

---

# СТАБИЛИЗАЦИОННА РОЛЯ НА МАКРОИКОНОМИЧЕСКАТА ПОЛИТИКА ПО ВРЕМЕ НА COVID-19 КРИЗАТА

---

**Вениамин П. Тодоров<sup>1</sup>**

<sup>1</sup>Икономически университет – Варна, България

**E-mail:** [1vntodorov@ue-varna.bg](mailto:1vntodorov@ue-varna.bg)

**Резюме:** Изследването се фокусира върху стабилизационната макроикономическа политика, анализирайки ролята ѝ по време на икономическа криза, предизвикана от COVID-19 пандемията. Внимание се обръща както на паричната, така и на фискалната политика. Използват се данни за макроикономическата активност, инфлацията, строгостта на ограничителните мерки, равнището на несигурността, степента на финансов стрес за финансовата система и др. Проверяват се две хипотези, формулирани по следния начин. Първата заявява, че с оглед на особеностите на COVID-19 екзогенния шок беше налице необходимост от бърза и решителна реакция чрез стабилизационната макроикономическа политика. Втората хипотеза твърди, че експанзионистичната макроикономическа политика е изиграла ключова роля за излизането от COVID-19 рецесията и преминаването към процес на възстановяване на икономиките. И двете хипотези се потвърждават.

**Ключови думи:** стабилизационна макроикономическа политика, парична политика, фискална политика, COVID-19 екзогенен шок.

Тази статия се **цитира**, както следва: **Тодоров, В.** (2023). Стабилизационна роля на макроикономическата политика по време на COVID-19 кризата. Народностопански архив, (3), с.72-88.

**URL:** [nsarhiv.uni-svishtov.bg](https://nsarhiv.uni-svishtov.bg)

**DOI:** <https://doi.org/10.58861/tae.ea-nsa.2023.3.05.bg>

**JEL:** E32, E52, E62, E63.

\* \* \*

## Въведение

**Н**еочакваното проявление на COVID-19 пандемията и отражението, което тя имаше върху макроикономическата активност и динамиката на бизнес цикъла, поставиха много въпроси от гледна точка на динамиката на деловия цикъл и управлението на подобни кризи. Един от водещите въпроси е по отношение на макроикономическата политика и по-конкретно по какъв начин трябва да се гледа на стабилизационната роля на паричната и фискалната политика при разгръщането на екзогенен шок.

Настоящото изследване се фокусира именно върху стабилизационната макроикономическа политика, анализирайки ролята ѝ по време на икономическа криза, предизвикана от COVID-19 пандемията. Вниманието се обръща както на паричната, така и на фискалната политика. По отношение на последната в анализа конкретно са включени Европейската централна банка (ЕЦБ), Федералният резерв, Централната банка на Обединеното кралство, Резервната банка на Австралия и Канадската централна банка.

За да се извърши подобен тип обобщаващо изследване, е необходимо да мине известен период. Това е нужно, за да може да се излезе от конкретната ситуация и да се погледне „отгоре“ върху това, което се е случило. Към настоящия момент (юни 2023 г.) официален край на пандемията като извънредна ситуация за общественото здраве е вече обявен. Това Световната здравна организация направи на 5 май 2023 г., което дава един добър хоризонт за по-генерална оценка на ролята на стабилизационната макроикономическа политика.

В хода на изследването се проверяват две хипотези, които са формулирани по следния начин.

- **Хипотеза 1.** С оглед на особеностите на COVID-19 екзогенния шок беше налице необходимост от бърза и решителна реакция чрез стабилизационната макроикономическа политика.
- **Хипотеза 2.** Експанзионистичната макроикономическа политика е изиграла ключова роля за излизането от COVID-19 рецесията и преминаването към процес на възстановяване на икономиките.

В анализа се използват данни за макроикономическата активност, инфлацията, строгостта на ограничителните мерки, равнището на несигурността, степента на финансов стрес за финансовата система и др. Засягат се различни икономики, между които тези на САЩ, еврозоната, Австралия, Канада, Обединеното кралство и др. Цитират се емпирични изследвания, които се базират и на по-широк странови обхват.

## 1. Възможни обяснения за стабилизирането на икономиките след COVID-19 екзогенния шок

След неочакваното му проявление COVID-19 екзогенният шок има сериозно влияние върху макроикономическата активност и променя посоката на бизнес цикъла. От икономики, намиращи се във фаза на подем, еврозоната и САЩ преминават през инфлексна точка, за да навлязат в рецесия, проявяваща се през първите две тримесечия на 2020 г.

Измененията в краткосрочното макроикономическо равновесие водят до спад на реалния БВП. Според сезонно изгладените данни на Евростат свиването на равновесното производство за първото тримесечие в еврозоната е в размер на 3,4% спрямо предходното тримесечие. За второто спадът е вече със значителните 11,5%.

В същото време сезонно коригираните данни на Бюрото за икономически анализ<sup>1</sup> на САЩ дават представа за процесите в американската икономика. Там спадът е 4,6% през първото тримесечие. За следващите три месеца равновесният фактически БВП се съкращава с изключителните 29,9%, което представлява най-големия спад за икономиката на САЩ от близо век. Подобно намаляване на макроикономическата активност за конкретно тримесечие не се е наблюдавало нито по време на финансовата криза от 2007–2009 г., нито по време на „дот-ком“ балона (dot-com bubble), нито при повишаването на цените на петрола през 70-те и 80-те години на XX в., нито дори по време на Втората световна война.

