



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

ЕВРОСИСТЕМА



**ЦЕНОВАТА СТАБИЛНОСТ:
ЗАЩО ТЯ Е
ВАЖНА ЗА НАС?**



СЪДЪРЖАНИЕ



Предговор	5
Ценовата стабилност: защо тя е важна за нас?	6
Резюме	6

Глава I	
I Въведение	11



КАРЕТА

3.1 Измерване на инфлацията – един прост пример	26
3.2 Връзката между очакваната инфлация и лихвените проценти – така нареченият ефект на Фишер	28
3.3 Хиперинфлация	31
3.4 Търсене на пари в брой	32

Глава 2	
2 Кратка история на парите	15
2.1 Функции на парите	16
2.2 Форми на парите	18



Глава 3	
3 Значение на ценовата стабилност	23
3.1 Какво представлява ценовата стабилност?	24
3.2 Измерване на инфлацията	25
3.3 Ползата от ценовата стабилност	29





4 Глава 4 Фактори, определящи динамиката на цените 35

4.1	Общ преглед на възможностите на паричната политика	36
4.2	Пари и лихвени проценти – по какъв начин паричната политика може да влияе върху лихвените проценти?	38
4.3	По какъв начин промените в лихвените проценти могат да повлияят върху решенията за разходи на потребители и фирми?	38
4.4	Фактори, които определят динамиката на цените в краткосрочна перспектива	44
4.5	Фактори, които определят динамиката на цените в дългосрочна перспектива	46

КАРЕТА

4.1	Защо централните банки могат да повлияят предварително върху реалните лихвени проценти? Ролята на „ригидните“ цени	39
4.2	По какъв начин промените в съвкупното търсене влияят върху икономическата активност и динамиката на цените?	40
4.3	Количествената теория за парите	47



5 Глава 5 Паричната политика на ЕЦБ 49

5.1	Кратък исторически преглед	50
5.2	Институционална рамка	53
5.3	Стратегия на паричната политика на ЕЦБ	57
5.4	Преглед на оперативната рамка на Евросистемата	71

КАРЕТА

5.1	Пътят към единната валута – еврото	51
5.2	Критерии за конвергенция	54
5.3	Устройство и характеристики на ХИПЦ	60
5.4	Предпазен марж срещу дефлация	61
5.5	Средносрочна ориентация на паричната политика на ЕЦБ	62
5.6	Показатели за реалната икономика и финансовия сектор	64
5.7	Макроикономически прогнози за еврозоната	66
5.8	Парични агрегати	67
5.9	Референтната стойност на ЕЦБ за прираст на паричната маса	68

Речник 74

Библиография 76

БЛАГОДАРНОСТИ

За тази книга бяха изключително полезни многобройните коментари и съвети по текста от моите колеги в ЕЦБ, на които съм дълбоко признателен. Бих желал също да изразя благодарността си към членовете на Комитета за комуникации на Европейската система на централните банки (ЕСЦБ) и на Експертния съвет, към колегите от Дирекция „Езикови услуги“, „Официални издания и библиотека“ и „Преса и информация“, Х. Анерт, В. Бир, Д. Бленк, Ж. Кюври, Ж. Дешамп, Л. Драгомир, С. Ейерсков, Г. Фейгън, А. Ферандо, Л. Ферара, С. Кьонинг, Х. Й. Кльокерс, Д. Линденлауб, А. Лойсхова, К. Мазух, В. Модери, Ф. Муто, А. Пейдж, Х. Пил, К. Пронк, Б. Рофия, К. Роджърс, П. Сандарс, Д. Шакис, Х. Й. Шльосер, Дж. Витале и К. Цилиоли.

Дитер Гердесмайер

Франкфурт на Майн, април 2009 г.

ПРЕДГОВОР



Жан-Клод Трише

Еврото е обща валута за повече от 320 милиона души в 16 европейски държави. Управителният съвет на Европейската централна банка (ЕЦБ) отговаря за единната парична политика на тези държави, наречени съвкупно „еврозоната“. Евросистемата, която се състои от ЕЦБ и националните централни банки (НЦБ) на държавите от еврозоната, има ясен мандат, определен от Договора за създаване на Европейската общност: нейната първостепенна цел е да поддържа ценовата стабилност в еврозоната. С други думи, на Управителния съвет на ЕЦБ е възложено да запазва покупателната способност на еврото. Този мандат отразява широкия обществен консенсус, че като поддържа ценова стабилност, паричната политика допринася значително за устойчивия растеж, икономическото благосъстояние и създаването на работни места.

На Евросистемата е предоставена независимост, за да изпълнява мандата си. Освен това Управителният съвет е избрал и оповестил своята стратегия на паричната политика за осигуряване на ценова стабилност и използва ефективна и добре функционираща оперативна рамка за провеждането на единната парична политика. Накратко казано, Евросистемата разполага с всички необходими инструменти и умения, за да провежда успешна парична политика.

Като всяка друга значима и независима институция в съвременното общество Евросистемата трябва да бъде близо до обществеността и разбираема за гражданите на Европа. Затова е важно нейният мандат и политика да бъдат обяснявани на широката публика. Тази книга има за цел да представи изчерпателно, но достъпно причините, поради които ценовата стабилност е толкова важна за осигуряването на трайно благосъстояние, и начина, по който ЕЦБ използва своята парична политика за изпълнението на този мандат.

Жан-Клод Трише
Председател на Европейската централна банка

ЦЕНОВАТА СТАБИЛНОСТ:



Резюме

Договорът за създаване на Европейската общност възлага като първостепенна задача на Евросистемата¹, която се състои от Европейската централна банка (ЕЦБ) и националните централни банки (НЦБ) на държавите, които са приели еврото за своя валута, да поддържа ценовата стабилност. Има сериозни икономически основания този мандат да се счита за основна цел на Евросистемата. Той отразява поуките от досегашния ни опит и се подкрепя от икономическата теория и емпиричните изследвания, които показват, че като поддържа ценовата стабилност, паричната политика допринася в значителна степен за общото благосъстояние, включително за високото равнище на икономическата активност и заетостта.

Като се има предвид всеобщо признатата полза от ценовата стабилност, ние смятаме, че е особено важно да обясним – най-вече на младите хора – нейната значимост, най-добрите начини за постигането ѝ, както и механизмите, посредством които тя допринася за по-общите икономически цели на Европейския съюз.

Ползите от ценовата стабилност, както и разходите, до които водят инфлацията и дефлацията, са тясно свързани с парите и тяхната функция. Ето защо Глава 2 е посветена на функциите и историята на парите. Тя обяснява как в един свят без пари, т.е. при бартерна икономика разходите, свързани с размяната на стоки и услуги, например за информация, търсене и транспорт, биха били много високи. Нагледно е показано как парите способстват за по-ефективната размяна на стоките и, следователно, повишават благосъстоянието на всички граждани. Тези постановки са последвани от по-подробно разглеждане на ролята и трите основни функции на парите. Парите служат като разменно средство, средство за съхраняване на стойността и разчетна единица. Конкретните форми на парите, използвани в различните общества, са се променяли с течение на времето. Особено внимание заслужават стоковите, металните, книжните и електронните пари. Накратко се описват и обясняват основните събития в историята на парите.

¹ Терминът „Евросистема“ не присъства в Договора за създаване на Европейската общност, нито в Устава на ЕСЦБ и на ЕЦБ; в тях се говори за целите и задачите на ЕСЦБ, която се състои от ЕЦБ и НЦБ на всички държави-членки. Въпреки това, докато все още има държави-членки, които не са приели еврото, разпоредбите относно целите и задачите на ЕСЦБ не се прилагат за тях. В този смисъл позоваването на Евросистемата, т.е. на ЕЦБ и НЦБ на държавите-членки, които са приели еврото, е придобило гражданственост; Управителният съвет на ЕЦБ също насърчава употребата на термина.

ЗАЩО ТЯ Е ВАЖНА ЗА НАС?

Глава 3 разглежда по-подробно значението на ценовата стабилност. Тя разяснява, че инфлацията и дефлацията са икономически явления, които могат да имат сериозни отрицателни последици за икономиката. Главата започва с дефиниции на тези понятия. По принцип инфлацията се дефинира като общо нарастване на цените на стоките и услугите в продължителен период от време, което води до намаляване на стойността на парите и, съответно, на покупателната им способност. Дефлация е налице, когато общото равнище на цените спада в продължителен период от време.

След кратки примери за някои от проблемите, свързани с измерването на инфлацията, по-нататък в главата се описва ползата от ценовата стабилност. Ценовата стабилност съдейства за по-висок жизнен стандарт, като намалява несигурността по отношение на цялостната динамика на цените, повишавайки по този начин прозрачността на ценовия механизъм. Тя помага на потребителите и фирмите да разпознават промените в цените, които не са общи за всички стоки (така наречените „промени на относителните цени“). Освен това ценовата стабилност допринася за общото благосъстояние, като понижава премиите за инфлационен риск в лихвените проценти, прави излишни действията за предпазване от подобен риск и намалява изкривяващото въздействие на системите на данъчно облагане и социално осигуряване. И накрая, ценовата стабилност предотвратява произволното разпределение на богатството и свързания с него доход, тъй като инфлацията води например до намаляване на реалната стойност на номиналните вземания (спестявания във формата на банкови депозити, държавни облигации, номинални заплати). Значително обезценяване на реалното богатство и на доходите поради висока инфлация може да

доведе до социални вълнения и политическа нестабилност. Накратко казано, като поддържат ценова стабилност, централните банки допринасят за постигането на по-общ икономически цели и съответно – за цялостната политическа стабилност.

Глава 4 разглежда факторите, които определят динамиката на цените. Тя започва с кратък преглед на ролята и пределите на възможностите на паричната политика, а след това обяснява по какъв начин една централна банка може да влияе върху краткосрочните лихвени проценти. Централната банка е монополен, т.е. единствен доставчик на банкноти и на централнобанкови депозити. Тъй като банките се нуждаят от банкноти при работата с клиенти и трябва да изпълнят изисквания за минимални резерви (т.е. депозити) в централната банка, те обикновено се обръщат към нея с искане за кредит. Централната банка може да определи лихва по заемите за търговските банки. Това впоследствие се отразява върху останалите лихвени проценти на пазара.

Промените в пазарните лихвени проценти влияят върху решенията за разходи на домакинствата и фирмите и в крайна сметка – върху икономическата активност и инфлацията. Така например по-високите лихвени проценти оскъпяват инвестициите и следователно водят до понижаване на разходите, предназначени за тази цел. Като цяло те също така правят спестяването по-привлекателно и отслабват потребителското търсене. Ето защо при нормални обстоятелства може да се очаква, че покачване на лихвените проценти ще доведе до намаляване на потреблението и на разходите за инвестиции, което при равни други условия би трябвало в



ЦЕНОВАТА СТАБИЛНОСТ:



В стратегията на ЕЦБ решенията за паричната политика се основават на изчерпателен анализ на рисковете за ценовата стабилност.

крайна сметка да отслаби инфлационния натиск. Макар че паричната политика може да повлияе в някаква степен върху реалната активност, този ефект е преходен и нетраен. Тя обаче оказва трайно въздействие върху динамиката на цените и съответно върху инфлацията.

В тази глава се разглеждат подробно факторите, обуславящи инфлационния процес в краткосрочна перспектива. Както показва един простичък модел, описващ понятията „съвкупно предлагане“ и „съвкупно търсене“, редица икономически фактори може също да доведат до колебание на ценовите равнища в краткосрочен план. Такива са увеличението на потреблението и инвестициите, нарастването на бюджетния дефицит и повишаването на нетния износ. Освен това по-високите цени на фактори за производство (например на енергоносители) или повишаването на възнагражденията без съответно нарастване на производителността може да упражнят натиск за увеличаване на инфлацията.

При тези условия особено се набляга на факта, че паричната политика не е в състояние да контролира напълно краткосрочната ценова динамика. В тази глава обаче се изяснява още, че в дългосрочна перспектива инфлацията представлява парично явление. Затова няма съмнение, че като реагира на рисковете за ценовата стабилност, паричната политика е в състояние да контролира инфлацията в средносрочен и дългосрочен план.

Заключителната част съдържа кратко описание на паричната политика на ЕЦБ. След подробен преглед на процесите, довели до икономическия и паричен съюз, следващият раздел разглежда институционалната рамка на единната парична политика, стратегията на паричната политика на ЕЦБ и инструментите на паричната политика, използвани от Евросистемата. За да разясни заложената в Договора цел на Евросистемата – поддържане на ценова стабилност, през 1998 г. Управителният съвет на ЕЦБ дава следната количествена дефиниция: *„Ценовата стабилност се дефинира като годишно нарастване на Хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ) в еврозоната с не повече от 2 %. Ценовата стабилност трябва да се поддържа в средносрочен план.“*


Освен това през май 2003 г. Управителният съвет дава ясно да се разбере, че в рамките на тази дефиниция той възнамерява да поддържа темпа на инфлация под, но *„близо до 2 % в средносрочен план“*.

ЗАЩО ТЯ Е ВАЖНА ЗА НАС?

Съгласно стратегията на ЕЦБ решенията по паричната политика се основават на изчерпателен анализ на рисковете за ценовата стабилност. Такъв анализ се извършва въз основа на два допълващи се аспекта на определянето на ценовата динамика. Първият аспект се състои в оценката на краткосрочните до средносрочни фактори, определящи динамиката на цените, като се съсредоточава върху реалната икономическа активност и финансовите условия в икономиката. Отчита се фактът, че динамиката на цените при тези времеви хоризонти се влияе в голяма степен от взаимодействието на предлагането и търсенето на стоки, услуги и фактори за производство (например труд и капитал). Това ЕЦБ нарича „икономически анализ“. Вторият аспект, наречен „паричен анализ“, има по-далечен времеви хоризонт и е съсредоточен върху дългосрочната връзка между количеството пари в обращение и цените. Ролята на паричния анализ е преди всичко да служи като средство за съпоставяне – в средносрочна до дългосрочна перспектива – с констатациите на икономическия анализ за краткосрочните и средносрочните показатели за паричната политика.

Въз основа на тази оценка Управителният съвет на ЕЦБ определя равнището на краткосрочните лихвени проценти, за да противодейства на всякакъв инфлационен или дефлационен натиск и да поддържа ценова стабилност в средносрочен план.

ВЪВЕДЕНИЕ



При допитване до общественото мнение за общите икономически условия гражданите на Европа обикновено изразяват желание да живеят в среда без инфлация или дефлация. Договорът за създаване на Европейската общност възлага на Евросистемата мандат да поддържа ценовата стабилност. В това има здрава икономическа логика. Този мандат отразява поуците от историята и се подкрепя от икономическата теория и емпиричните изследвания, които показват, че поддържайки ценова стабилност, паричната политика би допринесла в най-голяма степен за общото благосъстояние, включително за високото равнище на икономическата активност и на заетостта.



ВЪВЕДЕНИЕ



Като се има предвид всеобщо признатата полза от ценовата стабилност, важно е всички, и най-вече младите хора, да разбират нейната значимост, най-добрите начини за постигането ѝ, както и механизмите, чрез които поддържането на стабилни цени допринася за по-общите икономически цели на Европейския съюз. Тази книга се състои от няколко глави, всяка от които съдържа основна информация и може да се ползва самостоятелно, когато и както е необходимо. Четвъртата и петата глава обаче се отличават с по-висока степен на сложност от предходните. За да разберете напълно Глава 5, наложително е да сте прочели внимателно Глава 3 и особено Глава 4. Някои конкретни въпроси са разгледани по-подробно в допълнителни карета.

Ползите от ценовата стабилност, както и разходите, произтичащи от инфлацията и дефлацията, са тясно свързани с парите и тяхната функция. Ето защо Глава 2 е посветена на функциите и историята на парите. Тя обяснява как в един свят без пари, т.е. при бартерна икономика, разходите, свързани с размяната на стоки и услуги, са много високи. Показано е още, че парите способстват за постигането на по-ефективна размяна на стоки и по този начин повишават благосъстоянието на потребителите. След тези постановки в раздел 2.1 се разглеждат подробно ролята и основните функции на парите. Формата на парите, които са използвали различните общества, се е променяла с времето. В раздел 2.2 се съдържа кратък преглед и коментар на главните исторически събития.

Глава 3 обяснява значението на ценовата стабилност. Най-напред в нея се представят дефиниции на понятията инфлация и дефлация (раздел 3.1). След кратка част, посветена на някои въпроси, свързани с измерването (раздел 3.2), следва подробно описание на ползата от ценовата стабилност и съответно на отрицателните последици от инфлацията (или дефлацията) (раздел 3.3).

Глава 4 е посветена на факторите, които определят динамиката на цените. Тя започва с кратък обзор (раздел 4.1) и преминава към изследване на въздействието на паричната политика върху лихвените проценти (раздел 4.2). След това са представени последиците от промяната на лихвените проценти за решенията за разходи на домакинствата и предприятията (раздел 4.3). Следващият раздел съдържа преглед на факторите, които определят инфлационния процес в краткосрочен план (раздел 4.4). Особен акцент се поставя върху факта, че сама по себе си паричната политика не контролира краткосрочната ценова динамика, тъй като в такъв времеви хоризонт върху инфлацията могат да влияят редица други икономически фактори. Отчита се обаче, че паричната политика контролира инфлацията в дългосрочен план (раздел 4.5).

Заключителната глава съдържа кратко описание на паричната политика на ЕЦБ. След по-подробно разглеждане на процесите, довели до създаването на икономическия и паричен съюз (раздел 5.1) по-нататъшните раздели са посветени на институционалната рамка на единната парична политика (раздел 5.2), стратегията на паричната политика на ЕЦБ (раздел 5.3) и оперативната рамка на Евросистемата (раздел 5.4).

По-подробна информация ще намерите в речника и в библиографията в края на книгата.



Тази книга се състои от няколко глави; всяка от тях съдържа основна информация и може да се ползва за справка според необходимостта.

КРАТКА ИСТОРИЯ НА ПАРИТЕ

2.

Парите са неделима част от съвременния живот. Тази глава се опитва да отговори на въпроси като: какво представляват парите, защо са ни необходими, защо се приемат и откога съществуват.

2.1 обяснява функциите на парите.

2.2 представя различните стоки, които в миналото са изпълнявали ролята на пари.





2.1 Функции на парите

2.2 Форми на парите

2.1 ФУНКЦИИ НА ПАРИТЕ

Какво представляват парите? Ако трябва да дефинираме парите сега, първата ни мисъл ще е за банкноти и монети. Тези активи се смятат за пари, тъй като са ликвидни. Това означава, че по всяко време се приемат и са налице да бъдат използвани за плащане. Макар че банкнотите и монетите несъмнено изпълняват тази задача, в днешно време съществуват и редица други видове активи, които са силно ликвидни и лесно могат да бъдат превърнати в пари в брой или да се използват за плащане при много ниски разходи. Това се отнася например за овърнайт-депозитите и някои други форми на депозити в банки.² Ето защо тези инструменти се включват в дефинициите на така наречените „широки пари“.

Различните форми на парите са се променяли съществено с течение на времето. Не винаги е имало книжни пари и банкови депозити. Затова би било полезно да дадем на парите по-обща дефиниция. Представете си ги като много специфична стока, която изпълнява определени

основни функции. По-точно, те служат като разменно средство, средство за съхраняване на стойността и разчетна единица. Затова често се казва, че „парите са това, което правят“.

За да вникнете по-добре в тези функции, представете си как е трябвало да извършват сделките си хората, преди да съществуват парите. Без пари те са били принудени да разменят пряко стоки или услуги за други стоки или услуги на бартерна основа. Макар че подобна „бартерна икономика“ допуска някаква степен на разделение на труда, в нея са налице практически ограничения и всяка размяна на стоки е свързана със значителни така наречени „транзакционни разходи“.

Най-очевидният проблем при бартерната икономика е, че човек трябва да намери контрагент, който иска точно предлаганата от него стока или услуга и предлага в замяна точно каквото му е потребно. Иначе казано, за успешна бартерна сделка е необходимо да е налице *взаимно съвпадане на потребностите*. Ако например пекар иска да го подстрижат в замяна на няколко хляба, ще трябва да намери бръснар, който е съгласен да приеме хлябовете срещу подстригването. Ако обаче на бръснаря вместо това му трябват обувки, ще трябва да изчака, докато собственикът на магазин за обувки не

² Овърнайт-депозитите са средства, които са непосредствено налични за транзакции. Следва да се уточни, че в овърнайт-депозитите се включват електронните пари в предплатени карти.



ОРИЯ НА ПАРИТЕ

поиска да се подстриже в замяна. Затова подобна бартерна икономика е свързана със значителни разходи за намиране на подходящия контрагент, чакане и натрупване на запаси.

Парите като разменно средство

За да се избегнат неудобствата на бартерната икономика, като разменно средство може да се използва една определена стока. Тази груба форма на пари, използвани за размяна, се нарича „стокови пари“. На пръв поглед бартерната размяна на една стока срещу пари и после на пари срещу друга стока усложнява още повече транзакциите. Ако се вгледаме по-внимателно обаче, става ясно, че използването на една стока като разменно средство улеснява в значителна степен процеса, тъй като за размяната на стоки и услуги вече не се изисква взаимно съвпадане на потребностите. Очевидно е, че едно от предварителните условия такава конкретна стока да изпълнява функцията на пари е тя да бъде приета за разменно средство в цялата икономика – било то по силата на традиция, неофициално споразумение или закон.

Същевременно стоките, които служат за разменно средство, очевидно трябва да притежават някои специфични технически качества. По-специално тези, които се използват като стокови пари, трябва да са лесно преносими, трайни, делими и с лесно проверяемо качество. От икономическа гледна точка парите, разбира се, трябва да бъдат рядка стока, защото само редките стоки имат положителна стойност.

Парите като средство за съхраняване на стойността

Ако използваната като пари стока запазва стойността си с времето, тя може да бъде държана

продължително. Това е особено полезно, защото дава възможност актът на продажбата да бъде отделен от акта на покупката. В този случай парите изпълняват важната функция на средство за съхраняване на стойността.

Поради това стоки, които служат и като средство за съхраняване на стойността, са предпочитани пред такива, които се ползват само като разменно средство. По принцип стоки като цветя или домати например биха могли да послужат като разменно средство. Те обаче не могат да се използват като средство за съхраняване на стойността и поради това едва ли биха били използвани като пари. Ето защо, ако тази функция на парите не се изпълнява както трябва (например ако стоката, която служи като пари, с времето губи стойността си), хората ще прибегнат до други стоки или активи с качество да съхранят стойността, или в краен случай дори ще се върнат към бартера.

