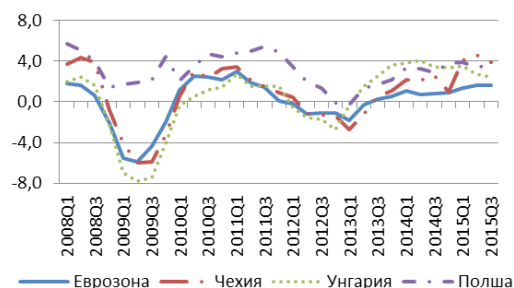
²² Отклонение на действителното ниво на БВП от потенциалното ниво при референтно ниво 2010 година.

С оглед на по-точното преценяване на това дали страните са изпаднали в дефлационна спирала е необходимо да се изследва и каква е динамиката в цените на активите, нивото на безработица, изменението на паричното предлагане, качеството на кредитните портфейли.

Цените на жилищата в еврозоната, Чехия, Унгария и Полша спадат през 2012-2013 г., но от средата на 2014 г. цените започват да се повишават на годишна база и се наблюдава възстановяване на сектора на недвижимите имоти (фигура 8). Върху динамиката на цените на недвижимите имоти оказват влияние и ниските лихвени проценти, които подтикваат икономическите агенти да се насочат и към алтернативни активи, такива като реалните активи, което води до повишаване на тяхното търсене.

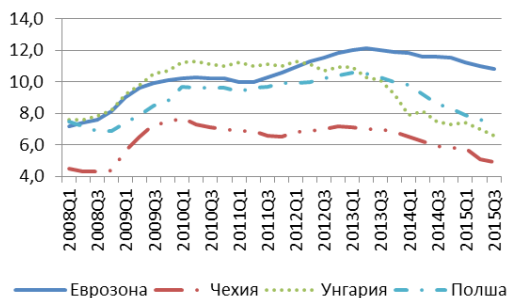
При опасност от изпадане на една икономика в дефлационна спирала се наблюдава и спад в производството или забавяне на икономическия растеж. В еврозоната ръстът на БВП започва да се ускорява от средата на 2014 г. и достига до 1.6% през третото тримесечие на 2015 г. (фигура 9), като в същото време безработицата намалява (фигура 10), което показва, че икономиките се възстановяват и се елиминира рискът от продължаваща дефлация, която да е предизвикана от продължителни шокове върху съвкупното търсене²³. В същото време паричното предлагане започва да нараства с ускоряващи темпове от средата на 2014 г. и достига до над 6% годишно нарастване в края на 2015 г., което не е наблюдавано през последните пет години (фигура 11). Сходна е динамиката на тези показатели и в страните в ЕС, но извън еврозоната: Полша, Чехия и Унгария. Дори в

тези страни се наблюдават много по-високи растежи на БВП, което е обяснимо с оглед на конвергенцията на тези страни към ЕС, но също и с все още бавното възстановяване на някои страни от еврозоната като Гърция, Италия, Испания, Португалия, които бяха засегнати по-значително от дълговата криза и оказват негативно влияние върху еврозоната.



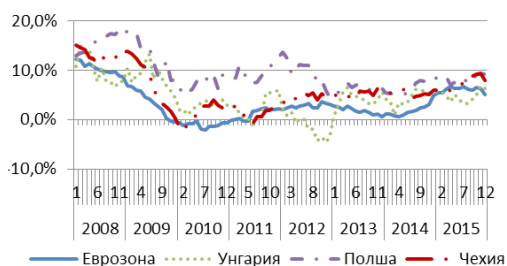
Източник: Евростат

Фигура 9. Реален ръст на БВП, %



Източник: Евростат

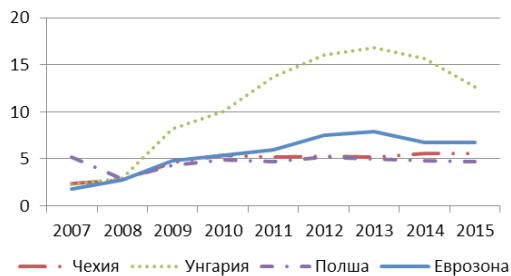
Фигура 10. Норма на безработица, %



Източник: ЕЦБ, MNB, MBP, CNB,

Фигура 11. Паричен агрегат М3, годишен растеж, %

²³ Данните за отклонението на БВП от неговото потенциално равнище за еврозоната, Полша, Чехия и Унгария показват, че отклонението е минимално и за страните, които не са успели да достигнат потенциалното равнище през 2015г. се прогнозира да го достигнат в рамките на следващите две-три години.



Източник: Световна банка

Фигура 12. Необслужвани кредити, % от общите кредити

Динамиката на паричното предлагане, измерено чрез широкия паричен агрегат М3, през последните месеци на 2015 г. е в унисон с нарастващия БВП в еврозоната²⁴, Чехия, Унгария и Полша и намаляващата безработица.

Спадът в цените на недвижимите имоти, който се наблюдава през 2012-2013 г., всъщност е прекъснат и не оказва негативно влияние върху балансите на банките в еврозоната, Чехия, Унгария и Полша. За разлика от дефлационния период в Япония²⁵, в еврозоната спадът на цените на недвижимите имоти оказва слабо влияние върху качеството на кредитните портфейли. Необслужваните кредити достигат до 7.9% от общата стойност на кредитите в края на 2013 г.²⁶, но след това се наблюдава прекъсване на тази тенденция и делът на необслужваните кредити в еврозоната достига до 6,7% в края на 2015 г. (фигура

²⁴ Нещо повече, ръстът на М3 в еврозоната съответства на дефинираната в миналото средносрочна референтна стойност от 4.5% на годишна база, съответстваща с инфлационната цел и тренда на икономическия растеж и скоростта на парично обращение Oxford Economics (2013).