Така анализът на данните води до извода, че COVID-19 рецесията е много дълбока. В същото време по-нататъшното изследване на стойностите показва, че тя не е продължителна, защото отново се преминава през инфлексна точка и започва процесът на *възстановяване на стопанската активност*. През втората половина на 2020 г. и 2021 г. икономиките се връщат към положителен прираст на реалното производство. По-бързо възстановителният процес се разгръща в американската икономика с увеличение от 35,3% за третото тримесечие на 2020 г., 3,9% за четвъртото и положителни стойности за всяко едно от тримесечията на 2021 г. В еврозоната макроикономическата активност се променя по бавно – с 12,4% за третото тримесечие на 2020 г., като в следващите две почти не е налице изменение. През второто тримесечие на 2021 г. изменението е вече 2%, като положителните величини продължават и след това.

---

<sup>1</sup> В българската литература често наименованието на институцията е записвано с множествено число на последната дума, т.е. „анализи“. От гледна точка на оригиналното име обаче е по-коректно да се използва единствено число, т.е. „анализ“.

Тук трябва да се обърне внимание, че връщането към възходящата динамика на деловия цикъл не означава, че влиянието на SARS-CoV-2 пандемията е напълно елиминирано. Пречупването на динамиката на бизнес цикъла означава, че основната част от краткосрочното негативно влияние на пандемията е преодоляно, макар и не в степен, която позволява да е направено заключение за напълно премахване на отраженията върху макроикономическата активност, която би била по-висока без тези въздействия.

Положителната промяна е видна не само от цялостните данни, но и от конкретните показатели, свързани с домакинствата и фирмите. По-подробният анализ излиза извън обхвата на настоящото изследване, но могат кратко да се посочат някои наблюдения.

- Официалните данни на Евростат и на Бюрото за икономически анализ показват, че за четвъртото тримесечие на 2020 г. спрямо последното тримесечие на 2019 г. не е налице голямо изменение в трудовите възнаграждения. Така въпреки негативния първоначален шок домакинствата по някакъв начин са били запазени по отношение на доходите си.
- Същото се вижда и за фирмената печалба. Оперирацията излишък, част от доходното изчисляване на БВП, не търпи големи изменения на годишна база.
- Към това може да се добави и липсата на увеличение на фалитите – нещо, което се отчиташе като сериозна заплаха и изглеждаше много вероятно в началото на рецесията. Данните на OECD (2021) показват, че за много от икономиките в ОИСР дори е налице намаляване броя на фалитите. Изследванията също го доказват. Collins-Thompson (2021) например показва за американската икономика, че в началните месеци на рецесията броят на фалитите се е увеличил, но след това е спаднал и общо за годината не е налице увеличение.

Така се стига до въпроса, какви са възможните обяснения за стабилизирането на икономиките след COVID-19 екзогенния шок. Най-общо **алтернативите са две** и като концепции, свързани с деловия цикъл и динамиката на макроикономическото равновесие, те не са нови.

**Първо**, възстановяването на икономиките през 2020 и 2021 г. би могло да бъде в резултат на **автоматичните приспособителни механизми**, които са част от макроикономическата система.

**Второ**, като водеща причина за възстановителните процеси може да се посочи **стабилизационната макроикономическа политика**.

Първото обяснение предполага свободно функционираща макроикономическа система на базата на гъвкави пазари, които да могат да

абсорбират негативните ефекти и да ги преодолеят. Дали това е резонно обяснение във връзка с COVID-19 екзогенния шок? Дали това е логичната причина за промяната на динамиката на бизнес цикъла под формата на пречупване на негативната тенденция и преминаване към положителна посока на краткосрочното макроикономическо развитие?

От една страна, тезата за изконно стабилна макроикономическа система, която съдържа в себе си механизмите сама да се приспособява и саморегулира, е силно дискуссионна. Съществуват много доказателства в противоположната посока, които дават основание не само на Дж. Кейнс, но и на много други изследователи след него да твърдят, че това не отговаря на истината.

От друга страна, реалностите на макроикономическия здравен шок са причина за парализиране на икономиките. В този смисъл влиянието на пандемията може да се види в две направления. Налице са преките здравни ефекти – промяната в поведението на здравите работници с цел предпазване от зараза, намаляването на работоспособността на болелите работници, съкращаването на работната сила поради леталния край на болестта в някои случаи. Към това се прибавя второто направление – различните мерки за овладяване и контрол на вълните на разпространение на заразата. Тяхното ограничително действие за икономиките по време на COVID-19 пандемията е под формата на изключително големи бариери пред нормалното функциониране на стопанската система, в това число не само производството, но и голяма част от останалите стопански дейности, включително и процеса на потребление и задоволяване на потребностите на домакинствата.

Ако се допусне, че макроикономическата система съдържа механизмите за автоматично възстановяване от здравния шок, то тогава трябва да се твърди, че тези допълнителни екзогенни ограничения вече не са били налице, което е дало възможност за разгръщането на автоматичните стабилизационни процеси.

За да се провери това, във връзка с преките здравни ефекти могат да се посочат различни показатели. За да не се измества фокусът на изследването могат, да се споменат два от тях, които са ключови – броят на новозаразените лица на дневна база и свръхсмъртността (*excess mortality*). Според официалната информация на Световната здравна организация (СЗО) най-големият брой на дневно заразените не е през първата половина на 2020 г. Стойностите след това до първата половина на 2022 г. включително са по-високи (World Health Organization, 2023).

