

Съвременната неконвенционална парична политика на ЕЦБ в контекста на финансовата криза

Венелина Трифонова*,
Силвия Трифонова**

Резюме: Основната цел на статията е да се изследват неконвенционалните мерки на паричната политика на Европейската централна банка (ЕЦБ), предприети в отговор на глобалната финансова криза. В изследването се поставя ударение върху следните два основни инструмента на неконвенционалната парична политика на ЕЦБ: първо, провеждането на приспособителна парична политика при номинални лихвени проценти, близки до нулата и дори под нулата; второ, прилагането на мерки за засилена кредитна подкрепа на търговските банки чрез разширената програма за покупка на активи. Последната понастоящем включва програмата за изкупуване на обезпечени с активи ценни книжа, програмата за изкупуване на обезпечени облигации, програмите за покупки в публичния и в корпоративния сектор, и програмата за целеви (таргетиращи) операции по дългосрочно рефинансиране. В тази връзка също е разгледана практиката на разширяване списъка на допустимите активи, приемани като обезпечения по кредитните операции на Евросистемата, както и ограниченията, на които са подложени

* Венелина Трифонова е доктор, доцент в катедра "Икономикс" на УНСС, e-mail: venelina_trifonova@abv.bg
** Силвия Трифонова е доктор, доцент в катедра "Финанси" на УНСС, e-mail: trifonovasilvia@yahoo.com

мерките по осигуряването на ликвидност на финансовите пазари и банковата система в еврозоната. Специално внимание в статията е отделено на започналата през юни 2014 г. политика на ЕЦБ по определяне на отрицателни номинални лихвени проценти, в частност по паричния инструмент – депозитно улеснение, както и ефектите, които тези лихвени нива оказват върху кредитирането и реалната икономика в еврозоната. Този анализ е свързан с проследяване на измененията в банковото кредитиране в еврозоната вследствие на разширената програма на ЕЦБ за покупка на активи и отрицателния лихвен процент по депозитното улеснение – по-специално, върху кредитните стандарти по кредитите за фирми и за домакинства, нетния лихвен доход на банките, коефициента им на обща рентабилност и кредитните им маржове.

Ключови думи: неконвенционална парична политика; ЕЦБ; отрицателни номинални лихвени проценти; политика на засилена кредитна подкрепа; разширена програма за покупка на активи.

JEL: E42, E58, G21, G23.

Въведение

Преди избухването на глобалната финансова криза, централните банки на развитите държави провеждат тради-

ционна (конвенционална) парична политика, основана на три главни инструмента – операции на открития пазар, минимални задължителни резерви и дисконтова политика (политика по рефинансиране). Паричната политика се прилага по относително предсказуем и систематичен начин, а нейните трансмисионни механизми са пределно ясни. Ключовият инструмент на политиката по правило е краткосрочният лихвен процент, а до голяма степен паричните агрегати и валутният курс са оставени да се приспособяват свободно. Функцията на прозрачност на централната банка направлява пазарните очаквания за бъдещата динамика на лихвените проценти. Добре функциониращият арбитраж гарантира, че действителните и очакваните промени в краткосрочните лихвени проценти ще се пренесат върху кривата на доходността на държавните облигации и сред класовете частни активи, включително и сред банковите кредити. При наличието на номинална неизменност, тези промени в номиналната доходност ще засегнат реалните лихвени проценти, а оттук и реалните икономически решения, свързани с динамиката на БВП, потреблението и инвестициите в националните икономики.

Глобалната финансова криза постави под въпрос този модел в три направления:

- Промените в лихвените проценти не успяха да се пренесат по кривата на доходността на дълговите ценни книжа към всички класове активи, както и към кредитните спредове.
- Повишената уязвимост накара някои сегменти на финансовите пазари да „замръзнат“.
- Тежестта на икономическата рецесия принуди централните банки да свалят номиналните лихвени проценти близо до нулата, а дори и под нулата.

Централните банки реагираха на глобалните финансови сътресения, като граматично разшириха традиционната си роля

на кредитор от последна инстанция. Традиционното схващане на тази роля е да се осигури ликвидност на множество банки, изправени пред временни ограничения при привличането на депозити и при междубанковото финансиране. Вместо това, смущението по време на глобалната финансова криза също засегнаха взаимосвързаните пазари за финансиране на небанкови институции и на държави (суверени), както и някои пазари на финансови деривати.

Основната цел на статията е да се изследват неконвенционалните мерки на паричната политика на ЕЦБ, предприети в отговор на глобалната финансова криза. В изследването се поставя ударение върху следните два основни инструмента на неконвенционалната парична политика на ЕЦБ: първо, провеждането на приспособителна парична политика при номинални лихвени проценти, близки до нулата и дори под нулата; второ, прилагането на мерки за засилена кредитна подкрепа на търговските банки чрез разширена програма за покупка на активи, включваща широк набор от конкретни мерки.

Структурата на изследването е, както следва: Част 1 е посветена на целите на неконвенционалната парична политика на ЕЦБ, а Част 2 – на широкия набор от неконвенционални монетарни инструменти на ЕЦБ. Специално внимание в статията е отделено на започналата през юни 2014 г. политика на ЕЦБ по определяне на отрицателни номинални лихвени проценти, в частност по паричния инструмент – депозитно улеснение, както и ефектите, които тези лихвени нива оказват върху кредитирането и реалната икономика в еврозоната. Този анализ е обвързан с проследяване на измененията в обемите на банковото кредитиране – за фирми и за домакинства, нетния лихвен доход на банките, коефициента им на рентабилност и кредитните им маржове.

Методологията на изследването включва: теоретико-методологичен подход, ме-

Икономическо развитие

тог на анализа и синтеза, метод на индукцията и дедукцията, сравнителен анализ, дескриптивен анализ, историко-логически подход, критичен анализ, емпиричен анализ и др. Статията завършва с обобщаване на направените изводи от изследването.

1. Цели на неконвенционалната парична политика

Финансовите институции в развитите икономики отговориха на глобалната финансова криза чрез използването на неконвенционални мерки, насочени към три основни цели:

- да възстановят нормалното функциониране на засегнатите финансови пазари и финансовото посредничество;
- да осигурят допълнителна приспособителна парична политика при номинални лихвени проценти, близки до нулата, и дори под нулата;
- да противодействат на засилените рискове съответно от дефлация и от колапс на производството, които са съпоставими по магнитуд единствено с тези при Великата депресия. Не случайно световната финансово-икономическа криза вече се определя като Велика (глобална) рецесия.

Посочените цели на нестандартната парична политика, макар и да са концептуално различни, са тясно свързани помежду си. В крайна сметка те са насочени към подкрепа на макроикономическата стабилност, включително чрез намаляване на последващите рискове при острите фази на криза (срив на финансовата система, депресия и дефлация). Така например **неконвенционалната парична политика на ЕЦБ е насочена към осигуряване на подходяща подкрепа на кредитните пазари, които са с нарушено функциониране или изобщо не функционират** (European Central Bank, 2010, p. 16).

Неконвенционалната парична политика се разглежда в две направления:

- **Политика за възстановяване на функционирането на пазарите и на финансовото посредничество;**
- **Политика, предоставяща ликвидна подкрепа за икономиката при номинални лихвени проценти, близки до нулата.**
- **Количествени улеснения, т.е. Влияние на централната банка върху количеството на парите директно чрез покупка на активи.**

При нормални условия паричната политика на централната банка се провежда чрез установяване на основните (ключовите) лихвени проценти. Те на свой ред оказват влияние върху другите видове лихвени проценти в икономиката, в т.ч. и тези по банковите кредити. При изключителни обстоятелства като финансови кризи, централната банка може също да влияе върху количеството на парите директно чрез покупка на активи или чрез „**количествено разхлабване (улеснение)**” (quantitative easing). Когато краткосрочните номинални лихвени проценти достигнат ефективната долна граница, не е възможно централната банка да предоставя по-нататъшни стимули за икономиката чрез понижаване на лихвения процент. В този случай един възможен начин за осигуряване на монетарни стимули за икономиката е чрез количествени улеснения като например програми за покупка на активи от страна на централните банки. В отговор на острите шокове в ранните години на глобалната финансова криза неконвенционалните мерки на парична политика са особено успешни за възстановяване функционирането на финансовите пазари и посредничеството. Политиката за подкрепа на икономическата активност при краткосрочни лихвени проценти, близки до нулата, редуцира дългосрочните лихвени проценти и оказва позитивен ефект върху икономическата активност и инфлацията в страните, чиито централни банки предприеха неконвенционални монетарни мерки.

2. Инструменти на неконвенционалната парична политика

За да се неутрализират отрицателните ефекти от световната финансова криза, водещите централни банки в света предприеха **набор от инструменти на неконвенционална парична политика** (Lambert and Ueda, 2014, p. 3). Тези инструменти са следните:

- Понижаване и поддържане на ключовите лихвени проценти на паричната политика на нулево, и дори отрицателно, номинално равнище;
- Разширяване на балансите на централните банки чрез покупка на дългосрочни правителствени облигации и рискови активи;
- Въвеждане на различни схеми за облекчаване на банковото кредитиране.