Парите като разчетна единица

Не по-маловажна е функцията на парите като разчетна единица. Тя може да се онагледява с помощта на предишния ни пример. Дори да бъде преодоляно затруднението с взаимното съвпадане на потребностите, хората все пак ще трябва да намерят точното съотношение за размяна например между хляб и подстригване, или между подстригване и чифт обувки. Такива „разменни съотношения“ – например на колко хляба се равнява едно подстригване – се наричат *относителни цени* или *търговски условия*. На пазара относителната цена се определя за всяка двойка стоки и услуги като, разбира се, всеки, който участва в размяна, трябва да разполага с цялата информация за търговските условия за всички стоки. Лесно е да се покаже, че за две стоки има само една относителна цена, а за три стоки –



Парите служат като разменно средство, средство за съхраняване на стойността и разчетна единица.

точно три относителни цени (хляб срещу подстригване, подстригване срещу обувки и хляб срещу обувки). При десет стоки обаче вече ще имаме 45 относителни цени, а при 100 стоки броят на относителните цени ще стигне до 4950.³ Ето защо колкото е по-голям броят на разменяните стоки, толкова по-трудно става да се събере информация за всички възможни „курсове на размяна“. Следователно за участниците в бартерната икономика събирането и запомнянето на информацията за търговските условия е свързано с високи разходи, които растат непропорционално на броя на разменяните стоки. Тези ресурси могат да бъдат използвани по-ефективно другояче, ако една от съществуващите стоки изпълнява функцията на разчетна единица (*numeraire*). Тогава стойността на всички стоки може да се изразява в тази „разчетна единица“ и броят на цените, които потребителите трябва да определят и запомнят, да намалее значително.⁴

Ето защо, ако всички цени бъдат изразени в пари, транзакциите ще се улеснят значително. Казано по-общо, в пари могат да се изразяват не само цените на стоките, но и на всеки актив. В такъв случай всички стопански субекти в територията, използваща определени пари, ще изчисляват разходите, цените, възнагражденията, доходите и т.н. в едни и същи парични единици. Както и при описаните по-горе функции на парите, колкото по-нестабилна и по-малко надеждна е тяхната стойност, толкова по-трудно биха изпълнявали тази важна задача. Затова една всеобщо възприета

и надеждна разчетна единица осигурява здрава основа за изчисляване на цените и разходите, и повишава прозрачността и сигурността.

2.2 ФОРМИ НА ПАРИТЕ

С времето характерът на стоките, използвани като пари, се променя. Всеобщо е мнението, че онова, което понякога се превръща в основна функция на тези стоки, често се различава от първоначалното им предназначение. Определени стоки биват избирани да играят ролята на пари, защото могат удобно и лесно да се съхраняват, имат висока стойност, но са сравнително леки, лесно преносими и трайни. Тези желани от всички стоки лесно се разменят и поради това се налагат като парично средство. Следователно, еволюцията на парите зависи от редица фактори, например от относителното значение на търговията и от степента на развитост на икономиката.

Стокови пари

Като стокови пари са използвани разнообразни предмети, например вавпум (мидени мъниста) при американските индианци, каури (яркоцветни раковини) в Индия, китови зъби във Фиджи, тютюн в първите колонии в Северна Америка, големи каменни кръгове на тихоокеанския остров Яп, цигари и алкохол в Германия след Втората световна война.

Метални пари

Въвеждането на метални пари представлява опит на древните общества да се справят с проблемите, свързани с физическото изхабяване на стоките, използвани като пари. Не е известно точно кога и къде те са били използвани за първи път. Има сведения обаче, че металните пари са били в употреба в Азия около 2000 г. пр. Хр.,

³ Най-общо, при n на брой стоки броят на относителните цени е $\frac{n \times (n-1)}{2}$.

⁴ А именно до $n - 1$ абсолютни цени.



Най-различни предмети са изпълнявали ролята на стокови пари, например яркоцветни раковини.

ОРИЯ НА ПАРИТЕ

макар че по това време теглото им вероятно не е било стандартизирано и стойността им не е била удостоверявана от владетелите. Късове или слитъци злато и сребро са били използвани като стокови пари, защото са били лесно преносими, не са се разваляли и са били сравнително лесно делими на части. Още повече, било е възможно претопяването им за изработка на накити.

Метални монети

Европейците са сред първите, които създават стандартизирани и гарантирани метални монети. Древните гърци въвеждат сребърните монети около 700 г. пр. Хр. Първите древногръцки градове-държави, които секат собствени монети, са Егина (595 г. пр. Хр.), Атина (575 г. пр. Хр.) и Коринт (570 г. пр. Хр.). Сребърното съдържание на атинската *драхма*, прочута с това, че на нея е изобразена митичната сова, остава непроменено почти 400 години. Затова древногръцките монети са широко използвани (Александър Велики допринася още повече за разпространението им) и археолозите ги откриват в географски области от Испания до съвременна Индия. Римляните, употребявали като пари тежки бронзови слитъци, наречени *aes signatum*, възприемат от древните гърци официалните монети и първи въвеждат биметална система, като използват и сребърния *денарий*, и златния *аурей*.

По време на управлението на император Нерон през I в. сл. Хр. съдържанието на благороден метал в монетите започва да намалява, тъй като императорският монетен двор все повече замества златото и среброто със сплави, за да финансира грамадния дефицит на империята. С намаляването на присъщата стойност на монетите цените на стоките и услугите започват да растат. След това настъпва всеобщо поскъпване, което

вероятно е изиграло роля за рухването на Западната Римска империя. По-стабилният *солид* в Източната Римска империя, въведен през IV в. от Константин Велики, запазва първоначалното си тегло и съдържание на благороден метал до средата на XI в. и благодарение на репутацията си се утвърждава като най-важната монета в международната търговия в течение на повече от пет века. Гръцките монети от византийската епоха са използвани като международни пари и археолозите ги откриват чак в Алтай в Монголия. В средата на XI в. обаче византийската парична икономика рухва и е заместена от нова система, която се запазва до края на XII в., когато завладяването на Константинопол от кръстоносците през 1204 г. слага край на историята на гръко-римската монетна система.

Гърците и римляните са разпространили обичая за използване на монети и техническото умение за сеченето им в огромен географски район. През по-голямата част от Средновековието златните и сребърните монети, сечени от местните владетели, са преобладаващо средство за разплащане, макар че медните все повече навлизат в употреба. През 793 г. Карл Велики реформира и стандартизира монетната система на франките, като въвежда паричен стандарт, според който един франкски сребърен фунт (408 g) се равнява на 20 шилинга или на 240 пенса. Този стандарт остава в сила в Обединеното кралство и Ирландия до 1971 г.

След падането на Константинопол, през 1252 г. италианските градове-държави Генуа и Флоренция въвеждат сеченето на златни монети – геноин в Генуа и фиорин (флорин) във Флоренция. През XV в. те отстъпват място на венецианския дукат.



Китайците започват да използват книжни пари около 800 г. сл. Хр. и тази практика продължава няколкостотин години.

Книжни пари

Китайците започват да използват книжни пари около 800 г. сл. Хр., по време на управлението на император Сян Цзун и тази традиция продължава няколкостотин години. Създадени с императорски указ и без стокова стойност, тези книжни пари са така наречените декретни пари – без златно покритие (т.е. без присъща стойност). Около 1000 г. книжните пари са широко разпространени в Китай, но употребата им е прекратена около 1500 г., когато в китайското общество настъпва упадък вследствие на монголското нашествие.

Полици

Търговията на големи разстояния обаче се осъществява трудно, докато стойността може да се съхранява само във формата на стоки и монети. Затова най-напред италианските градове-държави въвеждат дългови разписки („полици“ или „менителници“) като средство за плащане.

Търговците ги носят със себе си при пътуванията, за да намалят риска да бъдат ограбени. В дълговите разписки се посочват длъжникът и кредиторът, определя се дата за плащане и се отбелязва количеството злато или сребро. Не след дълго търговските банкери започват да търгуват с такива менителници. Първите сведения за подобен договор са от 1156 г.

Менителниците се използват предимно от италианските търговци, а биметалната система остава господстваща до Тридесетгодишната война. Поради икономическите сътресения, причинени от войната, някои владетели като например шведските крале започват да предпочитат книжните пари. След това те са въведени от английската централната банка (*Bank of England*) през 1694 г. и от френската *Banque*

générale през 1716 г. Появата на книжни пари без златно покритие в Европа бележи началото на нов етап в развитието на парите.

Отговорността за въвеждането и регламентирането на системата на книжните пари в една държава продължава да носи правителството, но други публични или частни институции като например централните банки и финансовата система играят все по-важна роля за успеха на националната валута.

Златният стандарт

От приемането на книжните пари преди около два века досега в паричната система са настъпили значителни промени. Книжните пари са били – и досега си остават – законно платежно средство единствено по силата на някакъв акт на компетентен орган. Те се емитират в точно определени единици на националната валута с ясно определена номинална стойност. Дълго време националните държави поддържат в централните си банки златен резерв, който да осигурява доверието към тяхната валута. Тази система е известна като „златен стандарт“. Валутата във вид на монети или книжни пари може да се разменя срещу злато по определен паритет. Обединеното кралство фактически е първата държава, която въвежда златния стандарт през 1816 г., след като през 1717 г. обменният курс на британската лира спрямо златото е определен на 3,811 лири за унция не от кого да е, а от самия сър Исак Нютон.

Когато започва Първата световна война, много държави започват да печатат все повече и повече пари, за да финансират военните си разходи. В Германия например броят на банкнотите, емитирани от *Reichsbank*, нараства от 2593 милиона през 1913 г. до общо 92 844 720,7 милиарда



Националните държави са държали в централните си банки златен резерв, за да осигурят доверие към своята валута.



Днес съществуват разнообразни форми на нематериални пари, например така наречените „електронни пари“.

ОРИЯ НА ПАРИТЕ

банкноти в обращение към 18 ноември 1923 г. Това в крайна сметка довежда до хиперинфлация.⁵ С навлизането на повече пари в обращение повечето държави отменят конвертируемостта на своите валути в злато, тъй като нарасналото количество на парите вече не съответства на националните златни резерви.

Златно-доларов стандарт

Британският златен стандарт в крайна сметка рухва през 1931 г., но системата е възстановена на международната конференция в Бретън Удс, Ню Хемпшър, през 1944 г. На нея е постигнато споразумение по преработен златен стандарт: обменните курсове на националните валути на основните икономически сили са обвързани с американския долар, който се обменя в злато при фиксирана цена от 35 щатски долара за унция. Затова понякога наричат паричната система от Бретън Удс *златно-доларов стандарт*. Централните банки са готови да предоставят долари в замяна на своята национална валута и обратно.

Паричната система от Бретън Удс рухва през 1971 г. и оттогава валутите на големите икономики остават изцяло книжни пари без златно покритие. В добавка към това повечето държави преминават към плаващи обменни курсове на техните валути.

Развитието на парите не е спряло. В по-ново време възникват разнообразни форми на нематериални пари, включително така наречените „електронни пари“ или електронни средства за плащане, които се появяват през 90-те години на XX век. Такива пари могат да се използват за плащане на стоки и услуги по интернет или чрез друго електронно средство. Когато купувачът разреши плащането, продавачът се свързва с банката-емитент и тя му превежда сумата. Понастоящем в Европа действат най-различни системи за електронни пари, които използват карти и обикновено се управляват от финансови институции.

⁵ По-подробен преглед – в Davies (1994, стр. 573).

ЗНАЧЕНИЕ НА ЦЕНОВАТА СТАБИЛНОСТ

3



Тази глава представя подробна информация, която отговаря на въпроси от рода на: какво представляват ценовата стабилност, инфлацията и дефлацията, как се измерва инфлацията, каква е разликата между номиналните лихвени проценти и реалната възвръщаемост, каква е ползата от ценовата стабилност – или, иначе казано, защо е важно централните банки да осигуряват ценова стабилност.

3.1 обяснява някои основни икономически термини, например понятията за инфлация, дефлация и ценова стабилност.

3.2 разглежда проблемите, свързани с измерването на инфлацията.

3.3 представя общ преглед на ползата от ценовата стабилност.

ЗНАЧЕНИЕ НА



3.1 Какво представлява ценовата стабилност?

3.2 Измерване на инфлацията

3.3 Ползата от ценовата стабилност

3.1 КАКВО ПРЕДСТАВЛЯВА ЦЕНОВАТА СТАБИЛНОСТ?

Инфлация и дефлация

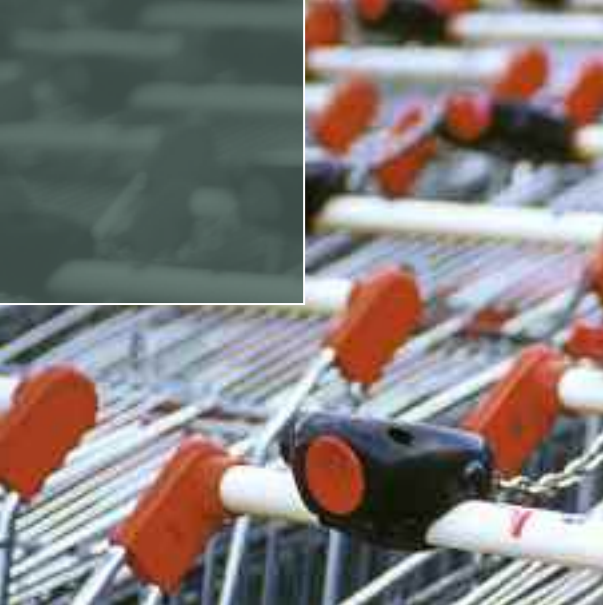
Инфлацията и дефлацията са важни икономически явления с негативни последици за икономиката. По принцип инфлацията се дефинира като общо или широко нарастване на цените на стоките и услугите в продължителен период от време, което води до намаляване на стойността на парите и, съответно, на покупателната им способност.

Дефлацията се дефинира често като противоположност на инфлацията, т.е. явление, при което общото равнище на цените спада в продължителен период от време.

Когато няма нито инфлация, нито дефлация, може да се каже, че е налице ценова стабилност, ако усреднено цените нито се увеличават, нито намаляват, а остават стабилни във времето. Ако например със 100 евро може да се купи същата кошница от стоки, както, да речем, преди две или три години, това може да се определи като състояние на абсолютна ценова стабилност.

Движение на отделните цени и на общото равнище на цените

Важно е да се прави разлика между движението на цените на отделни стоки или услуги и движението на общото равнище на цените. Честите промени на отделни цени са нещо съвсем нормално в условията на пазарна икономика, дори като цяло да е налице ценова стабилност. Промените в условията на предлагане и/или търсене на отделни стоки или услуги неизбежно води до промени в цените им. През последните години например сме свидетели на значително понижаване на цените на компютрите и мобилните телефони, най-вече в резултат на бързото развитие на технологията. От началото на 1999 г. до средата на 2006 г. обаче цените на петрола и другите енергоизточници се увеличиха, отчасти поради опасения, свързани с бъдещото предлагане, и отчасти в резултат на повишеното търсене на енергия, по-специално от бързо развиващите се икономики. Като цяло инфлацията в повечето промишлено развити страни остана ниска и стабилна – устойчивостта на общото ниво на цените може да бъде придружена от значителни промени на отделни цени, стига намаляващите и растящите цени да се компенсират, така че общото равнище да остане непроменено.





ЦЕНОВАТА СТАБИЛНОСТ

3.2 ИЗМЕРВАНЕ НА ИНФЛАЦИЯТА

Проблеми, свързани с измерването

Как може да се измери инфлацията? В една икономика има милиони различни цени. Те са в постоянно движение, което по същество отразява промените в предлагането и търсенето на отделни стоки и услуги и така свидетелства за „относителен недостиг“ от тях. Очевидно не е нито практически приложимо, нито желателно да се вземат предвид всички тези цени, но не е подходящо да се отчитат и само някои от тях, тъй като е възможно те да не са представителни за общото равнище на цените.

Индекс на потребителските цени

Повечето държави подхождат към измерването на инфлацията по прост и практичен начин, като използват така наречения „индекс на потребителските цени“ (ИПЦ).⁶ За тази цел се анализират закономерностите в покупките на потребителите и се определя кои стоки и услуги се купуват най-много и следователно могат да се считат за донякъде представителни за средния потребител в икономиката. Те включват не само стоките и услугите, които потребителите купуват ежедневно (напр. хляб и плодове), но и покупките на дълготрайни стоки (напр. автомобили, персонални компютри, перални и др.) и чести транзакции (напр. наеми). След като бъде съставен този „списък за пазаруване“ и елементите му бъдат претеглени по значимост в бюджета на потребителя, се получава така наречената „пазарна кошница“.⁷ Всеки месец цяла армия „наблюдатели на цените“ проверяват цените на нейните елементи в различни търговски обекти. След това стойността на кошницата се сравнява периодично и се образува статистическият ред на ценовия индекс. Впоследствие темпът на инфлацията се изчислява,

като се представи разликата в цената на пазарната кошница към днешна дата като процент от цената на същата кошница през предходната година.

Движението на равнището на цените, изчислено с такава кошница, обаче, отразява само състоянието на „средния“ или представителния потребител. Затова, ако покупателните навици на един човек се различават съществено от усреднения модел и съответно – от пазарната кошница, на която се основава индексът, този човек може да установи различна от отчетената от индекса промяна в разходите за живот. Затова винаги ще има хора, които отбелязват по-висок „темп на инфлация“ за своята „индивидуална кошница“, и други, чийто „индивидуален темп на инфлация“ ще бъде по-нисък. С други думи инфлацията, измерена чрез индекса, е само приблизителна мярка на средното състояние в икономиката и не е тъждествена с общите ценови промени, които наблюдава отделният потребител.

⁶ Възщност индексът на потребителските цени, който измерва промените в цените на потребителските стоки и услуги, не е единственият ценови индекс в икономиката. Друг индекс със сходно икономическо значение е индексът на цените на производител. Той измерва промените, които вътрешните производители на стоки и услуги внасят с течение на времето в продажните цени.

⁷ По-точно, тези стоки се претеглят според окончателните дялове в паричните разходи на домакинствата. На практика теглата на елементите на кошницата се преразглеждат периодично, за да се отразят промените в поведението на потребителите.

КАРЕ 3.1 ИЗМЕРВАНЕ НА ИНФЛАЦИЯТА – ЕДИН ПРОСТ ПРИМЕР

Нека илюстрираме тези разсъждения с един прост математически пример. Да допуснем, че една представителна кошница за годишните разходи на тинейджърите съдържа 100 сандвича, 50 безалкохолни напитки, 10 енергийни напитки и 1 планински велосипед.

	Количество	Цена (година 1)	Цена (година 2)	Цена (година 3)
Сандвичи	100	1 евро	1,20 евро	0,90 евро
Безалкохолни напитки	50	0,50 евро	0,40 евро	0,70 евро
Енергийни напитки	10	1,50 евро	1,70 евро	1,20 евро
Планински велосипед	1	160,00 евро	173,00 евро	223,00 евро
Цена на пазарната кошница		300,00 евро	330,00 евро	360,00 евро
Ценови индекс		100,00	110,00	120,00

Общата цена на кошницата се изчислява, като се умножат количествата по съответните цени и

резултатите се сумират. Очевидно е, че между първата и втората година цената на тази кошница стоки се е повишила от 300 евро до 330 евро, т.е. с 10 %. Между първата и третата година цената се е повишила от 300 евро до 360 евро, т.е. с 20 %.

Това може да бъде изразено по друг начин чрез индекса на цените. За да се изчисли той, цената на пазарната кошница за даден период се разделя на цената на кошницата в периода, спрямо който сравняваме, и резултатът се умножава по 100. В горната таблица периодът за сравнение е година 1. Следователно, индексът на цените за година 3 е:

$$\text{Индекс на цените} = (C_3/C_1) \times 100 = (360/300) \times 100 = 120,00$$

Индексът на цените се стреми да даде обща представа какво се случва с голям брой цени. Както се вижда от примера, възможно е индексът на цените да расте, макар цените на някои стоки да намаляват.

Проблеми, свързани с измерването

По ред причини всеки опит за изразяването на общата промяна на цените с едно число е свързан с известни проблеми.

На първо място, съществуващата кошница с времето става все по-малко представителна, тъй като потребителите все повече заместват по-скъпите стоки с по-евтини. Растящите цени на петрола например може да накарат някои хора да пътуват по-малко с автомобил и вместо това да купуват по-голямо количество от други стоки. Затова, ако теглото на елементите не се коригира, е възможно промяната в индекса леко да надцени „действителното“ увеличение на цените. На второ

място, понякога е трудно да се отрази в индекса промяна в качеството. Ако качеството на даден продукт се подобрява с времето и цената му също расте, промяната в цената отчасти се дължи на по-високото качество. Покачване на цените, което се дължи на промени в качеството, не може да се смята за инфлационно, тъй като не намалява покупателната способност на парите. Промените в качеството са нещо често срещано в продължителни периоди от време. Днешните автомобили например се различават съществено от произведените през 70-те години на XX век, които от своя страна се различават съществено от произведените през 50-те години. Статистическите служби влагат много време във внасянето на



ЦЕНОВАТА СТАБИЛНОСТ

корекции заради промени в качеството, но поради същността си подобни корекции се оценяват трудно. Освен новите разновидности на *съществуващи* стоки (напр. появата на нови зърнени закуски), важна и трудна задача е включването на *изцяло нови* продукти. Например след пускането на DVD-плеърите на пазара измина някакъв неизбежен период от време, преди статистиката на цените да ги отчете, тъй като беше необходима информация за пазарния им дял, основните канали на разпространение, най-популярните марки и т.н. Но ако включването на нови продукти в индекса на цените отнема прекалено дълго време, то индексът няма да отразява пълноценно реалните промени на цените, пред които са изправени потребителите.

В миналото редица икономически проучвания са установявали слабо завишаване в измерването на националните индекси на потребителските цени, което показва, че измерен темп на инфлацията под половин процентен пункт всъщност може да бъде съвместим с „истинската“ ценова стабилност. За еврозоната (т.е. всички държави-членки на ЕС, които са приели за своя валута еврото) няма точни изчисления за такова отклонение в измерването. Може обаче да се очаква размерът на подобно отклонение да бъде доста малък, поради две причини. На първо място, Хармонизираният индекс на потребителските цени (ХИПЦ) – хармонизиран за всички държави от еврозоната – е едно сравнително ново понятие. На второ място, Евростат – службата на Европейската комисия, която отговаря за тази област на статистиката на ниво ЕС – се стреми да избегне отклонение в измерването на ХИПЦ, като определя подходящи статистически стандарти.

Номинални и реални променливи

Както бе обяснено по-горе, когато е налице инфлация, с дадено количество пари може да се купят все по-малко стоки. Това е равностойно на намаляване на стойността на парите или на отслабване на тяхната покупателна способност. Това разсъждение води до друг важен икономически проблем – разликата между номинални и реални променливи. Номинална е онази променлива, която се измерва по текущи цени. Обикновено тя се движи с равнището на цените и съответно – с инфлацията. Иначе казано, не е отчетено въздействието на инфлацията. При реалните променливи обаче, каквито са реалният доход или реалните заплати, ефектът на инфлацията е извлечен или „изчистен“.

