



# **A review of the literature in the field of the unconventional monetary policy (in Bulgarian)**

***Svilen KOLEV***

*PhD Student*

*University of National and World Economy, Bulgaria*

**Abstract:** *A review of the literature in the field of the unconventional monetary policy, conducted by the major central banks, was done in the paper. In the contemporary empirical literature there are attempts for assessing the effectiveness of the non-standard programs and measures, adopted by the central banks as an answer of the challenges, posed by the global financial crisis, by the use of the event study approach and vector autoregressive models. The evidences for the impact from the unconventional measures on the real economic activity, the emerging economies and the cross-border effects are still scarce.*

**Keywords:** *Monetary policy, Unconventional monetary policy, Central banking, Quantitative easing*

**JEL Codes:** *E52, E58, F30*

## **Преглед на литературата в областта на неконвенционалната парична политика**

**Свилен КОЛЕВ**

*Докторант*

*Университет за национално и световно стопанство, България*

**Резюме:** *В доклада се прави преглед на литературата в областта на неконвенционалната парична политика, провеждана от водещите световни централни банки. В съвременната емпирична литература се правят опити за оценка на ефективността на нестандартните програми и мерки, предприети от централните банки в отговор на предизвикателствата, породени от глобалната финансова криза, най-вече чрез прилагането на подхода на изучаване на събитието и чрез векторни авторегресионни модели. Доказателствата за влиянието на неконвенционалните мерки върху реалната икономическа активност, развиващите се икономики и трансграничните ефекти са все още оскъдни.*

**Ключови думи:** *Парична политика, неконвенционална парична политика, централно банкиране, количествени улеснения*

**JEL Код:** *E52, E58, F30*

## I. Увод

Неконвенционалната парична политика приема две основни форми – предварителни насоки (forward guidance) и количествени улеснения (quantitative easing, или QE). Предварителните насоки придобиват важна роля не само спрямо действията на централната банка като цяло в настоящето, но и за бъдещите ѝ намерения. В последните години, имайки предвид, че неконвенционална парична политика се провежда само от около 10 години, а водещите световни централни банки предприемат подобен курс на различен етап, а не едновременно, расте броят на публикациите относно икономическото влияние и страничните ефекти на QE в международен план.

Като цяло обаче измерването и оценяването на макроикономическите ефекти от неконвенционалните мерки е предизвикателно. В емпиричната литература съществуват два основни подхода за оценяване на ефектите от неконвенционалната парична политика – чрез т.нар. подход на изучаване на събитието (event study approach) и векторни авторегресионни модели (vector autoregressive models, или VAR), както и комбинация от тях. Те имат както своите предимства, така и недостатъци.

Емпиричната литература относно ефективността на неконвенционалната парична политика се фокусира или върху ефективността на QE, или на предварителните насоки. Литературата относно ефективността на QE може да се разграничи още на изследвания, които разглеждат ефектите върху финансовите пазари и икономическата активност, като първите най-често използват подхода на изследване на събитието, а вторите – VAR модели. Изследванията, които сравняват ефективността на различните мерки, не са много и често са свързани с оценка на тези мерки върху финансовите пазари. Доказателствата за ефектите от неконвенционалните мерки върху реалната икономическа активност, развиващите се икономики и трансграничните ефекти са все още оскъдни.

Изследванията в чуждестранната литература са все по-разнообразни с оглед новия набор от неконвенционални мерки, ефектите, които имат за цел да изследват, множеството макроикономически и финансови показатели, които не са обхванати, и сложните иконометрични модели, които се конструират. Ако трябва изводите от отделните изследвания да бъдат обобщени, неконвенционалните мерки на паричната политика на водещите световни централни банки имат значителни ефекти върху широк набор от

променливи за финансовите пазари. Размерът на ефектите до голяма степен зависи от вида на различните програми и използвани модели.

Изследванията в българската литература са все още малко, но се увеличават, като съществена роля за обогатяване на познанията в областта на неконвенционалната парична политика имат Българска народна банка (БНБ) и преподаватели от Университета за национално и световно стопанство (УНСС).

## **II. Преглед на литературата в областта на неконвенционалната парична политика**

В икономическата литература няма точна дефиниция за понятието „неконвенционална парична политика“, но най-общо става дума за мерки на паричната политика, които са нестандартни, необичайни. Няма и точна дата, на която за пръв път е използвано понятието, но то навлиза трайно в речника на централните банкери и икономистите след глобалната финансова криза, заради която са предприети безпрецедентни мерки от страна на правителства и централни банки.

На практика неконвенционалната парична политика приема две основни форми – предварителни насоки (forward guidance) и QE. С помощта на предварителните насоки, давани от централните банкери за курса на паричната политика още от 70-те години на XX век, икономическата публика разбира, че паричната политика работи по-добре, ако е предвидима, и ако икономическите агенти вярват на казаното от банкерите. Предварителните насоки приемат важна роля не само спрямо действията на централната банка в настоящето, но и за бъдещите ѝ намерения.

Williamson (2015)<sup>1</sup> дава исторически пример за използването на предварителни насоки. Това става по време на управлението на Пол Волкър като председател на Федералния резерв на САЩ (Фед) от 1979 г. до 1987 г. Още в началото на своя мандат Волкър декларира, че инфлацията в САЩ е твърде висока. Той изказва ясно намеренията си да намали инфлацията и конкретизира как точно Фед ще постигне това. Въпреки че процесът по намаляване на инфлацията (т.нар. дезинфлация) през 80-те години на XX век е скъп заради тежката рецесия в периода 1981-1982 г., негативите са преодоляни бързо.

---

<sup>1</sup> Williamson, St., *The Road to Normal: New Directions in Monetary Policy*, featured essay, Federal Reserve Bank of St. Louis, Annual Report 2015, p. 13

Широко схващане преди инфлацията да отслабне е било, че очакванията за висока инфлация са били толкова вкленени, че понижаването на нейния темп ще отнеме повече време в сравнение с действителното време, за което е намалена. Роля за смекчаване на очакванията изиграват изявленията на Волкър за конкретни действия, на които икономическите агенти са вярвали, и в резултат инфлационните очаквания са отслабнали бързо. Въпреки че предварителните насоки са важна част от политиката на Фед от много години, те станаха особено важни преди и след глобалната финансова криза. Доказателство за това са все по-дългите становища на Федералната комисия по операциите на открития пазар (Federal Open Market Committee, или FOMC) по време на председателството на Фед от страна на Алан Грийнспан и Бен Бернанке след това.

Вторият елемент на неконвенционалната парична политика – изиграл съществена роля за преодоляване на финансовата криза – са QE. Те са дискутирани за пръв път и въведени от Японската централна бана (ЯЦБ) през март 2001 г., след като от 1999 г. банката намалява основния лихвен процент почти до 0%. Може би е по-подходящо ранните опити на ЯЦБ да се конкретизират като конвенционална парична политика, а не като неконвенционална. През 2001 г. Япония провежда политика на нулеви лихвени проценти в продължение на шест поредни години и изпитва дефлация. Тогава ЯЦБ започва да закупува основно краткосрочни държавни ценни книжа (ДЦК) в големи количества в опит да увеличи инфлацията, но без резултат. Това, което ЯЦБ открива, е ликвидният капан. С наличието на нулеви лихвени проценти операциите на открития пазар на краткосрочни ДЦК, провеждани от централната банка, нямат ефект, защото неолихвяваните резерви на банките се заменят с ДЦК с нулеви лихвени проценти на финансовите пазари. Ето защо, за да сработят, QE е трябвало да включват покупки на неконвенционални за централната банка активи – дългосрочни ДЦК вместо краткосрочни или други активи. Именно след финансовата криза водещите световни централни банки предприемат подобни действия. Фед започва да закупува дългосрочни ДЦК и ипотечни ценни книжа, Английската централна банка (АЦБ) стартира QE, последвана от Централната банка на Швейцария и Европейската централна банка (ЕЦБ), чиято програма продължава.