Понижаването и поддържането на ключовите лихвени проценти до нулево, и дори отрицателно, номинално равнище е неконвенционална мярка на паричната политика, макар че тези ключови лихвени проценти сами по себе си са инструмент на конвенционалната парична политика.

2.1. Провеждане на приспособителна парична политика при номинални лихвени проценти, близки до нулата, и дори под нулата

Основна последица от рязкото забавяне на икономическата активност поради глобалната финансова криза е коренната промяна в паричната политика, провеждана от водещите световни централни банки – ЕЦБ, Федералната резервна система (ФРС), Японската централна банка и Английската централна банка. И четирите водещи централни банки пристъпиха към агресивно понижаване на ключовите номинални лихвени проценти. Конвенционалните мерки на паричната политика доведоха до отрицателни лихвени проценти поради резкия спад в

производството и ниската инфлация. С въвеждането на номинални лихвени ставки от или в близост до нулата централните банки изгубиха един от своите традиционни монетарни инструменти.

Когато се говори за основен лихвен процент в еврозоната, се има предвид лихвеният процент на ЕЦБ по основните рефинансиращи операции (ОРО) (или по рефинансирането), известен още като „**рефи лихвен процент**” (ECB refi rate). Равнището на този лихвен процент е на практика цената, която банките заплащат, за да заемат средства от ЕЦБ. Тази „покупна цена” е важен фактор за банките при определянето на техните лихвени проценти по отпуснатите кредити на реалния сектор. Лихвеният процент по ОРО е този, по който ЕЦБ осигурява най-голямата част от ликвидността на банковата система. Рефи лихвеният процент може да бъде определян по един от следните два начина: първо, експлицитно от ЕЦБ – ако ОРО се провеждат с търгове с фиксиран процент, или второ, да бъде ограничен от предварително определен минимален процент по заявките, подадени от самите банки-контрагенти – в случая на търгове с променлив процент.

Другите два ключови лихвени проценти на ЕЦБ са лихвеният процент по пределното кредитно улеснение и лихвеният процент по депозитното улеснение. Първият е лихвеният процент, по който Евросистемата осигурява овърнайт кредити на банките в еврозоната, а вторият е лихвеният процент, по който банките могат да правят овърнайт депозити в Евросистемата. Чрез повишаване или намаляване на лихвените проценти ЕЦБ упражнява директно влияние върху лихвените нива, които банките прилагат по междубанковите си операции, бизнес кредитите, потребителските кредити, ипотечните кредити, спестовните сметки и др.

След засилването на кризата от октомври 2008 г. ЕЦБ предприе политика на понижаване на нивата на основните лихвени

Икономическо развитие

проценти с 3.25 процентни пункта. В този си ход ЕЦБ следва поведението на ФРС¹, която също значително намали лихвените нива (Европейска централна банка, 2009, 2010, с. 12)². Общото намаление на основните лихвени проценти на ЕЦБ само през 2008 г. е със 175 базисни точки (б.т.).

През първите пет месеца на 2009 г. Управителният съвет (УС) на ЕЦБ намали лихвения процент по ОРО с още 150 б.т. общо до 1% – най-ниското ниво, наблюдавано в историята на еврозоната. Коридорът по постоянните ликвидни улеснения е стеснен със 150 б.т., като лихвените нива по депозитното и по кредитното улеснение на ЕЦБ са определени съответно на 0.25% и 1.76%. Ключовите лихвени проценти остават на тези ниски нива за дълъг период от време предвид на ниската инфлация в еврозоната, запазена и в средносрочен план, слабата реална икономика и забавената монетарна динамика (на паричната база и паричното предлагане).

На своето заседание на 11 ноември 2013 г. УС на ЕЦБ взе решение да понижи основния лихвен процент до рекордно ниското ниво от 0,25% в отговор на последните сигнали, че икономиката на еврозоната забавя възстановяването си от най-дългата рецесия в историята (Вучев, 2013). Резкият спад на инфлацията през октомври 2013 г. накара европейските централни банкери да предприемат неочаквания ход през есента на същата година. По данни на Евростат тогава инфлацията в 18-членния валутен блок достигна 0,7% на годишна база. Резултатът остана

¹ В САЩ целевият (таргетируваният) краткосрочен лихвен процент е установен и поддържан на рекордно ниското ниво 0.25%. В частност, общото намаление на основните лихвени проценти през 2008 г. е със 175 б.т.

² В първите няколко месеца на 2009 г. (януари-май) УС на ЕЦБ понижава лихвата по основните си рефинансиращи операции с още 150 базисни точки (б.т.) общо до 1% – най-ниското ниво, наблюдавано в историята на Еврозоната. Коридорът по постоянните улеснения е стеснен със 150 б.т., като депозитната и кредитната лихва на ЕЦБ са определени съответно на 0.25% и 1.75%.

значително под отчетения през септември 2013 г. 1,1% темп инфлация и под официалната инфлационна цел на ЕЦБ от 2%.

Тенденция към устойчиво понижаване на инфлацията в еврозоната започна да се наблюдава през втората половина на 2012 г., която продължи и трайно след това. През май и ноември 2013 г. ЕЦБ намали лихвените проценти по ОРО, по депозитното и по пределното кредитно улеснение, но въпреки това хармонизируваният индекс на потребителските цени (ХИПЦ), чрез който се измерва инфлацията в еврозоната, продължи да се понижава. Инфлацията остана значително по-ниска от заложената съгласно целта на паричната политика на ЕЦБ референтен темп на инфлация – до 2%, но близо до 2% в средносрочен план. Ниската инфлация през този период е основната причина ЕЦБ да предприеме нови мерки с цел понижаване на краткосрочните лихвени проценти и стимулиране на кредитирането в еврозоната.

От средата на 2014 г. четири централни банки в Европа понижиха лихвените си проценти до стойности под нулата. Сред тях ЕЦБ първа определи **отрицателен лихвен процент по депозитното улеснение** през юни 2014 г., т.е. лихвеният процент, по който банките влагат средства в националната си централна банка с овърнайт матуриетет.³ Налице е безпрецедентен ход за ЕЦБ да понижи лихвената си ставка по овърнайт депозитите в пряк опит да стимулира кредитната активност в еврозоната от 0% до отрицателното ниво от -0,1%.

ЕЦБ си поставя две ключови цели с въвеждането на негативен лихвен процент по депозитното улеснение, а именно: първо, още повече да се понижат лихвените проценти на паричния пазар, и второ, да се повиши скоростта на обръщение на свръхрезервите на междубанковия пазар към оне-

³ ЕЦБ впоследствие е последвана от Централната банка на Дания, Централната банка на Швейцария и Централната банка на Швеция. Това се случва в периода от средата на 2014 г. до началото на 2015 г.

зи банки, които се нуждаят от ликвидност, за да задържат или разширят кредитните си портфейли. Банките, изпитващи свръхликвидност, са склонни да я прехвърлят към други институции или да я използват за отпускане на нови кредити.

От друга страна, връзката между негативния лихвен процент по депозитното улеснение и валутно-курсовата политика на ЕЦБ е слаба, т.е. упражняването на подобно влияние не е цел на монетарната мярка⁴. Настоящи емпирични изследвания разкриват, че е сравнително ограничена трансмисията на валутния канал към реалната икономика (Forbes et al., 2015).

По отношение на лихвения процент по ОРО през 2014 г. ЕЦБ направи още две понижения, както следва: първо, през юни от 0,25% до 0,15% (Вучев, 2014а), и второ, през септември до 0,05% (Вучев, 2014б). Целите на тази мярка са следните: стимулиране на икономическата активност, повишаване на инфлацията, понижаване курса на еврото, намаляване на безработицата и даване на допълнителен тласък на развитието на затруднените от кризата страни от еврозоната (Иванова, 2013).

С определянето на отрицателно ниво на една от ключовите си лихвени ставки – тази по овърнайт депозитите, на практика ЕЦБ принуди търговските банки в еврозоната да плащат за това, че държат средства при нея. На заседанието си през септември 2014 г. УС на ЕЦБ понижи отрицателната депозитна лихва до -0,20%.

⁴ Въвеждането на негативен лихвен процент по депозитното улеснение с цел влияние върху валутно-курсовата политика би могло да бъде обосновано в малки страни, в опита им да предотвратят риска от масирано поскъпване на валутата. За разлика от това, обаче, настоящите тенденции показват, че това не работи в случая на по-големи икономики. Въпреки решението на ЕЦБ и на Японската банка да въведат отрицателен лихвен процент по депозитното улеснение, валутните курсове на еврото и на японската йена поскъпват спрямо щатския долар на международните валутни пазари.