Да допуснем, че доходите на един работник нарастват с 3 % в номинално (парично) изражение за една година, т.е. че месечният му доход се увеличава примерно от 2000 на 2060 евро. Ако допуснем също, че общото равнище на цените за същия период се покачва с 1,5 %, което означава, че темпът на инфлацията е 1,5 % годишно, то увеличението на реалната заплата е $((103/101,5) - 1) \times 100 \approx 1,48\%$ (или приблизително $3\% - 1,5\% = 1,5\%$). Ето защо колкото по-висок е темпът на инфлацията при дадено номинално увеличение на заплатите, толкова по-малко стоки може да си купи работникът.

Друго важно разграничение е между номиналните и реалните лихвени проценти (вж. също каре 3.2 по-долу). Да допуснем например, че можете да си купите облигация с матуритет една година на номинална цена и че в края на годината ще получите 4 % лихва. Ако в началото на годината платите 100 евро, в края ѝ ще получите 104 евро.

КАРЕ 3.2 ВРЪЗКАТА МЕЖДУ ОЧАКВАНАТА ИНФЛАЦИЯ И ЛИХВЕНИТЕ ПРОЦЕНТИ – ТАКА НАРЕЧЕНИЯТ ЕФЕКТ НА ФИШЕР

Икономистите наричат лихвата, която банката изплаща (или която се изплаща по една обикновена облигация) *номинален* лихвен процент. Реалният лихвен процент се дефинира като увеличение на покупателната способност, получено от тази инвестиция. Ако i е номиналният лихвен процент, r – реалният лихвен процент, а π – темпът на инфлацията, зависимостта между тези три променливи може да се изрази по следния начин:

$$r = i - \pi$$

От това следва, че реалният лихвен процент е разликата между номиналния лихвен процент и темпа на инфлацията. Ако преработим това уравнение, става ясно, че номиналният лихвен процент се равнява на сбора на реалния лихвен процент и темпа на инфлацията:

$$i = r + \pi$$

И така, какво ни казва това уравнение за определящите фактори на номиналните лихвени проценти?

Когато заемополучател (например човек, който иска да си купи нова кола) и заемодател (например банка) се споразумеят за номинален лихвен процент, те не знаят точно какъв ще бъде темпът на инфлацията за периода на заема. Ето защо е важно да се разграничат две понятия, свързани с реалния лихвен процент: реалният лихвен процент, който заемополучателят и заемодателят очакват при сключването на заема, наречен предварителен реален лихвен процент (r^*), и фактическият реален лихвен процент, наречен последващ лихвен процент (r).

Макар че заемополучателите и заемодателите не могат да предвидят точно бъдещата инфлация, напълно нормално е те да имат някакви очаквания за нея. Нека с π обозначим действителната инфлация, а

с π^e – очаквания i темп. Предполагаемият реален лихвен процент е $i - \pi^e$, а последващият $i - \pi$. Двата се различават, когато действителната или реализирана инфлация е различна от очакваната. Очевидно номиналният лихвен процент не може да отчете бъдещата действителна инфлация, защото тя не е известна към момента на определянето му. Номиналният лихвен процент може да вземе предвид само очакваната инфлация.

$$i = r^* + \pi^e$$

Представено по този начин, уравнението носи името на икономиста Ървин Фишер (1867–1947). По същество то показва, че номиналният лихвен процент може да се промени по две причини – поради промяна на очаквания реален лихвен процент (r^*) или поради промяна на очаквания темп на инфлация (π^e). По-точно, уравнението приема, че при даден предварителен реален процент номиналният лихвен процент i се движи успоредно с промените в очакваната инфлация π^e . Тази зависимост между очаквания темп на инфлация и номиналният лихвен процент се нарича „ефект на Фишер“, т.е. по-високата инфлация води до повишаване на номиналните лихвени проценти.

Ето защо висок номинален лихвен процент по банкови депозити или държавни облигации може просто да отразява очаквания за висока инфлация и да не означава непременно, че истинската печалба от инвестицията се очаква също да бъде висока. Тази концепция е важна за всички, които вземат или дават на заем пари.

Трябва също да се отбележи, че при определени обстоятелства лихвените проценти може да включват премии за риск. Такива обичайно са премиите за инфлационен риск (несигурност), за колебания на обменните курсове и за риск от неизпълнение на задълженията.

8 Обърнете внимание, че това взаимоотношение е приблизително и е разумно точно само при условие, че r , i и π имат сравнително ниски стойности. Всъщност може да се докаже, че $1 + r = (1 + i) \times (1 + \pi)$ или $r = i - \pi - r \times \pi$. Разбира се, при ниски нива на r и π произведението $r \times \pi$ става пренебрежимо малко и затова се използва приблизителното уравнение $r = i - \pi$.

ЦЕНОВАТА СТАБИЛНОСТ

Следователно номиналният лихвен процент по облигацията е 4 %. Обърнете внимание, че ако не е посочено друго, лихвен процент означава номинален лихвен процент.

А сега да допуснем, че и в този случай годишният темп на инфлация е 1,5 %. Това означава, че днес кошницата стоки ще струва 100 евро, а след една година - 101,50 евро. Ако купите облигация с 4 % номинален лихвен процент за 100 евро и след година я продадете и получите 104 евро, след като купите кошницата стоки за 101,50 евро, ще ви останат 2,50 евро. Тоест, след като отчетете инфлацията, вашата облигация за 100 евро ще ви донесе 2,50 евро „реален“ доход, или реалният лихвен процент е около 2,5 %. Очевидно е, че при положителна стойност на инфлацията реалният лихвен процент е по-нисък от номиналния.

3.3

ПОЛЗАТА ОТ ЦЕНОВАТА СТАБИЛНОСТ

Ценовата стабилност допринася за по-висок жизнен стандарт, като способства за...

Горната информация обяснява защо инфлацията и дефлацията са като цяло нежелателни явления. Те наистина са свързани със съществени вреди и разходи. Ценовата стабилност възпрепятства възникването на такива разходи и носи съществени ползи за всички граждани. Няколко са начините, по които ценовата стабилност способства за постигането на по-високо равнище на икономическо благосъстояние, например във формата на високо равнище на заетост.

... намаляване на несигурността, свързана с цялостната динамика на цените, като по този начин повишава прозрачността на относителните цени...

На първо място, ценовата стабилност дава възможност на хората по-лесно да разпознаят промените в цените на стоките спрямо други стоки (т.е. „относителните цени“), тъй като подобни промени не са прикрити от колебания на общото равнище на цените. Да допуснем например, че цената на някакъв продукт се увеличава с 3 %. Ако общото равнище на цените е стабилно, потребителите ще знаят, че относителната цена на този продукт се е повишила и поради това може да решат да купуват по-малко количество от него. Ако обаче темпът на инфлацията е висок и непостоянен, става по-трудно да се установи относителната цена, която може дори да се е понижала. В подобна ситуация за потребителя евентуално би било по-добре да купува относително повече от продукта, чиято цена се е увеличила „само“ с 3 %.

В случай на обща дефлация потребителите може да не си дават сметка, че спадът в нивото на цената на един конкретен продукт отразява просто общата динамика на цените, а не понижение на относителната му цена. Така те може погрешно да решат да купуват твърде много от него.

Следователно, ако цените са стабилни, предприятията и потребителите не са изложени на риск от погрешно тълкуване на промените в общото ниво на цените като промени в относителните цени, и могат да вземат по-информирани решения за потребление и инвестиции.

Несигурността относно темпа на инфлацията може също да тласне предприятията към погрешни решения, свързани със заетостта. За да илюстрираме това, нека допуснем, че в условия на висока инфлация една фирма разтълкува погрешно



Ценовата стабилност улеснява разпознаването на промените в цените на стоките.



Трайната ценова стабилност осигурява ефективността на икономиката и, съответно, благосъстоянието на домакинствата.

повишението на пазарните цени на нейните продукти, да кажем с 5 %, като намаляване на относителната цена, и не си даде сметка, че темпът на инфлацията всъщност неотдавна е спаднал от 6 % на 4 %. В такъв случай тази фирма може да реши да свие инвестициите си и да съкрати работници, за да намали производствения си капацитет, защото в противен случай би очаквала загуби поради онова, което възприема като понижаване на относителната цена на нейната продукция. Това решение обаче в крайна сметка ще се окаже погрешно, защото поради по-ниската инфлация номиналните заплати на служителите може да нараснат по-малко от очакванията ѝ. Това икономистите наричат „неправилно разпределение на ресурсите“. По същество то означава, че са прехосани ресурси (капитал, труд и т.н.), тъй като някои служители ще бъдат съкратени заради нестабилната ценова динамика.

Подобно неефективно използване на ресурси ще се получи и ако работниците и профсъюзите изпитват несигурност за бъдещата инфлация и поради това искат по-голямо повишение на номиналните заплати, за да компенсират високата бъдеща инфлация, която би довела до съществено намаление на реалните възнаграждения. Ако в подобна ситуация фирмите имат по-ниски инфлационни очаквания от работниците/профсъюзите, те ще сметнат определено увеличение на номиналните заплати за твърде голямо повишение на реалните заплати и е възможно в резултат на това да съкратят броя на служителите си или най-малкото да наемат по-малък брой, отколкото биха наели, ако не беше *високото равнище на „усещаното“ увеличение на реалните заплати.*

Ценовата стабилност намалява свързаната с инфлацията несигурност и така способства за

предотвратяване на гореописаните погрешни начини за разпределение на ресурсите. Като помага на пазара да насочи ресурсите там, където могат да бъдат използвани най-продуктивно, трайната ценова стабилност повишава ефективността на икономиката и, следователно, благосъстоянието на домакинствата.

... намаляване на премиите за инфлационен риск в лихвените проценти...

На второ място, ако кредиторите могат да бъдат сигурни, че в бъдеще цените ще се запазят стабилни, те няма да изискват допълнителна възвръщаемост чрез начисляване на „премия за инфлационен риск“ с цел компенсиране на инфлационните рискове, свързани с притежанието на номинални активи в дългосрочен план (подробности в каре 3.2). Като намалява такива премии за риск и съответно понижава номиналните лихвени проценти, ценовата стабилност допринася за ефективността на разпределение на ресурсите от капиталовите пазари и следователно повишава стимулите за инвестиране. Това от своя страна насърчава създаването на работни места и в по-общ план повишава икономическото благосъстояние.

... избягване на излишни мерки за предпазване от рискове...

На трето място, надеждното поддържане на ценова стабилност намалява вероятността лица и предприятия да отклоняват ресурси от продуктивната им употреба, за да се предпазят от инфлация или дефлация (хеджиране), например чрез индексирани на номинални договори според динамиката на цените.

ЦЕНОВАТА СТАБИЛНОСТ

КАРЕ 3.3 ХИПЕРИНФЛАЦИЯ

Състояние, при което темпът на инфлация е много висок и/или се повишава непрестанно и в крайна сметка излиза от контрол, се нарича „хиперинфлация“. От социална гледна точка тя е особено разрушително явление със сериозни последици за отделния човек и за обществото като цяло. Макар че няма всеобщо възприето определение на хиперинфлацията, повечето икономисти споделят мнението, че хиперинфлация може да бъде наречено състояние, при което месечният темп на инфлацията надхвърля 50 %.

През XX век неколккратно са настъпвали периоди на хиперинфлация и на много висока инфлация. Ето някои примери за държави, където са наблюдавани такива високи годишни темпове на инфлация, и съответните стойности за посочените години:

1922 г. Германия	5 000 %
1985 г. Боливия	над 10 000 %
1989 г. Аржентина	3 100 %
1990 г. Перу	7 500 %
1993 г. Бразилия	2 100 %
1993 г. Украйна	5 000 %

Нека илюстрираме накратко последиците от това явление. Месечен темп на инфлация от 50 % означава повече от стократно покачване на равнището на цените в течение на една година и над два милиона пъти в течение на три години. Няма съмнение, че подобен темп на инфлацията натоварва значително обществото.

Действително, в Германия хиперинфлацията след Първата световна война, достигнала апогея си през 1923 г., има опустошителни икономически, социални и – по всеобщо мнение – политически последици.

Тъй като много хора губят спестяванията си, тя довежда до значителна загуба на благосъстояние за огромна част от населението. Осъзнаването, че равнището на цените се повишава непрекъснато, предизвиква порочен кръг. Естествено хората настояват за по-високи заплати, като очакват по-високи бъдещи цени. Тези очаквания се сбъдват, защото увеличените заплати повишават себестойността на производството и цените растат. По същата логика хората започват да не задържат в себе си губещите стойност пари, като ги изхарчват все по-бързо.

Правителството реагира на спада в стойността на парите, като добавя в книжните пари още и още нули, но с времето става невъзможно да догонва главоломно растящите цени. В крайна сметка разходите, до които води хиперинфлацията, стават непоносими. Постепенно парите загубват изцяло ролята си като средство за съхраняване на стойността, разчетна единица и разменно средство. Разпространява се бартерът и официалните книжни пари започват да отстъпват място на неофициални разменни средства като например цигарите, които не губят стойност от инфлацията.

ЗНАЧЕНИЕ НА

Тъй като пълно индексирани са невъзможни или твърде скъпи, в условия на висока инфлация е налице стимул за запасяване с реални стоки, защото в подобни обстоятелства те запазват стойността си по-добре, отколкото парите или определени видове финансови активи. Презапасяването със стоки обаче очевидно не е ефективно инвестиционно решение и

възпрепятства растежа на икономиката и на реалните доходи.

... намаляване на изкривяващия ефект на данъчните системи и на системите за социално осигуряване...

Четвърто, данъчните системи и системите за социално подпомагане могат да създадат стимули,

КАРЕ 3.4 ТЪРСЕНЕ НА ПАРИ В БРОЙ

Благодарение на ликвидността си парите осигуряват на притежателя си удобството на лесни трансакции. В противен случай хората очевидно не биха имали стимул да държат в себе си пари и да не получават лихва за тях. Като задържат в себе си пари в брой, те понесат така наречените „разходи за пропуснати ползи“, тъй като пропускат лихвата, която биха получили от алтернативни активи. Ето защо едно по-високо равнище на очаквана инфлация и съответно по-високи номинални лихвени проценти (каре 3.2) обикновено оказва отрицателно въздействие върху търсенето на пари.

Представете си ситуация, при която краткосрочният лихвен процент по банкови депозити или държавни облигации е само 2 %. В този случай държането на 1000 евро в банкноти означава годишна загуба на 20 евро. Лихвеният процент по алтернативни инвестиционни възможности е разходът за пропуснати ползи при държане на пари в брой.

Сега да допуснем, че поради по-висока инфлация номиналните лихвени проценти се повишат и вместо 2 % получавате по банковата си сметка 10 % лихва. Ако все така държите 1000 евро в брой, сега разходите ви за пропуснати ползи ще възлизат на 100 евро годишно, или около 2 евро на седмица. В такъв случай вие може да решите да намалите количеството пари в наличност, да речем, с 500 евро и така да увеличите дохода си от лихви с около 1 евро на седмица или 50 евро годишно. Иначе казано, колкото по-висок е лихвеният процент, толкова по-слабо е търсенето на банкноти. Икономистите казват, че търсенето на пари има „лихвена еластичност“.

ЦЕНОВАТА СТАБИЛНОСТ



В дългосрочен план икономиките с по-ниска инфлация отбелязват средно по-висок реален растеж.

които изкривяват икономическото поведение. В много случаи това изкривяване се влошава от инфлацията или дефлацията, тъй като фискалните системи обикновено не допускат индексирането на данъчните ставки и на социалноосигурителните вноски спрямо темпа на инфлацията. Например увеличение на заплатата, предвидено да компенсира работниците за инфлационната динамика, може да доведе до това те да плащат по-високи данъчни ставки. Това явление е известно като „студена прогресия“. Ценовата стабилност намалява тези изкривяващи ефекти, свързани с въздействието на инфлационната или дефлационната динамика върху данъчната и социалноосигурителната система.

... засилване на преимуществата на държането на пари в брой...

Пето, инфлацията може да се тълкува като скрит данък върху задържането на пари в брой. С други думи, когато равнището на цените се повишава, намалява балансът на реалните пари и съответно финансовото богатство на хората, които държат пари (или депозити, които не се олихвяват по пазарни проценти), все едно че част от парите им се отнема във вид на данък. Затова колкото по-висок е очакваният темп на инфлацията (и съответно колкото по-високи са номиналните лихвени проценти - вж. каре 3.2), толкова по-ниско ще бъде търсенето от страна на домакинствата на парични наличности. (Каре 3.4 показва защо по-високите номинални лихвени проценти са свързани с отслабване на търсенето на (неолихвени) пари.) Това се случва дори когато инфлацията не е несигурна, а напълно очаквана. Следователно, ако държат по-малко пари в брой, хората трябва по-често да посещават банките, за да теглят пари. Тези неудобства и

разходите, до които води намаленото задържане на парични наличности, се описва с метафората „цената на инфлацията във вид на обувки“, защото от честото ходене до банката обувките се износват по-бързо. В по-общ план може да се каже, че намаляването на паричните наличности генерира по-високи разходи за трансакции.

... предотвратяване на произволното разпределение на богатството и дохода...

Шесто, поддържането на ценова стабилност предотвратява значителни икономически, социални и политически проблеми, свързани с произволното преразпределение на богатството и дохода, което се наблюдава в периоди на инфлация и дефлация. Това важи с особена сила, когато промените в равнището на цените са трудно предсказуеми, както и за онези групи в обществото, които трудно запазват номиналните си вземания от инфлацията. Ако например настъпи неочаквано повишение на инфлацията, всички, които имат номинални вземания, например във формата на дългосрочни договори за трудово възнаграждение, банкови депозити или държавни облигации, губят от тяхната реална стойност. С това богатството се прехвърля произволно от заемодателите (спестяващите) към заемополучателите, тъй като парите, с които в крайна сметка се изплаща заемът, купуват по-малко стоки от очакваното в момента на сключването му.

При неочаквана дефлация хората с номинални вземания има вероятност да спечелят, тъй като реалната стойност на вземанията им (напр. заплати, депозити) расте. В периоди на дефлация обаче заемополучатели и длъжници често не са в състояние да изплащат дълга си и може дори да фалират. Това може да навреди на обществото като цяло и по-специално на хората, които имат



вземания от фалирали фирми, и на работещите за такива фирми.

Характерно е, че от инфлацията и дефлацията често най-много страдат най-бедните слоеве на обществото, защото възможностите им да се предпазят от тях са ограничени. Ето защо стабилните цени допринасят за поддържането на социалното единство и стабилност. Както проличава в определени моменти в историята на ХХ век, високият темп на инфлация често предизвиква социална и политическа дестабилизация, тъй като оцетените от инфлацията слоеве се чувстват измамани, ако тя неочаквано им отнеме значителна част от спестяванията.

... засилване на финансовата стабилност

Седмо, внезапната преоценка на активи поради неочаквани промени в инфлацията може да подкопае стабилния баланс на банките. Нека си представим например, че банката отпуска дългосрочни заеми с фиксирана лихва, които се финансират от кратковременни срочни депозити. При внезапно преминаване към висока инфлация реалната стойност на активите ще спадне. Вследствие на това банката може да се озове пред проблем с платежоспособността, който да доведе до неблагоприятна „верижна реакция“. Когато паричната политика поддържа ценовата стабилност, се избягват инфлационните и дефлационните сътресения за реалната стойност на номиналните активи и, следователно, се повишава и финансовата стабилност.

Поддържайки ценова стабилност, централните банки допринасят за постигането на по-общите икономически цели

Всички тези доводи показват, че централна банка, която поддържа ценова стабилност, допринася

съществено за постигането на по-общите икономически цели – висок жизнен стандарт, високо и стабилно равнище на икономическа активност и заетост. Това заключение се подкрепя от икономическите данни от най-различни страни, методики и периоди, които показват, че в далечен план икономиките с по-ниска инфлация отбелязват средно по-бърз реален растеж.

ФАКТОРИ, ОПРЕДЕЛЯЩИ ДИНАМИКАТА НА ЦЕНИТЕ

4

Тази глава представя подробна информация в отговор на въпроси от рода на: какво определя общото равнище на цените, кои са двигателните фактори на инфлацията, по какви начини централната банка, или по-точно нейната парична политика може да осигури ценова стабилност, каква роля играе фискалната политика и дали паричната политика трябва да бъде насочена пряко към повишаване на реалния растеж или към намаляване на безработицата, или, иначе казано, какво може и какво не може да постигне паричната политика.

- 4.1 представлява кратък преглед на възможностите на паричната политика.
- 4.2 разглежда въпроса по какъв начин паричната политика може да влияе върху лихвените проценти.
- 4.3 илюстрира последиците от промяната на лихвените проценти върху решенията за разходи на домакинствата и предприятията.
- 4.4 представя факторите, които определят краткосрочната динамика на цените.
- 4.5 анализира факторите, които определят динамиката на цените в средносрочна до дългосрочна перспектива и обяснява, че в такъв времеви хоризонт паричната политика разполага с подходящи инструменти, с които да влияе върху цените. Ето защо тя определя инфлационните тенденции.



ФАКТОРИ, ОПРЕДЕЛЯЩИ



- 4.1 Общ преглед на възможностите на паричната политика
- 4.2 Пари и лихвени проценти - по какъв начин паричната политика може да влияе върху лихвените проценти?
- 4.3 По какъв начин промените в лихвените проценти могат да влияят върху решенията за разходи на потребители и фирми?
- 4.4 Фактори, които определят динамиката на цените в краткосрочна перспектива
- 4.5 Фактори, които определят динамиката на цените в дългосрочна перспектива

4.1 ОБЩ ПРЕГЛЕД НА ВЪЗМОЖНОСТИТЕ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

По какъв начин паричната политика може да влияе върху равнището на цените? Въпросът засяга така наречения от икономистите „трансмисионен процес“, т.е. механизма, по който действията на централната банка се отразяват върху цялата икономика и в крайна сметка върху цените. Макар че по същината си този процес е изключително сложен, променя се във времето и се различава в различните икономики, до такава степен, че и до ден днешен не всички негови подробности са проучени докрай, основните му характеристики са ясни. Начинът, по който паричната политика оказва въздействие върху икономиката, се обяснява така: централната банка единствена емитира банкноти и банкови резерви, т.е. тя е монополист в доставянето на така наречената „парична база“. Поради този монопол централната банка е в състояние да влияе на условията на паричния пазар и да направлява краткосрочните лихвени проценти.

В краткосрочна перспектива централната банка е в състояние да влияе върху тенденциите в развитието на реалната икономика

В краткосрочен план предизвикана от централната банка промяна на пазарните (т.е. краткосрочните) лихвени проценти задейства редица механизми, главно защото тази промяна влияе върху решенията

на домакинства и предприятия за разходите и спестяванията. Например при равни други условия по-високи лихвени проценти биха намалили привлекателността за домакинствата и предприятията на заемите, с които да финансират потреблението или инвестициите си. Те насочват предпочитанията на домакинствата към спестяване на текущия доход вместо към разходването му. И накрая, промените в официалните лихвени проценти може да повлияят и върху предлагането на кредити. От своя страна, с известно закъснение във времето, такива процеси влияят върху динамиката на променливите на реалната икономика, например върху производството.