По отношение на смъртността първите две тримесечия на 2020 също не са изключителни в сравнение със следващите до второто тримесечие на 2022 г. включително. Свръхсмъртността тук е подходящ

показател, защото той дава по-ясна представа за влиянието на COVID-19 пандемията, представяйки разликата между текущите стойности за смъртността и стойностите, считани за нормални на базата на историческите величини. Базата данни на The Economist (2023) показва чрез сравнима информация за страните, че последвалата свръхсмъртност е съпоставима и дори понякога по-висока, отколкото през първата половина на 2020 г.

Това води до *извода*, че не може да се твърди, че здравни ефекти са били сериозни само в началото на пандемията и когато те са били смекчени, икономиките са успели да се съвземат. Подобно твърдение не би кореспондираше с данните.

По отношение на второто направление – ограничителните мерки, е необходим измерител на тяхната строгост в отделните страни. Такъв беше съставен от група изследователи от Оксфордския университет (Hale et al., 2021) под наименованието Индекс на строгостта на COVID-19 мерките (COVID-19 Stringency Index). Той обобщава строгостта на мерките по отношение на 9 индикатора: затваряне на училища; затваряне на работни места; отменяне на публични събития; ограничения пред събиранията на обществени места; спиране на обществения транспорт; изисквания за оставане въщи; публични информационни кампании; ограничения за движението на хора в страната; ограничения за пътувания през граница.

Индексът приема стойности от 0 (за цялостна липса на ограничителни мерки) до 100 (максимална строгост на мерките) (Hale et al., 2021). Данните са дневни. Могат да се вземат ключови икономики – САЩ, Италия, Испания, Германия, Франция, Нидерландия, Гърция. Може да се добави и България, тъй като данни са налични, като това допълнително ще разшири обхвата.

Ако се приеме, че стойност под 40 показва сравнително ниска строгост на мерките, може да се провери кога за посочените икономики индексът слиза трайно (т.е. за поне два последователни месеца) под тази граница. Сравнението показва, че за всички посочени икономики без изключение дефинираното условие се изпълнява едва през 2022 г., а не преди това.

Въз основа на това *изводът* е, че не може да се твърди, че най-стриктните ограничения са били през първата половина на 2020 г. и намаляването им е довело до промяна на фазата на деловия цикъл. Причината за преобръщането на динамиката на бизнес цикъла не е намаляването на ограничителните мерки.

Вижда се, че екзогенните ограничения върху макроикономическата система са налице за продължителен период, а не само за времето на

COVID-19 рецесията. Това е валидно и за здравните ефекти, и за мерките за овладяване и контрол на вълните на разпространение на заразата. Така анализът води до следния **обобщаващ извод**. **Промяната в динамиката на бизнес цикъла и преминаването към фаза на възстановяване и подем не се дължи на смекчаването на екзогенните ограничения и задействането на автоматичните приспособителни механизми на макроикономическата система.**

Логичното следствие от този извод е, като водеща причина за възстановителните процеси да бъде посочена стабилизационната макроикономическа политика. При липсата на възможности за пазарна гъвкавост в условията на външно зададени бариери стабилизационната роля на паричната и на фискалната политика по време на COVID-19 кризата е голяма.

Този логичен извод се потвърждава от емпиричните изследвания. Heimberger (2023) използва данни за 28 развити икономики и обосновава тезата, че фискалната политика по време на пандемията е била антициклична. Chudik et al. (2021) прилагат threshold-augmented Global VAR модел за 33 страни, резултатите от който говорят за това, че фискалната политика е имала ключова роля за смекчаването на ефектите от COVID-19 екзогенния шок.

Deb et al. (2021) анализират данни за 52 икономики и достигат до заключението, че обявяването на различните мерки на фискалната политика е стимулирало икономическата активност, повишило е доверието и е намалило безработицата. Haroutunian et al. (2021) изследват фискалната експанзия в страните от еврозоната и намират доказателства за стимулиращата роля, която тя има.

Carvalho et al. (2021) моделират данни за 45 страни и изчисляват, че за всеки 1% увеличаване на публичните разходи е налице 1% повишаване на икономическата активност. На базата на конкретно макроикономическо моделиране Gourinchas et al. (2021) оценяват, че в глобален аспект фискалната политика е компенсирала 8% от спада на производството. Di Pietro (2020) изчисляват, че фискалните стимули в Италия са намалили с 25% негативното влияние на пандемията върху БВП.

Feldkircher et al. (2021) използват mixed frequency VAR модел с данни за индустриалното производство, безработицата, инфлацията, цените на акциите, лихвените спредове и др. във връзка с ефективността на паричната политика на Федералния резерв по време на COVID-19 пандемията. Резултатите показват, че монетарната политика е причина за повишаване на производството, увеличаване на цените на акциите,

подобряване на дългосрочните условия за финансиране и обезценяване на американския долар.

В публикация на Банката за международни разплащания се обединяват 21 изследвания, всяко посветено на конкретна страна и анализиращо взаимодействието между паричната и фискалната политика по време на пандемията (Bank for International Settlements, 2022). Разработките показват, че това взаимодействие е довело в отделните страни до положителен ефект върху макроикономическата активност, имайки ключова роля за преодоляването на рецесията.

## **2. Макроикономическата политика и особеностите на COVID-19 икономическия шок**

Неочакваното проявление на COVID-19 екзогенния шок постави с пълна сила тежестта за вземане на конкретни решения относно стратегия на действие на макроикономическата политика. В сърцето на тези решения стоеше изборът между активна или пасивна стратегия. Активната предполага реализирането на стабилизационната роля на паричната и на фискалната политика. В конкретния случай това трябваше да приеме формата на експанзионистичен парично-фискален микс.