Причината за тези понижения на лихвените проценти е, че през посочения период макроикономическите индикатори продължават да сигнализират за забавяне на икономическата активност в еврозоната. Данните за растежа на БВП през второто тримесечие на 2014 г. показват стагнация, а негативната динамика на водещите конюнктурни индикатори през периода юни – август 2014 г. показва очаквания, че продължава забавянето на икономическата активност в еврозоната, което би довело до допълнително понижение на инфлацията. През юли и август 2014 г. инфлацията, измерена чрез ХИПЦ, в еврозоната, се понижи до 0.4% на годишна база, като едновременно с това се наблюдава спад и в инфлационните очаквания в средносрочен план.

От една страна, понижението на лихвения процент по депозитното улеснение е с технически характер и е свързано със запазването на коридора между лихвените нива по двете ликвидни улеснения, което е необходимо за ефективното функциониране на паричния пазар. От друга страна, допълнителното намаляване на лихвените проценти по ОРО се отрази благоприятно върху условията, по които банките могат да заемат средства при предстоящите целеви операции.

Отрицателният лихвен процент, освен към депозитното улеснение, е приложен от ЕЦБ и към осреднените наличности от МЗР на банките, депозитите на сектор «Държавно управление», сметките по услуги за управление на резерви на Евросистемата, салдата по сметки на участниците в системата за брутен сетълмент TARGET2 и салдата на националните централни банки (НЦБ) извън Евросистемата (овърнайт депозити) по TARGET2 (Българска народна банка, 2014, София, с. 23).

От декември 2015 г. ЕЦБ намали още повече лихвения процент по депозитното улеснение до -0,30%. Тези мерки идват на фона на предупрежденията от Банката за международни разплащания (БМР), Базел,

Швейцария, че е трудно да се предвидят последиците от допълнително намаляване на лихвените проценти под нулата и неизвестните от това какви ще са ефектите върху финансовия сектор, а оттам – и върху реалния сектор (Колев, 2016). Очакванията на пазарите през този период са дори, че ЕЦБ ще продължи понижението на отрицателната лихва.

Все пак негативните номинални лихвени проценти не са съвсем ново явление в световната финансова история – за първи път те са въведени от Централната банка на Швеция през 2009-2010 г. Също така Централната банка на Дания е поддържала отрицателни лихвени проценти по депозитните сертификати от средата на 2012 г. до април 2014 г. (Bank for International Settlements, 2016, p. 34). Политиката на номинални лихвени проценти под нулата по-късно е възприета и от Централната банка на Япония (в края на януари 2016 г.) и Централната банка на Канада (през декември 2015 г.).

На 10 март 2016 г. ЕЦБ намали своя **ключов лихвен процент по ОРО с 5 б.т. до рекордното най-ниско ниво от 0.00%**. Това е и настоящото ниво на рефи лихвения процент. Това решение влиза в сила от 16 март 2016 г. Динамиката на рефи лихвения процент в периода от 1996 г. до момента е показана на фигура 1. От началото на кризата ЕЦБ е понижила основния си лихвен процент многократно – повече от 10 пъти.

Същевременно, на същата дата – 10 март 2016 г., ЕЦБ увеличи обема на Програмата за изкупуване на активи (Asset Purchase Programme) с 20 млрд. евро от 60 млрд. евро до 80 млрд. евро на месец. **Лихвеният процент по депозитното улеснение също е намален с 10 б.т. до рекордното най-ниско отрицателно ниво от -0.40%**, а този по пределното кредитно улеснение – с 5 б.т. до ниво **0.25%** – и двете лихвени промени влязоха в сила от 16 март 2016 г. Така понастоящем трите ключови лихвени процента на ЕЦБ са на следните равнища:

- лихвен процент по основните рефинансиращи операции (търгове с фиксиран процент): 0.00%;
- лихвен процент по пределното кредитно улеснение: 0.25%;
- лихвен процент по депозитното улеснение: -0.40%.

Нова серия от дългосрочно кредитиране на банките е обявена от УС на ЕЦБ на 10 март 2016 г. Очакванията на полиси-мейкърите са лихвените проценти да останат на настоящите нива или още повече да се понижат за дълъг период от време.

Средното ниво на лихвените проценти в еврозоната е оценено на 2.24% в периода от 1998 г. до 2016 г., достигайки максималното си равнище от 4.75% през октомври 2000 г. и минималното си равнище от 0.00% през март 2016 г.⁵

Борбата по възстановяване на икономиките на страните в еврозоната е много бавна и мъчителна и дава слаби окуражителни резултати. Както посочва в своя реч наскоро Губернърът на Английската централна банка: „рисковете пред глобалната икономика водят до невъзможността да се измъкнем от ниския растеж, ниската инфлация и ниския равновесен лихвен процент” (Carney, 2016).

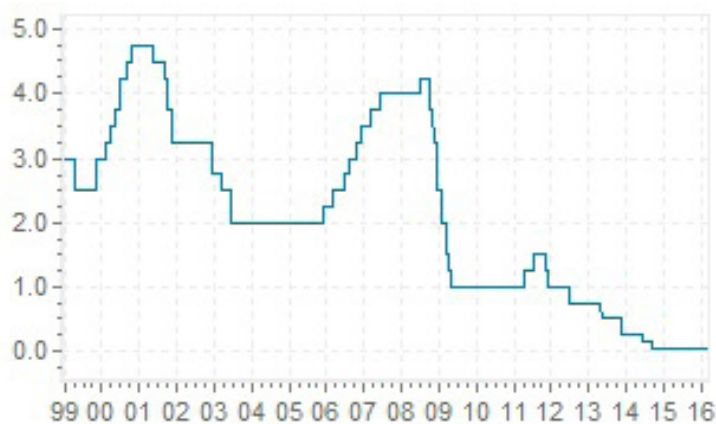
Все пак, централните банкери считат, че са постигнати заложените цели с понижението на лихвения процент по обръннат депозитите до отрицателни нива (Constancio, 2016). Налице е допълнително снижение на лихвените проценти на паричния пазар и е засилена скоростта на обръщение на свръхрезервите на междубанковия пазар към банките, изпитващи недостиг на ликвидност. Свръхликвидните банки са насочили средствата си към отпускане на нови кредити или към рефинансиране на други институции.

Проучванията на **банковото кредитиране в еврозоната** през първото тримесечие

⁵ За повече подробности вж.: <http://www.tradingeconomics.com/>

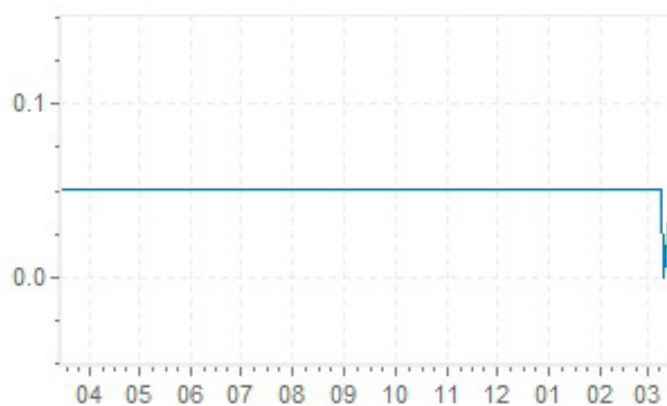
на 2016 г. показват подобрене в условията за отпускане на кредити за фирмите и продължаващ ръст на търсенето на кредити при всички категории кредитни продукти. Според данните на ЕЦБ, нетното търсене на фирмени кредити е нараснало със 17%, а на жилищни кредити на домакинства – с 32% (макар че е отчетено затягане на условията за отпускане на такива кредити като цяло в еврозоната) (Еuroean Central Bank, 2016, p. 4). През първото тримесечие на 2016

г. стандартите за отпускане на фирмени кредити са разхлабени в Германия, Италия и другите големи страни – членки на еврозоната, докато само в Холандия – са затегнати. Относно условията за отпускане на жилищни кредити на домакинства – те са засилени в Германия и Холандия, а са отслабени – в Италия и Испания. Конкурентният натиск и понижените усещания за риск са основните фактори, допринасящи за нетното облекчаване на кредитните стандарти.



Фигура 1. Изменение на основния лихвен процент на ЕЦБ по основните рефинансиращи операции в периода 1999-2016 г.

Източник: <http://www.global-rates.com/>



Фигура 2. Изменение на лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ в периода март 2015 г. – март 2016 г.

Източник: <http://www.global-rates.com/>

Таблица 1. Последни изменения на лихвения процент по основните рефинансиращи операции на ЕЦБ

Дата на изменение на лихвения процент	Процент
10 март 2016 г.	0.000 %
4 септември 2014 г.	0.050 %
5 юни 2014 г.	0.150 %
7 ноември 2013 г.	0.250 %
2 май 2013 г.	0.500 %
5 юли 2012 г.	0.750 %
8 декември 2011 г.	1.000 %
3 ноември 2011 г.	1.250 %
7 юли 2011 г.	1.500 %
7 април 2011 г.	1.250 %

Източник: <http://www.global-rates.com/>

Освен драстичното понижение на номиналните лихвени нива (дори и до негативни стойности), ЕЦБ прибегна и до други неконвенционални методи за стимулиране на икономиката на еврозоната, включително чрез покупки на държавни облигации. Президентът на ЕЦБ Марио Драги неведнъж обещава, че ще направи каквото е необходимо, за да се възстанови нормалният курс на развитие на европейската икономика и да увеличи баланса на ЕЦБ до 1 трлн. евро. Като че ли стартирането на широкомащабна програма за изкупуване на облигации, по примера на количествените улеснения на ФРС, се оказа единственият ход пред финансовата институция за стимулиране на икономическата активност и повишаване на инфлацията в еврозоната.