O'Brien и Palma (2016)<sup>2</sup> посочват един исторически прецедент, свързан с нестандартно решение на паричната политика – отмяната на конвертируемостта на банкнотите в злато от страна на АЦБ между 1797 г. и 1821 г. Според авторите паричната политика в този период е била доста необичайна за стандартите на времето. Въпреки че спрямо тогава днес има много различия, случилото се подчертава, че репутацията на централната банка и взаимодействието с държавата са от ключово значение за неконвенционалната парична политика.

В последните години, имайки предвид, че неконвенционална парична политика се провежда само от около 10 години, а водещите световни централни банки предприемат подобен курс на различен етап, а не едновременно, расте броят на публикациите относно икономическото влияние и страничните ефекти на QE в международен план. Като цяло обаче измерването и оценяването на макроикономическите ефекти от неконвенционалните мерки е предизвикателно. Gambacorta, Hofmann и Peersman (2012) посочват, че е предизвикателство откриването на подходящ иконометричен модел за анализ на макроикономическите ефекти от мерките на централните банки, насочени към увеличаване на техните баланси, в периода на криза, когато лихвените проценти достигат нулевата долна граница<sup>3</sup>.

В емпиричната литература съществуват два основни подхода за оценяване на ефектите от неконвенционалната парична политика – чрез т.нар. подход на изучаване на събитието (event study approach) и векторни авторегресионни модели (vector autoregressive models, или VAR), както и комбинация от тях. Подходът на изучаване на събитието обикновено се свежда до анализ на ефектите от момента на обявяването на дадена мярка на неконвенционалната парична политика. Той се съсредоточава върху измерването на реакциите на финансовите пазари (на акции, облигации, валути и др.) в кратки времеви прозорци след оповестяване на решения на централните банки относно основните лихвени проценти и бъдещите насоки за курса на паричната политика. Основният мотив за използването на този подход е схващането, че според финансовата теория пазарът взема предвид цялата налична информация, бързо се приспособява към нея и формира

---

<sup>2</sup> O'Brien, P, Palma, N., *Unconventional monetary policy in the past: Lessons for today*, article on <http://voxeu.org>, 3 September 2016, <http://voxeu.org/article/lessons-18th-century-unconventional-monetary-policy>

<sup>3</sup> Gambacorta, L., Hofmann, B., Peersman, G., *The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis*, BIS Working Papers №384, Bank of International Settlements, August 2012, p. 1

очакванията си относно бъдещето. Има и автори, като например Fratzscher и други (2016)<sup>4</sup>, които не смятат така. По принцип, по този начин се посочва прекият ефект от новините, като не се контролират и следят измененията в други важни променливи за доходността по облигациите или цените на акциите. Обикновено става дума за измерване на промените в много малък времеви интервал, обикновено няколко часа или един ден, преди и след официалното оповестяване от страна на дадена централна банка. Според Gagnon (2012) времевият прозорец се избира така, че да е достатъчно голям, за да обхване цялостния ефект от дадена новина, но и толкова малък, за да не позволи друга информация да окаже влияние. Също така се допуска, че новината е единствената причина за реакцията на финансовите пазари във въпросния времеви интервал. Повечето изследвания в тази насока са най-вече към новините, идващи от Фед. Но въпреки че подходът е полезен в оценката на ефектите върху финансовите пазари от обявяването на неконвенционални мерки на паричната политика заради правата връзка, той има ограничения. Подходът на изучаване на събитията може да подцени ефекта от мерките. В много случаи новините отчасти са очаквани и могат да разочароват пазарите, ако очакванията им не се оправдаят. Подходът обхваща само елементът на изненада, „неочакваното“ в обявената мярка, което прави трудно свързването на изненадващия елемент с общия ефект от предприетата мярка. В резултат ефективността на дадената мярка не може да бъде оценена напълно, а пък ефективността от различните мерки няма как да бъде сравнена. Друго ограничение е, че фокусът на подхода е върху много кратък времеви прозорец, като могат да се пропуснат събития, водещи до по-съществени промени в цените на финансовите инструменти. Но по този начин не биха могли да се оценят ефектите върху променливи като БВП или инфлацията, които също представляват интерес за централната банка, защото данните за тях са месечни или тримесечни. Заключениеята относно дължината и времетраенето на ефектите могат да бъдат направени само при строго определени допускания, като например при хипотезата за ефективните капиталови пазари. Не на последно място, ефектите от различните новини, обявени в един и същ ден, доста трудно биха могли да се отделят. Общият брой на наблюденията също е ограничен, което увеличава вероятността изчисленията да са ненадеждни.

---

<sup>4</sup> Fratzscher, M. M.L. Duca, and R. Straub, *ECB Unconventional Monetary Policy: Market Impact and International Spillovers*, IMF Economic Review, 64(1), 2016, p. 36-74

За сравнение – VAR моделите също се използват за определянето на ефектите върху определени променливи като брутен вътрешен продукт (БВП) и инфлацията, например, които обикновено представляват интерес за политиката на дадена централна банка. Въпреки това, в сравнение с подхода на изучаване на събитието, откриването на ясни връзки във VAR моделите е по-предизвикателно. VAR моделите изчисляват систематични динамични връзки между релевантни макроикономически променливи и инструменти на паричната политика. За изчисляването на ефектите от неконвенционалната парична политика в модела обикновено се включва счетоводният баланс на централната банка. Налагайки ограничения за връзката между променливите, включени във VAR модела, могат да бъдат идентифицирани шокове от неконвенционалната парична политика. Те се използват за оценка на връзката между мерките на неконвенционалната парична политика и релевантните макроикономически променливи. Ограниченията обикновено произлизат от икономическата теория и могат да включват ограничения за динамичната връзка между променливите. Например, обикновено се приема, че даден шок за паричната политика не оказва едновременно въздействие върху производството и инфлацията, защото отнема време преди паричната политика да се пренесе през икономиката преди да въздейства върху променливите. VAR моделите са най-популярният метод за изучаване на ефектите от неконвенционалните мерки на паричната политика, а в литературата е налице консенсус за ефектите ѝ върху производството и инфлацията. Едно от предимствата от използването на VAR модели за изчисляване влиянието на неконвенционалната парична политика е, че директно могат да се обвържат със съществуващата литература относно паричната политика. Освен това ефектите върху производството и инфлацията могат да бъдат оценени пряко. Недостатък на VAR моделите е предизвикателството за идентифициране на каузалните връзки не само заради лаговете на паричната политика, но и заради ограничения период, в който централните банки прилагат подобен тип политика, поради което няма достатъчно натурпани данни за наблюдение. Ето защо е трудно и сравняването на ефективността на различните неконвенционални мерки. Докато VAR моделите включват шокове на паричната политика (например, до каква степен мерките на паричната политика не са очаквани от пазарните участници), надеждността на ефектите от неконвенционалните мерки, изчислени от VAR моделите зависи от правилното изчисляване на времевия период и размера на тези ефекти



от изненадата. Като цяло е трудно да се разграничат шокове на паричната политика от други шокове, например, породени от страна на търсенето, което прави предположенията спорни. Освен това честотата на данните, използвани във VAR моделите често е месечна или тримесечна, което прави трудно определянето на времето и размера на очакваните ефекти за финансовите пазари, които са видими на дневна база или в рамките на часове.