В дългосрочен план промените в паричното предлагане ще повлияят върху общото ниво на цените...

Гореописаният динамичен процес включва редица механизми и действия, предприемани на различни негови етапи от разнородни стопански субекти. Нещо повече, мащабът и силата на техните последици може да варира според състоянието на икономиката. Затова обикновено минава доста време преди паричната политика да повлияе върху динамиката на цените. В икономиката обаче е общоприето, че в по-далечен план, т.е. след като



ДИНАМИКАТА НА ЦЕНИТЕ

бъдат отчетени всички корекции, при равни други условия промяната в количеството на парите, предоставяни от централната банка, ще се отрази само върху общото ниво на цените и няма да доведе до трайни промени в реални променливи като реалното производство или безработицата. Промяната в количеството пари в обращение, извършена от централната банка, в крайна сметка се свежда до промяна в разчетната единица (и следователно в общото ниво на цените), оставяйки стабилни всички останали променливи. По същия начин смяната на стандартната единица за измерване на разстояние (например преминаването от километри към мили) няма да измени реалното разстояние между две точки.

... но не върху равнището на реалния доход или безработицата

Този общ принцип, известен като „дългосрочна неутралност на парите“, е в основата на всички общоприети макроикономически концепции и теоретични рамки. Както вече беше посочено, парична политика, която може надеждно да поддържа ценова стабилност, оказва съществено положително въздействие върху благосъстоянието и реалната икономическа активност. Извън положителното въздействие на ценовата стабилност реалният доход и равнището на заетостта в икономиката в крайна сметка се определят по същество от реални фактори (свързани с предлагането) и не могат да бъдат подобрени посредством експанзивна парична политика.⁹

Тези основни определящи фактори на заетостта и реалния доход в по-дългосрочен план включват

технологията, нарастването на населението и всички аспекти на институционалната рамка на икономиката (особено имуществени права, данъчна политика, политика по отношение на социалното подпомагане и други разпоредби, определящи гъвкавостта на пазарите и стимулите за предлагане на работна сила и капитал и за инвестиране в човешки ресурси).

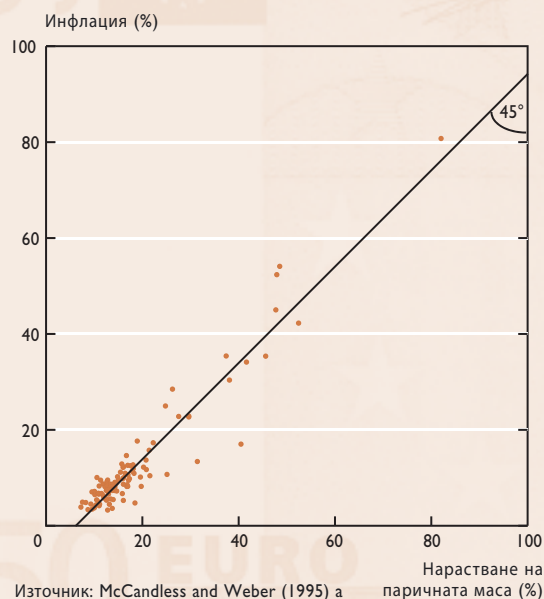
Инфлацията в крайна сметка е парично явление

Инфлацията в крайна сметка е парично явление. Както потвърждават редица емпирични проучвания, продължителни периоди на висока инфлация най-често се свързват с голям прираст на паричната маса (вж. графиката по-долу). Макар че други фактори (например промени в съвкупното търсене, технологични промени или сътресения в цените на суровините) могат да повлияят върху ценовата динамика в краткосрочна перспектива, с времето



Парична политика, която надеждно поддържа ценова стабилност, оказва значително положително влияние върху благосъстоянието.

ГРАФИКА: ПАРИ И ИНФЛАЦИЯ



⁹ Фактори, свързани с предлагането, са двигателните фактори на предлагането на стоки и услуги в една икономика, по-специално количеството и качеството на капитала и работната сила, техническият прогрес и структурните политики.

ФАКТОРИ, ОПРЕДЕЛЯЩИ

тяхното въздействие се компенсира от някаква степен на корекции в паричната политика. В този смисъл дългосрочните тенденции на цените и инфлацията са контролируеми от централните банки.

В този кратък преглед бяха изтъкнати редица аргументи, които може би изискват по-подробно обяснение. Тъй като инфлацията е в крайна сметка парично явление, необходимо е да обясним по-подробно по какъв начин паричната политика въздейства върху икономиката и в крайна сметка върху динамиката на цените. Това ще стане най-добре в три стъпки.

Най-напред в раздел 4.2 ще видим как и защо паричната политика може да влияе върху лихвените проценти. След това в раздел 4.3 ще обсъдим как промените в лихвените проценти могат да въздействат върху решенията за разходи, които вземат домакинствата и предприятията. Накрая ще анализираме по какъв начин тези промени в съвкупното търсене се отразяват върху динамиката на цените. В този контекст ще обсъдим и други, т.е. непарични, реални фактори, които влияят върху динамиката на цените в краткосрочен план. Може би ще е полезно да изясним общото или съвкупно предлагане и търсене на стоки в една икономика (вж. каре 4.2) и да разграничим краткосрочните и дългосрочните ефекти (раздели 4.4 и 4.5).

4.2 ПАРИ И ЛИХВЕНИ ПРОЦЕНТИ – ПО КАКЪВ НАЧИН ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА МОЖЕ ДА ВЛИЯЕ ВЪРХУ ЛИХВЕНИТЕ ПРОЦЕНТИ?

Една централна банка може да определя краткосрочните номинални лихвени проценти, които търговските банки трябва да плащат, когато искат да получат кредит от нея. Търговските банки

се обръщат за кредит към централната банка, защото се нуждаят от банкноти за клиентите си и защото трябва да изпълняват изисквания за минимални резерви във вид на депозити при централната банка.

Тъй като централните банки са единствените институции, които имат право да емитират банкноти (и банкови резерви), т.е. те са монополисти в предлагането на резервни пари, те са в състояние да определят регулираните лихвени проценти – краткосрочните номинални лихвени проценти по заемите, които се отпускат на банките. Очакванията за бъдещото развитие на регулираните лихвени проценти от своя страна влияят върху широк диапазон от дългосрочни банкови и пазарни лихвени проценти.

4.3 ПО КАКЪВ НАЧИН ПРОМЕНЕТЕ В ЛИХВЕНИТЕ ПРОЦЕНТИ МОГАТ ДА ВЛИЯТ ВЪРХУ РЕШЕНИЯТА ЗА РАЗХОДИ НА ПОТРЕБИТЕЛИ И ФИРМИ?

От гледна точка на отделното домакинство по-високият лихвен процент прави спестяването по-привлекателно, тъй като печалбата от него за потребление в бъдеще е по-голяма. Ето защо високите лихвени проценти обикновено водят до спад в текущото потребление и ръст на спестяванията. От гледна точка на предприятието при равни други променливи по-високият реален лихвен процент отлага инвестициите, защото малко от възможните инвестиционни проекти ще донесат достатъчно печалба, за да покрият високата цена на капитала.

Нека обобщим: нарастването на лихвените проценти прави текущото потребление по-непривлекателно за домакинствата и възпира



ДИНАМИКАТА НА ЦЕНИТЕ

предприятията от текущи инвестиции. Въздействието върху отделните домакинства и върху предприятията показва, че парична политика, която повишава реалните лихвени проценти, ще свие текущите разходи в икономиката

като цяло (при условие, че всички останали променливи остават константни). Икономистите твърдят, че подобна промяна на политиката води до спад на съвкупното търсене, затова често я наричат „затягане“ на паричната политика.

КАРЕ 4.1 ЗАЩО ЦЕНТРАЛНИТЕ БАНКИ МОГАТ ДА ВЛИЯТ ПРЕДВАРИТЕЛНО ВЪРХУ РЕАЛНИТЕ ЛИХВЕНИ ПРОЦЕНТИ? РОЛЯТА НА „РИГИДНИТЕ“ ЦЕНИ

Както вече обяснихме по-подробно в каре 3.2, предполагаемият (предварителен) реален лихвен процент е реалната възвръщаемост, която се очаква от определен финансов актив. Дефиницията му е: номиналният лихвен процент минус очакваната инфлация за матуритета, за който е фиксиран лихвеният процент. Въздействието на паричната политика върху краткосрочните *реални* лихвени проценти е свързано с два проблема: паричната политика управлява краткосрочния номинален лихвен процент, а в краткосрочна перспектива цените са „ригидни“.

Какво означава „ригидни цени“? Емпиричните данни показват, че повечето цени са фиксирани за определено време; често предприятията не ги коригират незабавно в отговор на промените в предлагането или търсенето. В действителност някои цени се коригират много често (например на петрола), докато други – само веднъж месечно или годишно. Това може да се дължи на различни причини. Първо, понякога цените се определят от дългосрочни договори между предприятията и клиентите, за да се намалят несигурността и разходите, свързани с честите преговори. Второ, възможно е понякога фирмите да задържат стабилни цените, за да не дразнят редовните си клиенти с чести промени. Трето, някои цени са „ригидни“ заради начина, по който са устроени пазарите – след като фирмата отпечата и разпространи свой каталог или ценоразпис,

смяната на цените е свързана със значителни разходи. И накрая, изчисляването на нови цени също струва скъпо. В по-дългосрочен план обаче цените се адаптират към новите условия в търсенето и предлагането. С други думи, в дългосрочен план те са изцяло гъвкави.¹⁰

Нека сега си представим, че централната банка увеличава предлагането на пари. Да допуснем например, че тя печата нови пари и купува държавни облигации. Хората са склонни да държат по-големи суми пари или да намалят наличностите си от облигации само ако спадне доходността им, т.е. ако намалее лихвеният процент. Следователно, ако централната банка увеличи предлагането на пари, номиналният лихвен процент трябва да се понижи, за да тласне хората да държат по-големи парични наличности. Тъй като в краткосрочен план цените са „ригидни“, това означава, че краткосрочните инфлационни очаквания ще останат в общи линии непроменени. В резултат на това промяна в краткосрочните лихвени проценти води до промяна в предварително очаквания реален лихвен процент (вж. също каре 3.2). Следователно паричната политика може да въздейства върху предварително очаквания реален лихвен процент по краткосрочните инструменти.

¹⁰ С изключение на административно определяните цени, при които може да се очаква, че промените ще са много редки.

ФАКТОРИ, ОПРЕДЕЛЯЩИ

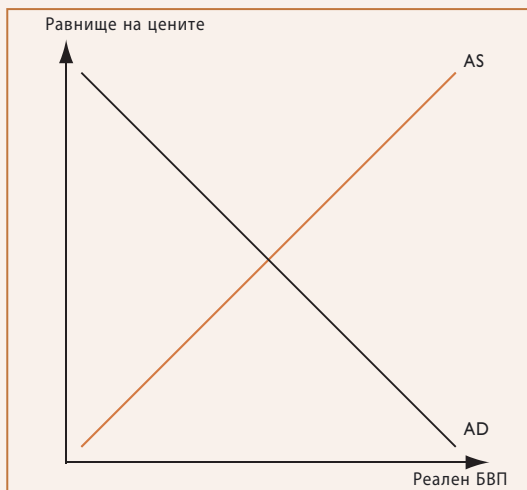
КАРЕ 4.2 ПО КАКЪВ НАЧИН ПРОМЕНИТЕ В СЪВКУПНОТО ТЪРСЕНЕ ВЛИЯТ ВЪРХУ ИКОНОМИЧЕСКАТА АКТИВНОСТ И ДИНАМИКАТА НА ЦЕНИТЕ?

Можем лесно да илюстрираме по какъв начин промените в съвкупното търсене влияят върху динамиката на цените, ако използваме един простичък модел на съвкупното предлагане и търсене в цялата икономика. За целите на това упражнение ще опростим анализа. Същевременно ще илюстрираме доводите с графики. Този модел по същество представлява опит за представяне на взаимоотношението между реалното количество предлагани и търсени стоки и услуги в една икономика и съвкупното равнище на цените.

Съвкупно предлагане и търсене – равновесие в краткосрочен план

Графиката по-долу илюстрира съвкупното предлагане (AS) и съвкупното търсене (AD), като равнището на цените е представено по ординатната ос, а реалното производство – по абсцисната ос.

ГРАФИКА 1: СЪВКУПНО ТЪРСЕНЕ И КРАТКОСРОЧНО СЪВКУПНО ПРЕДАГАНЕ



Съвкупно търсене и равнище на цените

За да разберем кривата на съвкупното търсене, трябва да анализираме какво се случва с решенията за реални разходи, когато се промени равнището на цените, ако приемем, че всички останали икономически променливи остават константни. Може да се докаже, че кривата на съвкупното търсене ще клони надолу. Представете си го от гледна точка на предлагането и търсенето на реално парично равновесие. Ако цените са по-високи, но номиналното предлагане на пари е фиксирано, ще бъде налице реално парично равновесие на по-ниско равнище, което означава, че хората могат да финансират по-малко трансакции. И обратното, ако равнището на цените е по-ниско, равнището на реалното парично равновесие е по-високо, което от своя страна позволява по-голям обем трансакции и съответно по-голямо търсене на реално производство.

Съвкупно предлагане и равнище на цените в краткосрочен план

Както показва названието, съвкупното предлагане се отнася до предлагането на стоки и услуги, произведени от предприятията. Трябва най-напред да разберем как общото равнище на цените е свързано с общото равнище на производството в краткосрочен план, т.е. ако допуснем, че всички останали фактори (производствени технологии, номинални заплати) остават непроменени. По какъв начин промяна в ценовото равнище влияе върху реалното производство или върху обема на реалната продукция на предприятията? По същество при дадени номинални заплати по-високото ценово равнище ще доведе до

ДИНАМИКАТА НА ЦЕНИТЕ

намаляване на реалните заплати. При по-ниски реални заплати за предприятията става по-изгодно да наемат повече работници и да увеличават производството. С други думи, реалните заплати са основен определящ фактор за заетостта.

По този начин, при по-високи цени и непроменени останали фактори като производствена технология и номинални заплати, предприятията ще увеличават заетостта и производството. Ето защо кривата на краткосрочното съвкупно предлагане е възходяща. Пресечната точка на двете криви определя така нареченото от икономистите „равновесие“. Понятието за равновесие е от решаващо значение в икономиката. Причината е, че в такава ситуация желанията на двете страни на пазара съвпадат и поради това няма тенденция към по-нататъшна промяна. В този случай точката на равновесието определя равнищата на цените и на реалното производство в икономиката в определен момент. Какво се случва, ако икономиката се озове в състояние на нарушено равновесие? Да допуснем, че равнището на цените в нея е по-високо от равновесното. Тогава съвкупното предлагане е много високо, а съвкупното търсене – много ниско спрямо равновесната точка. Какво ще се случи? Ако равнището на цените е по-високо от равновесното, купувачите искат да купят по-малко, отколкото продавачите искат да продадат. Следователно някои доставчици ще понижат цените си, което от своя страна ще доведе до повишаване на съвкупното търсене. Същевременно по-ниските цени ще повишат реалните заплати (тъй като в краткосрочен план номиналните заплати са фиксирани) и тъй като реалните заплати представляват разход за предприятията, те ще свият производството и така ще намалят съвкупното предлагане. Този процес ще продължи,

докато не бъде постигнато равновесното състояние, т.е. ситуация, в която желанията и плановете на купувачи и продавачи съвпадат на определено ниво на цените и производството.

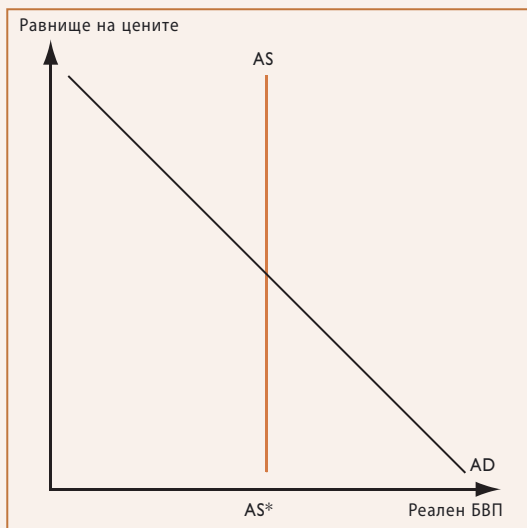
Съвкупно предлагане в дългосрочен план

Защо по-горе говорихме за крива на предлагането в *краткосрочен* план? Положителното въздействие на по-високото ниво на цените върху реалното производство трае само докато номиналните – и съответно реалните – заплати остават непроменени. На практика номиналните заплати обикновено се договарят за около една година, а в някои случаи – до две. Ако работниците или профсъюзите не приемат ниските реални заплати, до които довежда високата инфлация, те използват следващия кръг договаряния, за да поискат компенсация във вид на по-високи заплати. Ако реалните заплати се върнат до нивото, на което са били преди повишаването на равнището на цените (и ако производствената технология остане непроменена), за предприятията вече няма да бъде доходноносно да поддържат по-високото ниво на производство и заетост и съответно ще направят съкращения. С други думи, ако в дългосрочна перспектива по-високата инфлация не може да намали реалните заплати, заетостта и производството също ще бъдат независими от динамиката на цените в същия времеви хоризонт. Това означава, че в дългосрочен план кривата на съвкупното предлагане ще бъде вертикална.

ФАКТОРИ, ОПРЕДЕЛЯЩИ

Дългосрочното равновесие

ГРАФИКА 2: СЪВКУПНО ТЪРСЕНЕ И ДЪЛГОСРОЧНО СЪВКУПНО ПРЕДАГАНЕ



Пресечната точка на кривата на съвкупното предлагане с абсцисата (AS^* в графика 2) е това, което икономистите наричат потенциално равнище на производство. То представлява стойността на крайните стоки и услуги, произведени при пълно оползотворяване на ресурсите в икономиката, при отчитане на текущото състояние на технологията и на структурните характеристики на икономиката (например регламентиране на трудовия пазар, социалноосигурителни и данъчни системи и др.). Дотук разглеждахме движения по кривите, като се променят само цените и реалното производство, а всички други фактори остават константни. Сега да видим какво ще се случи, ако се променят другите фактори. По същество подобни промени *изместват* кривата надясно или наляво.

Фактори, които влияят върху съвкупното търсене и предлагане

Според простия модел, който използваме, съчетанието на цени и реален доход в една икономика очевидно се определя от взаимодействието между съвкупното предлагане и съвкупното търсене. Това повдига въпроси за факторите, които водят до изместване на двете криви. Фактори, които водят до нарастване на съвкупното търсене (т.е. до изместване на AD навън или надясно), са увеличение на държавните разходи, намаляване на данъците, поевтиняване на националната валута и нарастване на реалното благосъстояние (например по-високи цени на капитала и земята), като те от своя страна водят до повишаване на разходите за частно потребление и инвестиции. Частното потребление и инвестиции може също да се ръководят от очаквания. Ако например фирмите очакват по-високи бъдещи печалби, те ще увеличават разходите си за инвестиции. Ако домакинствата очакват по-висок реален доход в резултат на очаквана по-висока производителност на труда, потребителските разходи ще нараснат. Ето защо засилването на доверието на потребители и инвеститори обикновено се свързва с повишение на съвкупното търсене. Що се отнася до въздействието на паричната политика, забелязва се, че увеличение на паричното предлагане и свързаните с него по-ниски реални лихвени проценти водят до повишаване на съвкупното търсене, което измества кривата на търсенето надясно.¹¹ Ако тези променливи се изменят в противоположна посока, съвкупното търсене ще намалее (т.е. AD ще се измести наляво).

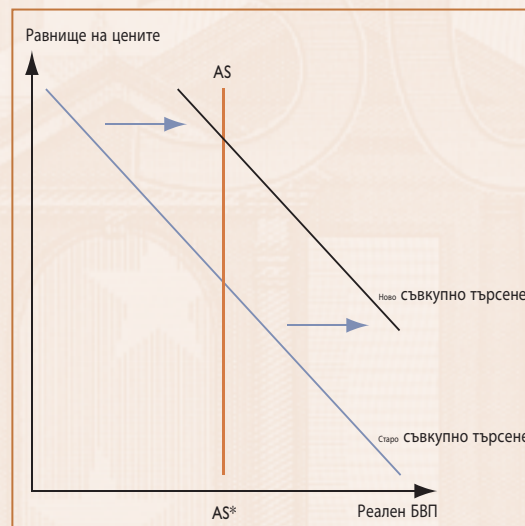
ДИНАМИКАТА НА ЦЕНИТЕ

По отношение на съвкупното предлагане е видно, че нарастването на цените на производствените фактори (например на работните заплати или на петрола) води до изместването му наляво. От друга страна, техническият прогрес и повишаването на производителността изместват кривата на съвкупното предлагане надясно и така правят възможно по-голямо производство на същата цена при дадено количество вложен труд. Този анализ показва, че до промени в общото равнище на цените могат да доведат измествания или на кривата на предлагането, или на кривата на търсенето, или и на двете. Например ако всички останали фактори останат неизменни, намаление на съвкупното предлагане (т.е. изместване на AS наляво) ще бъде придружено от краткосрочен спад на реалното производство и повишаване на цените, докато увеличение на търсенето (т.е. изместване на AD надясно) ще се прояви чрез засилена краткосрочна реална икономическа активност и по-високи цени.

Дългосрочният модел показва, че поведението на съвкупното търсене е от решаващо значение при определянето на общото равнище на цените в една икономика в дългосрочен план. Ако кривата на съвкупното предлагане е вертикална, промените в съвкупното търсене ще повлияят върху цените, но не и върху производството. Ако например се увеличи паричното предлагане, кривата на съвкупното търсене ще започне да се измества надясно и така в дългосрочен план икономиката ще постигне ново равновесие, при което реалното производство е останало същото, но цените са се повишили.

Инфлацията се дефинира като цялостно или мащабно повишение на цените на стоките и услугите. Ето защо до процес на инфлация може да доведе само продължително повишение на съвкупното търсене. То от своя страна е възможно само ако паричната политика позволи подобно развитие, като задържи лихвените проценти ниски, а нарастването на парите – голямо.

ГРАФИКА 3: ИЗМЕНЕНИЕ НА СЪВКУПНОТО ТЪРСЕНЕ И КРАТКОСРОЧНОТО СЪВКУПНО ПРЕДЛАГАНЕ



11 Икономистите често изразяват намалението на паричното търсене като повишаване на скоростта на движение на парите. Последната променлива се дефинира като скоростта, с която парите преминават от едно лице към друго, т.е. тя определя колко пари са необходими за определено равнище на трансакции. Всъщност тези две явления трябва да се разглеждат като двете страни на една и съща монета. Ако хората държат в себе си по-малко пари, при постоянно предлагане на пари наличните средства трябва да преминават по-често от едни ръце в други, т.е. да бъдат повече в обращение. Това е равнозначно на по-голяма скорост на движение на парите. Към този въпрос ще се върнем в следващи раздели.