2.2. Мерки за засилена кредитна подкрепа на банките в еврозоната

В отговор на глобалната финансова криза водещите централни банки в света се насочиха към активни мерки за осигуряване на засилена кредитна подкрепа на търговските банки. В еврозоната решението за това от май 2009 г. е продължение на инициативите, одобрени от 2008 г.: „ЕЦБ е въвела парична политика и мерки за управление на ликвидността, които са без-

прецедентни по своята природа, обхват и магнитуд” (European Central Bank, 2009, р. 9). Взетите мерки са съобразени с финансовата архитектура на икономиката на еврозоната, в която банките традиционно изпълняват главна роля за финансирането на домакинствата и фирмите, и съдействат за поддържане на потока от кредити към икономиката.

Политиката на засилена кредитна подкрепа (Enhanced credit support policy), която ЕЦБ предприе в полза на банковия сектор в еврозоната, в отговор на глобалната финансова криза, обхваща следните нестандартни мерки:

Първо, предоставяне от Евросистемата на неограничена ликвидност на банките срещу допустимо обезпечение по фиксиран процент за всички операции на рефинансиране. Евросистемата възобновява на няколко пъти тържните процедури с фиксиран процент и пълно разпределение при редовните си операции по дългосрочно рефинансиране (било то 3-месечни или 6-месечни)⁶. Лихвените проценти при дъл-

⁶ На практика единици са редовните операции по дългосрочно рефинансиране, които не са проведени чрез тържни процедури с фиксиран лихвен процент и пълно разпределение, а са проведени чрез търгове с минимален лихвен процент по заявките.

госрочните рефинансиращи операции са фиксирани на средното равнище на лихвения процент при основните рефинансиращи операции за срока на съответната операция по дългосрочно рефинансиране. Тези процедури са запазени до началото на март 2010 г., когато с цел подобряване на условията на финансовите пазари, УС на ЕЦБ обяви, че ще възвърне практиката на търговете с променлив процент за редовните си тримесечни операции по дългосрочно финансиране⁷.

Второ, удължаване на максималния матуритет на операциите по дългосрочно рефинансиране на Евросистемата. Първоначално това удължаване е от 3 месеца (преди настъпването на кризата) до 6 месеца и до 12 месеца, както и въвеждане на допълнителни 3-месечни дългосрочни рефинансиращи операции (ДРО), и извършване на тези операции на тримесечна база. Целта на тази мярка е да се подобрят ликвидните позиции на банките и да се съдейства за понататъшен спад на срочните спредове на паричния пазар за насърчаване на банките да поддържат и увеличат кредитирането. Наред със съществуващите ДРО, осигуряването на практически неограничено финансиране съдейства и за поддържане на 12-месечните лихвени проценти на паричния пазар на ниски нива (Европейски Централен Банк, 2009, р. 10)⁸.

Осигуреният по-голям обем ликвидност в банковата система доведе до значително понижение на лихвените проценти на межубанковия пазар в еврозоната. Лихвените проценти по депозитите с матуритет до 6 месеца спаднаха под референтната репо

⁷ Първата операция по разпределение на ликвидност, която се извършва чрез търг с променлив процент, е на 28 април 2010 г. Освен това е обявена допълнителна 6-дневна операция за фино регулиране с цел изглаждане на ефекта от 12-месечната дългосрочна рефинансираща операция с падеж на 1 юли 2010 г. Върху ликвидността на банките.

⁸ През 2009 г. са проведени три едногодишни операции, като общият им размер достига 614 млрд. евро.

лихва, като в края на 2009 г. достигнаха рекордно ниски нива – съответно 0.41% за овърнайт (-194 б.т.) и 0.70% за тримесечен EURIBOR (-219 б.т.) (Българска народна банка, 2009-2010, с. 16).

От гледна точка на оперативната рамка на паричната политика на ЕЦБ, **ролята на основните и на дългосрочните рефинансиращи операции** се различава в два главни аспекта, а именно:

Първо, поради тяхната по-голяма честота и по-кратък матуритет, ОРО са предназначени за активно изглаждане на ликвидността на банковия сектор в еврозоната. За разлика от това, обемите на ДРО се изменят единствено твърде рядко и са винаги фиксирани на конкретната тържна процедура. Поради това, ДРО не се използват за изглаждане на условията на паричния пазар, а служат за осигуряване на „допълнително дългосрочно рефинансиране“ на банките (Европейски Централен Банк, 2004, р. 10).

Второто основно различие между двата вида рефинансиращи операции на ЕЦБ се отнася до влиянието им върху лихвения процент. ОРО играят доминираща роля в изглаждането на краткосрочните лихвени проценти. Лихвеният процент по ОРО, служещ за ключов лихвен процент на ЕЦБ, се установява или експлицитно от ЕЦБ – ако ОРО се провеждат с търгове с фиксиран процент, или може да бъде ограничен от предварително определен минимален процент по заявките, подадени от самите банки – в случая на търгове с променлив процент.

За разлика от това, ДРО винаги се провеждат чрез чисти търгове с променлив процент, т.е. без минимално определен процент по заявките на банките. ЕЦБ просто действа като съвършен конкурент, вземащ наготово пазарната цена (или като „price-taker“) и не използва ДРО за сигнализиране на нивата на лихвените проценти. ДРО се считат най-привлекателни за онези банки, които проявяват слаба активност при упра-

влението на задължителните си минимални резерви. На практика мотивацията на ЕЦБ е да прилага ДРО като „начин за осигуряване на добра възможност за по-малките банки, които имат ограничен достъп или изобщо нямат достъп до междубанковия пазар, да получат ликвидност за по-дълъг период“ (European Central Bank, 2002).

Трето, разширяване на списъка на допустимите активи, приемани като обезпечение по кредитните операции на Евросистемата.

„Предлаганите обезпечения“ (коллатерали) представляват активи, депозирани като обезпечения при управлявана от държавите пул-система, и активи, използвани като обезпечения при управлявана от държавите система с целево предназначение. При всички свои кредитни операции Евросистемата приема като обезпечение широк набор от активи. Два основни фактора имат ключово значение в подкрепа на провеждането на паричната политика по време на криза, а именно – спецификата на рамката за обезпечения на Евросистемата, както и фактът, че до операцията на открития пазар на Евросистемата се дава достъп на голям кръг от контрагенти.

Единната рамка на допустими активи влезе в сила от 1 януари 2007 г., като замени съществуващата преди това двойна система. В допълнение към допустимите пазарно-търгуеми активи, някои нетъргуеми активи са приети като допустими обезпечения по кредитните операции на Евросистемата. Единствено в списъка на допустимите търгуеми активи не са включени търгуеми активи, емитирани от нефинансови корпорации, на които не е присъден рейтинг от агенция за външна кредитна оценка, емитент или гарант. За тези дългови инструменти статутът на допустимост зависи от кредитната оценка, дадена от този, който я е присъдил, избран от съответния контрагент съгласно правилата на **Рамката за кредитна оценка на Евро-**

системата (Eurosystem Credit Assessment Framework).

Решението за разширяването на списъка на допустимите активи, приемани като обезпечение по кредитните операции на Евросистемата, е взето от УС на ЕЦБ на 15 октомври 2008 г. Първоначалното намерение е това решение да бъде в сила до края на 2009 г., но по-късно действието му е удължено. Допустимите обезпечения са ценни книжа на централното държавно управление, ценни книжа на местното държавно управление, необезпечени и обезпечени банкови облигации, корпоративни облигации, търгуеми и нетъргуеми активи⁹. Също така, Европейската инвестиционна банка (ЕИБ) стана допустим контрагент в операцията по паричната политика на Евросистемата от 8 юли 2009 г. Чрез разширяването на кръга от допустимите контрагенти за операции на Евросистемата, ЕЦБ допълни своите мерки в подкрепа на кредитирането в еврозоната. Това доведе до засилване ролята на ЕИБ като ключова европейска кредитна институция, която е особено активна в кредитирането на малкия и среден бизнес в еврозоната.

През декември 2011 г. обхватът на допустимите кредитни вземания е разширен още повече чрез приемането на **допълнителни кредитни вземания** (Additional credit claims, ACC). Тази рамка е въведена като временна до момента, в който другите видове кредитни вземания, като жилищни ипотечи или пул от кредитни вземания, станат допустими в някои държавни юрисдикции в еврозоната, отговаряйки на определени критерии. С решението си от 10 март 2016 г. УС на ЕЦБ определи, че в редовните си покупки на активи ще приема като допустими и деноминирани в евро

⁹ За разлика от търгуемите активи допустимостта на кредитните вземания не може да се оцени, преди те да бъдат регистрирани при Евросистемата. Ето защо трудно се осъществява измерването на обема на потенциално допустимите нетъргуеми активи.