Също така в изследванията се използват и методи, смесващи двата подхода. Например, Bernanke, Reinhart и Sack (2004)<sup>5</sup> са едни от първите, които прилагат подхода на изучаване на събитието, за да оценят реакцията на финансовите пазари при публикувани становища и изявления на Фед. С помощта на VAR модел за срочната структура на лихвените проценти в САЩ и Япония те оценяват ефективността на нестандартните мерки на паричната политика при нулеви основни лихвени проценти. По този начин те смесват двата подхода. Weale и Wieladek (2016)<sup>6</sup> прилагат VAR модели, които се фокусират върху първоначалните ефекти от новина, свързана с предприети неконвенционални мерки. Други изследвания се базират, първо, на определяне на ефектите от новините върху финансовите пазари чрез подхода на изучаване на събитието и второ – използват оценените ефекти, за да изчислят влиянието върху БВП и инфлацията чрез теоретични или емпирични модели, както например подхождат Gertler и Karadi (2015)<sup>7</sup>. Но подобен метод чрез комбинация на двата подхода може да се окаже ненадежден заради факта, че във втората стъпка моделите допускат, че връзката между финансовите променливи и икономическата активност е постоянна с течение на времето, но всъщност тя е изменчива, особено при необичайни времена, заради които централните банки предприемат неконвенционални мерки на паричната политика.

Емпиричната литература относно ефективността на неконвенционалната парична политика се фокусира или върху ефективността на QE, или на предварителните насоки. Литературата относно ефективността на QE може да се разграничи още на изследвания, които разглеждат ефектите върху финансовите пазари и икономическата активност, като първите най-често използват подхода на изследване на събитието, а вторите – VAR

---

<sup>5</sup> Bernanke, B., Reinhart, V., Sack, B., *Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound*, Federal Reserve Board of Governors, Finance and Economics Discussion Series 2004-48, 2004

<sup>6</sup> Weale, M., Wieladek, T., *What are the macroeconomic effects of asset purchases?*, Journal of Monetary Economics 79, 2016, p. 81-93

<sup>7</sup> Gertler, M., Karadi, P., *Monetary policy surprises, credit costs, and economic activity*, American Economic Journal: Macroeconomics 7 (1), 2015, p. 44-76

модели. Изследванията, които сравняват ефективността на различните мерки, са оскъдни и често са свързани с оценка на тези мерки върху финансовите пазари.

В литературата съществува широк консенсус, че политиката, насочена към увеличаване на счетоводния баланс на централните банки, води до спад в доходността по дългосрочните ДЦК и до ръст в цените на активите. Голяма част от тези изследвания е съсредоточена върху влиянието на QE в САЩ върху финансовите пазари. В свое изследване Williams (2014)<sup>8</sup> обединява изводите от 14 доклада. Общото заключение е, че QE програма за закупуване на активи в обем от 1 трлн. долара води до намаляване на доходността по 10-годишните ДЦК на САЩ с между 30 и 300 базисни пункта, а средният ефект представлява понижение с около 40 базисни пункта. Сравнявайки спада в доходността с 40 базисни пункта, предизвикан от QE, с конвенционалната парична политика, то биха се постигнали подобни ефекти чрез намаляване на основния лихвен процент с между 1,5 и 1,75 процентни пункта (Chung et al. 2012<sup>9</sup>, Gürkaynak et al. 2005<sup>10</sup>). D'Amico и King (2010), Doh (2010), Gagnon, Raskin, Remache и Sack (2010, 2011), Joyce, Lasaoa, Stevens и Tong (2011), Krishnamurthy и Vissing-Jorgensen (2011) и Meaning и Zhu (2011, 2012) изчисляват ефектите от програмите за закупуване на активи, предприети от Фед и АЦБ. Изследвания за Япония, като това на Ugai (2007), например, също показват, че QE водят до спад в доходността по държавните облигации<sup>11</sup>.

Gagnon (2011)<sup>12</sup> прилага подхода на изучаване на събитията, създадени от неконвенционалната парична политика, относно изменението на доходността по 10-годишните ДЦК на САЩ след съобщени решения на Фед. Също Gagnon и други (2015)<sup>13</sup> обръщат внимание на измененията в курса на долара преди и след подобни съобщения отново от страна на Фед, но разширяват анализа и с влиянието на новините върху

---

<sup>8</sup> Williams, J.C., *Monetary Policy at the Zero Lower Bounds: Putting Theory into Practice*, Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings, January 16, 2014. Available at: <http://www.brookings.edu/research/papers/2014/01/16-monetary-policy-zero-lower-bound-williams>

<sup>9</sup> Chung, H., J.-P. Laforte, D. Reifschneider and J.C. Williams, *Have We Underestimated the Probability of Hitting the Zero Lower Bound?*, *Journal of Money, Credit and Banking* 44 (2), 2012, p. 47-82

<sup>10</sup> Gürkaynak, R.S., B. Sack and E.T. Swanson, *Do Actions Speak Louder than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements*, *International Journal of Central Banking* 1, 2005, p. 55-93

<sup>11</sup> Ugai, H., *Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses*, *Monetary and Economic Studies* 25 (1), 2015, p. 1-48

<sup>12</sup> Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., Sack, B., *The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases*, *International Journal of Central Banking*, Vol. 7(1), 2011

<sup>13</sup> Gagnon, J., Bayoumi, T., Londono-Yarce, J. M., Saborowski, Ch., Sapriza, H., *Direct and Spillover Effects of Unconventional Monetary and Exchange Rate Policies*, Paper presented at the 16th Jacques Polak Annual Research Conference, hosted by the International Monetary Fund, Washington, DC, November 5-6, 2015

валутните курсове и доходностите по облигациите на развиващите се пазари, като разглеждат текущите сметки на страните, върху които се отразяват ефектите. Подходът на изучаване на събитието им показва, че промените в доходността по 10-годишните американски ДЦК върху цените на чуждестранните финансови активи съвпадат със схващането, че добрите новини за американската икономическа активност са добри и за останалите държави. Наблюдението им показва, че евентуалните шокове от паричната политика на Фед имат само малък ефект върху чуждите валути, които според Gagnon са основният канал, през който паричната политика в САЩ може да повлияе на балансите по текущите сметки на други страни.

Налице са повече емпирични доказателства<sup>14</sup>, които показват, че обикновено доларът поевтинява след понижения на лихвените проценти по федералните фондове в САЩ в периода преди кризата, характеризиращ се с провеждането на конвенционална парична политика. Glick и Leduc (2013)<sup>15</sup> оценяват как курсът на американския долар реагира на изненадващи промени в курса на неконвенционалната парична политика на Фед, след като лихвените проценти по федералните фондове достигат нулевото ниво през декември 2008 г., и сравняват този ефект с ефектите от промени в конвенционалната парична политика преди този период. Glick и Leduc използват ежедневни данни, за да оценят движението на курса на американския долар спрямо валутите на основни търговски партньори на САЩ във времеви интервали след съобщенията на Фед. Изследването открива, че доларът поевтинява значително както след съобщения, касаещи конвенционалния курс на паричната политика, така и неконвенционалния. Например, промените при неконвенционалните мерки водят до поевтиняване на долара с близо 40 базисни пункта в рамките на 60 минути, докато при конвенционалните става дума за промени в порядъка на 5-6 базисни пункта.

Подходът на Glick и Leduc се различава от този, предприет от Neely (2010)<sup>16</sup>, но до голяма степен се основава на него. Като разчита на подхода на изучаване на събитието, Neely открива, че QE в САЩ понижават доходността по облигациите в другите развити

---

<sup>14</sup> Clarida и Gali, 1994; Eichenbaum и Evans, 1996; Faust и Rogers, 2003; Scholl и Uhlig, 2008; Bouakez и Normandin, 2010

<sup>15</sup> Glick, R., Leduc, S., *The Effects of Unconventional and Conventional U.S. Monetary Policy on the Dollar*, Economic Research Department, Federal Reserve Bank of San Francisco, May 16, 2013

<sup>16</sup> Neely, Ch., *The Large-Scale Asset Purchases Had Large International Effects*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper 2010-018C, 2010

икономики с между 20 и 80 базисни точки и водят до поевтиняване на американския долар с между 4% и 11%. Neely разглежда първата програма на Фед за вливане на ликвидност (Large-scale Asset Purchases, или LSAP1), която продължава от ноември 2008 г. до март 2009 г. Изводът е, че програмата понижава значително доходността по 10-годишните ДЦК на Австралия, Канада, Германия, Япония и Великобритания и води до поевтиняване на американския долар спрямо валутите на тези страни. Click и Leduc изследват и ефектите от изненадващи съобщения, като имат и по-голям поглед – не само върху първата, но и върху втората и третата програма на Фед за вливане на ликвидност (LSAP2 и LSAP3).