ФАКТОРИ, ОПРЕДЕЛЯЩИ

Важно е да се разбира, че процесът включва отстъп във времето. Въвеждането в действие на инвестиционен план на дадено предприятие спокойно може да трае месеци; инвестиции, свързани с построяването на нови заводи или с поръчването на специализирано оборудване може да отнемат дори години. Жилищните инвестиции също не реагират веднага на промените в лихвените проценти. Освен това много потребители не променят незабавно плановете си за потребление в отговор на промените в лихвените проценти. Общото разбиране е, че цялостният трансмисионен процес на паричната политика отнема време. Ето защо паричната политика не може да управлява цялостното търсене на стоки и услуги в краткосрочен план. Иначе казано, наблюдава се значително закъснение във времето от промяната в паричната политика до ефекта ѝ върху икономиката.

4.4 ФАКТОРИ, КОИТО ОПРЕДЕЛЯТ ДИНАМИКАТА НА ЦЕНИТЕ В КРАТКОСРОЧНА ПЕРСПЕКТИВА

Сега ще разгледаме някои фактори, които определят краткосрочната ценова динамика. Както подробно беше обяснено в каре 4.2, инфлация (т.е. устойчивото нарастване на равнището на цените) може да бъде причинена по един от два начина. В общи линии, цените растат, ако се увеличи съвкупното търсене или намалее съвкупното предлагане. С други думи, инфлационен натиск може да се получи, ако настъпят промени (при неочаквани промени в икономическата динамика икономистите често говорят за „сътресения“), които карат потребителите да увеличат разходите си или предприятията – да намалят производството си. Първият случай – на нарастване на търсенето, което води до инфлация – в икономическата

литература се нарича „инфлация на търсенето“. Вторият случай, при който разходите се увеличават и предлагането съответно намалява, също водейки до инфлация, често се нарича „инфлация на разходите“. Обратното се получава, т.е. възниква дефлационен натиск, ако съвкупното търсене намалее или се увеличи съвкупното предлагане. В общи линии, паричната политика често трябва да реагира на подобни динамики, за да осигури ценова стабилност. При инфлационен натиск централната банка обикновено повишава (реалните) лихвени проценти, за да предотврати превръщането му в трайно отклонение от ценовата стабилност.

Повишаване на цените, което се дължи на нарастване на съвкупното търсене, може да бъде резултат на който и да е отделен фактор, увеличаващ съвкупното търсене, но наред с паричната политика (нарастване на паричното предлагане) сред най-важните такива фактори са увеличение на държавните разходи, понижаване на обменния курс и засилване на натиска на търсенето на национални стоки в останалия свят (износ). Нарасналото доверие също може да доведе до промени в съвкупното търсене. Ако например в бъдеще се очакват по-високи печалби, има вероятност предприятията да инвестират повече. Промените в съвкупното търсене обикновено повишават равнището на цените и (временно) съвкупното производство (вж. каре 4.2).

Кои точно са факторите, които водят до намаляване на съвкупното предлагане и съответно до повишаване на цените в краткосрочна перспектива? Основните причини за спад на съвкупното предлагане са намаляването на производителността, повишаването на производствените разходи (например на реалните

ДИНАМИКАТА НА ЦЕНИТЕ

заплати и на цените на суровините, най-вече на петрола) и въвеждането от правителството на по-високи корпоративни данъци. Ако всички други фактори останат непроменени, колкото по-високи са разходите за производство, толкова по-малък е обемът на производството при едни и същи цени.

При дадено равнище на цените, ако заплатите или цените на суровините като например петрола се повишат, предприятията се принуждават да намалят броя на служителите си и да свият производството. Тъй като това се дължи на свързани с предлагането въздействия, получената по този начин инфлация се нарича още „инфлация на разходите“.

До поскъпване на производствените фактори могат да доведат различни обстоятелства, например ако предлагането на суровини от рода на петрола не покрие очакванията, или ако се повиши търсенето на суровини в световен мащаб. Повишаването на реалните заплати (на което не съответства повишена производителност) също води до свиване на съвкупното предлагане и понижаване на заетостта. Такова повишение на заплатите може да се получи в резултат на по-слабо предлагане на работна сила, което от своя страна може да се дължи на нормативни разпоредби, ограничаващи стимулите за труд (например по-високи данъци върху трудовите доходи). Укрепването на позициите на профсъюзите също може да доведе до повишаване на реалните заплати.

Ако гореописаните фактори действат в обратна посока, ще се получи *увеличение на съвкупното предлагане*. Например при равни други условия повишаване на производителността (да кажем,

благодарение на нови технологии) би довело до понижаване на цените и повишаване на заетостта в краткосрочен план, защото при наличните заплати наемането на повече служители носи по-голяма печалба. Ако обаче реалните заплати се увеличат заедно с производителността, заетостта ще остане непроменена.

Ролята на очакваната инфлация

Когато предприятия и служители договарят заплатите и когато предприятията определят цените си, те често вземат предвид евентуалното равнище на инфлацията за предстоящия период, например за следващата година. Очакваната инфлация е от значение за договарянето на текущите заплати, тъй като бъдещото повишение на цените ще намали количеството стоки и услуги, които могат да се купят с дадена номинална заплата. Ето защо, ако се очаква висока инфлация, служителите може да поискат в преговорите по-голямо увеличение на номиналните заплати. Разходите на предприятията растат, ако договарянето на заплатите се основава на такива очаквания, и е възможно да бъдат пренесени върху потребителите под формата на по-високи цени. Същият механизъм действа при определянето на цените от предприятията. Тъй като много отделни цени остават фиксирани за определен период (например месец или година, вж. каре 4), предприятия, които възнамеряват да публикуват нов ценоразпис, може да повишат отделните цени с незабавно действие, ако за бъдеще очакват повишение в общото равнище на цените или в заплатите. Затова, ако хората очакват бъдеща инфлация, поведението им може да причини инфлация непосредствено в настоящето. Това е още една причина, поради която е особено важно паричната политика да се ползва с доверие по отношение на целта си да поддържа ценова



Нарастването на външното търсене за продукти за износ може да повлияе върху текущото потребление и инвестициите.

ФАКТОРИ, ОПРЕДЕЛЯЩИ

стабилност, за да може да стабилизира на ниско равнище дългосрочните инфлационни очаквания, така че да съответстват на ценовата стабилност.

Взети заедно, редица фактори и сътресения могат да повлияят върху равнището на цените в краткосрочен план. Сред тях са динамиката на съвкупното търсене и неговите различни елементи, включително динамиката на фискалната политика. Промените могат да бъдат свързани още с изменения в цените на факторите за производство, на разходите и производителността, на динамиката на обменния курс, както и с промени в световната икономика. Всички тези фактори могат да повлияят върху реалната активност и цените в краткосрочен план. А в по-дългосрочен?

Ето че стигаме до друго важно разграничение в икономиката. Поначало икономистите разграничават краткосрочната от дългосрочната перспектива (вж. също каре 4.2).

4.5 ФАКТОРИ, КОИТО ОПРЕДЕЛЯТ ДИНАМИКАТА НА ЦЕНИТЕ В ДЪЛГОСРОЧНА ПЕРСПЕКТИВА

Какво е относителното значение на тези фактори за инфлацията в дългосрочен план? Или, с други думи: всички те еднакво важни ли са за инфлационните тенденции? Отговорът категорично е отрицателен. Ще видим, че тук ключова роля играе паричната политика.

Както вече споменахме в предишните параграфи, между промените в паричната политика и въздействието им върху цените има изоставане от една до три години. Това означава, че паричната политика не може да предотврати някаква степен на краткосрочно въздействие върху инфлацията

на неочаквани развития или сътресения в реалната икономика. Повечето икономисти обаче споделят мнението, че паричната политика е в състояние да контролира ценовата динамика в дългосрочна перспектива и съответно да контролира „тенденцията“ на инфлацията, т.е. изменението на равнището на цените, след като икономиката е абсорбирала изцяло краткосрочните трусове.

В дългосрочен план цените са гъвкави и реагират изцяло на промените в предлагането и търсенето. В краткосрочен план обаче много отделни цени са „ригидни“ и се задържат известно време на едно и също ниво (вж. каре 4.1).

По какъв начин въздейства това разграничение върху нашите резултати? Без да навлизаме в големи подробности, може да се каже, че в дългосрочна перспектива производството не зависи от равнището на цените. То се определя от размера на капитала, от наличната работна сила и нейното качество, от структурните политики, които влияят върху стимулите за труд и инвестиции, и от всякакво развитие на технологията в съответната производствена област. С други думи, дългосрочното равнище на производството зависи от редица реални или свързани с предлагането фактори. Те определят къде точно се разполага кривата на съвкупното предлагане.

Другата крива, която определя равновесното състояние на икономиката, е кривата на съвкупното търсене. Както видяхме, до повишение на съвкупното търсене могат да доведат редица фактори. Сред тях са увеличаването на държавните разходи, външното търсене за износ и по-добрите очаквания за динамиката на

ДИНАМИКАТА НА ЦЕНИТЕ

производителността в бъдеще, които може да повлияят върху текущото потребление и инвестиции. Очевидно е обаче, че макар много от тези фактори да могат да се повишават дори и в течение на продължителен период, в дългосрочна перспектива устойчиво повишение на общото равнище на цените може да бъде предизвикано само от последователна и трайна експанзивна парична политика. Често тази постановка се представя посредством прословутото правило, че „инфлацията винаги и навсякъде представлява парично явление“. Действително, редица

емпирични проучвания представят доказателства в негова подкрепа. Следователно, в далечен план крайната причина за инфлационния процес е устойчивото повишаване на паричното предлагане, което е равностойно на последователна експанзивна парична политика.

Ето защо в дългосрочна перспектива паричната политика определя дали ще се допусне нарастване на инфлацията или тя ще бъде задържана на ниско равнище. Иначе казано, една централна банка, която регулира паричното предлагане и

КАРЕ 4.3 КОЛИЧЕСТВЕНА ТЕОРИЯ ЗА ПАРИТЕ

Според едно равенство, известно като „количественото уравнение“, изменението на паричната маса (ΔM) в една икономика се равнява на изменението на номиналните трансакции, (което е приблизително равно на изменението в реалната активност (ΔYR) плюс изменението на равнището на цените (ΔP)) минус изменението на скоростта (ΔV). Последната променлива се дефинира като скоростта, с която парите преминават от едно лице към друго, т.е. тя определя колко пари са необходими за определено равнище на номинални трансакции¹², или накратко:

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Това взаимоотношение е равенство, т.е. то очевидно не може да бъде невярно. Следователно то не допуска твърдения за причинност. Причинно-следствена връзка може да бъде извлечена само ако се вземат предвид допълнителни допускания за детерминантите на променливите. По-конкретно, следващите две хипотези позволяват преобразуването на количественото *уравнение* в

количествена *теория*. Първо, може да се смята, че в далечен план производството се определя от реални фактори като производствени възможности на обществото, неговите вкусове и предпочитания. Второ, смята се, че в дългосрочен план скоростта се определя от практиките на заплащане, финансовата и икономическата уредба за извършване на трансакции, разходите за и печалбата от държането на пари вместо на други активи. От това следва, че количеството на паричното предлагане, което се определя от решенията на паричните органи, в дългосрочен план е свързано с равнището на цените. Иначе казано, в по-далечна перспектива равнището на цените се определя пряко от измененията в количеството на парите и се изменя пропорционално спрямо него.

От това следва например, че институцията, която определя паричното предлагане, а именно централната банка, в крайна сметка отговаря за дългосрочните инфлационни тенденции.

¹² Това отразява факта, че лявата страна на уравнението представлява сумата на използваните пари, а дясната – стойността на трансакцията.



краткосрочните лихвени проценти, има крайния контрол върху темпа на инфлацията в дългосрочен план. Ако централната банка поддържа твърде ниски краткосрочните лихвени проценти и увеличава прекалено паричното предлагане, равнището на цените в крайна сметка също ще се повиши. Този съществен резултат се подкрепя от една основна икономическа идея, която разглежда по-подробно взаимоотношението между пари и цени – количествената теория на парите (вж. каре 4.3 по-долу).

ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА НА ЕЦБ

5.



Тази глава представя подробна информация в отговор на въпроси от рода на: как е възникнал ИПС, кой орган отговаря за единната парична политика в еврозоната, каква е първостепенната цел на Евросистемата и по какъв начин се стреми тя да изпълни мандата си.

- 5.1 излага кратък исторически преглед.
- 5.2 изяснява институционалната рамка.
- 5.3 представя стратегията на паричната политика на ЕЦБ.
- 5.4 хвърля светлина върху оперативната рамка на Евросистемата.



ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5

- 5.1 Кратък исторически преглед
- 5.2 Институционална рамка
- 5.3 Стратегия на паричната политика на ЕЦБ
- 5.4 Преглед на оперативната рамка на Евросистемата

5.1 КРАТЪК ИСТОРИЧЕСКИ ПРЕГЛЕД

История – трите етапа на икономическия и паричен съюз

Корените на идеята, че Европа трябва да има единна и стабилна парична система, стигат далеч назад в историята (вж. каре 5.1). След един неуспешен опит в началото на 70-те години на ХХ в. през юни 1988 г. на интеграционния процес е даден решителен тласък, когато Европейският съвет потвърждава отново целта за постепенно постигане на икономически и паричен съюз. Съставена е комисия под председателството на Жак Делор – тогава председател на Европейската комисия, със задача да проучи и предложи конкретни етапи, които да доведат до такъв съюз. Представеният през април 1989 г. доклад на комисията, известен още като „Докладът Делор“, предлага икономическия и паричен съюз да се въведе в три отделни, но градиращи стъпки.

Първи етап на ИПС

След Доклада Делор през юни 1989 г. Европейският съвет взема решение първият етап на ИПС да започне на 1 юли 1990 г. Същевременно Комитетът на управителите на централните банки на държавите-членки на Европейската икономическа общност, който от създаването си през май 1964 г. играе все по-важна роля в паричното сътрудничество, е натоварен с нови отговорности.

За да се състоят вторият и третият етап, налага се да бъде преразгледан Договорът за създаване на Европейската общност (така нареченият „Договор от Рим“), за да се създаде необходимата институционална структура. За тази цел през 1991 г. се провежда Междуправителствена конференция за ИПС, успоредно с Междуправителствената конференция за политическия съюз. Там Комитетът на управителите представя проекта за устав на ЕСЦБ и на ЕЦБ. Преговорите довеждат до Договора за Европейския съюз, съгласуван през декември 1991 г. и подписан в Маастрихт на 7 февруари 1992 г. Поради забавяне на процеса на ратификация обаче той влиза в сила едва на 1 ноември 1993 г.

КАРЕ 5.1 ПЪТЯТ КЪМ ЕДИННАТА ВАЛУТА – ЕВРОТО

	1962 г.	Европейската комисия представя първото си предложение за икономически и паричен съюз (<i>Меморандумът Маржолен</i>).	Декември	1995 г.	На заседанието си в Мадрид Европейският съвет взема решение за названието на единната валута и определя процедурата за нейното приемане и за преминаването към нея.
Май	1964 г.	Сформиран е Комитетът на управителите на централните банки на държавите-членки на Европейската икономическа общност който (ЕИО), да институционализира сътрудничеството между централните банки в ЕИО.	Декември	1996 г.	ЕПИ представя пред Европейския съвет образци на банкнотите.
	1970 г.	Докладът Вернер излага план за осъществяване на икономическия и паричен съюз в Общността до 1980 г.	Юни	1997 г.	Европейският съвет постига съгласие по „Пакт за стабилност и растеж“.
Април	1972 г.	Създадена е система (така наречената „валутна змия“), която постепенно да свие диапазона на колебание между валутите на държавите-членки на Европейската икономическа общност.	Май	1998 г.	Преценява се, че Белгия, Германия, Испания, Франция, Ирландия, Италия, Люксембург, Нидерландия, Австрия, Португалия и Финландия са изпълнили необходимите условия, за да приемат еврото като своя единна валута; назначават се членовете на Изпълнителния съвет на ЕЦБ.
Април	1973 г.	Създаден е Европейският фонд за парично сътрудничество (ЕФПС), който да осигурява доброто функциониране на „валутната змия“.	Юни		Създават се ЕЦБ и ЕСЦБ.
Март	1979 г.	Създадена е Европейската парична система (ЕПС).	Октомври		ЕЦБ оповестява стратегията и оперативната рамка на паричната политика, която ще прилага от януари 1999 г.
Февруари	1986 г.	Подписан е Единният европейски акт.	Януари	1999 г.	Започва третият етап на ИПС; еврото става единната валута на еврозоната; обменните курсове на предишните национални валути на участващите държави-членки се фиксират неотменимо; в еврозоната се провежда единна парична политика.
Юни	1988 г.	Европейският съвет възлага на експертна комисия, председателствана от Жак Делор (Комисията Делор) да изработи предложения за осъществяването на ИПС.	Януари	2001 г.	Гърция става дванадесетата държава-членка, която се присъединява към еврозоната.
Май	1989 г.	<i>Докладът Делор</i> е представен на Европейския съвет.	Януари	2002 г.	Преминаване към еврото: въвеждат се евробанкноти и монети и до края на февруари същата година те стават единственото законно платежно средство в еврозоната.
Юни		Европейският съвет постига съгласие по осъществяването на ИПС на три етапа.	Май	2004 г.	НЦБ на десетте нови държави-членки на ЕСО се присъединяват към ЕСЦБ.
Юли	1990 г.	Започва първият етап на ИПС.	Януари	2007 г.	С България и Румъния общият брой на държавите-членки на ЕС достига 27; двете държави се присъединяват едновременно и към ЕСЦБ. Словения става тринадесетата държава-членка, която се присъединява към еврозоната.
Декември		Свиква се Междуправителствена конференция за подготовка за втория и третия етап на ИПС.	Януари	2008 г.	Кипър и Малта се присъединяват към еврозоната и броят на държавите в нея достига петнадесет.
Февруари	1992 г.	Подписан е Договорът за Европейския съюз (<i>Договорът от Маастрихт</i>).	Януари	2009 г.	Словакия се присъединява към еврозоната, с което броят на държавите-членки в нея достига шестнадесет.
Октомври	1993 г.	Франкфурт на Майн е избран за седалище на Европейския паричен институт (ЕПИ) и на ЕЦБ. Номиниран е председател на ЕПИ.			
Ноември		Влиза в сила Договорът за Европейския съюз.			
Декември		Александър Ламфалуси е назначен за председател на ЕПИ, който се учредява на 1 януари 1994 г.			
Януари	1994 г.	Започва вторият етап на ИПС, създава се ЕПИ.			

Източник: Scheller (2004), стр. 16., актуализиран

ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

Втори етап на ИПС: Създаване на ЕПИ и ЕЦБ

Създаването на Европейския паричен институт (ЕПИ) на 1 януари 1994 г. бележи началото на втория етап на ИПС. От този момент престава да съществува Комитетът на управителите. Преходното съществуване на ЕПИ отразява и състоянието на паричната интеграция в Общността. ЕПИ няма задължение да провежда паричната политика в Европейския съюз – това остава изцяло в компетентността на националните органи, нито пък има каквито и да е правомощия за намеса на валутния пазар.

Двете основни задачи на ЕПИ са: първо, да заздравя сътрудничеството между централните банки и координацията на паричната политика; второ, да извърши необходимата подготовка за създаването на ЕСЦБ, за провеждането на единната парична политика и за създаването на единната валута в третия етап.

На заседанието си в Мадрид през декември 1995 г. Европейският съвет постига съгласие европейската парична единица, която ще бъде въведена в началото на третия етап, да се нарича „евро“ и потвърждава 1 януари 1999 г. като начална дата на третия етап на икономическия и паричен съюз. Предварително е обявена хронологичната последователност на преминаването към еврото. Сценарият се основава главно на подробни предложения, изработени от ЕПИ. По същото време на ЕПИ е възложена задача да извърши подготвителната работа по бъдещите взаимоотношения между еврозоната и другите държави от ЕС във връзка с паричните въпроси и обменния курс. През декември 1996 г. ЕПИ представя на Европейския съвет доклад, който дава основата за резолюция на Европейския съвет относно принципите и основните елементи на

новия механизъм на обменните курсове (ERM II), приета през юни 1997 г.

През декември 1996 г. ЕПИ представя на Европейския съвет, а след това и на обществеността, и избрания дизайн на серията евробанкноти за пускане в обращение на 1 януари 2002 г.

За да допълни и изясни разпоредбите на Договора относно ИПС, през юни 1997 г. Европейският съюз приема Пакт за стабилност и растеж, чиято цел е да осигури бюджетна дисциплина по отношение на ИПС. Пактът е допълнен и съответните ангажименти – подсилени с Декларация на Съвета през май 1998 г.

На 2 май 1998 г. Съветът на Европейския съюз в състав държавни или правителствени ръководители приема решение, че 11 държави-членки (Белгия, Германия, Испания, Франция, Ирландия, Италия, Люксембург, Нидерландия, Австрия, Португалия и Финландия) са изпълнили необходимите условия за приемане на единната валута от 1 януари 1999 г.

Същевременно финансовите министри на държавите-членки, които въвеждат единната валута, се споразумяват заедно с управителите на НЦБ, Европейската комисия и ЕПИ, че централните обменни курсове на валутите на участващите в ERM държави-членки ще бъдат използвани, за да се определят неотменимо фиксираните обменни курсове спрямо еврото.

На 25 май 1998 г. правителствата на 11 участващи държави-членки назначават официално председател, заместник-председател и четирима други членове на Изпълнителния съвет на ЕЦБ.



През декември 1996 г. е представен избраният дизайн на серията евробанкноти.



Тяхното назначаване влиза в сила от 1 юни 1998 г. и бележи създаването на ЕЦБ. С това се изчерпват задачите на ЕПИ. Съгласно член 123 от Договора за създаване на Европейската общност започва ликвидацията на ЕПИ. Цялата подготвителна работа, поверена на ЕПИ, приключва в срок и ЕЦБ посвещава времето до края на 1998 г. на окончателно изпробване на системите и процедурите.