Ключов е въпросът, доколко може да се говори за необходимост и обосновааност на подобна насоченост на макроикономическата политика, което е свързано и с една от формулираните в началото на изследването хипотези. За да се отговори на посочения въпрос и да се провери хипотезата, е нужно да се характеризират особеностите на кризата и средата, в която тя става факт.

Понятието „*екзогенен шок*“ тук е от изключителна важност. За разлика от много други, кризата, започнала през март 2020 г., не е резултат от последователни икономически процеси. Не става въпрос за естествен процес на еволюция на макроикономическата система. COVID-19 пандемията не може да се характеризира като причина за „съзидателно разрушение“ по начина, по който Йозеф Шумпетер вижда тази същностна системна характеристика в контекста на еволюционното стопанско развитие. Когато макроикономическата система действа неефективно, може да се говори за оздравителното влияние на кризите, защото те имат потенциала да доведат до по-добро функциониране на икономическите субекти и до по-голяма ефективност на стопанската дейност като цяло.

При COVID-19 кризата причината е външна за икономическата система и в този смисъл провеждането на стабилизационна макроико-



номическа политика не може да се разглежда като пречка пред естествения процес на коригиране на посоката на стопанските инициативи, водейки до това, неефективните икономически субекти или да успеят да подобрят икономическите си резултати, или да прекратяват своята дейност. Екзогенността на шока означава, че при тази криза няма полезно разрушаване или необходимост от „пречистване“ на икономиките, което евентуално да бъде възпрепятствано от намесата на фискалната и на паричната политика.

Към това се добавя коментираната по-горе **невъзможност на макроикономическата система да се приспособи автоматично**. Зададеното отвън парализиране на икономиките поради случващото се в здравната сфера и ограничителните мерки е нещо, което насочва именно към използването на активна стабилизационна политика като алтернатива.

В условията на COVID-19 екзогенния шок се вижда **необходимост** не от елиминиране на неефективните ендегенни причинители на кризата, а **от защита на ефективните икономически субекти**. В началото на кризата в отделните икономики има множество стопански субекти, които от икономическа гледна точка са направили необходимото през годините, за да могат да действат успешно, инвестирани са немалко в развитието си и дейността им е полезна. От друга страна, поставените по време на пандемията бариери са „изкуствени“ за макроикономическата система. По това време рискът е не само по отношение на загубата на отделни добре работещи фирми, а се простира до по-сериозни цялостни негативни ефекти в дългосрочен план, водещи до намаляване на производствения потенциал – т.е. ефектите, които оставят дългосрочни „белези“ (scarring effects).

Друг аспект е този, свързан със стимулите и идва от теорията за асиметричната информация, според която един от основните проблеми в икономическата дейност е моралният риск. Без да понасят последствията от неефективните си решения и действия, икономическите субекти ще имат стимул да продължават да действат по този начин. Евентуалното провеждане на експанзионистична парична и фискална политика би помогнало на подобен тип стопански агенти вместо да направи по-полезното – да ги остави да бъдат коригирани в поведението си от негативните последици. В този смисъл е необходимо, негативните ефекти да бъдат изпитани, а не те да бъдат спестявани. Защитаването на неефективните субекти би създавало стимули за допълнително увеличаване на неефективността в икономиката.

В условията на COVID-19 кризата обаче подобна логика не е в сила, защото появата ѝ не е резултат от натрупването на дисбаланси и

неефективната дейност на стопански субекти. В този смисъл **макроикономическа политика, насочена към преодоляване на COVID-19 шока, не предполага морален риск**. Посочването му като риск има своето място, когато се анализират проблеми на макроикономическата политика като типа политика „твърде голям, за да фалира“ (too-big-to-fail policy). Ангажираност на правителството и централната банка по отношение на спасяването на големите неефективни фирми (във финансовия и в нефинансовия сектор) може да доведе до сериозни негативни ефекти за икономиките, включително и кризи. Според някои изследователи например това е основната причина за корейската криза през 1997 г. При COVID-19 шока подобна опасност не съществува с оглед на това, че не е налице защита на неефективните или „виновни“ фирми, предизвикващи проблеми за икономиката, а е налице защита на стопанските субекти от ефекти, които имат външен за системата произход. Така случаят с пандемията не предполага морален риск и изкривяване на стимулите при предприемането на спасителни за икономиката мерки.

Друг аспект, който трябва да се вземе предвид, е равнището на несигурност като фундаментален елемент на макроикономическата среда. Тук може да се използва пазарният подход за оценяването ѝ чрез конкретни индекси. Такива са индексът CBOE Volatility Index на Чикагската борса (Chicago Board Options Exchange, CBOE), станал популярен със съкращението VIX, както и индексът въз основа на търговията на Eurex Exchange – EURO STOXX 50 Volatility Index, традиционно обозначаван с VSTOXX. На 20 февруари 2020 г. първият има стойност 17,08, а вторият е с величина 15,75. На 13 март стойностите са вече 82,69 за VIX и 85,62 за VSTOXX.

Това говори за изключително бързо и голямо повишаване на равнището на несигурност в американската и европейските икономики. Екзогенният шок е силно неочакван, икономическите субекти са неподготвени, ставащото е извън техните очаквания, изходът от ситуацията е неясен и последствията не могат с точност да се предвидят. Всичко това води до **много голяма несигурност, която изисква намеса от страна на стабилизиращата макроикономическа политика**.