облигации, емитирани от небанкови корпорации, установени в еврозоната, ако тези облигации имат инвестиционен рейтинг.

Четвърто, предприемане на нови програми за допълнително предоставяне на ликвидност от Евросистемата. На заседанието на 5 юни 2014 г. на УС на ЕЦБ са предприети допълнителни мерки за предоставяне на ликвидност на банковия сектор в еврозоната – едната от които е обявяването на **Програмата за изпълнение на таргетираните (целеви) дългосрочни рефинансирани операции** (Targeted longer-term refinancing operations programme – TLTRO). Първоначалният размер на програмата е 400 млрд. евро. На 20 октомври 2014 г. ЕЦБ започна да изкупува корпоративни облигации, като по този начин се върна на пазарите за този вид облигации за трети път през последните шест години (Вучев, 2014с).

Таргетираните дългосрочни рефинансирани операции (ТДРО) са със срок от около 4 години и се провеждат на всеки три месеца от септември 2014 г. до юни 2016 г. С тях ЕЦБ цели да стимулира ръста на банковото кредитиране към нефинансовия частен сектор в еврозоната чрез осигуряване на дългосрочно финансиране за банките при благоприятни условия. По този начин става възможно да се подобри ефективността на трансмисионния механизъм на паричната политика на ЕЦБ, чието функциониране е нарушено от настъпилата фрагментация на финансовите пазари в еврозоната след началото на дълговата криза в региона през 2010 г.

На същото заседание на 5 юни 2014 г. УС на ЕЦБ обяви и следните четири програми, които с течение на времето се обогатяват и техните последни варианти действат и в момента:

1. **Програма за изкупуване на обезпечени с активи ценни книжа (Asset-Backed Securities Purchase Programme - ABSPP)** на стойност 14,753 млн. евро;

2. **Програма за изкупуване на обезпечени облигации 1, 2 и 3 (Covered Bond Purchase Programme 1, 2, 3, последната от които е CBPP3)** на обща стойност 163,334 млн. евро;
3. **Програма за пазарите на ценни книжа (Securities Market Programme - SMP)** на стойност 123,045 млн. евро;
4. **Програма за покупки в публичния сектор (Public Sector Purchase Programme – PSPP)** на стойност 406,566 млн. евро.

Чрез тези програми ЕЦБ може пряко да контролира нарастването на паричната база, вместо да зависи изцяло от интереса на банките към предоставените от нея ликвидни улеснения (в т.ч. и чрез ТДРО).

Разширената програма за покупки на активи (Expanded Asset Purchase Programme, APP) и Програмата за покупки в публичния сектор (PSPP) започнаха на 9 март 2015 г. На 10 март 2016 г. ЕЦБ добави още една нова **Програма за покупки в корпоративния сектор** (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP) към Разширената програма за покупки на активи.

Основните характеристики на **Разширената програма за покупка на активи (APP)** на ЕЦБ, действаща в момента, са следните:

- ЕЦБ разширява покупките на активи, така че те да включват облигации, емитирани от държави и агенции в еврозоната, и от европейски институции.
- Разширената програма за покупка на активи е въведена с цел да се изпълни мандатът за ценова стабилност в еврозоната (т.е. постигане на темпове на инфлация, измерени с ХИПЦ, които са по-ниски, но близки до 2% в средносрочен план).
- Разширената програма за покупка на активи добавя Програма за покупка на активи в корпоративния (частния) сектор към съществуващата Програма за покупки на ценни книжа в публичния сектор (PSPP), с цел да се противопостави на

Икономическо развитие

риска от запазване на ниска инфлация в еврозоната за прекалено дълъг период.

- Общите месечни покупки на активи (ценни книжа на публичния и на частния сектор) първоначално са определени на 60 млрд. евро. Чрез тези мащабни месечни покупки на активи балансът на ЕЦБ нараства с над 1 трлн. евро.
- С решението на УС на ЕЦБ от 10 март 2016 г. е разширен месечният обем на изкупуваните активи по Разширената програма за покупка на активи (APP) от 60 млрд. евро на **80 млрд. евро, в сила от 1 април 2016 г.** Предвижда се тези покупки на активи да продължат най-рано до март 2017 г. (докато първоначално е очаквано те да продължат до септември 2016 г.).
- На 10 март 2016 г. УС на ЕЦБ взе решение за провеждане на нова серия от 4 таргетиранни дългосрочни рефинансиращи операции (TLTRO II), всяка от които е с матуритет от 4 години. Техният старт е през юни 2016 г. Условиата по заемането при тези операции са толкова ниски, колкото е нисък лихвеният процент по депозитното улеснение на ЕЦБ. (Европеан Central Bank, 2016).

Програмите за покупки на обезпечени активи (ABSPP и CBPP3) влияят върху цената на тези активи поради новосъздаденото търсене от страна на ЕЦБ, но оказват ефект и върху цената на много други финансови инструменти, включително ДЦК, корпоративни облигации, финансови инструменти на паричния пазар и т.н. От една страна, тези ефекти са свързани със сходните характеристики на тези активи, което до известна степен ги прави заместители в портфейлите на някои инвеститори и води до корелация между цените им (Българска народна банка, 2014, с. 26). От друга страна, увеличената ликвидност във финансовата система вследствие на покупките на тези инструменти също влияе върху динамиката на финансовите пазари

поради нуждата от реинвестиране на свободните ликвидни средства.

Евросистемата предприе окончателни (крайни) покупки на обезпечени облигации с цел да се подпомогне функционирането на този сегмент на финансовия пазар, който е основен източник за финансиране на банките. Тази мярка има допълващ характер спрямо цялостното осигуряване на ликвидност на банковата система от страна на ЕЦБ. Програмата за изкупуване на обезпечени облигации стартира на 6 юли 2009 г. Преки покупки в размер на 60 млрд. евро са извършени както на първичните, така и на вторичните пазари. Те се отнасят до обезпечените облигации, които са съвместими с Директивата за поемане на колективни инвестиции в прехвърляеми ценни книжа, както и до необезпечените структурирани облигации, които не отговарят на тази директива, но са допустими за операциите по паричната политика на Евросистемата. Минималният размер на тези облигации е около 500 млн. евро, а минималният им рейтинг е AA или еквивалентен на рейтинга, обявен от някоя от основните международни агенции за кредитен рейтинг (Европеан Central Bank, 2009). Покупките на тези книжа започнаха през юни 2009 г. и продължиха до края на юни 2010 г.

Общо по Програмата за изкупуване на обезпечени облигации и по Програмата за пазарите на ценни книжа Евросистемата предостави 134,8 млрд. евро през 2010 г. чрез окончателни покупки (Европейска централна банка, 2010; 2011, с. 125). За да абсорбира ликвидността, осигурена чрез Програмата за пазарите на ценни книжа, ЕЦБ провежда операции за фино регулиране за изтегляне на ликвидност чрез набиране на средства от срочни депозити със седмичен матуритет в размер, съответстващ на сума, определена за самата програма. Тези операции за фино регулиране се провеждат чрез тръжни процедури с променлив процент.

През септември 2014 г. УС на ЕЦБ обяви началото на **две програми за покупки на активи – Програмата за покупки на ценни книжа, обезпечени с активи (ABSPP) и третата Програма за покупки на обезпечени облигации (CBPP3)**. Продължителността на програмите е поне 2 години. Целта на програмите е да подобрят трансмисията на паричната политика, да спомогнат за предоставянето на кредити за икономиката на еврозоната и като резултат – да осигурят допълнителна приспособителна парична политика. Рамката за обезпечение на Евросистемата е водещ принцип при определянето на това кои активи са допустими за покупки. Покупките стартираха през четвъртото тримесечие на 2014 г. първо с покупки на обезпечени облигации през втората половина на октомври същата година.

На 2 октомври 2014 г. УС на ЕЦБ разкри повече детайли относно операциите по линия на програмите за покупка на прости и прозрачни обезпечени с активи ценни книжа (ABS) и широк набор от деноминирани в евро обезпечени облигации. Заедно с TLTRO, двете нови програми допълнително подобряват трансмисията на паричната политика. По оценка на ЕЦБ мерките трябва да окажат сериозен ефект върху баланса на Евросистемата и да допринесат за покачването на инфлацията в еврозоната близо до таргетираното ниво от 2%.

Обявените програми за покупки на обезпечени активи в еврозоната (ABSPP и CBPP3) са логично следствие от трайното и значително понижаване на лихвените проценти по ОРО на ЕЦБ, което води до облекчаване на условията, при които банките в еврозоната могат да заемат ресурси при тези програми. Програмите за изкупуване на активи и ТДРО влияят върху цената на финансовите инструменти и съответстват на промените в очакванията на икономическите агенти относно насоките на паричната политика на ЕЦБ в средносрочен план, изразяващи се в увеличаване на паричната

база. Основната роля на ТДРО обаче е да стимулират растежа на кредитирането в еврозоната чрез предоставяне на заеман ресурс на банките при благоприятни условия.