Що се касае до подходите за изследване на събития в еврозоната, то те са по-малко спрямо изследванията, стъпили на базата на съобщенията от страна на Фед. Изследванията за еврозоната поставят акцент върху разликите в ефектите за различните страни членки на еврозоната и върху спредовете между доходността по държавните облигации. Fratzscher и други (2016) изследват въздействието на неконвенционалната парична политика на ЕЦБ върху финансовите пазари чрез дневни данни от 2007 г. до 2012 г., като разграничават голям брой новини, за да определят само тези, свързани с решенията на ЕЦБ, влияещи върху финансовите пазари. Резултатите показват, че обявяването на мерките от страна на ЕЦБ има значителен ефект върху финансовите пазари. Цените на акциите на фондовите борси във всички страни от еврозоната се увеличават след новините за SMP и ОМТ програмите. Пониженията на доходността по държавните облигации са съсредоточени в периферията на еврозоната, докато доходността по ценните книжа на държавите от нейното ядро дори се увеличава, с което и спредът между доходността по облигациите в периферията и ядрото на еврозоната се повишава. Съобщенията относно ОМТ през юли и септември 2012 г., например, водят до кумулативен спад от 74 базисни пункта на доходността по 10-годишните ДЦК на Италия и Испания. Съобщенията, свързани с програмата SMP през май 2010 г. и август 2011 г., водят до намаление със 121 базисни пункта.

Разширявайки времевата рамка на Fratzscher и други (2016), Briciu и Lisi (2015)<sup>17</sup> взимат предвид влиянието на седем програми и мерки на ЕЦБ, въведени между октомври 2008 г. и януари 2015 г., върху финансовия сектор и финансовите условия като цяло. Един

---

<sup>17</sup> Briciu, L., Lisi, L., *An event-study analysis of ECB balance sheet policies since October 2008*, European Economy Economic Briefs, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission, July 2015;

от основните изводи е, че Програмата за закупуване на активи (APP) на ЕЦБ<sup>18</sup>, обявена през януари 2015 г. и стартирала през март 2015 г., има най-силно влияние върху курса на еврото, както и значителен ефект в посока намаляване на доходността по обхванатите в анализа дългосрочни ДЦК. Например, обявяването на APP води до поевтиняване на еврото с 3,5% спрямо долара, с 3,66% спрямо йената и с 2,48% спрямо британския паунд. Въздействието върху доходността се различава в зависимост от програмата, която е обявена. Тенденцията обаче е след новина за нова мярка доходността по облигациите на държавите от периферията на еврозоната да намалява и да се увеличава в ядрото ѝ. Например, съобщенията водят до спад с до 66 базисни пункта на доходността по 10-годишните ДЦК в Италия и Испания, но след определени изявления се наблюдава и спад с до 40 базисни пункта. От друга страна доходността по 10-годишните ДЦК на Германия се увеличава с до 34 базисни пункта, но и намалява с до 17 базисни пункта в определени случаи. Andrade и други (2016)<sup>19</sup> се фокусират върху ефектите от APP на ЕЦБ, но не взимат предвид предприети по-рано неконвенционални мерки на нейната паричната политика. Те също откриват значителни и продължителки ефекти от APP върху доходността по държавните облигации и цените на акциите на банки с голям дял на държавните ценни книжа в активите. Авторите използват общ равновесен модел (general equilibrium model) и сравняват ефектите от APP с мерки на конвенционалната парична политика. Те заключават, че APP има ефект, подобен на понижение на основния лихвен процент със 100 базисни пункта.

Falagiarda и Reitz (2015)<sup>20</sup> се фокусират върху ефектите върху спреда между държавните облигации на страните от еврозоната, като анализират над 50 съобщения от ЕЦБ (пресконференции, прессъобщения и речи) между януари 2008 г. и септември 2012 г. те откриват, че изявленията на ЕЦБ намаляват спредовете между доходността по облигациите на Германия и доходността по държавните облигации в Испания, Италия, Ирландия, Португалия, но с изключение на Гърция.

---

<sup>18</sup> Колев, Св., Трифонова, С., *Програмата за закупуване на активи на Европейската централна банка*, сборник с доклади от XII международна научна конференция на младите учени на тема „Икономиката на България и Европейския съюз: наука и бизнес“, проведена на 11 ноември 2016 г. в УНСС, София, Издателство на ВУЗФ, „Св. Григорий Богослов“, София, 2016 г., стр. 55-68;

<sup>19</sup> Andrade, P., et al., *The ECB's asset purchase programme: an early assessment*, ECB Working Paper No. 195, 2016

<sup>20</sup> Falagiarda, M., Reitz, S., *Announcements of ECB unconventional programs: Implications for the sovereign spreads of stressed euro area countries*, Journal of International Money and Finance 53, 2015, p.276-295

Szczerbowicz (2015)<sup>21</sup> измерва влиянието на неконвенционалните мерки на ЕЦБ върху разходите за финансиране на банките и правителствата. Авторът разглежда разходите на банките за заемане на средства чрез спредове на паричния пазар, което приема за краткосрочно финансиране, и спредове между доходността по обезпечени облигации, което взема за дългосрочно финансиране. Цената на финансиране за правителствата се получава като приближение в спредовете по доходността на държавните облигации. Използван е подходът на изучаване на събитието с дневни данни от 2007 г. до 2012 г. Авторът класифицира седем категории новини, свързани с неконвенционалната парична политика, и показва, че SMP, OMT и програмите за закупуване на обезпечени облигации са ефективни в намаляването на разходите за финансиране на банките и правителствата, ако е налице голям суверенен риск, докато извънредните ликвидни мерки намаляват напрежението на паричния пазар. Ефектите се пренасят и върху други класове активи.

В литературата е налице консенсус и че неконвенционалните мерки на паричната политика имат позитивно влияние върху производството и инфлацията. Размерът на ефектите варира значително в зависимост от изследванията. Например, в изследвания за САЩ пикът в ефекта от QE за закупуване на активи в размер на 1 трлн. долара върху американския БВП е между 0,2% и 4%, а върху инфлацията – от 0 до 4 пр. п. Изследванията за еврозоната откриват подобни ефекти, изразяващи се във временно влияние върху производството и посетепенно увеличение на инфлацията, макар и с лаг. Воескх и други (2016)<sup>22</sup> изучават макроикономическите ефекти от мерките на ЕЦБ за страните членки на еврозоната и няколко страни членки на ЕС от 2007 г. до 2014 г. чрез VAR модели. Техните резултати показват, че програмите, увеличаващи баланса на ЕЦБ, водят до ръст на кредита, стабилизиране на финансовите пазари и положително влияние върху производството и инфлацията. Освен това те наблюдават поевтиняване на еврото, намаляване на спредовете на паричните пазари, както и на спредовете между доходността по облигациите на държавите от еврозоната спрямо доходността по бенчмарковите ценни книжа на Германия. Като цяло резултатите им показват, че мерките на ЕЦБ са ефективни

---

<sup>21</sup> Szczerbowicz, U., *The ECB unconventional monetary policies: have they lowered market borrowing costs for banks and governments?*, International Journal of Central Banking 11 (4), 2015, p. 91-127

<sup>22</sup> Boeckx, J., M. Dossche and G. Peersman, *Effectiveness and transmission of the ECB's balance sheet policies*, International Journal of Central Banking, 2016

при избягването на риска за финансовата стабилност. Според тях без 3-годишните Дългосрочни рефинансиращи операции (LTRO) на ЕЦБ БВП и инфлацията биха били с 1 пр. п. по-ниски през 2012 г.