Специално внимание трябва да се отдели на финансовия сектор с оглед на това, че финансовите кризи са едни от основните форми на влошаване на макроикономическата среда. Ефектът върху финансовата система може да се измери чрез показателите за финансов стрес (financial stress) за 2020 г. St. Louis Fed Financial Stress Index има стойност от –0,6247% на 14 февруари и достига 5,3145% на 20 март. Показателят New Composite Indicator of Systemic Stress за еврозоната от 0,0238 на 20 февруари се увеличава до 0,6779 на 18 март. Глобалният Office of

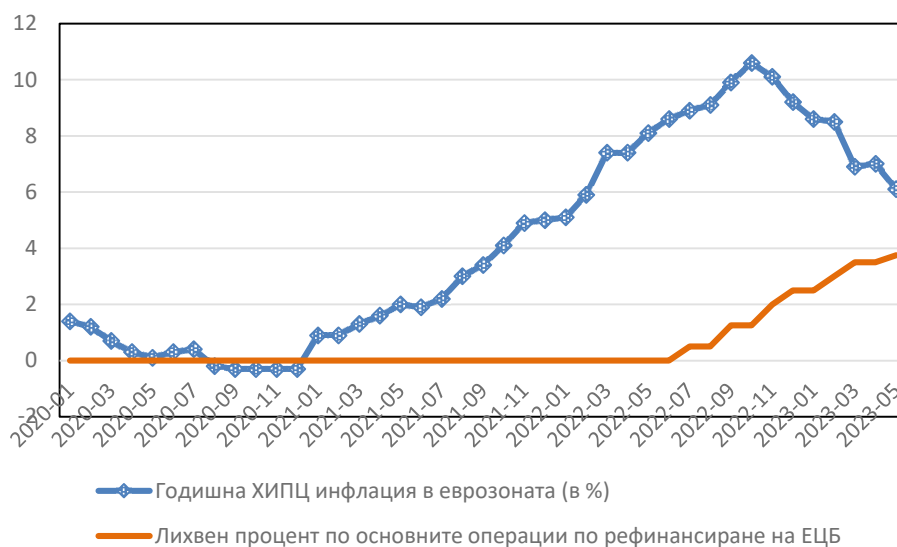
Financial Research Financial Stress Index на 14 февруари има стойност от – 3,804, а на 19 март тя е вече 10,266.

Всичко това говори за много бързо и значително като размер влошаване на ситуацията във финансовия сектор и огромно повишаване на риска от появата на финансова криза. Макроикономическата политика има ключово значение в подобни ситуации (Тодоров, 2012). С оглед на това *при COVID-19 кризата финансовата стабилност е функция на стабилизационната намеса чрез паричната и фискалната политика*. Нуждата от подобна бърза и решителна намеса е видна, защото излизането на финансовата система извън границите на финансовата стабилност означава допълнително още по-сериозно намаляване на макроикономическата активност и изостряне на рецесионните процеси.

### **3. Слабости на проведената макроикономическа политика**

Полезните ефекти от стабилизационната парична и фискална политика вече бяха подчертани, но те не означават, че трябва да се даде положителна оценка на всичко, което се реализира от централните банки и правителствата в хода на COVID-19 пандемия. Анализът не би бил пълен и достатъчно критичен, ако не се обърне внимание на конкретни слабости при провеждането на политиката за изглаждане на големите краткосрочни отклонения в макроикономическата активност. Идентифицирането на подобни слабости дава възможност за усъвършенстване на процеса на водене на стабилизационната политика с оглед на особеностите на влиянието на екзогенните шокове върху динамиката на бизнес цикъла.

По-горният анализ показва, че решителната и бърза намеса на централните банки при преминаването към рецесионна фаза на деловия цикъл през първите две тримесечия на 2020 г. е реакция на макроикономическата политика, която има положително влияние върху стопанската активност. Дали обаче последвалата парична политика се характеризира със същата гъвкавост и адекватност спрямо променящото се краткосрочно макроикономическо равновесие?



Източник: Евростат и Европейската централна банка.

**Фигура 1. Фактическа ХИПЦ инфлация в еврозоната и лихвено равнище по основните операции по рефинансиране на ЕЦБ за периода януари 2020 – май 2023 г. (месечни данни)**

Ярък пример в това отношение е паричната политика в еврозоната. Фигура 1 представя динамиката на годишната инфлация в еврозоната, измерена чрез използвания от ЕЦБ Хармонизиран индекс на потребителските цени (ХИПЦ). Паралелно с това е дадена посоката на монетарната политика на Банката чрез ключовото лихвено равнище по основните операции по рефинансиране (main refinancing operations rate). Данните потвърждават необходимостта от експанзионистична политика по време на рецесията, но също така показват закъснялата реакция спрямо повишаващото се от началото на 2021 г. ценово равнище. Сериозното и бързо увеличаване на паричното предлагане има полезно действие първоначално, но при достигането на симетричната цел от 2% инфлация и продължаващото значително нарастване на цените си проличава нуждата от смяна на посоката на политиката.

Евросистемата винаги е имала йерархичен мандат с приоритет ценовата стабилност. В същото време за целия период на съществуване на общата парична политика в рамките на третия етап на Икономическия и паричен съюз инфлационните стойности никога дори не са се доближавали до двуцифрени стойности. **Необходимостта от преминаване към рестриктивна парична политика** дълго време беше отричана от Управителния съвет на ЕЦБ, чиято официална позиция беше, че

инфлационният натиск е временен и не изисква конкретни дискреционни мерки<sup>2</sup>. Времето показва погрешността на тази преценка. След като една централна банка рязко увеличи ликвидността в паричния сектор, е нужно, навреме да се реагира в обратната посока с цел избягване на негативните ефекти от появата на висока инфлация. Цялостният мандат и парична стратегия на ЕЦБ са базирани на този баланс.