След предприемането на мерките за облекчаване на достъпа на банките до финансиране от ЕЦБ от началото на 2012 г. се наблюдава устойчиво понижаване на лихвените проценти по банковите кредити в еврозоната, като тези по кредитите за нефинансови предприятия достигнаха най-ниското си досега равнище. Независимо, че тенденцията към намаляване се отчита в повечето страни от региона, различията между държавите от ядрото и периферията на еврозоната продължават да са значителни, което затруднява ефективно функциониране на трансмисионния механизъм на паричната политика на ЕЦБ към реалния сектор (Българска народна банка, 2014, с. 26). С въведените през 2014 г. ТДРО и чрез двете програми за изкупуване на обезпечени с активи ценни книжа и на обезпечени облигации, ЕЦБ си постави за задача да подобри ефективността на трансмисионния механизъм на паричната политика в еврозоната, като спомогне за облекчаване на достъпа и цената на финансиране за банките. Ефектът от тези мерки върху обема и цената на финансиране на нефинансовия частен сектор в еврозоната предстои да бъде наблюдаван.

Рамката за обезпечение на Евросистемата са правилата, чрез които се определя кои активи са приемливи като обезпечение при провеждането на кредитните операции. За да се гарантира, че програмите за покупки на обезпечени активи (ABSPP и CBPP3) включват ценни книжа на всички държави-членки на еврозоната, обезпечени с активи и облигации на Кипър и Гърция, които не се приемат като обезпечение, те са обект на специфични правила с мерки, ограничаващи риска. Така ЕЦБ за трети път стартира програма за изкупуване на обезпечени облигации. Предходните две програми са приети

Икономическо развитие

през юли 2009 г. с цел подкрепа за финансовата система след фалита на „Лемън Брадърс“ и през ноември 2011 г. с цел подкрепа за банките в еврозоната след разразяването на дълговата криза. Първата програма за покупка на обезпечени облигации приключи през юни 2010 г., а втората – през октомври 2012 г.

Условията, в които УС на ЕЦБ взема решението си да предприеме Разширената програма за покупка на активи през януари 2015 г., са такива, че повечето показатели за текущата и очакваната инфлация в еврозоната сочат безпрецедентно ниски стойности. С оглед на риска потенциални вторични ефекти върху формирането на за-

платите и цените да окажат неблагоприятно въздействие върху средносрочната динамика на цените, тази ситуация изисква решителна реакция на паричната политика. Покупките на активи предоставят паричен стимул за икономиката в условия, при които основните лихвени проценти на ЕЦБ са на долната си граница. Те допълнително облекчават паричните и финансовите условия в еврозоната, вследствие на което достъпът на фирмите и домакинствата до финансиране става по-евтин. Това подкрепя инвестициите и потреблението и в крайна сметка допринася за връщането на темпа на инфлация до нива, близки до 2% (таблица 2).

Таблица 2. Разполагаема наличност на Евросистемата по Разширената програма за покупка на активи

	Програма за изкупуване на обезпечени с активи ценни книжа (Asset-backed securities purchase programme, ABSPP)	Програма за изкупуване на обезпечени облигации 3 (Covered bond purchase programme 3, CBPP3)	Програма за покупки в публичния сектор (Public sector purchase programme, PSPP)	Разширена програма за покупка на активи (Expanded asset purchase programme, APP)
Наличност* към януари 2016 г.	17,586	150,537	544,171	712,294
Месечни нетни покупки	985	7,784	53,358	62,127
Корекции за амортизация в края на тримесечието**	0	0	0	
Наличност* към февруари 2016 г.	18,571	158,321	597,529	774,421

* По амортизационна стойност, в млн. евро, в края на месеца.

** Амортизацията възниква от счетоводния принцип, съгласно който ценните книжа, закупени по по-ниска цена от номинала им, трябва да бъдат преоценени по-високо през остатъчния им срок до падежа. Обратно, ценни книжа, закупени по по-висока цена от номинала им, трябва да бъдат преоценени по-ниско през остатъчния им срок до падежа.

Цифрите могат и да не дават точна сума поради закръгляването.

Цифрите са предварителни и могат да бъдат обект на ревизиране.

Източник: <https://www.ecb.europa.eu/>

Покупките на Евросистемата по линия на **Програмата за покупки на публичния сектор (PSPP)** включват пазарни дългови инструменти, емитирани от правителствата на държавите-членки на еврозоната, от определени агенции със седалища в еврозоната или от определени международни или наднационални институции в еврозоната. Чрез прилагането на Програмата за покупки в публичния сектор Евросистемата възнамерява да прави покупки по всеобхватен начин с цел да постигне пазарен неутралитет, за да не се пречи на пазарните механизми на ценообразуване.

Покупките на пазарни дългови инструменти по номинална стойност с негативна доходност до падежа се допускат, но при условие, че доходността е над лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ, който към март 2016 г. е на ниво -0,20%. Ако обемът на пазарни дългови инструменти, емитирани от централните правителства и агенции, определени за покупки, се окаже недостатъчен за определената юрисдикция, за да се изпълни кореспондиращия ѝ дял в капитала на ЕЦБ, могат да бъдат закупени ценни книжа заместители. Ако тези покупки на ценни книжа заместители обхващат пазарни дългови инструменти, емитирани от международни или наднационални институции, разположени в еврозоната, то подобни покупки се приспадат от дела на тези книжа, които се пада по линия на програмата PSPP.

С решението си в сила от 1 април 2016 г. УС на ЕЦБ внася някои изменения в параметрите на програмата PSPP. Делът на емитентите и на емисиите ценни книжа, издадени от допустими международни организации и многостранни банки за развитие, е увеличен на 50%. Освен това делът на покупките на такива ценни книжа по линия на програмата е намален от първоначалните 12% на 10% месечно. Останалите покупки на пазарни дългови инструменти, емитирани от международни и наднацио-

нални институции в еврозоната, се провеждат от Централната банка на Испания и от Централната банка на Франция от името на Евросистемата. За да се запази режимът за споделяне на риска в размер на 20%, делът на ЕЦБ в месечните покупки по програмата PSPP е увеличен от 8% на 10%

Програмата за покупки в корпоративния сектор (CSPP), въведена през март 2016 г., допълва Разширената програма за покупка на активи и е включена в комбинираните месечни покупки на активи от страна на ЕЦБ (на обща стойност 80 млрд. евро). Целта на новата програма CSPP е да се изкупуват деноминирани в евро облигации, емитирани от небанкови корпорации, установени в еврозоната, като съответните облигации е нужно да имат присъден инвестиционен рейтинг. Тези облигации ще се включат в списъка на допустими активи за редовните покупки на активи на ЕЦБ. От друга страна, ценните книжа, емитирани от кредитни институции и от корпорации, чиято компания-майка принадлежи на банкова група, няма да бъдат допустими. Тази програма още повече ще засили трансмисиата на покупките на активи, които Евросистемата осъществява, към финансовите условия на реалната икономика в еврозоната. Покупките по програмата CSPP започват в края на второто полугодие на 2016 г. (European Central Bank, 2016).

Втората програма за таргетираны операции по дългосрочно рефинансиране (TLTRO II), въведена на 10 март 2016 г., действа в периода от юни 2016 г. до март 2017 г. на тримесечна основа. Основните цели на програмата са следните две: първо, да засили приспособителната политика на ЕЦБ и да подобри нейния трансмисионен механизъм; и второ, да стимулира отпускането на нови кредити от банките за частния сектор чрез предлагането на по-благоприятни условия за кредитните институции. В съответствие с другите действащи неконвенционални монетарни мерки на ЕЦБ,

Икономическо развитие

TLTRO II се очаква да допринесе за връщането на нивата на инфлация до ниво, близко, но до 2%, в средносрочен план.

Програмата TLTRO II включва провеждането на 4 нови ТДРО, всяка от които с матуритет 4 години, с възможност за погасяване след 2 години. Четирите операции ще се провеждат съответно през юни, септември и декември 2016 г. и през март 2017 г. Лихвеният процент, прилаган по тези операции, е фиксиран за всяка операция към лихвения процент по ОРО, преобладаващ към момента на разпределение на ликвидността. В допълнение, обаче, контрагентите, надхвърлящи определения обем на кредитиране (т.нар. „кредитен бенчмарк“) (lending benchmark), са в състояние да заемат по лихвен процент, който е толкова нисък, колкото е лихвеното ниво по депозитното улеснение към момента на разпределение на ликвидността. Това се отнася за контрагентите, чието допустимо нетно кредитиране в периода между 1 февруари 2016 г. и 31 януари 2018 г. превишава техния бенчмарк. Максималната редукция на лихвеното ниво, което могат да получат контрагентите, е равно на разликата между лихвения процент по ОРО и този по депозитното улеснение, приложим към момента на разпределение на ликвидността, ако те надвишават техния запас от допустими кредити спрямо кредитния им бенчмарк с 2,5% към 31 януари 2018 г.