Bernoth, Rieth, Piffer и Nachula (2016)<sup>23</sup> анализират ефектите от QE в еврозоната на два етапа. Първо, чрез подхода на изследване на събитието установяват, че обявяването на APP води до спад на доходността по облигациите в еврозоната, но с изключение на Германия, с 10 базисни пункта. След това те изследват влиянието на този спад върху реалния БВП, инфлацията и инфлационните очаквания чрез VAR модел с данни от средата на 2007 г. до средата на 2015 г. Те оценяват, че икономическият растеж се увеличава с до 0,2%, а инфлацията – с около 0,1 пр. п. Авторите изрично посочват, че изводите могат и да не бъдат добър пример за ефектите от неконвенционалната парична политика в бъдещ момент, защото доходностите по държавните облигации в еврозоната са на много ниски нива в сравнение с анализирания период. Използвайки различен модел, Andrade и други (2016) откриват по-големи ефекти – увеличаване на производството с до 1,1% и инфлацията с до 40 базисни пункта. Според авторите ефектите от APP на ЕЦБ се равняват на приблизително намаление на основния лихвен процент при провеждането на конвенционална парична политика с 1 пр. пункт. Това свидетелства, че резултатите относно ефектите от неконвенционалната парична политика върху производството и инфлацията са много неясни и зависят от рамката на моделите.

Воецх и други (2016)<sup>24</sup> оценяват дали неконвенционалните мерки на ЕЦБ са стимулирали банковото кредитиране за частния сектор в периода от юли 2007 г. до декември 2014 г. Данните им за обемите и лихвените проценти по кредитите за фирми и домакинства обхващат 131 банки от еврозоната. Изводът е, че мерките на ЕЦБ влияят положително на кредита за частния сектор, което подкрепя възгледа, че паричната политика се пренася през банковото кредитиране.

Други изследвания оценяват трансграничните ефекти от QE върху финансовите пазари. Glick и Leduc (2010) заключават, че като цяло цените на суровините падат след

---

<sup>23</sup> Bernoth, K., M. Nachula, M. Piffer, and M. Rieth, *Effectiveness of the ECB programme of asset purchases: Where do we stand?*, DIW Berlin: Politikberatung kompakt, No. 113, 2016, Available at: [https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw\\_01.c.537782.de/diwkompakt\\_2016-113.pdf](https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.537782.de/diwkompakt_2016-113.pdf)

<sup>24</sup> Boveckx, J., M. de Sola Perea and G. Peersman, *The transmission mechanism of credit support policies in the Euro Area* (No. 302). ISO 690, 2016, Available at: <https://www.nbb.be/doc/oc/repec/reswpp/wp302en.pdf>



новините за стартиране на програмите за закупуване на активи в САЩ въпреки понижаващите се дългосрочни лихвени проценти и поевтиняването на долара.

Chen, Filardo, He и Zhu (2012) и Rogers, Scotti и Wright (2014) предлагат доказателства за ефектите от QE на АЦБ, ЕЦБ, Фед и ЯЦБ в международен план. Fratzscher, Lo Duca и Straub (2013) откриват, че предприятиите в САЩ на по-ранен етап нестандартни мерки са особено ефективни по отношение на понижение на доходността по държавните ценни книжа и повишение на цените на акциите. Но от 2010 г. мерките от този род имат по-ограничено влияние върху доходността по облигациите по страни. Fratzscher, Lo Duca и Straub (2014) стигат до заключението, че нестандартните мерки на ЕЦБ имат благоприятно въздействие върху цените на активите и пазара на облигации в еврозоната, както и върху доверието и финансовите пазари в глобален план. Международният валутен фонд (2013а, б) счита, че неконвенционалните мерки на паричната политика са успели да възстановят функционирането на пазарите и финансовото посредничество в ранния етап на глобалната финансова криза, но и предупреждава, че тяхното действие крие рискове<sup>25</sup>.

Доказателствата за ефектите от неконвенционалните мерки върху реалната икономическа активност и развиващите се икономики са все още оскъдни. Някои от по-ранните изследвания, чрез които се правят опити да се оценят макроикономическите ефекти от неконвенционалната парична политика, обхващат и предкризисни периоди, което може и да не даде адекватна оценка за трансмисията на паричната политика и динамиката на макроикономическите показатели, тъй като политиката на централните банки преди кризата не е насочена конкретно към влияние на влошени макроикономически условия.

Gambacorta, Hofmann и Peersman (2012) се фокусират върху периода след кризата, като разширяват емпиричния анализ в опит да оценят трансграничните ефекти от неконвенционалните мерки чрез структурен векторен авторегресионен модел (structural vector autoregressive model, или SVAR) – широко използван и при проследяването на макроикономическите ефекти от конвенционалната парична политика. В своя анализ те включват осем развити икономики и не откриват разнопосочни ефекти върху изследваните

---

<sup>25</sup> Колев, Св., *Рискове, които може да породят неконвенционалната парична политика*, реферат по темата на дисертационния труд, Колективна монография на Финансово-счетоводен факултет на УНСС „Икономиката на България и Европейския съюз: Наука и бизнес“, „Издателски комплекс – УНСС“, София, 2017 г., стр. 232-241



макроикономически индикатори, като заключават, че това най-вероятно се дължи на факта, че централните банки предприемат неконвенционални мерки от гледна точка на специфичното състояние на техните икономики и финансови сектори<sup>26</sup>.

Chen, Filardo, He и Zhu (2014) създават „сенчест“ лихвен процент, който следва съвсем точно изменението на лихвените проценти по федералните фондове в САЩ (т.нар. от тях shadow federal funds rates), за да оценят вътрешното и глобално влияние на неконвенционалната парична политика на Фед. Те заключават, че мерките на Фед може и да са предпазили икономиката от навлизането в рецесия, но и че са налице големи странични ефекти в глобален план.

Отново Chen, Filardo, He и Zhu (2015) използват спреда в доходността по корпоративните и държавните ДЦК, за да оценят влиянието на QE в САЩ, като откриват значими ефекти върху развиващите се икономики. Въздействието им е дори по-голямо спрямо това върху икономиката на САЩ и на други развити държави.

Chen, Lombardi, Ross и Zhu (2017)<sup>27</sup> изследват макроикономическите ефекти от QE върху 24 развити и развиващи се икономики, използвайки месечни данни от октомври 2008 г. до юни 2014 г. и разработения от Lombardi и Zhu (2014) „сенчест“ лихвен процент. Те прилагат глобален векторен авторегресионен модел с корекция на грешката (global vector error-correction model, или GVECM). Оценките показват, че трансграничните ефекти са с различен мащаб в зависимост от икономиките и че ефектите от неконвенционалните мерки на Фед са по-големи в сравнение с тези на ЕЦБ. Страничните ефекти са по-значими и продължителни по отношение на икономическия растеж и инфлацията. Налице е различно въздействие в развиващите се икономики по отношение на промени във валутния курс, растежа на кредита и провежданата парична политика. Chen, Lombardi, Ross и Zhu посочват, че заради разнообразните трансгранични ефекти от QE ползите и разходите от неконвенционалните мерки на Фед и ЕЦБ са разпределени неравномерно в развитите и развиващите се държави и варират във времето.