Трети етап на ИПС: неотменимо фиксиране на обменните курсове

На 1 януари 1999 г. третият и последен етап на икономическия и паричен съюз започва с неотменимото фиксиране на обменните курсове на валутите на 11-те държави-членки, участващи първоначално в паричния съюз, и с провеждането на единна парична политика, за която отговаря ЕЦБ. Броят на участващите държави-членки се увеличава до дванадесет на 1 януари 2001 г., когато Гърция влиза в третия етап на ИПС. Това е следствие от решение на Съвета на ЕС от 19 юни 2000 г., в което се отчита, че Гърция е изпълнила критериите за конвергенция. През януари 2007 г. броят на участващите държави се изменя отново – с влизането на Словения в еврозоната те стават тринадесет. Вследствие на решение на Съвета на ЕС от 10 юли 2007 г. за отмяна на статута на държави с дерогация на Кипър и Малта, те се присъединяват към Евросистемата на 1 януари 2008 г. Вследствие на решение на Съвета на ЕС от 8 юли 2008 г., че Словакия е изпълнила критериите за конвергенция, на 1 януари 2009 г. тя става шестнадесетата държава-членка на ЕС, която се присъединява към еврозоната.

5.2 ИНСТИТУЦИОНАЛНА РАМКА

Европейска система на централните банки

ЕСЦБ е блюстител на ценовата стабилност в еврозоната. ЕЦБ е създадена на 1 юни 1998 г. и е сред най-младите централни банки в света. Тя обаче наследява доверието и опита на всички НЦБ на държавите от еврозоната, които заедно с нея прилагат паричната политика в рамките на еврозоната. Правната основа на ЕЦБ и ЕСЦБ е Договорът за създаване на Европейската общност. Съгласно Договора, ЕСЦБ се състои от ЕЦБ и НЦБ на всички държави-членки на ЕС (които от 1 януари 2007 г. наброяват 27). Уставът на ЕСЦБ и на ЕЦБ е приложен като протокол към Договора.

Мандатът на ЕСЦБ

Договорът постановява, че „основната цел на ЕСЦБ е да поддържа ценова стабилност” и че „без да се накърнява тази цел, ЕСЦБ подкрепя основните икономически политики на Общността с цел да допринесе за постигането на нейните цели, както са посочени в член 2“. Член 2 посочва като цели на Общността, *inter alia*, „високо равнище на заетост (...), устойчив неинфлационен растеж, висока степен на конкурентоспособност и сближаване на икономическите резултати“. По този начин Договорът установява ясна йерархия на целите и придава първостепенно значение на ценовата стабилност. Като съсредоточава паричната политика на ЕЦБ върху тази основна цел, Договорът показва ясно, че осигуряването на ценова стабилност е най-важният възможен принос на паричната политика за постигането на благоприятна икономическа среда и високо равнище на заетост.

ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

Евросистема

НЦБ от еврозоната заедно с ЕЦБ образуват Евросистемата. Управителният съвет избира този термин за название на структурата, посредством която ЕСЦБ изпълнява задачите си в еврозоната. Докато има държави-членки на ЕС, които все още не са приели еврото, ще трябва да се прави такова разграничение между Евросистемата и ЕСЦБ. НЦБ на държавите-членки, които през 2009 г. не са приели еврото, не участват в решенията относно единната парична политика на еврозоната и провеждат собствена парична политика.

Държава-членка на ЕС може да приеме еврото на по-късен етап, но само при условие че е изпълнила критериите за конвергенция (подробно описание в каре 5.2 по-долу).

КАРЕ 5.2 КРИТЕРИИ ЗА КОНВЕРГЕНЦИЯ

Условията за приемане на еврото са определени в член 121 от Договора и в приложения към Договора протокол относно критериите за конвергенция, посочени в член 121. Използват се четири критерия, за да се направи оценка дали дадена държава-членка е постигнала висока степен на устойчиво сближаване: ценова стабилност, устойчивост на държавната финансова позиция, стабилност на обменния курс и сближаване на лихвените проценти.

Първото тире на член 121, параграф 1 от Договора изисква „постигане във висока степен на ценова стабилност“, което „става ясно, когато равнището на инфлацията се приближава в най-голяма степен до това в трите държави-членки с най-добри показатели по отношение на ценовата стабилност“. Член 1 от Протокола постановява в добавка, че „критерият за ценова стабилност (...) означава, че държавата-членка се отличава с ценова стабилност и със средно равнище на инфлация, наблюдавана в период от една година преди проучването, което не надвишава с повече от 1,5 процентни пункта равнището в трите държави-членки с най-добри показатели по отношение на ценовата

стабилност. Инфлацията се измерва посредством индекс на потребителските цени (ИПЦ) на сравнима база, като се отчитат различията в националното им дефиниране.“

Второто тире на член 121, параграф 1 от Договора изисква „устойчивост на държавната финансова позиция“, като „това е видно от постигането на държавна бюджетна позиция без прекомерен дефицит по смисъла на член 104, параграф 6“. Член 2 от Протокола добавя, че този критерий „(...) означава, че по време на прегледа на резултатите Съветът не е приел решение по отношение на държавата-членка в съответствие с член 104, параграф 6 от настоящия договор във връзка със съществуването на прекомерен дефицит“.

Съгласно член 104, параграф 1 от Договора, държавите-членки трябва „да избягват прекомерен бюджетен дефицит“. Комисията проверява спазването на бюджетната дисциплина, по-специално въз основа на следните критерии:

„а) дали съотношението между планирания/ действителния държавен дефицит и брутният вътрешен

продукт е по-голямо от референтната стойност (определена на 3 % от БВП в Протокола относно процедурата при прекомерен дефицит), освен ако:

- съотношението съществено и постепенно е намаляло и е достигнало ниво, близко до референтната стойност;
- или, алтернативно, надвишаването над референтната стойност е само извънредно и временно и съотношението остава близко до референтната стойност;

б) дали съотношението между държавния дълг и brutния вътрешен продукт надвишава референтната стойност (определена на 60 % от БВП в Протокола относно процедурата при прекомерен дефицит), освен ако спада значимо и достига референтната стойност със задоволителни темпове.“

Третото тире на член 121, параграф 1 от Договора изисква „спазване на нормални граници на отклонение, в съответствие с предвиденото от механизма на обменните курсове на Европейската парична система, в продължение на най-малко две години, без да е осъществено девалвиране спрямо националната валута на която и да е от останалите държави-членки“. Член 3 от Протокола добавя, че „критерият за участието в механизма на обменните курсове на Европейската парична система (...) означава, че държавата-членка е спазвала в нормални граници отклонението, предвидено в механизма на обменните курсове на Европейската парична система, без сериозно напрежение в продължение на най-малко две години преди проверката. В частност всяка държава-членка не трябва да е осъществявала през същия период девалвация на централния курс на своята валута спрямо валутата на която и да е друга държава-членка, по собствена инициатива.“

Четвъртото тире на член 121, параграф 1 от Договора изисква „трайност на сближаването, постигната от държавата-членка и на нейното участие в механизма на обменните курсове на Европейската парична система, което намира отражение в равнището на лихвените проценти в дългосрочен аспект“. Член 4 от Протокола допълва, че „критерият за сближаване на лихвените проценти (...) означава, че в продължение на една година преди проучването средният номинален дългосрочен лихвен процент в държавата-членка не е надвишавал с повече от 2 процентни пункта този в трите държави-членки с най-добри показатели по отношение на ценовата стабилност. Лихвените проценти се измерват на база дългосрочните държавни облигации или други сравними ценни книжа, като се вземат предвид различията в националните дефиниции“.

В допълнение към тези икономически изисквания критериите за конвергенция изискват още да бъде налице правно сближаване, така че националното законодателство, включително устройствените закони на НЦБ, да бъдат съвместими с Договора и с Устава на ЕСЦБ и ЕЦБ. Договорът изисква ЕЦБ и Комисията да представят пред Съвета на Европейския съюз най-малко веднъж на две години или по искане на държава-членка с дерогация доклад за напредъка на държавите-членки по отношение на изпълнението на критериите за конвергенция. Въз основа на докладите за сближаване, които ЕЦБ и Комисията представят поотделно, и на предложение на Комисията, след консултация с Европейския парламент Съветът, заседаващ в състав държавни или правителствени ръководители, може да реши, че държавата-членка е изпълнила критериите и може да се присъедини към еврозоната. От началото на третия етап ЕЦБ е изготвяла неколккратно доклади за сближаване.

ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

... и нейните основни задачи...

Основните задачи на Евросистемата са:

- да определя и прилага паричната политика за еврозоната;
- да осъществява операции на валутния пазар и да управлява официалните валутни резерви на държавите от еврозоната;
- да подпомага гладкото функциониране на платежните системи.

Други нейни задачи са:

- да разрешава емитирането на банкноти в еврозоната;
- да представя становища и консултации по проекти за актове на Общността и по национални законопроекти;
- да събира необходимата статистическа информация от националните власти или направо от стопанските субекти, напр. от финансови институции;
- да допринася за гладкото провеждане на политиките, следвани от органите, осъществяващи надзор за благоразумие върху кредитните институции и стабилността на финансовата система.

Управителен съвет

Висшият орган за вземане на решения на ЕЦБ е Управителният съвет. Той се състои от шестимата членове на Изпълнителния съвет и управителите на НЦБ от еврозоната (които през 2009 г. наброяват 16). И Управителният съвет, и Изпълнителният съвет се председателстват от председателя на ЕЦБ (вж. също схемата по-долу).

Основната задача на Управителния съвет е да формулира паричната политика в еврозоната. По-конкретно, той има пълномощия да определя лихвените проценти, при които кредитните институции могат да получават ликвидност (пари) от Евросистемата. По този начин Управителният съвет влияе косвено върху лихвените проценти в цялата икономика в еврозоната, включително върху лихвените проценти, които кредитните институции определят за своите клиенти върху заемите и за депозитите на спестителите. Управителният съвет изпълнява задълженията си, като приема насоки и решения.

СХЕМА: ОРГАНИ НА ЕЦБ ЗА ВЗЕМАНЕ НА РЕШЕНИЯ



Източник: European Central Bank (2004), The monetary policy of the ECB, стр. 10.

Изпълнителен съвет

Изпълнителният съвет на ЕЦБ се състои от председател, заместник-председател и четирима други членове. Всички членове се назначават по общо съгласие на държавните глави или правителствените ръководители на държавите от еврозоната. Изпълнителният съвет отговаря за провеждането на паричната политика, формулирана от Управителния съвет, и за тази цел той дава необходимите указания на НЦБ. Той също така подготвя заседанията на Управителния съвет и ръководи текущата дейност на ЕЦБ.

НА ЕЦБ

Генерален съвет

Третият орган за вземане на решения на ЕЦБ е Генералният съвет. Той включва председателя и заместник председателя на ЕЦБ и управителите и президентите на всички 27 НЦБ на държавите-членки на ЕС. Генералният съвет не носи отговорност за решенията, свързани с паричната политика в еврозоната. Той съдейства за съгласуването на паричните политики на държавите-членки, които още не са приели еврото, и за подготовката на евентуалното разширяване на еврозоната.

Независимост

Има основателни причини задачата за поддържане на ценова стабилност да бъде възложена на независима централна банка, която не е изложена на потенциален политически натиск. Съгласно разпоредбите на Договора за създаване на Европейската общност Евросистемата изпълнява своите задачи при пълна независимост: нито ЕЦБ, нито НЦБ от Евросистемата, нито член на техните органи за вземане на решения може да търси или приема указания от какъвто и да е друг орган. Институциите и органите на Общността и правителствата на държавите-членки са задължени да спазват този принцип и да не се стремят да оказват влияние върху членовете на органите за вземане на решения на ЕЦБ или върху НЦБ. Освен това Евросистемата няма право да отпуска заеми на органи на Общността или на национални правителствени институции. Това също я предпазва от политическа намеса. Евросистемата разполага с всички необходими инструменти и компетенции, за да провежда ефективна парична политика. Членовете на органите за вземане на решения на ЕЦБ имат дълъг мандат и могат да бъдат освободени от постове си само при съществени нарушения или неспособност да изпълняват

задълженията си. ЕЦБ има свой собствен бюджет, различен от бюджета на Европейската общност. Така администрацията на ЕЦБ е отделна от финансовите интереси на Общността.

Капитал на ЕЦБ

Капиталът на ЕЦБ не идва от Европейската общност, а се записва и внася от НЦБ. Делът на всяка държава-членка в брутния вътрешен продукт и населението на Европейския съюз определя размера на записания дял на нейната НЦБ.

5.3 СТРАТЕГИЯ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА НА ЕЦБ

ОБЩИ ПРИНЦИПИ

Мандатът и задачата на паричната политика

Както беше посочено, Договорът за създаване на Европейската общност възлага на Евросистемата първостепенната задача да поддържа ценова стабилност в еврозоната. Той постановява по-точно: „Основната цел на ЕСЦБ е да поддържа ценова стабилност“.

Предизвикателството пред ЕЦБ може да се опише така: Управителният съвет на ЕЦБ трябва да въздейства върху условията на паричния пазар и съответно върху равнището на краткосрочните лихвени проценти, за да осигури поддържането на ценова стабилност в средносрочен план. По-долу са обяснени някои основни принципи на успешната парична политика.

Паричната политика следва да стабилизира твърдо инфлационните очаквания...

На първо място, паричната политика е значително по-ефективна, ако стабилизира твърдо



ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА



Паричната политика трябва да бъде далновидна...

инфлационните очаквания (вж. също раздел 3.3). В това отношение централните банки следва да конкретизират целите си, да ги разработят подробно и да се придържат към последователен и систематичен метод на провеждане на паричната политика, както и да имат ясни и открити комуникации. Това са основните елементи за постигане на високо равнище на доверие – необходимо условие, за да могат да влияят върху очакванията на икономическите субекти.

... да бъде далновидна ...

На второ място, поради технологичното забавяне в трансмисионния процес (вж. раздел 4.3), днешните промени в паричната политика ще повлияят върху равнището на цените едва след няколко тримесечия или няколко години. Това означава, че централните банки трябва да се уверят каква политика ще бъде необходима за поддържане на ценовата стабилност в бъдеще, след изтичането на технологичното време на трансмисионния процес. В този смисъл паричната политика трябва да бъде далновидна.

... да е насочена към средносрочния времеви хоризонт...

Тъй като технологичното време на трансмисионния процес не позволява паричната политика да неутрализира в краткосрочен план неочаквани сътресения в равнището на цените (причинени например от промени в международните цени на суровините или от косвените данъци), известни колебания на темпа на инфлация са неизбежни (вж. също раздел 4.4). Освен това поради сложността на трансмисионния процес на паричната политика винаги е налице значителна несигурност по отношение на последиците от икономическите сътресения и паричната политика. Ето защо паричната политика трябва да е насочена към

средносрочния времеви хоризонт, за да се избегне прекомерната действеност и внасянето на излишни колебания в реалната икономика.

... и да има широка основа

И накрая, като всяка друга централна банка ЕЦБ е изправена през значителна несигурност по отношение на достоверността на икономическите показатели, например структурата на икономиката на еврозоната и трансмисионния механизъм на паричната политика. Следователно успешната парична политика трябва да има широка основа, да отчита цялата релевантна информация, за да бъдат разбрани факторите, които въздействат върху икономическите процеси, и не може да разчита на малък набор от показатели или на един единствен модел на икономиката.

Роля на стратегията: детайлизирана рамка за решенията по паричната политика

За да осигури последователен и систематичен подход към решенията по паричната политика, Управителният съвет на ЕЦБ е приел и оповестил стратегия на паричната политика. Тя въплъщава гореизложените общи принципи и е насочена към преодоляване на предизвикателствата пред централната банка. Целта е да осигури всеобхватна рамка, в която могат да се приемат и представят пред обществеността решенията за подходящото ниво на краткосрочните лихвени проценти.

Основни елементи на стратегията на паричната политика на ЕЦБ

Първият елемент на стратегията на паричната политика на ЕЦБ е количественото определение на ценовата стабилност. В допълнение към това стратегията установява рамка, която гарантира, че Управителният съвет ще подложи на оценка цялата



Определението на ценовата стабилност дава насока на обществото, предоставя му възможност да оформи очакванията си за бъдещата ценова динамика.

релевантна информация и анализи, необходими за вземането на решение по паричната политика, така че да се запази ценовата стабилност в средносрочен план. Тези елементи се описват подробно по-нататък в тази глава.

КОЛИЧЕСТВЕНО ОПРЕДЕЛЕНИЕ НА ЦЕНОВАТА СТАБИЛНОСТ

Основна цел

Основната цел на Евросистемата е да поддържа ценова стабилност в еврозоната, защитавайки по този начин покупателната способност на еврото. Както вече видяхме, осигуряването на стабилни цени е най-важният възможен принос на паричната политика към постигането на благоприятна икономическа среда и високо равнище на заетост. Както инфлацията, така и дефлацията могат да имат висока икономическа и социална цена за обществото (вж. по-специално раздел 3.3). Без да накърнява първостепенната си цел за поддържане на ценова стабилност, Евросистемата също така поддържа цялостната икономическа политика на Европейската общност. При това Евросистемата функционира според принципите на отворената пазарна икономика, както постановява Договорът за създаване на Европейската общност.

ЕЦБ дефинира количествено ценовата стабилност

Макар че посочва ясно поддържането на ценовата стабилност като основна цел на ЕЦБ, Договорът не съдържа конкретна дефиниция. За да посочи точно целта, през 1998 г. Управителният съвет оповестява следното количествено определение: „Ценовата стабилност се дефинира като годишно нарастване на Хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ) в еврозоната с не

повече от 2 %. Ценовата стабилност трябва да се поддържа в средносрочен план.“ През 2003 г. Управителният съвет уточнява още, че в рамките на това определение той се стреми към поддържане на средносрочни темпове на инфлация на нива „под, но близки до 2 %“.

Това определение стабилизира инфлационните очаквания и същевременно повишава прозрачността и отчетността в работата на ЕЦБ

Управителният съвет взема решението да обяви публично количествено определение на ценовата стабилност по ред причини. На първо място, като изяснява по какъв начин Управителният съвет тълкува поставената му от Договора цел, определението прави рамката на паричната политика по-разбираема (т.е. внася повече прозрачност в паричната политика). Второ, определението на ценовата стабилност осигурява ясна и конкретна мярка, спрямо която ЕЦБ да се отчита пред обществото. В случай на отклонение на ценовата динамика от определението на ценовата стабилност от ЕЦБ се изисква да представи обяснение за причините и действията, които възнамерява да предприеме за възстановяването на ценовата стабилност в приемлив срок. И накрая, определението дава насока на обществото, възможност да определи очакванията си по отношение на бъдещата ценова динамика (вж. също каре 3.2).

Особености на определението:

отнася се за еврозоната като цяло

Определението за ценова стабилност има редица особености, които заслужават да бъдат отбелязани. На първо място, мандатът на ЕЦБ се отнася за цялата еврозона. Ето защо решенията относно единната парична политика са насочени към

ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

постигането на ценова стабилност в еврозоната като цяло. Това съсредоточаване върху съвкупността на еврозоната е естествена последица от факта, че в рамките на един паричен съюз паричната политика може да направлява само *средния* лихвен процент на паричния пазар в зоната, т.е. не може да определя различни лихвени проценти за отделните райони в нея.

ХИПЦ

Определението посочва и конкретен ценови индекс – ХИПЦ за еврозоната, който ще се използва за оценка дали е постигната ценова стабилност. Използването на широк ценови индекс осигурява прозрачност на ангажимента

на ЕЦБ за пълна и ефикасна защита срещу намаляване на покупателната способност на парите (вж. също раздел 3.2).

ХИПЦ, който се публикува от Евростат – статистическата служба на Европейския съюз, е основна мярка за динамиката на цените в еврозоната. Индексът е хармонизиран в различните държави от еврозоната, за да бъде съпоставимо измерването на ценовите динамики. ХИПЦ е индексът, който позволява да се отчетат с най-голямо приближение промените във времето на представителна кошница от потребителски разходи в еврозоната (вж. каре 5.3).

КАРЕ 5.3 УСТРОЙСТВО И ХАРАКТЕРИСТИКИ НА ХИПЦ

Концепцията за съставянето на ХИПЦ за еврозоната е дело на Европейската комисия (Евростат) в тясно сътрудничество с националните статистически институти. Като основни потребители ЕЦБ и предшественикът ѝ ЕПИ участват активно в процеса на работа. ХИПЦ-данните, публикувани от Евростат, са налице от януари 1995 г. нататък.

Според приложимите за 2007 г. тегла на потребителските разходи стоките заемат 59,1 % от ХИПЦ, а услугите – 40,8 % (вж. таблицата по-долу). Разбивката на общия ХИПЦ по компоненти показва по-ясно различните икономически фактори, които въздействат върху динамиката на потребителските цени. Например динамиката на компонента цена на енергоносителите е свързана пряко с движението на цените на петрола. Цените на храните се

разделят на преработени и непреработени храни, тъй като цените на вторите се влияят силно от фактори като климатични условия и сезонност, докато същите фактори имат по-слабо въздействие върху цените на преработените храни. Цените на услугите се разделят на пет компонента, които поради различните пазарни условия обикновено имат различни динамики.

В резултат от хармонизацията и статистическото усъвършенстване, целящо повишаване на неговата точност, достоверност и актуалност, ХИПЦ се е превърнал в качествен ценови индекс, съответстващ на международните стандарти, и като цяло съпоставим във всички държави. Независимо от това усъвършенстването му в редица области продължава.



Защо целта е темпът на инфлация да бъде под, но близо до 2 %

Като посочва „повишаване на ХИПЦ с не повече от 2 %“, дефиницията показва ясно, че както инфлация над 2 %, така и дефлацията (т.е. намаляване на равнището на цените) са несъвместими с ценовата стабилност. В този смисъл ясно изразеното намерение на ЕЦБ да се стреми към поддържане на темпа на инфлация на равнище под, но близо до 2 % показва решимостта ѝ да осигури подходящ диапазон на колебание, така че да избегне риска от дефлация (вж. раздел 3.1 и каре 5.4).

КАРЕ 5.4 ПРЕДПАЗЕН МАРЖ СРЕЩУ ДЕФЛАЦИЯ

Определянето на „повишаване на ХИПЦ под, но близо до 2 %“ осигурява предпазен марж срещу дефлация.

Макар че дефлацията струва на икономиката приблизително толкова, колкото и инфлацията, избягването ѝ е особено важно, защото ако настъпи, възможно е премахването ѝ да се окаже трудно, тъй като номиналните лихвени проценти не могат да паднат под нула, защото никой не би давал пари назаем, ако очаква след време да му върнат по-малко. Ето защо в условия на дефлация паричната политика може да не бъде в състояние да стимулира в достатъчна степен съвкупното търсене посредством инструмента на лихвените проценти. Всякакъв опит за сваляне на

ТАБЛИЦА: ТЕГЛО НА ОСНОВНИТЕ КОМПОНЕНТИ НА ХИПЦ В ЕВРОЗОНАТА ЗА 2007 Г.