²⁵ По време на дефлационния период в Япония необслужваните кредити достигат до 20% от кредитния портфейл на кредитните институции (Oxford Economics, 2013, р. 2).

²⁶ Следва да се отбележи, че в някои страни от еврозоната, например в Гърция, делът на необслужваните кредити е много по-голям от средното ниво за еврозоната.

12). В Полша, Чехия и Унгария се наблюдава също слабо увеличение на дела на необслужваните кредити в края на 2013 г., след което техният дял намалява съответно до 4,7%, 5,6% и 12,7% в края на 2015 г.

Разгледаните показатели показват, че в еврозоната, Чехия и Унгария се наблюдава кратък период на дефлация, който е прекъснат от покачване на потребителските цени от април 2015 г. до края на 2015 г. с изключение на септември 2015 г. Дефлацията е резултат от спадащите цени предимно на енергийните суровини и хранителните стоки, които имат негативно отражение върху динамиката на потребителските цени поради високото им тегло в потребителската кошница. Риск от попадане в дефлационна спирала все още не съществува, поради това, че икономиките на еврозоната, Чехия, Унгария и Полша отчитат ускоряващ растеж, намаляваща безработица, намаляващ дял на необслужваните кредити, ускоряващ ръст на паричното предлагане. Именно в периоди на дефлация, както и при периодите на инфлация, е много важно как централните банки реагират за стабилизиране на очакванията за динамиката на цените и доколко следват ясна, навременна, прозрачна и последователна парична политика за справяне с този проблем, имайки предвид, че резултатите се проявяват след известен лаг във времето. ЕЦБ с предприетите количествени улеснения, както и Чешката централна банка чрез извършваните валутни интервенции като следващи стъпки след невъзможността да се използват конвенционалните инструменти на парична политика, дават ясни сигнали на публиката за продължаващо наливане на ликвидност в икономиката и нейното последващо възстановяване.

4. Заключение

Дефлацията не е по-малко вредна за една икономика в сравнение с инфлацията. Поради тази причина и централните

банки считат за постигната ценова стабилност поддържането на инфлация в рамките на 2-3%. След глобалната финансова криза през 2008 г. все по-трудно се оказва за централните банки да осигурят ценова стабилност поради изчерпване на възможностите на традиционните инструменти на парична политика при настоящите условия на ниски лихвени проценти и натрупани съществени правителствени дългове. Поради тази причина се търсят алтернативни решения за справяне с дефлацията и недопускане да се попадне в състояние на дефлационна спирала. Такъв е и примерът на Европейската Комисия с плана Юнкер или плана за инвестиции в Европа, който позволява осигуряване на евтино финансиране и подкрепа за реализацията на бизнес проекти, имащи важно значение за създаването на работни места и стимулирането на европейската икономика.

Еврозоната, която е третата в света икономика по произведен БВП, както и Унгария, Полша и Чехия, също са изправени пред риск от дефлация, което налага анализ на състоянието на икономиките. В настоящото изследване е направен анализ на динамиката на потребителските цени в еврозоната, Полша, Унгария и Чехия, като се акцентира и върху други променливи, които характеризират състоянието на икономиките, за да се отговори на въпроса дали икономиките са изправени пред риска от попадане в дефлационна спирала. Въз основа на направения анализ се стига до заключението, че съществуват дефлационни рискове в еврозоната, Унгария, Чехия и Полша, но навременните действия на ЕЦБ и централните банки на тези страни позволяват да се избегне ситуацията на изпадане в дефлационна спирала. В бъдеще следва да се продължи прозрачната и навременна политика на централните банки, което да предотврати връщането към отрицателната траектория на изменението на цените.

Цитирани източници:

Мишкин, Ф., 2014. Теория на парите, банковото дело и финансовите пазари. София, издателство „Изток-Запад“, с. 551.

(Mishkin, Fr., 2014. Teoria na parite, bankovoto delo i finansovite pazari. Sofia, izdatelstvo "Iztok-Zapad", p. 551)

Младенов, М., 2009. Пари, банки, кредит. Пето допълнено и преработено издание. София, издателство „Тракия М“.

(Mladenov, M., 2009. Pari, banki, kredit. Peto dopulneno i preraboteno izdanie. Sofia, izdatelstvo „Trakia M“)

BBVA., 2015. Risk of deflationary spiral and monetary policy, first quarter, Global economic outlook, p. 17.

IMF, 2003. Deflation: Determinants, Risks and Policy Options – Findings of an International Task Force, April, p. 9.

Fawley, B., Chr. Neely. 2013. Quantitative Easing versus Credit Easing. Federal Reserve.

Bank of St. Louis Review. January/February 2013.

Magyar Nemzeti Bank. 2015 Inflation report. December.

Narodowy Bank Polski. 2015a. Annual report 2014.

Narodowy Bank Polski. 2015b. Inflation report, November.

Narodowy Bank Polski. 2015c. Inflation report, July, p. 12-13.

Official Journal. 2012. Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union, p 1-390.

Oxford Economics, 2013. Is the Eurozone at risk of Japan-style deflation?, November 2013, p. 1.

Reza, A., E. Santor, L. Suchanek, 2015. Quantitative Easing as a Policy Tool under the Effective Lower Bound. Staff discussion paper 2015, 14, Bank of Canada, pp. 2-3; 10-14.