---

<sup>26</sup> Gambacorta, L., Hofmann, B., Peersman, G., *The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis*, BIS Working Papers №384, Bank of International Settlements, August 2012, p. 18

<sup>27</sup> BIS, *Global impact of US and euro area unconventional monetary policies: a comparison*, BIS Working Papers 610, February 2017

Quint и Rabanal (2017)<sup>28</sup> изследват дали неконвенционалните мерки, предприети от Фед по време на кризата под формата на програми за закупуване на активи, трябва да станат конвенционални и все още да бъдат използвани, след като икономиката и лихвените проценти се завърнат към по-нормални условия.

Измерването на ефективността от другия инструмент на неконвенционалната парична политика - предварителните насоки, е трудно, защото е сложно разграничаването на компонентите на предварителните насоки от преките ефекти от едновременно обявените мерки и защото комуникацията на централната банка може да приема различни форми. Ефективността на предварителните насоки зависи от това тази комуникация да се ползва с доверие и да е разбрана от участниците на финансовите пазари. Въпреки това е трудно да се оцени дали предварителните насоки наистина се възприемат с доверие и са правилно разбрани.

От теоретична гледна точка предварителните насоки могат да имат влияние върху икономиката. Например, Coenen и Warne (2013) откриват<sup>29</sup>, че при нулевата граница на номиналните лихвени проценти предварителните насоки могат да намалят рисковете пред понижаването на инфлацията. Въпреки това ефектите за реалната икономика най-вероятно са по-слаби в сравнение с прогнозите, направени чрез стандартни модели, тъй като те са много чувствителни при смяна на предположенията.

Емпиричните доказателства за влиянието на предварителните насоки са разнообразни. Filardo и Hofmann (2014)<sup>30</sup> твърдят, че не могат да се правят сериозни заключения от ефектите от обявяване на предварителни насоки относно бъдещото ниво на лихвените проценти. Въпреки че може да има слаби ефекти, те варират значително с течение на времето и се отнасят за определени условия, когато се възприемат предварителни насоки. Освен това данните най-вероятно са повлияни и от други обявявания, отнасящи се до други мерки на паричната политика, и от факта, че формирането на очакванията не зависи изцяло от официалните съобщения. Пазарните участници често очакват следващите действия на централните банки още преди да са

---

<sup>28</sup> IMF, *Should Unconventional Monetary Policies Become Conventional?*, IMF Working Paper WP/17/85, March 2017

<sup>29</sup> Coenen, G. and A. Warne, *Risks to Price Stability, the Zero Lower Bound, and Forward Guidance: A Real-Time Assessment*, International Journal of Central Banking, June 2014, p. 7-54

<sup>30</sup> Filardo, A., Hofmann, B., *Forward guidance at the zero lower bound*, BIS Quarterly Review, International banking and financial market developments, March 2014. Available at: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1403f.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403f.pdf)

обявени. В този случай приспособяването на лихвените проценти ще се случи преди предварителните насоки да станат официални. Също така Filardo и Hofmann откриват, че въпреки че предварителните насоки спомагат за намаляване на волатилността при лихвените проценти, този ефект избледнява значително бързо. Това може би е обвързано с проблема за времевата непоследователност, при който дадена централна банка днес не може да обещае, че ще поддържа лихвените проценти ниски за по-дълъг период. Campbell и други (2012) не могат да установят ефекти от предварителните насоки върху прогнозите за инфлацията и безработицата, които са определящи за курса на политиката на Фед<sup>31</sup>. Те тълкуват това като доказателство, че Фед разполага с повече информация за състоянието на икономиката в сравнение с частния сектор и затова предварителните насоки на Фед, че ще поддържа лихвените проценти ниски за дълъг период, се интерпретират като знак за влошени икономически условия.

Altavilla и други (2014) използват VAR модел с много държави (multi-country VAR), за да анализират ефектите от обявяването на ОМТ от страна на ЕЦБ. Първо, те оценяват ефектите върху облигационните пазари във Франция, Германия, Италия и Испания и откриват силно влияние върху периферията на еврозоната. На второ място, те използват получените резултати за основата на сценарии, за да изчислят VAR модела с много държави. Изводът от него е, че понижението на доходността заради обявяването на ОМТ се свързва със значително увеличение на реалната активност с между 0,3% за Германия и 2% за Испания. Освен това индексът на потребителските цени расте значително с между 0,3% в Германия и 2% в Италия. Сами по себе си тези ефекти изглеждат големи в сравнение с други изследвания. Въпреки това, докато повечето изследвания разглеждат ефектите от еднократен неочакван шок, Altavilla и други (2014) създават специфичен сценарий, при който доходността по държавните облигации на Италия и Испания се очаква да намаляват с около 2 пр. п. в 3-годишен хоризонт.

Въпреки това подобрението на финансовите условия в еврозоната не влияе непременно на реалната активност. Acharya и други (2015)<sup>32</sup> използват микро данни на

---

<sup>31</sup> Campbell, J.R., C.L. Evans, J.D.M. Fisher, A. Justiniano, C.W. Calomiris and M. Woodford, *Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance*, Brookings Papers on Economic Activity (Spring), 2012, p. 1-80. Available at: <http://www.jstor.org/stable/23287215>

<sup>32</sup> Acharya, V.V., T. Eisert, C. Eufinger and C. Hirsch, *Whatever it takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy*, IMF 16th Jacques Polak Annual Research Conference, November 2015. Available at: <https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2015/arc/pdf/Eisert.pdf>

фирмено ниво, за да проследят ефектите от ОМГ. Авторите откриват, че значителното понижение на доходността по ценните книжа на държавите от периферията, водят до подобряване на оценките на акциите и балансите на банките като цяло. Това е така, защото правителствените облигации на тези страни претърпяват най-силен ръст в цената, а банките в тези държави имат най-голяма експозиция към тези книжа. Това води до подобряване на капиталовата позиция на банките и до по-лесен достъп до финансиране. В резултат предлагането на кредити се повишава. Въпреки това според авторите фирмите използват новите кредити, за да трупат парични резерви, което не влияе на заетостта и инвестициите. Като разделя способността на фирмите да обслужват заемите си на „добри“ и „лоши“ длъжници, Acharya и други (2015) разбират, че с най-големи ползи от новото финансиране са „лошите“ длъжници.

Като цяло предварителните насоки изглежда имат ограничени ефекти върху финансовите пазари и икономическата активност и са по-слаби в сравнение с ефектите от мерките, водещи до увеличаване на балансите на централните банки. Трябва да се има предвид обаче, че мерките не могат да бъдат прецизно отделени и оценени. При спокойни времена предварителните насоки биха представлявали по-малко ефективен инструмент за въздействие на очакванията.

Изследванията в чуждестранната литература са все по-разнообразни с оглед новия набор от неконвенционални мерки, ефектите, които имат за цел да изследват, множеството макроикономически и финансови показатели, които не са обхванати, и сложните иконометрични модели, които се конструират. Ако трябва изводите от отделните изследвания да бъдат обобщени, неконвенционалните мерки на паричната политика на водещите световни централни банки имат значителни ефекти върху широк набор от променливи за финансовите пазари. Размерът на ефектите до голяма степен зависи от вида на различните програми и използвани модели.

В България единственото по-обширно самостоятелно научно изследване по проблематиката на неконвенционалната парична политика е колективната монография на тема „Неконвенционалната парична политика на водещите централни банки в света и нейните ефекти за развитите и развиващите се държави, в т.ч. и за България“. Сред авторите ѝ са докторант Свилен Колев и неговият научен ръководител доц. д-р Силвия

Трифонова<sup>33</sup>. Трудът разглежда подробно концептуалната рамка, влиянието и разпространението на неконвенционалната парична политика на водещите централни банки и включва емпирично изследване за установяване на влиянието върху доходността по дългосрочните ДЦК на България за периода от януари 2010 г. до ноември 2015 г.