Общ индекс	100,0
Цени на стоки	59,1*
Непреработени храни	7,6
Преработени храни	11,9
Промислени стоки, различни от енергия	30,0
Енергия	9,8
Услуги	40,8
Жилищни услуги	10,2
Транспорт	6,4
Комуникации	3,1
Отдых и лични услуги	14,4
Други	6,7

* В резултат на закръгляването общите суми може да не се равняват. Източник: Евростат

номиналния лихвен процент под нула ще се провали, тъй като хората ще предпочетат да държат пари в брой, вместо да дават заеми или да поддържат депозити при отрицателна лихва. Макар че при нулев номинален лихвен процент все още могат да се извършват някои действия по паричната политика, ефективността на подобни алтернативни политики не е съвсем сигурна. Затова е за предпочитане паричната политика да разполага с предпазен марж срещу дефлация.

ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

Като се определя целта нарастването на ХИПЦ да се поддържа „под, но близо до 2 %“, се вземат предвид и евентуална субективност при измерването на ХИПЦ, и възможните последици от разликите в нивото на инфлацията в еврозоната.

Средносрочна ориентация

И накрая, особено важен аспект на паричната политика на ЕЦБ е, че тя се стреми към ценова стабилност „в средносрочен план“. Както е описано по-горе, това отразява единдушното мнение, че паричната политика не може и следователно не бива да се опитва да постига фино регулиране на

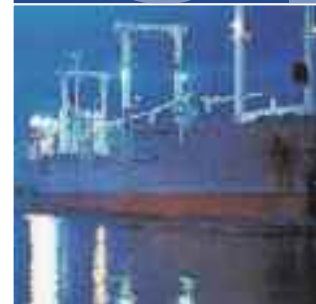
динамиката на цените или инфлацията в краткосрочната перспектива на няколко седмици или няколко месеца (вж. също раздел 4.4). Промените в паричната политика оказват въздействие върху цените със значително закъснение, а мащабът на евентуалния ефект е несигурен. От това следва, че паричната политика не може да компенсира всички неочаквани смущения в равнището на цените. Ето защо колебанията в темпа на инфлация в краткосрочен план са неизбежни.

КАРЕ 5.5 СРЕДНОСРОЧНА ОРИЕНТАЦИЯ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА НА ЕЦБ

Икономиката е постоянно изложена на риск от като цяло непредвидими сътресения, които влияят и върху равнището на цените. Същевременно паричната политика може да въздейства върху ценовата динамика само със значително закъснение във времето, което варира и като повечето икономически фактори се отличава с голяма несигурност. При тези условия е невъзможно една централна банка да задържа непрекъснато инфлацията на определено целево равнище или да я връща в много кратък срок до желаното равнище. Следователно паричната политика трябва да действа далновидно и да е в състояние да поддържа ценовата стабилност само в по-продължителен срок. Това е логиката, на която се основава средносрочната ориентация на ЕЦБ.

Концепцията за „средносрочен план“ съзнателно запазва известна гъвкавост по отношение на точния времеви хоризонт. Това се дължи на факта, че не е

препоръчително да се определя предварително точен срок за провеждането на паричната политика, тъй като периодът на действие на трансмисияния механизъм е несигурен и непостоянен. При тези условия една прекомерно агресивна реакция за възстановяване на ценовата стабилност в много кратък срок рискува да струва скъпо във вид на колебания в производството и заетостта, което в по-далечен план също може да повлияе върху равнището на цените. Всеобщо признато е, че в такива случаи е уместно паричната политика да реагира постепенно, както за да избегне излишно големи колебания на активността в реалния сектор, така и за да запази ценовата стабилност в по-далечен план. В този смисъл средносрочната ориентация дава на ЕЦБ и необходимата гъвкавост да реагира по подходящ начин на евентуалните различни икономически сътресения. Същевременно трябва да е ясно, че в ретроспективен план ЕЦБ носи отговорност само за тренда на инфлацията.



Ценовата динамика се влияе в голяма степен от взаимоотношението между предлагане и търсене на пазарите на стоки, услуги и фактори на производство.

ДВАТА СТЬЛБА НА СТРАТЕГИЯТА НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА НА ЕЦБ

Двустълбовата рамка е средство за организиране на информацията...

Подходът на ЕЦБ да организира, оценява и сверява информацията, касаеща оценката на рисковете за ценовата стабилност, се основава на два допълващи се аналитични аспекта, известни като двата „стълба“:

... въз основа на два аналитични аспекта...

Съгласно стратегията на ЕЦБ, решенията за паричната политика се основават на изчерпателен анализ на рисковете за ценовата стабилност. Този анализ се изгражда върху два допълващи се метода за определяне на ценовата динамика. Първият е насочен към оценката на краткосрочните и средносрочни фактори, определящи динамиката на цените, като се съсредоточава върху активността в реалния сектор и финансовите условия в икономиката. Той отчита факта, че динамиката на цените при тези времеви хоризонти се влияе в голяма степен от взаимодействието между предлагането и търсенето на стоки, на услуги и фактори за производство (вж. също раздел 4.4). Това ЕЦБ нарича „икономически анализ“. Вторият метод, наречен „паричен анализ“, има по-далечен хоризонт във времето и е съсредоточен върху дългосрочната връзка между парите и цените (вж. също раздел 4.5). Ролята на паричния анализ е основно да служи за сверяване на резултатите в средносрочна до дългосрочна перспектива, като краткосрочните до средносрочни показатели за паричната политика идват от икономическия анализ.

... за да не се губи релевантна информация

Двустълбовият подход е замислен по такъв начин, че при оценката на рисковете за ценовата стабилност да се използва цялата релевантна информация, както и да се обърне достатъчно внимание на различните перспективи и на сверяването на информацията, така че да се получи цялостна оценка на рисковете за ценовата стабилност. Той представя и предава на обществеността идеята за разностранен анализ и осигурява ясно вземане на решения, основано на различни аналитични перспективи.

ИКОНОМИЧЕСКИ АНАЛИЗ

Анализът на краткосрочните до средносрочни рискове за ценовата стабилност...

Икономическият анализ е съсредоточен основно върху оценката на текущите икономически и финансови тенденции и свързаните с тях краткосрочни до средносрочни рискове за ценовата стабилност. Икономическите и финансовите променливи, които са предмет на този анализ, включват например тенденциите в съвкупното производство, съвкупното търсене и неговите съставни елементи, фискалната политика, условията на капиталовия и трудовия пазар, широк диапазон от показатели за цените и разходите, динамиката на обменните курсове, световната икономика и платежния баланс, финансовите пазари и балансовите позиции на отраслите в еврозоната. Всички тези фактори допринасят за оценката на тенденциите на активността в реалната икономика и вероятната динамика на цените от гледна точка на взаимодействието между предлагане и търсене на стоки, услуги и фактори за производство в краткосрочен план (вж. също раздел 4.4).

ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

КАРЕ 5.6 ПОКАЗАТЕЛИ ЗА РЕАЛНАТА ИКОНОМИКА И ФИНАНСОВИЯ СЕКТОР

В рамките на икономическия анализ ЕЦБ съсредоточава вниманието си основно върху оценката на текущите икономически и финансови тенденции и свързаните с тях краткосрочни до средносрочни рискове за ценовата стабилност.

Що се отнася до анализа на показателите на реалната икономика, ЕЦБ извършва редовно преглед на тенденциите в съвкупното производство, търсенето и условията на пазара на труда, широк диапазон от ценови и разходни показатели, фискалната политика и платежния баланс в еврозоната. Що се отнася до динамиката на цените и разходите например, наред с ХИПЦ и неговите компоненти се анализира динамиката на цените в промишлеността, измервана с цени на производител, тъй като промените в производствените разходи може да се отразят в потребителските цени. Разходите за труд, които са важна част от общите производствени разходи, може да повлияят значително върху ценообразуването. Статистиката за разходите за труд съдържа информация и за конкурентоспособността на икономиката на еврозоната.

Второ, показателите за *производството и търсенето* (националните сметки, краткосрочната статистика за дейността в промишлеността и услугите, поръчки и данни от качествени проучвания) носят информация за разположението на икономиката в икономическия цикъл, което от своя страна е важно за анализа на перспективите пред ценовата динамика. Освен това данните за *пазара на труда* (за заетостта, безработицата, свободните работни места и участието на трудовия пазар) са важни за проследяване на конюнктурните тенденции и за оценка на структурните промени в начина, по който функционира икономиката на еврозоната. Нещо повече, тъй като държавният сектор представлява значителна част от икономическата дейност, от особено значение е информацията за финансовите и нефинансовите сметки в *публичния сектор*.

Трето, *статистиката на платежния баланс* осигурява, наред със статистиката на външната търговия, информация за тенденциите в износа и вноса, които може да повлияят върху инфлационния натиск, като въздействат върху условията на търсене. Тези данни позволяват да се наблюдават и външнотърговските цени, които понастоящем се заместват от индекси на единичната стойност на износа и вноса. Тези индекси помагат да се направи оценка по-специално на потенциалното въздействие на колебанията на обменните курсове и промените в цените на суровините (например на петрола) върху цените на вноса. Накратко, тези показатели способстват да се извърши оценка на промените в съвкупното търсене, съвкупното предлагане и степента на използване на производствените мощности.

Отблизо се следят и динамиките на показателите на финансовите пазари и цените на активите. Промени в цените на активите може да повлияят върху динамиката на цените посредством ефекта си върху дохода и благосъстоянието. Така например, с поскъпването на акциите домакинствата, които притежават такива ценни книжа, забогатяват и може да решат да увеличат потреблението си. Това ще повиши потребителското търсене и може да засили местния инфлационен натиск. Обратното, когато цените на акциите падат, е вероятно домакинствата да свият потреблението си. Друг начин, по който цените на активите може да повлияят върху съвкупното търсене, е посредством стойността на обезпеченията, които позволяват на заемополучателите да вземат повече кредити и/или да намалят премията за риск, изисквана от заемодателите/банките. Решенията за отпускане на заем често се влияят в значителна степен от размера на обезпечението. Ако стойността на обезпечението спадне, кредитите ще поскъпнат и дори може да се затрудни самото им получаване, в резултат на което ще спаднат разходите и – съответно – търсенето.

Могат да се анализират и цените на активите и финансовата доходност, за да се извлече информация за очакванията на финансовите пазари, включително за очакваната бъдеща динамика на цените. При покупката и продажбата на облигации например участниците на финансовите пазари неявно изразяват очакванията относно бъдещата динамика на реалните лихвени проценти и на инфлацията (вж. също каре 3.2). Като прилага разнообразни техники, ЕЦБ е в състояние да анализира финансовите цени, за да изведе очакванията на пазара за бъдещите тенденции. Пазарите на активи и съответно техните цени са по същността си насочени към бъдещето. Ето защо промените в цените на активите като цяло отразяват „новостите“ – информация за тенденции, които финансовите пазари не са очаквали. В този смисъл наблюдаването на цените на активите способства за идентифицирането на сътресенията, които понастоящем засягат икономиката, и по-специално – които засягат

очакванията за бъдещите икономически тенденции. При анализиратето на финансовите пазари може да се подложи на оценка и статистическата информация за цените на финансовите активи от различни източници. В допълнение към това самата ЕЦБ събира определени статистически данни.

Динамиката на обменния курс също се подлага на внимателна оценка за въздействие върху ценовата стабилност. Движението на обменния курс въздейства пряко върху ценовата динамика, като влияе върху цените на вноса. Макар че в сравнение с отделните си държави-членки еврозоната има сравнително затворена икономика, цените на вноса наистина влияят върху динамиката на местните производствени и потребителски цени. Промените в обменния курс може да повлияят и върху ценовата конкурентоспособност на местните стоки на международния пазар и, съответно, върху условията на търсене и евентуално върху прогнозите за цените.

... способства за разкриването на естеството на сътресенията...

В този анализ се отдава дължимото внимание на необходимостта да се идентифицират произходът и естеството на сътресенията, засягащи икономиката, влиянието им върху разходите и ценообразуването и краткосрочните до средносрочни перспективи за разпространението им в икономиката. Така например подходящата реакция на паричната политика при инфлационни последици от временно покачване на международната цена на петрола може да се различава от подходящата реакция при по-висока инфлация в резултат на повишени разходи за труд (увеличени заплати) без съответно нарастване на производителността. Първият фактор вероятно би довел до преходно и краткотрайно покачване на инфлацията, което може би ще премине бързо. Ето защо, ако не породи по-високи инфлационни

очаквания, това сътресение едва ли ще застраши особено ценовата стабилност в средносрочен план. В случая с прекомерно повишаване на заплатите е налице опасност да се образува самовъзпроизвеждаща се спирала по-високи разходи – по-високи цени – искания за по-високи заплати. За да се предотврати появата ѝ, най-добрата реакция е може би силно действие на паричната политика, което да препотвърди ангажимента на централната банка да поддържа ценова стабилност, допринасяйки по този начин за стабилизиране на инфлационните очаквания.

За да взема подходящи решения, Управителният съвет трябва да е напълно наясно с икономическата ситуация и да съзнава специфичния характер и мащаб на всякакви икономически трусове, застрашаващи ценовата стабилност.

ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

... и включва макроикономически прогнози

Макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата играят важна роля в контекста на икономическия анализ. Прогнозите, разработени от експертите, спомагат за структурирането и обобщаването на голям обем икономически данни и осигуряват съгласуваност между различните им източници. В това отношение те са важен елемент за прецизиране на оценката за икономическите перспективи и за краткосрочните до средносрочни колебания на инфлацията около нейния тренд.

КАРЕ 5.7 МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ПРОГНОЗИ ЗА ЕВРОЗОНАТА

Думата „прогнози“ изтъква, че оповестените предвиждания са резултат на сценарий, който се опира върху набор от основни технически допускания. По-специално, от юни 2006 г. насам прогнозите на Евросистемата се основават на техническата хипотеза, че краткосрочните пазарни лихвени проценти се движат успоредно с пазарните очаквания, а не, както се смяташе преди, че остават постоянни за срока на прогнозата.

Макар че подобни прогнози често се използват, за да могат хората, които вземат решенията за паричната политика, да бъдат най-добре информирани за резултатите от възможни бъдещи сценарии, това не означава непременно, че сценарият ще се осъществи в действителност. Макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата относно инфлацията не бива в никакъв случай да се възприемат като съмнение в ангажимента на Управителния съвет да поддържа ценова стабилност в средносрочен план. Хората, които определят заплати и цени (т.е. правителството, предприятията, домакинствата) трябва да приемат количествената дефиниция на ЕЦБ за ценова стабилност и особено на целта на банката да поддържа инфлацията

под, но близо до 2 % като най-добро предвиждане за средносрочната и дългосрочната ценова динамика.

Макар да изпълняват полезна роля, макроикономическите прогнози на експертите имат своите ограничения. Преди всичко, окончателната прогноза зависи в значителна степен от концептуалната рамка и от използваните техники. Всяка такава рамка неминуемо опростява действителността и е възможно понякога да изпусне от внимание основни въпроси, свързани с паричната политика. Второ, икономическите прогнози могат да представят само обобщено икономиката и не включват цялата релевантна информация. По-специално, важна информация като свързаната с паричните агрегати се включва трудно в рамката, която се използва за изработването на прогнозите; възможно е също информацията да се промени след финализирането на прогнозите. Трето, в прогнозите неизменно се влагат възгледите на експертите, а може да има основателни причини за несъгласие с някои от тях. Четвърто, прогнозите винаги се основават на конкретни допускания, например за цените на петрола или за обменните курсове, а те може да се променят бързо и прогнозите да загубят актуалност.

Поради всички тези причини макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ играят важна, но не решаваща роля в стратегията на паричната политика на ЕЦБ. Управителният съвет ги подлага на преценка наред с още много информация и форми на анализ в двустълбовата рамка. Такива са паричният анализ, анализът на цените на финансовия ресурс, индивидуалните показатели и прогнозите на други институции. Управителният съвет не поема отговорност за прогнозите и не използва прогнозите на своите експерти като единствен инструмент за организирането и представянето на оценката.

ПАРИЧЕН АНАЛИЗ

Парите играят ролята на номинална котва

От набора подбрани основни показатели, които наблюдава и изучава отблизо, ЕЦБ откроява парите. Това решение отразява факта, че в средносрочен до дългосрочен план прирастът на паричната маса и инфлацията са тясно свързани (вж. също раздел 4.5). Тази всеобщо призната връзка осигурява на паричната политика солиден и надежден номинален стабилизатор отвъд обичайно приетия хоризонт за изработването на прогнози за инфлацията.

Ето защо отдаването на първостепенна роля на парите в стратегията е и средство за укрепване на средносрочната ѝ ориентация. Като взема решения за политиките и подлага на оценка последствията от тях – въз основа не само на краткосрочни признаци, произтичащи от анализа на икономическите и финансовите условия, но и на съображения за парите и ликвидността, – една централна банка действително може да гледа по-далеч от преходното въздействие на различните сътресения и да не се изкушава да следва курс на прекомерна действеност.

КАРЕ 5.8 ПАРИЧНИ АГРЕГАТИ

Като се има предвид, че много различни финансови активи са близки заместители и че естеството и особеностите на финансовите активи, транзакциите и платежните средства се променят с времето, не винаги е ясно как трябва да се дефинират парите и кои финансови активи към кое определение на парите принадлежат. Централните банки обикновено дефинират и наблюдават няколко парични агрегата.

Определенията на ЕЦБ за паричните агрегати в еврозоната се основават на хармонизирани дефиниции на парично-емисионния сектор и сектора на държателите на парични средства, както и на категориите задължения на парично-финансовите институции (ПФИ). Парично-емисионният сектор обхваща ПФИ – резиденти на еврозоната. Секторът на държателите на парични средства включва всички непарични финансови институции (НПФИ) – резиденти на еврозоната, с изключение на сектор *Държавно управление*.

Въз основа на теоретични съображения и емпирични проучвания и в съответствие с международната практика Евросистемата е дефинирала тесен паричен агрегат (M1), „междинен“ паричен агрегат (M2) и широк паричен агрегат (M3). Те се различават по степента на ликвидност на включените в тях активи.

M1 включва парите в брой, т.е. банкнотите и монетите, и салда, които могат незабавно да бъдат превърнати в пари или използвани за безналични плащания, например овърнайт-депозити.

M2 включва M1 плюс депозити с договорен матуритет до две години и депозити, платими с предизвестие до три месеца. Тези депозити могат да бъдат превърнати в елементи на тесните пари, но е възможно да са приложими известни ограничения, например необходимост от предварително предизвестие, санкции и такси.

M3 включва M2 и някои търгуеми инструменти, издадени от сектора на резидентни ПФИ. Такива търгуеми инструменти са споразуменията за обратно изкупуване, акции/дялове на фондове на паричния пазар и дългови ценни книжа с матуритет до две години (включително книжа на паричния пазар). Поради високата си ликвидност и ценова сигурност тези инструменти са близки заместители на депозитите. Благодарение на тяхното включване широките пари се влияят в по-малка степен от заместването между различни категории ликвидни активи в сравнение с по-тесните парични агрегати и са по-стабилни.

Наличностите от ликвидни активи, деноминирани в чужда валута, на резиденти на еврозоната могат да бъдат близки заместители на активите, деноминирани в евро. Ето защо паричните агрегати включват такива активи, ако ги държат ПФИ в еврозоната.

ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

КАРЕ 5.9 РЕФЕРЕНТНАТА СТОЙНОСТ НА ЕЦБ ЗА ПРИРАСТ НА ПАРИЧНАТА МАСА

За важната роля, отредена на парите в стратегията на ЕЦБ, свидетелства оповестяването на референтна стойност за нарастване на агрегата на широките пари М3. Изборът на М3 се основава на данните от редица емпирични проучвания, че този агрегат притежава желаните качества на стабилно търсене на пари, както и на водещ индикатор за бъдещата ценова динамика в еврозоната. Референтната стойност за нарастване на М3 е изчислена така, че да съответства на постигането на ценова стабилност. Значително или продължително отклонение на прираста на паричната маса спрямо референтната стойност в обичайни условия е знак за риск за ценовата стабилност в средносрочен план.

Референтната стойност се изчислява като отношение между (изменението на) прираста на паричната маса (ΔM), инфлацията (ΔP), реалния растеж на БВП (ΔYR) и скоростта (ΔV). Според това равенство, известно като „количественото уравнение“, изменението на паричната маса в икономиката се равнява на изменението на номиналните трансакции (което е приблизително равно на изменението на реалния БВП плюс изменението на инфлацията) минус изменението на скоростта (вж. също каре 4.3). Последната променлива се дефинира като скоростта, с която парите преминават от едно лице към друго, т.е. тя определя колко пари са необходими за обслужването на определено равнище на номинални трансакции.

Референтна стойност на прираста на паричната маса

За да покаже ангажираността си към паричния анализ и за да осигури критерий за оценката на паричната динамика, ЕЦБ оповести референтна стойност за агрегата на широките пари М3 (вж. каре 5.9).

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Референтната стойност изразява дефиницията на ценовата стабилност като годишно нарастване на ХИПЦ в еврозоната под 2%. Освен това отклонението от референтната стойност се основава на средносрочни допускания за потенциалния растеж на производството и тренда на скоростта на обращение на М3. През 1998 г. за средносрочния тренд на потенциалния растеж на БВП в еврозоната беше направено допускане за 2% – 2,5% годишно, отразявайки оценките на международни организации и на ЕЦБ. При изработването на допускане относно скоростта на обращение бяха използвани различни подходи, отчитайки линейни трендове и наличната информация от по-сложни модели на паричното търсене. В съвкупността си резултатите от тези подходи показват намаляване на скоростта на М3 от порядъка на 0,5% – 1% годишно. Въз основа на тези допускания през декември 1998 г. Управителният съвет определи референтна стойност на ЕЦБ от 4,5% годишно и оттогава тя не е променяна. Управителният съвет наблюдава валидността на условията и допусканията, на които се основава референтната стойност, и при необходимост съобщава промените в основополагащите допускания.



Тази референтна стойност (определена на 4,5 % през 1998 г.) се отнася за годишното нарастване на МЗ и се счита за съвместима с ценовата стабилност в средносрочен план. Ето защо референтната стойност представлява критерий за анализа на данните за паричната динамика в еврозоната. Поради средния до дълъг срок на паричната политика обаче няма пряка връзка между краткосрочната парична динамика и решенията за паричната политика. Ето защо паричната политика не реагира механично на отклоненията в нарастването на МЗ спрямо референтната стойност.

Анализ на специфични фактори

Една от причините за това е, че понякога паричната динамика може да бъде повлияна и от „специфични“ фактори, които са резултат от институционални промени, например изменения в данъчните разпоредби относно доходите от лихви или относно капиталовите печалби. Подобни специфични фактори може да доведат до промени в паричните наличности, тъй като домакинствата и предприятията ще реагират на промените в привлекателността на банковите депозити, включени в определението на паричния агрегат МЗ, в сравнение с алтернативни финансови инструменти. Паричната динамика в резултат на такива специфични фактори обаче не носи особена информация за ценовата динамика в по-далечен план. Ето защо паричният анализ на ЕЦБ се съсредоточава върху базовите парични тенденции, като включва подробна оценка на специфичните фактори и други сътресения, които влияят върху паричното търсене.