Паричните стратегии на други водещи централни банки като Федералния резерв (Фед), Централната банка на Обединеното кралство (ЦБОК), Резервната банка на Австралия (РБА) и Канадската централна банка (КЦБ) също отреждат ключова роля на поддържането на ценовата стабилност. В сравнителен план може да се твърди, че в тези страни също не се показва достатъчна гъвкавост, за да се отговори адекватно чрез ограничаването на инфлационните процеси. Темповете на инфлацията в тези икономики следват подобна възходяща динамика от 2021 г. В същото време преминаването към рестриктивна парична политика става едва през март 2022 г. за Фед и за КЦБ и през май за РБА. Най-бърза е реакцията на ЦБОК – на 16 декември 2021 г., а най-късна е тази на ЕЦБ – на 27 юли 2022 г.

При фискалния отговор на кризата също не липсват слабости. Проследяването на начина, по който се реализира стабилизационната бюджетна политика, показва, че не се използва по най-добрия начин предимството спрямо паричната политика по отношение на прецизността. Купуването на активи, увеличаването на ликвидността и намаляването на краткосрочните и/или дългосрочните лихвени равнища от страна на централните банки има общо отражение върху стопанските субекти. Фискалните мерки могат да бъдат много по-насочени и прецизни, като бъдат дозирани по отношение на по-силно или по-слабо засегнатите сектори, както и по отношение на по-силно или по-слабо засегнатите географски региони в икономиката. Това не се използва достатъчно добре по време на пандемията. В условията на екзогенния шок някои правителства прилагат масов подход, без да се вземе в достатъчна степен предвид нуждата на отделните субекти от фискална подкрепа. Така **таргетирането на бюджетните мерки не се реализира оптимално**. Средства се насочват и към сравнително незасегнати от пандемията стопански единици, което представлява неефективност при дискреционната намеса.

Това се потвърждава емпирично от Gourinchas et al. (2021), които изследват особеностите на фискалните мерки по време на COVID-19

---

<sup>2</sup> Виж например

<https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2022/html/ecb.mg220407~8e7069ffa0.en.html>

кризата на базата на данни за 50 сектора в 27 икономики. Те достигат до заключението че „фискалната политика е зле таргетирана: повечето от изразходваните средства са получени от фирми, които не са се нуждаели от тях.“. Към това трябва да се добави и дискусията за целесъобразността на специфични субсидии, като тези в енергийния сектор – по отношение на това доколко са необходими и съответно в каква степен като размер (Gercheva, 2021).

Освен фирмите бенефициенти има и друг свързан аспект – фискалната подкрепа към домакинствата. Тук идеята, която е приложена по време на пандемията, цели защита на доходите в необичайните условия, което е в подкрепа на потреблението като елемент на съвкупното търсене. Murphy, С. (2023) намира емпирични доказателства за **наличието на свръхкомпенсиране** (over-compensation) **чрез бюджетните мерки**. Според неговите изчисления за австралийската икономика за всеки \$1 изгубен доход от частния сектор са дадени \$2 като фискална компенсация.

Друга слабост може да бъде намерена по отношение на конкретен бюджетен инструмент – някои правителства по време на пандемията **използват публични инвестиции като стабилизационна мярка**. Това са разходи, чието реализиране се осъществява за продължителен период. Подобни мерки се прилагат и на наднационално ниво в рамките на бюджета и финансирането от ЕС. Не това обаче е необходимо по време на екзогенния шок, тъй като е налице нужда от краткосрочно стабилизиране, а не дългосрочна политика за икономически растеж след години. Стабилизационната политика е свързана с краткосрочно подпомагане, което да смекчи ефектите от кризата и да защити икономическите субекти от непосредствените негативни ефекти.

По този начин **фискалната политика**, подобно на паричната, **закъснява с промяната на посоката**. Допълнителните и продължителни разходи заедно с продължителната експанзионистична политика по изчисленията на Murphy, С. (2023) водят до свръхтърсене (excess demand), което от своя страна води до увеличаване на инфлацията с 3% на годишна база. Това, според Murphy, е комбинирано с изкривяване на икономическите стимули и създаване на неравенства като фискален ефект. В друго изследване на de Soyres et al. (2022) от Федералния резерв се изчислява, че фискалният стимул е добавил 2,5% към инфлацията в САЩ.

Всичко това води и до влошаването на друг нежелан **проблем** – този с **фискалната устойчивост**. Краткосрочните мерки натоварват сериозно държавните бюджети и повишават дълговото бреме. Поемането на по-големи дългосрочни ангажименти допълнително увеличава рис-

ковете за появата на дългови проблеми и суверенни дългови кризи в бъдеще.

### Заклучение

Изследването на ролята на стабилизационната макроикономическа политика по време на икономическа криза, предизвикана от COVID-19 пандемията, води до извеждането на конкретни изводи. Някои от тях вече бяха формулирани в текста по-горе. В заключителната част обаче трябва да се направят изводи и обобщение относно проверяваните хипотези.

*Хипотеза 1*, която заявява, че с оглед на особеностите на COVID-19 екзогенния шок беше налице необходимост от бърза и решителна реакция чрез стабилизационната макроикономическа политика, **се потвърждава**.