С. Трифонова и В. Трифонова (2015, 2016) имат статии във връзка с неконвенционалните мерки на паричната политика на ЕЦБ<sup>34</sup> и АЦБ<sup>35</sup>, предприети в отговор на глобалната финансова криза<sup>36</sup> и ефектите от нулевите и отрицателни лихвени проценти. В своя статия Ив. Михайлов (2013) също посочва основните цели, които водещите световни централни банки искат да постигнат чрез въвеждането на неконвенционални мерки<sup>37</sup>.

В свои публикации БНБ (2014, 2015, 2016) описва процеса по нормализиране на паричната политика в САЩ<sup>38</sup> и предприетите от ЕЦБ<sup>39</sup> нестандартни мерки на паричната политика, включително и по програмата на ЕЦБ за закупуване на активи от публичния сектор<sup>40</sup>. В обособени тематични изследвания БНБ обръща внимание на влиянието на мерките по паричната политика на ЕЦБ през 2014 г. върху финансовия пазар в еврозоната

---

<sup>33</sup> Трифонова, С., колектив, *Неконвенционалната парична политика на водещите централни банки в света и нейните ефекти за развитите и развиващите се държави, в т.ч. и за България*, колективна монография, изд. „Евдемония продъкшън ЕООД“, С., 2017 г.

<sup>34</sup> Трифонова, В., *Неконвенционалната парична политика на ЕЦБ в условията на макроикономически дисбаланси*, Национална конференция на катедра „Икономикс“, УНСС, на тема „Икономически предизвикателства: Растеж, дисбаланси, устойчиво развитие“, 6 ноември 2015 г., Издателски комплекс – УНСС, София, 2016 г., стр. 176-185, Трифонова, В., *Съвременната неконвенционална парична политика и нейните ефекти върху българския фондов пазар*, „Развитието на българската икономика - 25 години между очакванията и реалностите“, сборник доклади от Юбилейна международна научна конференция, 20-21 ноември 2015 г., Академично издателство „Ценов“, Свищов, 2015, стр. 198-206.

<sup>35</sup> Трифонова, С., *Сравнителен анализ на програмите и мерките на неконвенционалната парична политика на ЕЦБ и АЦБ*, сборник с доклади от Международна научно-практическа конференция „Съвременни предизвикателства пред финансовата наука в променяща се Европа“, посветена на 65-годишнината на катедра „Финанси и кредит“ на С.А. „Д. А. Ценов“-гр. Свищов, Академично издателство „Ценов“, Свищов, 7-8 април 2017 г., стр. 451-459

<sup>36</sup> Трифонова, С., Трифонова, В., *Съвременната неконвенционална парична политика на ЕЦБ в контекста на финансовата криза*, сп. „Икономически и социални алтернативи“, бр. 4, УНСС, София, 2016 г., стр. 5-26

<sup>37</sup> Михайлов, Ив., *Неконвенционални мерки на паричната политика – причини и последици*, сборник с доклади от „Научна конференция с международно участие „Знанието - традиции, иновации, перспективи“, Том III, Бургаски свободен университет, Бургас, 14-15 юни 2013 г.

<sup>38</sup> БНБ, *Процес на нормализиране на паричната политика в САЩ*, Икономически преглед, бр. 4, стр. 17-19, 2015 г.

<sup>39</sup> БНБ, *Икономически преглед*, бр. 2, стр. 14-17, 2014 г., *Икономически преглед*, бр. 4, стр. 15, 2014 г., *Икономически преглед*, бр. 1, стр. 12, 2016 г.

<sup>40</sup> БНБ, *Детайли по програмата на ЕЦБ за закупуване на активи от публичния сектор*, Икономически преглед, бр. 1, стр. 14-16, 2015 г.

и върху българската банкова система<sup>41</sup>, както и върху лихвените проценти в България<sup>42</sup>. В контекста на провежданата от САЩ и ЕЦБ парична политика са изследвани и потенциални ефекти от промяната на валутния курс „долар/евро“ върху българската икономика в условията на паричен съвет<sup>43</sup>.

В областта на неконвенционалната парична политика на централните банки в България няма изследвания, които да използват подхода за изучаване на събитието или VAR модели, и все още няма защитен дисертационен труд.

### III. Заключение

След предприемането на нестандартни монетарни програми и мерки от страна на водещите световни централни банки след 2008 г. се увеличиха публикациите с емпирични изследвания на влиянието на тези мерки върху финансовите пазари и реалната икономика. Авторите им прилагат няколко метода за оценка на ефектите от неконвенционалната парична политика – чрез подхода на изследване на събитията, чрез регресионни модели, включително векторни авторегресии, както и комбинация от тях чрез създаването на сложни симулационни модели.

Сред тях подходът на изследване на събитията се явява най-често използван за изследване реакциите на финансовите пазари и промените в цените на активите, като има както своите предимства, така и своите недостатъци. Изследванията, които залагат на VAR модели за оценка на ефектите от неконвенционалната парична политика върху макроикономически индикатори и променливи, откриват значителни промени върху производството и инфлацията както в развитите, така и в развиващите се пазари.

Публикациите по отношение на неконвенционалната парична политика в България са все още малко, но се увеличават, предвид значението на политиката на ЕЦБ за икономиката на еврозоната и ЕС, с които е свързана българската, както и спрямо перспективите пред страната за присъединяване към банковия съюз и еврозоната.

---

<sup>41</sup> БНБ, *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, стр. 23-29, 2014 г.

<sup>42</sup> БНБ, *Влияние на паричната политика на ЕЦБ върху лихвените проценти в България*, Икономически преглед, бр. 1, стр. 62-69, 2016 г.

<sup>43</sup> БНБ, *Потенциални ефекти върху българската икономика от промяната на валутния курс „долар/евро“*, Икономически преглед, бр. 2, стр. 66-74, 2015 г.

#### IV. БИБЛИОГРАФИЯ:

1. Acharya, V.V., T. Eisert, C. Eufinger and C. Hirsch, *Whatever it takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy*, IMF 16th Jacques Polak Annual Research Conference, November 2015. Available at: <https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2015/arc/pdf/Eisert.pdf>
2. Andrade, P., et al., *The ECB's asset purchase programme: an early assessment*, ECB Working Paper No. 195, 2016
3. Bernanke, B., Reinhart, V., Sack, B., *Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound*, Federal Reserve Board of Governors, Finance and Economics Discussion Series 2004-48, 2004
4. Bernoth, K., M. Hachula, M. Pfiffer, and M. Rieth, *Effectiveness of the ECB programme of asset purchases: Where do we stand?*, DIW Berlin: Politikberatung kompakt, No. 113, 2016, Available at: [https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw\\_01.c.537782.de/diwkompakt\\_2016-113.pdf](https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.537782.de/diwkompakt_2016-113.pdf)
5. BIS, *Global impact of US and euro area unconventional monetary policies: a comparison*, BIS Working Papers 610, February 2017
6. Boeckx, J., M. Dossche and G. Peersman, *Effectiveness and transmission of the ECB's balance sheet policies*, International Journal of Central Banking, 2016
7. Boeckx, J., M. de Sola Perea and G. Peersman, *The transmission mechanism of credit support policies in the Euro Area* (No. 302). ISO 690, 2016, Available at: <https://www.nbb.be/doc/oc/repec/reswpp/wp302en.pdf>
8. Briciu, L., Lisi, L., *An event-study analysis of ECB balance sheet policies since October 2008*, European Economy Economic Briefs, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission, July 2015;
9. Campbell, J.R., C.L. Evans, J.D.M. Fisher, A. Justiniano, C.W. Calomiris and M. Woodford, *Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance*, Brookings Papers on Economic Activity (Spring), 2012, p. 1-80. Available at: <http://www.jstor.org/stable/23287215>
10. Chung, H., J.-P. Laforte, D. Reifschneider and J.C. Williams, *Have We Underestimated the Probability of Hitting the Zero Lower Bound?*, Journal of Money, Credit and Banking 44 (2), 2012, p. 47-82