Съгласно TLTRO II контрагентите могат да заемат по ТДРО общо до 30% от специфичната допустима част от тяхното кредитиране към 31 януари 2016 г. Обща черта между първата и втората програма за целеви дългосрочни рефинансиращи операции (TLTRO I и II) е, че и при двете контрагентите могат да участват на индивидуална основа или, при определени условия, на групова база. Във втория случай, изчисляването на групов кредитен бенчмарк и относителен дял (процент) на заемане се прави на базата на агрегираните данни за креди-

тирането за цялата група съгласно TLTRO II. И при двете версии на програмата като допустими са определени кредитите за нефинансовите предприятия и домакинства в еврозоната, с изключение на кредитите на домакинствата за покупка на жилища (European Central Bank, 2016).

Освен положителните резултати, които са възложени на мерките за засилена кредитна подкрепа и вливане на ликвидност на финансовите пазари, обаче, те са подложени и на някои **ограничения**:

Първо, осигуряването на ликвидност на финансовите пазари е увеличено и насочено към по-голяма група от заемополучатели¹⁰.

Второ, финансирането е под формата на ценни книжа с дългосрочен падеж за неограничени количества, както и срещу значително разширен обхват на обезпечения – като дългосрочните операции по рефинансиране в еврозоната и механизмите за срочни търгове.

Трето, схемите за финансиране са използвани с цел осигуряване на опора на някои силно нестабилни пазари. ЕЦБ закупува държавни облигации на страните от еврозоната, за да потуши напрежението, затрудняващо провеждането на единната парична политика, и за да неутрализира негативните ефекти за функционирането на финансовите пазари.

Все пак, предприятиите от ЕЦБ мерки за стимули се очаква да доведат до облекчаване на финансовите условия в еврозоната по различни канали. Тези мерки се допълват една друга както за увеличението, така и за улеснението на финансовите условия, и по този начин таргетират различни сфери от реалната икономика и подпомагат трансмисията на мерките от банковата система към реалния сектор.

Направено от ЕЦБ анкетно проучване сред банките в еврозоната разкрива **пре-**

¹⁰ В САЩ, например, се включват небанковите финансови институции като инвестиционни посредници и взаимни фондове на паричния пазар.

ките и косвените ефекти за кредитните институции от Разширената програма за покупка на активи (APP) и от отрицателния лихвен процент по депозитното улеснение. Предмет на анкетното проучване е по какъв начин покупките на активи от страна на Евросистемата са се отразили върху: финансовото състояние на банките; целите, за които банките използват допълнителната ликвидност, осигурена им чрез APP; влиянието на APP върху банковите кредитни условия (Европейски Централен Банк, 2016, pp. 23-27). Допълнителната ликвидност за банките, резултираща от APP, може да произтече от продажбите на пазарно-търгуеми ценни книжа или от увеличението на клиентските депозити. Банките могат да използват тази допълнителна ликвидност от двата източника за различни цели – за рефинансиране, за предоставяне на кредити или за покупка на активи. Както отбелязва президентът на ЕЦБ М. Драги, решението за увеличаване на месечния обем на изкупуването на активи по APP на 80 млрд. евро, в сила от 1 април 2016 г., и за реинвестиране на плащанията по главниците на падежираните ценни книжа, се оказа напълно подходящи (Draghi, Constancio, 2016). Те ще резултират в значителна допълнителна ликвидност за банковата система и ще подпомогнат политиката на бъдещи насоки на лихвените проценти.

Резултатите от анкетното проучване показват, че **осигурената чрез APP допълнителна ликвидност на търговските банки е използвана главно за отпускане на кредити**. През първото тримесечие на 2016 г. 16% от банките в еврозоната споделят, че използват получените средства от продажбите на пазарно-търгуеми ценни книжа, свързани с APP, за отпускане на кредити, а едва 5% – за рефинансиране, като основният заемополучател на кредитите са фирмите – 20% от банките споделят тази практика (срещу 15% от банките, отпуснали кредити за домакинствата) (Европейски

Central Bank, 2016, p. 25). Като цяло обаче влиянието на допълнителната ликвидност, привлечена от ръста на клиентските депозити в банките, е по-силно от това на ликвидността, осигурена от продажбата на пазарно-търгуеми ценни книжа. По отношение на влиянието върху рентабилността, повечето банки в еврозоната отчитат, че програмата APP е оказала неблагоприятен ефект върху печалбите им. Отчита се и намаление на притежаваните в банките суверенни облигации на страни-членки на еврозоната като резултат от APP.

Благоприятно е влиянието на отрицателния лихвен процент по депозитното улеснение на ЕЦБ върху обемите на кредитиране, в частност при кредитите за домакинствата, но е негативно върху нетния лихвен доход на банките и техните кредитни маржове – през първото тримесечие на 2016 г. 81% от банките в еврозоната отчитат спад на техния нетен лихвен доход. Що се отнася до влиянието на тази мярка върху кредитния марж по кредитите за фирмите и домакинствата – при 27% от банките е налице свиване на маржа при фирмените кредити и при 33% от банките при жилищните кредити за домакинства (Европейски Централен Банк, 2016, pp. 27-28). Същевременно, 49% от банките са понижали своите лихвени проценти по жилищните кредити на домакинства, а 45% от тях – лихвените нива по кредитите за предприятия (Европейски Централен Банк, 2016, pp. 27-28). Като цяло за еврозоната се счита, че отрицателните лихвени проценти на паричния пазар водят до намаляване на цената на финансиране за много банки, понижаването на доходността по редица активи генерира капиталови печалби и става възможно да се редуцират разходите по провизиране на необслужваните кредити. Все пак, разширената програма за покупка на активи и отрицателният лихвен процент по депозитното улеснение на ЕЦБ са съпроводени в началото на 2016 г. с по-

Икономическо развитие

ниски нива на печалбите, нетните лихвени доходи и кредитните маржове на банките.

Заключение

В условията на съвременната глобална рецесия ЕЦБ се сблъска със силен и устойчив дефляционен натиск, засягащ икономиката на еврозоната, в отговор на който предприе широк набор от мерки на паричната си политика. В частност, от средата на 2014 г. ЕЦБ въведе безпрецедентни по своя обхват и мащаб неконвенционални монетарни мерки. Чрез тези мерки ЕЦБ цели постигането на следните три основни задачи: първо, съживяване на специфичните пазарни сегменти, чието нормално функциониране е нарушено при кризата и засилване на банковото кредитиране, което е особено значим трансмисионен канал на монетарните импулси в еврозоната; второ, улесняване на цялостните финансови условия в еврозоната, главно чрез покупките от страна на ЕЦБ на ликвидни суверенни дългове в големи обеми, и трето, понижаване на ключовите лихвени проценти на ЕЦБ, включително и чрез поставянето на лихвения процент по депозитното улеснение на отрицателна територия.

При анализа на съвременната неконвенционална парична политика, провеждана от ЕЦБ, обаче не бива да се пропускат и основните рискове, които тя поражда пред икономиката: първо, неконвенционалните мерки не са решение за структурните проблеми и икономическия растеж в дългосрочен план; второ, налице е риск за финансовата стабилност на икономиките; трето, може да възникне риск спрямо доверието към централните банки.

Схващанията, че неконвенционалните мерки на паричната политика са „нетрадиционни“ или „нестандартни“, но характерни за съвременното циклично развитие на пазарните икономики, не отхвърлят основните, фундаментални цели на паричната поли-

тика – стабилизация на ценовите равнища и лихвените проценти, осигуряване на стабилен и устойчив икономически растеж и пълна заетост на икономическите ресурси.

Изследванията, оценяващи ефекта от нестандартните мерки на паричната политика върху понижението на номиналните лихвени проценти до нулево, дори отрицателно, ниво, стигат до извода, че (посредством симулационни модели) промените в относителното предлагане на ликвидни и неликвидни финансови активи са спомогнали да се избегне евентуална втора Велика депресия чрез неутрализиращите дефляционни тенденции и понижението на съвкупното предлагане (DeiNegro et al., 2010). Неконвенционалната парична политика доказва гъвкавостта на паричния инструментариум в съответствие с динамично променящите се икономически и политически условия в глобалния свят и възможностите му за реакция при сериозни макроикономически дисбаланси.

Досегашният опит по прилагането на умерени отрицателни ключови лихвени проценти е показал, че тази нестандартна мярка на паричната политика има слабо влияние върху функционирането на паричните пазари. Трансмисионният паричен механизъм, действащ от основните лихвени проценти към краткосрочните лихвени нива на паричния пазар, е запазен, т.е. той протича до голяма степен по същия начин, както трансмисията на положителните ключови лихвени проценти. От друга страна, е установено, че въздействието на отрицателните лихвени нива върху търговските обеми, които понастоящем са много ниски поради значителното и евтино предлагане на резерви от централните банки, като цяло е слабо (Bank for International Settlements, 2016, p. 37). Една от реакциите на търговските банки в отговор на отрицателния лихвен процент по депозитното улеснение е увеличаването на матурирещите или на кредитирането на по-рискови контрагенти.