Като шок, който е с неикономически произход, той поставя икономиките в по-различни макроикономически условия като въвеждането на „изкуствени“ от икономическа гледна точка бариери пред стопанската дейност, липсата на необходимост от оздравителен икономически ефект от кризата чрез елиминирането на неефективните икономически агенти, нуждата от защита на ефективните стопански субекти, липсата на морален риск при провеждането на евентуална стабилизационна парична и фискална политика, огромното повишаване на несигурността, поставянето на финансовата система пред голямо напрежение, придвижващо я към излизане от границите на финансовата стабилност и др. Така рязкото голямо и много бързо влошаване на макроикономическата среда и свиването на макроикономическата активност поставят необходимостта от бърза и решителна стабилизационна реакция на макроикономическата политика.

*Хипотеза 2*, която твърди, че експанзионистичната макроикономическа политика е изиграла ключова роля за излизането от COVID-19 рецесията и преминаването към процес на възстановяване на икономиките, **също се потвърждава**.

Анализът показва, че не може да се твърди, че здравни ефекти са били сериозни само в началото на пандемията, нито пък че най-стриктните ограничения са били през първата половина на 2020 г. Това означава, че двата канала на влияние не са били премахнати, което да задейства автоматичните приспособителни механизми на макроикономическата система. За промяна на фазата на деловия цикъл решаващо значение има влиянието на експанзионистичния парично-фискален микс, приложен от централните банки и правителствата.

### Използвани източници

- Тодоров, В. (2012). Финансова стабилност и макроикономическа политика (Макроикономическа политика за поддържане на финансовата стабилност в условията на асиметрия на информацията). Дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „доктор“, Варна.
- Bank for International Settlements (2022). The Monetary-Fiscal Policy Nexus in the Wake of the Pandemic. BIS Papers No 122, Monetary and Economic Department. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap122.pdf>
- Carvalho, L., Cardomingo, M, & Toneto, R. (2021). Saving Lives and the Economy: The Role of Fiscal Policy in the Covid-19 Recession. 25th FMM Conference: Macroeconomics of Socio-Ecological Transition, Macroeconomic Policy Institute [online] [https://www.boeckler.de/pdf/v\\_2021\\_10\\_30\\_carvalho.pdf](https://www.boeckler.de/pdf/v_2021_10_30_carvalho.pdf) [Последен достъп: 10.06.2023]
- Chudik, A., Mohaddes, K., Raissi, M. (2021). Covid-19 Fiscal Support And Its Effectiveness. *Economics Letters*, Vol. 205, 109939. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2021.109939>
- Collins-Thompson, J., Collins, B., & Maher, J. (2021). Review of U.S. Business Bankruptcies During the COVID-19 Pandemic. SRA Notes, Issue Number: 2021-05, Federal Reserve Bank of Boston. Online: <https://www.bostonfed.org/publications/supervisory-research-and-analysis-notes/2021/review-of-us-business-bankruptcies-during-the-covid-19-pandemic.aspx> [Последен достъп: 06.06.2023]
- de Soyres, F., Santacreu, A., & Young, H. (2022). Fiscal Policy and Excess Inflation during Covid-19: A Cross-Country View. FEDS Notes. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington.
- Deb, P., Furceri, D., Ostry, J., Tawk, N., & Yang, N. (2021). The Effects of Fiscal Measures During COVID-19. International Monetary Fund, Working Paper, WP/21/262 <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/11/05/The-Effects-of-Fiscal-Measures-During-COVID-19-504347>
- Di Pietro, M., Marattin, L., & Minetti (2020). Fiscal Policies Amid a Pandemic: the Response of Italy to the Covid-19 Crisis. *National Tax Journal*, Vol. 73(3). <https://doi.org/10.17310/ntj.2020.3.13>
- Feldkircher, M., Huber, F., & Pfarrhofer, M. (2021). Measuring the Effectiveness of US Monetary Policy during the COVID-19 Recession. *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 68(3), pp. 287-297. <https://doi.org/10.1111/sjpe.12275>
- Gercheva, S. (2021). Public Subsidies - a Condition Sine Qua None for the Energy Sector in Bulgaria? *Izvestia Journal of the Union of Scientists – Varna. Economic Sciences Series*, Varna: Union of Scientists - Varna, Vol. 10(2), pp. 61-68.



- <https://journals.mu-varna.bg/index.php/isuvsin/article/view/8319/7324>
- Gourinchas, P., Kalemli-Özcan, S., Penciakova, V., & Sander, N. (2021). Fiscal Policy in the Age of Covid: Does It 'Get in All of the Cracks? NBER Working Paper 29293, National Bureau Of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w29293>
- Hale, T., Angrist, N., Goldszmidt, R., Kira, B., Petherick, A., Phillips, T., Webster, S., Cameron-Blake, E., Hallas, L., Majumdar, S., & Tatlow, H. (2021). A Global Panel Database of Pandemic Policies (Oxford COVID-19 Government Response Tracker). *Nature Human Behaviour*, Vol. 5, pp. 529–538. <https://doi.org/10.1038/s41562-021-01079-8>
- Haroutunian, S., Osterloh, S., & Sławińska, K. (2021). The Initial Fiscal Policy Responses of Euro Area Countries to the COVID-19 Crisis. *ECB Economic Bulletin*, Issue 1/2021. <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202101.en.html>
- Heimberger, P. (2023). This Time Truly Is Different: the Cyclical Behaviour of Fiscal Policy During the Covid-19 Crisis. *Journal of Macroeconomics*, Vol. 76, 103522. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2023.103522>
- Murphy, C. (2023). Fiscal Policy in the COVID-19 Era. *Economic Papers*. Vol. 42(2), The Economic Society of Australia <https://doi.org/10.1111/1759-3441.12382>
- OECD (2021). Bankruptcy Rates Fall During COVID-19. [online] <https://www.oecd.org/coronavirus/en/data-insights/bankruptcy-rates-fall-during-covid-19> [Последен достъп: 06.06.2023]
- The Economist (2023). Tracking covid-19 excess deaths across countries. [online] <https://www.economist.com/graphic-detail/coronavirus-excess-deaths-tracker> [Последен достъп: 30.05.2023]
- World Health Organization (2023). WHO Coronavirus (COVID-19) Dashboard. [online] <https://covid19.who.int/data> [Последен достъп: 30.05.2023]