11. Clarida и Galì, 1994; Eichenbaum и Evans, 1996; Faust и Rogers, 2003; Scholl и Uhlig, 2008; Bouakez и Normandin, 2010
12. Coenen, G. and A. Warne, *Risks to Price Stability, the Zero Lower Bound, and Forward Guidance: A Real-Time Assessment*, International Journal of Central Banking, June 2014, p. 7-54
13. Falagiarda, M., Reitz, S., *Announcements of ECB unconventional programs: Implications for the sovereign spreads of stressed euro area countries*, Journal of International Money and Finance 53, 2015, p.276-295
14. Filardo, A., Hofmann, B., *Forward guidance at the zero lower bound*, BIS Quarterly Review, International banking and financial market developments, March 2014. Available at: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1403f.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403f.pdf)
15. Fratzscher, M. M.L. Duca, and R. Straub, *ECB Unconventional Monetary Policy: Market Impact and International Spillovers*, IMF Economic Review, 64(1), 2016, p. 36-74
16. Gagnon, J., Bayoumi, T., Londono-Yarce, J. M., Saborowski, Ch., Sapriza, H., *Direct and Spillover Effects of Unconventional Monetary and Exchange Rate Policies*, Paper presented at the 16th Jacques Polak Annual Research Conference, hosted by the International Monetary Fund, Washington, DC, November 5-6, 2015
17. Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., Sack, B., *The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases*, International Journal of Central Banking, Vol. 7(1), 2011
18. Gambacorta, L., Hofmann, B., Peersman, G., *The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis*, BIS Working Papers №384, Bank of International Settlements, August 2012
19. Gertler, M., Karadi, P., *Monetary policy surprises, credit costs, and economic activity*, American Economic Journal: Macroeconomics 7 (1), 2015, p. 44-76
20. Glick, R., Leduc, S., *The Effects of Unconventional and Conventional U.S. Monetary Policy on the Dollar*, Economic Research Department, Federal Reserve Bank of San Francisco, May 16, 2013
21. Gürkaynak, R.S., B. Sack and E.T. Swanson, *Do Actions Speak Louder than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements*, International Journal of Central Banking 1, 2005, p. 55-93



22. IMF, *Should Unconventional Monetary Policies Become Conventional?*, IMF Working Paper WP/17/85, March 2017
23. Neely, Ch., *The Large-Scale Asset Purchases Had Large International Effects*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper 2010-018C, 2010
24. O'Brien, P, Palma, N., *Unconventional monetary policy in the past: Lessons for today*, article on <http://voxeu.org>, 3 September 2016, <http://voxeu.org/article/lessons-18th-century-unconventional-monetary-policy>
25. Szczerbowicz, U., *The ECB unconventional monetary policies: have they lowered market borrowing costs for banks and governments?*, International Journal of Central Banking 11 (4), 2015, p. 91-127
26. Ugai, H., *Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses*, Monetary and Economic Studies 25 (1), 2015, p. 1-48
27. Weale, M., Wieladek, T., *What are the macroeconomic effects of asset purchases?*, Journal of Monetary Economics 79, 2016, p. 81-93
28. Williams, J.C., *Monetary Policy at the Zero Lower Bounds: Putting Theory into Practice*, Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings, January 16, 2014. Available at: <http://www.brookings.edu/research/papers/2014/01/16-monetary-policy-zero-lower-bound-williams>
29. Williamson, St., *The Road to Normal: New Directions in Monetary Policy*, featured essay, Federal Reserve Bank of St. Louis, Annual Report 2015, p. 13
30. БНБ, *Процес на нормализиране на паричната политика в САЩ*, Икономически преглед, бр. 4, стр. 17-19, 2015 г.
31. БНБ, *Икономически преглед*, бр. 2, стр. 14-17, 2014 г.
32. БНБ, *Икономически преглед*, бр. 4, стр. 15, 2014 г.
33. БНБ, *Икономически преглед*, бр. 1, стр. 12, 2016 г.
34. БНБ, *Детайли по програмата на ЕЦБ за закупуване на активи от публичния сектор*, Икономически преглед, бр. 1, стр. 14-16, 2015 г.
35. БНБ, *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, стр. 23-29, 2014 г.

36. БНБ, *Влияние на паричната политика на ЕЦБ върху лихвените проценти в България*, Икономически преглед, бр. 1, стр. 62-69, 2016 г.

37. БНБ, *Потенциални ефекти върху българската икономика от промяната на валутния курс „долар/евро“*, Икономически преглед, бр. 2, стр. 66-74, 2015 г.

38. Колев, Св., *Рискове, които може да породи неконвенционалната парична политика, реферат по темата на дисертационния труд*, Колективна монография на Финансово-счетоводен факултет на УНСС „Икономиката на България и Европейския съюз: Наука и бизнес“, „Издателски комплекс – УНСС“, София, 2017 г., стр. 232-241

39. Колев, Св., Трифонова, С., *Програмата за закупуване на активи на Европейската централна банка*, сборник с доклади от XII международна научна конференция на младите учени на тема „Икономиката на България и Европейския съюз: наука и бизнес“, проведена на 11 ноември 2016 г. в УНСС, София, Издателство на ВУЗФ, „Св. Григорий Богослов“, София, 2016 г., стр. 55-68. Докладът е достъпен на <https://goo.gl/WYU2n5>

40. Михайлов, Ив., *Неконвенционални мерки на паричната политика – причини и последици*, сборник с доклади от „Научна конференция с международно участие „Знанието - традиции, иновации, перспективи“, Том III, Бургаски свободен университет, Бургас, 14-15 юни 2013 г.

41. Трифонова, В., *Неконвенционалната парична политика на ЕЦБ в условията на макроикономически дисбаланси*, Национална конференция на катедра „Икономикс“, УНСС, на тема „Икономически предизвикателства: Растеж, дисбаланси, устойчиво развитие“, 6 ноември 2015 г., Издателски комплекс – УНСС, София, 2016 г., стр. 176-185

42. Трифонова, В., *Съвременната неконвенционална парична политика и нейните ефекти върху българския фондов пазар*, „Развитието на българската икономика - 25 години между очакванията и реалностите“, сборник доклади от Юбилейна международна научна конференция, 20-21 ноември 2015 г., Академично издателство „Ценов“, Свищов, 2015, стр. 198-206.

43. Трифонова, С., Трифонова, В., Атанасов, Ат., Колев, Св., *Неконвенционалната парична политика на водещите централни банки в света и нейните ефекти за развитите и развиващите се държави, в т.ч. и за България*, колективна

монография, изд. „Евдемония продължън ЕООД“, София, 2017 г., достъпна на <https://goo.gl/sufybG>

44. Трифонова, С., Трифонова, В., *Съвременната неконвенционална парична политика на ЕЦБ в контекста на финансовата криза*, сп. „Икономически и социални алтернативи“, бр. 4, УНСС, София, 2016 г., стр. 5-26, достъпен на [http://www.unwe.bg/uploads/Alternatives/Trifonovi-Alternativi\\_4\\_%202016\\_bg.pdf](http://www.unwe.bg/uploads/Alternatives/Trifonovi-Alternativi_4_%202016_bg.pdf)

45. Трифонова, С., *Сравнителен анализ на програмите и мерките на неконвенционалната парична политика на ЕЦБ и АЦБ*, сборник с доклади от Международна научно-практическа конференция „Съвременни предизвикателства пред финансовата наука в променяща се Европа“, посветена на 65-годишнината на катедра „Финанси и кредит“ на С.А. „Д. А. Ценов“-гр. Свищов, Академично издателство „Ценов“, Свищов, 7-8 април 2017 г., стр. 451-459