Имайки предвид, че решенията по паричната политика изискват време докато подействат върху реалната икономика, пълните ефекти от неконвенционалните мерки на ЕЦБ върху макроикономическите условия в еврозоната все още не са се материализирали изцяло. Все пак обаче, приспособяването във финансовите условия, чрез което работи трансмисионния механизъм на паричната политика, дава обнадеждаващи сигнали. Така например, от юни 2014 г. се наблюдава тенденцията на значително понижаване на доходността по 10-годишните суверенни облигации в еврозоната, среднопретеглена с брутния вътрешен продукт – с над 130 б.т. Същевременно, лихвените проценти по кредитите, отпуснати от банките за фирмите в еврозоната, са намалели с около 95 б.т. Отчита се подобрение на условията за отпускане на кредити и ръст на търсенето на нови кредити при всички категории кредити, което е в подкрепа на очакванията за възстановяване на кредитния растеж в еврозоната. Както отбелязва вицепрезидентът на ЕЦБ Витордио Костанцио: „Лъвският дял“ от намаленията на лихвените проценти по банковите кредити за фирмите може директно да бъде причислен към предприетите мерки на паричната политика на ЕЦБ (Constancio, 2016).

Мерките, които ЕЦБ възприе от средата на 2014 г. досега, са работещи. Като резултат, промените в реалната икономика, осигуряването на кредити и финансовите условия се подобряват, макар и бавно, и засилват способността на еврозоната да устои на текущите глобални макроикономически шокове. От значение е да се знае, че съществуват ясни граници за използване на негативния лихвен процент по депозитното улеснение като инструмент на паричната политика. Първо, винаги съществува риск да се прекрачи границата, в която предпочитанията към теглене на налични пари вземат връх, второ, монетарните инструменти не трябва да принужда-

ват банките да налагат негативни лихвени проценти по депозитите или да повишават лихвените проценти по кредитите, за да увеличат маржовете си. Развитието на тези две събития би било проблематично за целите на паричната политика на ЕЦБ.

Цитирани източници:

БНБ, 2010. Годишен отчет 2009 г., Българска народна банка, София.

(BNB, 2010. Godishen otchet 2009 g., Balgarska narodna banka, Sofia)

БНБ, 2014а. Влияние на мерките по паричната политика на ЕЦБ през 2014 г. върху финансовия пазар в еврозоната и върху българската банкова система, Икономически преглед, бр. 3, Българска народна банка, София.

(BNB, 2014a. Vlianie na merkite po parichnata politika na ECB prez 2014 g. varhu finansovia pazar v evrozonata i varhu balgurskata bankova sistema, Ikonomicheski pregled, br. 3, Balgarska narodna banka, Sofia)

БНБ, 2014б. Индекси на междубанковия пазар, март.

(BNB, 2014b. Indeksi na mezhdubankovia pazar, mart)

Вучев, Д., 2013. ЕЦБ понижи основния лихвен процент до 0,25%, еврото пое рязко надолу, Investor.bg, 7 ноември.

(Vuchev, D., 2013. ECB ponizhi osnovnia lihven procent do 0,25%, evroto poe riazko nadoly, Investor.bg, 7 noemvri)

Вучев, Д., 2014а. ЕЦБ понижи основната лихва до 0,15%, еврото удари 4-месечно дъно, Investor.bg, 5 юни.

(Vuchev, D., 2014a. ECB ponizhi osnovnata lihva do 0,15%, evroto udari 4-mesechno dano, Investor.bg, 5 uni)

Икономическо развитие

- Вучев, Д., 2014b. ЕЦБ понижи основната лихва до 0,05%, еврото пое рязко надолу, Investor.bg, 4 септември 2014 г., (Vuchev, D., 2014b. ECB ponizhi osnovnata liхва do 0,05%, evroto poe ryazko nadolu, Investor.bg, 4 septemvri)
- Вучев, Д., 2014c. ЕЦБ и АЦБ очаквано не предприеха стъпки встрани, Investor.bg, 4 декември.
- (Vuchev, D., 2014b. ECB i ACB очаквано не predpriehа stapki vstrani, Investor.bg, 4 dekemvri)
- ЕЦБ, 2010. Годишен доклад 2009 г., Европейска централна банка, Франкфурт на Майн.
- (ECB, 2010. Godishen доклад 2009 г., Evropejska Centralna Banka, Frankfurt na Main)
- ЕЦБ, 2011. Годишен доклад 2010 г., Европейска централна банка, Франкфурт на Майн.
- (ECB, 2011. Godishen доклад 2010 г., Evropejska Centralna Banka, Frankfurt na Main)
- Иванова, М., 2013. ЕЦБ понижи основната лихва до 0,5%, Investor.bg, 2 май.
- (Ivanova, M., 2013. ECB ponizhi osnovnata liхва do 0,5%, Investor.bg, 2 maj)
- Колев, Св., 2014а. Дефлацията през февруари достигна 2,6% на годишна база, Investor.bg, 13 март.
- (Kolev, Sv., 2014a. Deflatsiata prez fevruari dostigna 2,6% na godishna baza, Investor.bg, 13 mart)
- Колев, Св., 2014b. Драги: ЕЦБ подготвя допълнителни нестандартни мерки, ако възникне дефлация, Investor.bg, 13 март.
- (Kolev, Sv., 2014b. Draghi: ECB podgotvija dopalnitelni nestandardni merki, ako vaznikne deflatsia, Investor.bg, 13 mart)
- Колев, Св., 2016. Какви са ефектите от отрицателната лихва върху свръхрезервите на банките у нас, Investor.bg, 9 март.
- (Kolev, Sv., 2016. Kakvi sa efektite ot otritsatel'nata liхва varhu svrahezervite na bankite u nas, Investor.bg, 9 mart)
- BIS, 2016. International banking and financial market developments, BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements, Basel.
- Carney, M., 2016, Redeeming an unforgiving world, Speech given at the 8th Annual Institute of International Finance G20 conference, Shanghai, 26 February.
- Constancio, V., 2016, International headwinds and the effectiveness of monetary policy, Speech given at the 25th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies at the Levy Economics Institute of Bard College, Blithewood, Annandale-on-Hudson, New York, 13 April.
- DelNegro, M., G. Eggertson, A. Ferrero, and N. Kiyotaki, 2010. The Great Escape? A Quantitative Evaluation of the Fed's Non-Standard Policies, Federal Reserve Bank of New York and Princeton University.
- Draghi, M., Constancio, V., 2016, Introductory statement to the press conference (with Q&A), Frankfurt am Main, 21 January.
- ECB, 2003. Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications, European Central Bank, Frankfurt am Main, September.
- ECB, 2009. p. 9; p. 10
- ECB, 2010. Unconventional monetary policy and the Great Recession. Estimating the impact of a compression in the yield spread at the zero lower bound, ECB Working Paper Series, No. 1258, European Central Bank, Frankfurt am Main, October, p. 12; p. 16.
- ECB, 2014. ECB announces further details of the Targeted Longer-Term Refinancing Operations“, European Central Bank, Frankfurt am Main, 3 July.

ECB, 2016. The euro area bank lending survey. First quarter of 2016, European Central Bank, Frankfurt am Main.

ECB Monthly Bulletin, June 2009, European Central Bank, Frankfurt am Main.

ECB Press Release: ECB adds corporate sector purchase programme (CSPP) to the asset purchase programme (APP) and announces changes to APP, 10 March 2016, European Central Bank, Frankfurt am Main.

ECB Press Release: ECB announces new series of targeted longer-term refinancing operations (TLTRO II), 10 March 2016, European Central Bank, Frankfurt am Main.

ECB Press Release: Monetary policy decisions, 10 March 2016, European Central Bank, Frankfurt am Main.

ECB Press Release: Purchase programme for covered bonds, June 2009, European Central Bank, Frankfurt am Main.

ECB Public Consultation: Measures to improve the efficiency of the operational framework for monetary policy, 2002, European Central Bank, Frankfurt am Main.

Forbes, K., I. Hjortsoe and T. Nenova, 2015, The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through, Bank of England Discussion Paper No 43.

Global Financial Stability Report, April 2013, International Monetary Fund, Washington D.C.

Global Financial Stability Report, October 2013, International Monetary Fund, Washington D.C.

Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policies, 7 October 2013, IMF Policy Papers, International Monetary Fund, Washington D.C.

Joyce, M., M. Tong and R. Woods, 2013. The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact, Quarterly Bulletin Q3/2013, Bank of England.

Lambert, F. and K. Ueda, 2014. The Effects of Unconventional Monetary Policies on Bank Soundness", IMF Working Paper, WP/14/152, International Monetary Fund, Washington D.C., August, p. 3.

Unconventional Monetary Policies – Recent Experience and Prospects, 18 April 2013, IMF Policy Papers, International Monetary Fund, Washington D.C.