СЪПОСТАВЯНЕ НА ИНФОРМАЦИЯТА ОТ ДВАТА СТЬЛБА

За целите на решенията на Управителния съвет относно подходящата позиция на паричната

политика двустълбовият подход осигурява съпоставяне на резултатите на краткосрочния икономически анализ с резултатите от по-дългосрочния по ориентация паричен анализ. Както беше обяснено подробно по-горе, това съпоставяне гарантира, че паричната политика няма да пренебрегне важна за оценката на бъдещия ценови тренд информация. Използва се докрай взаимното допълване на двата стълба, тъй като това е най-добрият начин да се осигури последователното и ефективно използване на цялата релевантна информация за оценката на перспективите за цените, като така се улеснява и процесът на вземане на решения, и представянето им (вж. графиката по-долу). Този подход намалява риска от грешка в политиката поради предоверяване на един единствен показател, прогноза или модел. Като възприема диверсифициран подход към тълкуването на икономическите условия, стратегията на ЕЦБ цели приемането на солидна парична политика в несигурна среда.

ГРАФИКА: ОРИЕНТИРАНА КЪМ СТАБИЛНОСТ СТРАТЕГИЯ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА НА ЕЦБ



Източник: European Central Bank (2004), *The monetary policy of the ECB*, стр. 66.

ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

ПРОЗРАЧНОСТ И ОТЧЕТНОСТ

Изисквания за отчетност съгласно Договора

За да запази доверието към себе си, една независима централна банка трябва да обосновава открито и ясно действията си. Тя трябва също да се отчита пред демократични институции. Без да накърнява независимостта на ЕЦБ, Договорът за създаване на Европейската общност предвижда точни задължения за нейната отчетност.

ЕЦБ е задължена да съставя годишен доклад за своята дейност и за паричната политика за предходната и текущата година и да го представя на Европейския парламент, Съвета на ЕС, Европейската комисия и Европейския съвет. Европейският парламент може да проведе общо обсъждане по годишния доклад на ЕЦБ. Председателят на ЕЦБ и други членове на Управителния съвет могат, по искане на Европейския парламент или по своя инициатива, да изложат мненията си пред компетентни комисии на парламента. По принцип такива изслушвания се провеждат веднъж на тримесечие.

В добавка към това ЕЦБ е задължена най-малко веднъж на тримесечие да публикува доклади за дейността на ЕСЦБ. И накрая, ЕЦБ е задължена да публикува седмичен консолидиран финансов отчет на Евросистемата, който представя нейните парични и финансови трансакции през предходната седмица.

Комуникационна дейност на ЕЦБ

ЕЦБ всъщност се е ангажирала да направи много повече от изискванията за отчетност, заложи в Договора. Пример за този траен ангажимент е, че председателят излага съображенията за решенията на Управителния съвет на пресконференция

непосредствено след първото му заседание за месеца. Повече подробности за мнението на Управителния съвет за икономическото положение и изгледите за ценовата динамика се публикуват в Месечния бюлетин на ЕЦБ.¹³

Взаимоотношения с органите на ЕС

Член на Европейската комисия има правото да участва в заседанията на Управителния съвет и на Генералния съвет, но без право на глас. По правило Комисията се представлява от комисаря по икономически и финансови въпроси.

Връзката между ЕЦБ и Съвета на ЕС е реципрочна. От една страна председателят на Съвета на ЕС се кани на заседанията на Управителния съвет и Генералния съвет на ЕЦБ. Той може да внесе предложение за обсъждане в Управителния съвет, но няма право на глас. От друга страна председателят на ЕЦБ се кани на заседанията на Съвета на ЕС, когато той обсъжда въпроси, свързани с целите и задачите на ЕСЦБ. Освен в официалните и неофициалните заседания на Съвета Екофин (в чийто състав влизат министрите на икономиката и финансите на държавите-членки на ЕС), председателят участва в срещите на Еврогрупата (на министрите по икономическите въпроси и финансите на държавите от еврозоната).

ЕЦБ има и представител в Икономическия и финансов комитет – консултативен орган на Общността, който се занимава с широк диапазон от въпроси на икономическата политика в Европа.

¹³ Публикациите на ЕЦБ се разпространяват безплатно по заявка; могат да се ползват и на уебсайта на ЕЦБ (www.ecb.europa.eu), където има и връзки към уебсайтовете на националните централни банки на държавите-членки на ЕС.

5.4 ПРЕГЛЕД НА ОПЕРАТИВНАТА РАМКА НА ЕВРОСИСТЕМАТА

Оперативна рамка

Както беше посочено, Управителният съвет определя равнището на основните лихвени проценти на ЕЦБ. За да стигнат тези лихвени проценти до предприятията и потребителите, ЕЦБ разчита на посредничеството на банковата система. Когато ЕЦБ промени условията, при които взема и отпуска кредити на банките, е вероятно да се променят и условията, които банките предлагат на своите клиенти, т.е. на предприятията и потребителите. Наборът от инструменти и процедури на Евросистемата за транзакции с банковата система, които задействат процес на пренасяне на тези условия към домакинствата и предприятията, се нарича *оперативна рамка*.

Основни категории инструменти

Най-общо казано, банковата система на еврозоната се нуждае от ликвидност и разчита на рефинансиране от Евросистемата – отчасти поради необходимостта от банкноти, но донякъде и защото ЕЦБ изисква поддържането на известни минимални резерви по сметки в НЦБ. В този контекст Евросистемата действа като доставчик на ликвидност и посредством оперативната си рамка помага на банките да посрещат гладко и организирано нуждите си от такава.

Оперативната рамка на Евросистемата се състои от три основни елемента. Първо, ЕЦБ управлява условията за резервите на паричния пазар и насочва лихвените проценти на този пазар, като посредством *операции на открития пазар* осигурява на банките резерви, с които да посрещат нуждите си от ликвидност. Второ, на

банките се предлагат две *ликвидни улеснения с постоянен достъп* – пределно кредитно улеснение и депозитно улеснение, които в извънредни ситуации дават възможност за овърнайт-кредити или депозити. Тези улеснения са на разположение на банките както и когато пожелаят, макар че ползването на пределното кредитно улеснение изисква допустимо обезпечение. Трето, *изискването за минимални резерви* увеличава нуждите на банките от ликвидност. В допълнение към това, тъй като средната им продължителност е един месец, те могат да действат и като буфер срещу временни сътресения на паричния пазар, свързани с ликвидността, и по този начин да намалят колебанията на краткосрочните лихвени проценти.

Операции на открития пазар

Операциите на открития пазар, които съставляват първия елемент на оперативната рамка, се провеждат децентрализирано. Макар че ЕЦБ координира операциите, транзакциите се извършват от националните централни банки. Седмичната основна операция по рефинансиране е основен елемент в прилагането на паричната политика на ЕЦБ. Официалният лихвен процент, определен за тези операции, е сигнал за позицията на паричната политика, определена от Управителния съвет на ЕЦБ. Дългосрочните операции по рефинансиране също представляват сделки по отпускане на ликвидност, но се провеждат месечно и имат матуритет от три месеца. Операциите за фино регулиране се провеждат при необходимост за изглаждане на въздействието на неочаквани колебания в ликвидността или на извънредни събития върху лихвените проценти.



ЕЦБ се е ангажирала да надхвърли изискванията за отчетност, предвидени в Договора.

ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА



Когато ЕЦБ променя своите условия за банките, вероятно е условията за предприятията и потребителите също да се променят.

Критериите за допустимост на контрагентите в операции на Евросистемата са много широки: по принцип, потенциално допустими са всички кредитни институции, разположени в еврозоната. Всяка банка може да реши да бъде контрагент, ако за нея се отнасят изискванията на Евросистемата за задължителни резерви, ако е финансово стабилна и отговаря на конкретни оперативни критерии, за да може да извършва трансакции с Евросистемата. И широките критерии за контрагентите, и децентрализираните операции имат за цел да осигурят равнопоставеност на всички институции в еврозоната, така че те да могат да участват в операциите на Евросистемата, и допринасят за интегрираността на първичния паричен пазар.

Операциите на Евросистемата на открития пазар се провеждат като споразумения за обратно изкупуване (репо-сделки) или като обезпечени заеми. И в двата случая Евросистемата отпуска краткосрочните заеми срещу достатъчно обезпечение. Диапазонът на допустимите обезпечения е много широк и включва дългови ценни книжа в публичния и частния сектор, така че да се осигури широка база от обезпечения за контрагенти във всички държави от еврозоната. Нещо повече, възможно е презгранично използване на допустимите активи. Операциите на Евросистемата на открития пазар се организират във формата на аукциони, за да се осигури прозрачно и ефективно разпределение на ликвидността на първичния пазар.

Първостепенна характеристика на оперативната рамка е, че тя разчита на саморегулиращ се пазар, в който централната банка се намесва рядко. Интервенциите на централната банка на паричния пазар като цяло се ограничават до

основни операции по рефинансиране, които се провеждат седмично, и до значително по-малки ежемесечни дългосрочни операции по рефинансиране. През първите години от съществуването на ЕЦБ операциите за фино регулиране са рядкост.

Ликвидни улеснения с постоянен достъп и задължителни резерви

Двата важни инструмента, които допълват операциите на открития пазар – ликвидните улеснения с постоянен достъп и задължителните резерви – се прилагат главно за овладяване на колебанията в краткосрочните лихвени проценти на паричния пазар. Обикновено лихвените проценти по ликвидните улеснения с постоянен достъп са значително по-непривлекателни от лихвите на междубанковия пазар (+/- един процентен пункт спрямо лихвения процент по основните операции по рефинансиране). Това е сериозен стимул за банките да извършват трансакциите си на пазара и да използват ликвидните улеснения с постоянен достъп едва след като са изчерпали всички пазарни алтернативи. Тъй като банките винаги имат достъп до тези ликвидни улеснения, лихвените проценти по двата инструмента определят чрез пазарен арбитраж горен и долен праг на овърнайт пазарния лихвен процент (т.нар. EONIA). Следователно, двата прага определят коридора, в който може да варира EONIA. В този смисъл ширината на коридора следва да насърчава използването на пазара. Така на паричния пазар се въвежда важна структура, която ограничава колебанията на най-краткосрочните пазарни лихвени проценти (вж. графиката по-долу).

Задължителните резерви на една банка се изчисляват като част от резервната база, набор

НА ЕЦБ



Основна характеристика на рамката е, че тя разчита на саморегулиращ се пазар, на който намесата на централната банка е рядкост.

от балансови позиции по пасива ѝ (депозити, дългови ценни книжа и книжа на паричния пазар с матуритет до две години).

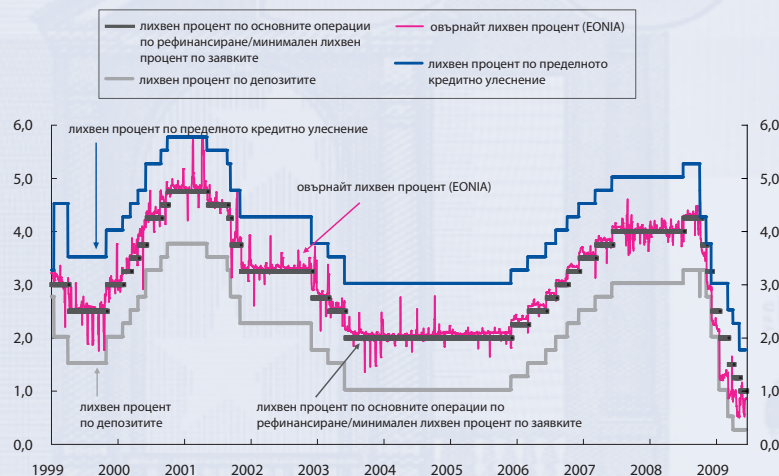
Системата на задължителните резерви определя изискваните минимални наличности по текущите сметки на банките при тяхната НЦБ. Съответствието се определя въз основа на средните дневни салда за период около един месец (наречен „период на поддържане“). Механизмът на усредняване осигурява на банките временна гъвкавост в управлението на резервите през периода на поддържане. Не е необходимо временните диспропорции в ликвидността да се покриват незабавно и така става възможно да се изгладят някои колебания в овърнайт лихвените проценти. (Ако например овърнайт лихвеният процент е по-висок от очаквания по-късно в периода на поддържане, банките могат да регистрират очаквана печалба, като отпускат заеми на пазара и отлагат изпълнението на изискването за задължителни резерви за по-късно през периода („заместване в рамките на периода“). Това регулиране на дневното търсене на резерви способства за стабилизиране на лихвените проценти.)

Наличностите в задължителни резерви се олихвяват по средния лихвен процент на търговете в основните операции по рефинансиране за периода на поддържане. Този лихвен процент е практически еднакъв със средния процент на междубанковия пазар при същия матуритет. Резерви над задължителните за месеца в текущите сметки на банките не се олихвяват. Това стимулира банките да управляват активно резервите си на пазара. Същевременно олихвяването на задължителните резерви избягва

риска те да бъдат бреме за банките или да възпрепятстват ефективното разпределение на финансовите ресурси.

Задължителните резерви служат като буфер срещу сътресения в ликвидността. Колебанията на резервите около задължителното минимално равнище поемат сътресенията в ликвидността, без това да повлияе особено върху пазарните лихвени проценти. Затова не се налага централната банка да се намесва извънредно на паричния пазар, за да стабилизира пазарните лихвени проценти.

ГРАФИКА: ЛИХВЕНИ ПРОЦЕНТИ НА ЕЦБ И ЛИХВЕНИ ПРОЦЕНТИ НА ПАРИЧНИЯ ПАЗАР



Източник: ЕЦБ. Последни наблюдения: 16 юни 2009 г.

РЕЧНИК

Бартер

Взаимна размяна на стоки и услуги срещу други стоки и услуги, без да се използват пари като разменно средство. Обикновено е необходима взаимна нужда от разменяните стоки или услуги.

Генерален съвет

Един от органите за вземане на решения на ЕЦБ. Състои се от председателя и заместник-председателя на ЕЦБ и управителите на всички НЦБ на държавите-членки на ЕС.

Дефлация

Устойчиво спадане на общото равнище на цените, т.е. на индекса на потребителските цени, в продължителен период от време.

Евროзона

Зона, съставена от държавите-членки на Европейския съюз, които са приели еврото като единна валута.

Европейска система на централните банки (ЕСЦБ)

ЕЦБ и НЦБ на всички държави-членки на ЕС, независимо от това дали са приели еврото.

Европейска централна банка (ЕЦБ)

Създадена е на 1 юни 1998 г. Намира се във Франкфурт на Майн, Германия. ЕЦБ е ядрото на Евросистемата.

Евросистема

ЕЦБ и НЦБ на държавите-членки, които вече са приели еврото.

Изпълнителен съвет

Един от органите за вземане на решения на ЕЦБ. Състои се от председателя и заместник-председателя на ЕЦБ и още четирима членове, назначени с общото съгласие на държавните или правителствени ръководители на държавите-членки на ЕС, приели еврото.

Индекс на потребителските цени

Съставя се веднъж месечно въз основа на така наречената „пазарна кошница“. В еврозоната се използва Хармонизираният индекс на потребителските цени (ХИПЦ), като статистическата методика е хармонизирана във всички държави.

Инфлация

Повишаване на общото равнище на цените, т.е. на индекса на потребителските цени, в продължителен период от време.

Лихвен процент

Процентът на допълнителните пари, които ще получите, ако дадете някому заем (или ако съхранявате парите си в банката), или процентът на допълнителните пари, които трябва да изплатите, ако вземете заем (в допълнение към получения заем).

Парична база

В еврозоната паричната база се състои от парите (банкноти и монети) в обращение, резервите, които държат контрагентите при Евросистемата, и средствата, депозирани по депозитното улеснение. Това са пасиви по баланса на Евросистемата. Резервите могат допълнително да се разделят на задължителни и свръхрезерви. В системата на минимални резерви на Евросистемата контрагентите са длъжни да поддържат задължителни резерви в НЦБ. Освен тези задължителни резерви кредитните институции обикновено държат при Евросистемата само малки доброволни свръхрезерви.

Стратегия на паричната политика

Цялостният подход към провеждането на паричната политика. Основните характеристики на стратегията на паричната политика на ЕЦБ са: количествено определение на първостепенната цел – ценова стабилност, и аналитична рамка, основана на два стълба – икономически и паричен анализ. Освен това стратегията включва общи принципи за провеждането на паричната политика, например принципа на средносрочната ориентация. Стратегията съставлява основата за общата оценка, която Управителният съвет извършва на рисковете за ценовата стабилност, и за решенията му за паричната политика. Тя осигурява и рамката за разясняване на решенията по паричната политика пред обществеността.

Трансмисионен механизъм на паричната политика

Процесът, чрез който решенията за паричната политика влияят върху икономиката като цяло и върху равнището на цените в частност.

Управителен съвет

Висшият орган за вземане на решения на ЕЦБ. Съставен е от всички членове на Изпълнителния съвет на ЕЦБ и управителите на НЦБ на държавите, които са приели еврото.

Ценова стабилност

Поддържането на ценова стабилност е първостепенната задача на Евросистемата. Управителният съвет на ЕЦБ определя ценовата стабилност като „годишно нарастване на ХИПЦ за еврозоната с не повече от 2 %“. Той пояснява също, че в рамките на тази дефиниция се стреми да поддържа годишния темп на инфлация под, но близо до 2 % в средносрочен план.



БИБЛИОГРАФИЯ



- Bordo, M. D. and B. Eichengreen, (1993)**, A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform, The University of Chicago Press.
- Davies, G. (1994)**, A History of Money: From Ancient Times to the Present Day, University of Wales Press, Cardiff.
- European Central Bank (1998)**, A stability-oriented monetary policy for the ESCB, ECB Press Release, 13 October, <http://www.ecb.europa.eu>
- European Central Bank (1998)**, The quantitative reference value for monetary growth, ECB Press Release, 1 December, <http://www.ecb.europa.eu>
- European Central Bank (1999)**, The stability-oriented monetary policy strategy of the Eurosystem, Monthly Bulletin, January.
- European Central Bank (1999)**, Euro area monetary aggregates and their role in the Eurosystem's monetary policy strategy, Monthly Bulletin, February.
- European Central Bank (1999)**, The operational framework of the Eurosystem: description and first assessment, Monthly Bulletin, May.
- European Central Bank (1999)**, The implementation of the Stability and Growth Pact, Monthly Bulletin, May.
- European Central Bank (1999)**, The institutional framework of the European System of Central Banks, Monthly Bulletin, July.
- European Central Bank (2000)**, Monetary policy transmission in the euro area, Monthly Bulletin, July.
- European Central Bank (2000)**, The two pillars of the ECB's monetary policy strategy, Monthly Bulletin, November.
- European Central Bank (2000)**, Issues arising from the emergence of electronic money, Monthly Bulletin, November.
- European Central Bank (2000)**, The Eurosystem and the EU enlargement process, Monthly Bulletin, February.
- European Central Bank (2001)**, Monetary policy-making under uncertainty, Monthly Bulletin, January.
- European Central Bank (2001)**, Framework and tools of monetary analysis, Monthly Bulletin, May.
- European Central Bank (2001)**, Measures of underlying inflation in the euro area, Monthly Bulletin, July.
- European Central Bank (2001)**, Issues related to monetary policy rules, Monthly Bulletin, October.
- European Central Bank (2001)**, The monetary policy of the ECB.
- European Central Bank (2001)**, Monetary analysis: tools and applications, <http://www.ecb.europa.eu>
- European Central Bank (2002)**, List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves, <http://www.ecb.europa.eu>
- European Central Bank (2002)**, Enhancements to MFI balance sheet and interest rate statistics, Monthly Bulletin, April.
- European Central Bank (2002)**, The Eurosystem's dialogue with EU accession countries, Monthly Bulletin, July.
- European Central Bank (2002)**, The accountability of the ECB, Monthly Bulletin, November.
- European Central Bank (2002)**, Transparency in the monetary policy of the ECB, Monthly Bulletin, November.
- European Central Bank (2003)**, Measures to improve the efficiency of the operational framework for monetary policy, ECB Press Release, 23 January.
- European Central Bank (2003)**, Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, <http://www.ecb.europa.eu>
- European Central Bank (2003)**, The outcome of the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, Monthly Bulletin, June.
- European Central Bank (2003)**, Measures to improve the collateral framework of the Eurosystem, Public consultation, 11 June, <http://www.ecb.europa.eu>
- European Central Bank (2003)**, Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications, September.

- European Central Bank** (2004), The monetary policy of the ECB, <http://www.ecb.europa.eu>
- European Central Bank** (2006), Convergence Report, May, <http://www.ecb.europa.eu>
- European Monetary Institute** (1997), The single monetary policy in Stage Three: specification of the operational framework, January.
- European Monetary Institute** (1998), The single monetary policy in Stage Three – general documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures, September, <http://www.ecb.europa.eu>
- Issing, O.** (1994), Geschichte der Nationalökonomie, Vahlen Verlag.
- Issing, O.** (2007), Einführung in die Geldtheorie, 14. Auflage, Vahlen Verlag.
- Issing, O., V. Gaspar, I. Angeloni and O. Tristani** (2001), Monetary policy in the euro area: strategy and decision-making at the European Central Bank, Cambridge University Press.
- McCandless, G. T. and W. E. Weber** (1995), Some Monetary Facts, Federal Reserve of Minneapolis Review, Vol. 19, No. 3, pp. 2–11.
- Papademos, L.** (2003), The contribution of monetary policy to economic growth, Speech delivered at the 31st Economics Conference, Vienna, 12 June 2003, <http://www.ecb.europa.eu>
- Papademos, L.** (2004), Policy-making in EMU: strategies, rules and discretion, Speech given at the Banco de España, Madrid, 19 April 2004, <http://www.ecb.europa.eu>
- Scheller, H.-P.** (2004), The European Central Bank – History, Role and Functions.
- Trichet, J.-C.** (2004), Key issues for monetary policy: an ECB view, Keynote address at the National Association of Business Economics, Philadelphia, 5 October 2004, <http://www.ecb.europa.eu>
- Trichet, J.-C.** (2004), A stability-oriented monetary policy as a necessary condition for long-term growth, Speech given at the UNICE Competitiveness Day, Brussels, 9 December 2004, <http://www.ecb.europa.eu>

© Европейска централна банка, 2009 г.

Адрес Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Germany

**Пощенски
адрес** Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main, Germany

Телефон +49 69 1344 0

Уебсайт <http://www.ecb.europa.eu>

Факс +49 69 1344 6000

Автор Дитер Гердесмайер

ДИЗАЙН Александер Вайлер, Visuelle Kommunikation
Hünstetten, Germany

Фотографии Андреас Пангерл Корбис
Европейска централна банка
Image Source, Джейн М. Сойър, Photos.com

Всички права запазени.

Разрешава се възпроизвеждането с образователна и нетърговска цел при изрично позоваване на източника.

ISBN (електронно издание) 978-92-899-0406-3