**Вениамин Тодоров** е главен асистент в катедра „Обща икономическа теория“ към Икономически университет – Варна. Има докторска степен по икономика, като дисертация му е в областта на макроикономическата политика и влиянието ѝ в условията на асиметрична информация. **Научни интереси:** фискална политика, парична политика, бизнес цикъл, финансова стабилност и финансови кризи, суверенен дългов мениджмънт, странови риск.

**ORCID:** 0000-0002-1921-4872

ISSN 0323-9004

# НародноСТОПАНСКИ архив

Свищов, година LXXVI книга 3 - 2023

**Управление и дейност на малки и средни  
предприятия в условия на криза**

**Относно произхода и развитието  
на икономическата теория  
и политиката на регионално развитие**

**Новата европейска митническа реформа –  
възможности и предизвикателства**

**Методологични аспекти на преподаването  
на кръгова икономика**

**Стабилизационна роля на макроикономическата  
политика по време на COVID-19 кризата**

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ „Д. А. ЦЕНОВ“



СВИЩОВ

**РЕДАКЦИОНЕН СЪВЕТ:**

Проф. д-р Андрей Захариев – главен редактор  
Проф. д-р Йордан Василев – зам. главен редактор  
Проф. д-р Стоян Проданов  
Проф. д-р Тодор Кръстевич  
Доц. д-р Искра Пантелеева  
Доц. д-р Пламен Йорданов  
Доц. д-р Светослав Илиичовски  
Доц. д-р Пламен Петков  
Доц. д-р Анатолий Асенов

**МЕЖДУНАРОДЕН СЪВЕТ:**

**Проф. д-р ик.н. Михаил А. Ескиндаров** – Финансов университет при Правителството на Руската федерация, Москва (Русия).  
**Проф. д-р ик.н. Григоре Белостечник** – Молдовска академия за икономически изследвания, Кишинев (Молдова).  
**Проф. д-р ик.н. Михаил Ив. Зверяков** – Одески държавен икономически университет, Одеса (Украйна).  
**Проф. д-р ик.н. Андрей Крисоватий** – Тернополски национален икономически университет, Тернопол (Украйна).  
**Проф. д-р ик.н. Йон Кукуй** – Университет Валахия, Търговище (Румъния)  
**Проф. д-р Кен О'Нийл** – Университет Ълстер (Ирландия)  
**Проф. д-р Ричард Торп** – Университет Лийдс (Великобритания)  
**Проф. д-р ик.н. Олена Непочатенко** – Умански национален аграрен университет, Уман (Украйна)  
**Проф. д-р ик.н. Дмитрий Лукьяненко** – Киевски национален икономически университет „Вадим Гетман”, Киев (Украйна)  
**Доц. д-р Мария Стефан** – Университет „Валахия”, Търговище (Румъния)  
**Доц. д-р Анисоара Дуика** – Университет "Валахия", Търговище (Румъния)  
**Доц. д-р Владимир Климух** – Брановички държавен университет, Бранович (Беларус)

**Екип за техническо обслужване:**

Технически секретар: д-р Росица Проданова  
Стилов редактор: Анка Танева  
Превод английски: ст. преп. Венцислав Диков и ст. преп. д-р Маргарита Михайлова

**Адрес на редакцията:**

5250 Свищов, ул. „Ем. Чакъров” 2  
Проф. д-р Андрей Захариев – главен редактор  
☎ (+359) 889 882 298  
Д-р Росица Проданова – технически секретар  
☎ (+359) 631 66 309, e-mail: nsarhiv@uni-svishtov.bg  
Благовеста Борисова – компютърен дизайн  
☎ (+359) 882 552 516, e-mail: b.borisova@uni-svishtov.bg

*Отпечатването на списанието за 2023 г. се осъществява с безвъзмездната финансова помощ на Фонд „Научни изследвания” – Договор ДНП № КП-06-НП4-36 по конкурс „Българска научна периодика – 2023 г.”*

© Академично издателство „Ценов” – Свищов  
© Стопанска академия „Димитър А. Ценов” – Свищов

---

# **НАРОДНОСТОПАНСКИ АРХИВ**

ГОДИНА LXXVI, КНИГА 3 – 2023

---

## **СЪДЪРЖАНИЕ**

### **Никола Вуянович, Милош Павлович**

Управление и дейност на малки и средни предприятия  
в условия на криза /3

### **Живорад Глигориевич, Петър Веселинович, Александър Манасиевич**

Относно произхода и развитието на икономическата теория  
и политиката на регионално развитие /18

### **Момчил Антов**

Новата европейска митническа реформа – възможности  
и предизвикателства /35

### **Петко Ангелов, Маргарита Михайлова**

Методологични аспекти на преподаването на кръгова икономика /53

### **Вениамин П. Тодоров**

Стабилизационна роля на макроикономическата политика  
по време на COVID-19 кризата /72