

**ВАРНЕНСКИ СВОБОДЕН УНИВЕРСИТЕТ
„ЧЕРНОРИЗЕЦ ХРАБЪР“**

**ФАКУЛТЕТ „СОЦИАЛНИ, СТОПАНСКИ И
КОМПЮТЪРНИ НАУКИ“
КАТЕДРА “ИКОНОМИКА“**

Д-Р КОНРАД АДАМ ТЖОНКОВСКИ

**ЦЕНТРАЛНИ БАНКИ И МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ
УСЛОВИЯ – РОЛЯТА НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА ПО
ВРЕМЕ НА ИКОНОМИЧЕСКАТА КРИЗА**

АВТОРЕФЕРАТ

**на дисертационен труд за придобиване
на научна степен “доктор на науките”,
професионално направление 3.8 „Икономика“**

**ВАРНА
2026 г.**

**ВАРНЕНСКИ СВОБОДЕН УНИВЕРСИТЕТ
„ЧЕРНОРИЗЕЦ ХРАБЪР“**

**ФАКУЛТЕТ „СОЦИАЛНИ, СТОПАНСКИ И
КОМПЮТЪРНИ НАУКИ“**

КАТЕДРА “ИКОНОМИКА”

Д-Р КОНРАД АДАМ ТЖОНКОВСКИ

**ЦЕНТРАЛНИ БАНКИ И МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ
УСЛОВИЯ – РОЛЯТА НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА ПО
ВРЕМЕ НА ИКОНОМИЧЕСКАТА КРИЗА**

АВТОРЕФЕРАТ

на дисертационен труд за придобиване
на научна степен “доктор на науките”,
професионално направление 3.8 „Икономика“

Рецензенти:

проф. д-р Емил Панушев
проф. д-р Искра Христова - Балканска
проф. д-р Ганчо Ганчев

**ВАРНА
2026 г.**

Дисертационният труд е с обем от 494 страници и включва въведение, осем глави, заключение и библиография. Библиографията обхваща 500 източника.

Дисертационният труд е обсъден на катедрен съвет на катедра „Икономика“, факултет „Социални, стопански и компютърни науки“ на Варненски свободен университет „Черноризец Храбър“ и насочен за защита пред научно жури.

Защитата на дисертационния труд пред научното жури ще се проведе на 12 февруари 2026 г. от 11:00 ч. в заседателната зала на Варненския свободен университет „Черноризец Храбър“ на заседание на научното жури. Материалите за защитата са на разположение в канцеларията на катедра „Икономика“ и на сайта на университета www.vfu.bg, раздел “Докторанти”.

1. Описание и съдържание на труда

Дисертационният труд изследва ролята на централните банки в преодоляването на последиците от икономическите кризи чрез анализ на тяхното въздействие върху макроикономическите показатели.

- Първа глава е посветена на обобщение на теоретичните подходи към анализа на икономическите кризи.
- Втора глава анализира финансовата и паричната стабилност, както и ролята на централната банка за тяхното осъществяване.
- Трета глава систематизира основните методи на въздействие на централната банка върху ликвидността в банковия сектор.
- Четвърта глава разглежда ролята на централните банки по време на световната финансова криза от 2008 г.
- Пета глава е насочена към политиката на Полската централна банка и резултатите от прилаганите финансови инструменти.
- Шеста глава анализира международните и вътрешните макроикономически детерминанти на полската парична политика.
- Седма глава изследва съвременните предизвикателства пред паричната политика в Полша.
- Осма глава предлага емпиричен анализ на паричната политика в Полша през периоди на икономически спад чрез прилагане на статистически методи.

2. Въведение към резюме на дисертацията

2.1. Изследователски проблем

Дисертацията, представена в моята кандидатура като основен научен принос, не посочва в заглавието си, че се отнася до паричната политика през конкретни кризисни периоди, а именно 2008-2022 г. Кризите през тези години, първоначално предизвикани от спукването на балона на пазара на недвижими имоти в САЩ и много други страни, а по-късно и от глобалната пандемия, доведоха до напълно нова ситуация в макроикономическите анализи и практическото действие на много централни банки по целия свят. Това доведе до значителни кризи в знанията и научните изследвания. През годините в различни макроикономически школи се натрупа богата литература и значителни знания за паричната политика: шведската и германската школа (К. Виксел), кейнсианството (Дж. М. Кейнс, М. Калецки, Дж. Робинсън, Н. Калдор), монетаризъм (М. Фридман, А. Шварц, С. Пелцман, Дж. Руеф), нова класическа икономика (Р. Лукас, Р. Баро, Т. Сарджент, Ч. Симс, Дж. Тейлър), теория на реалния бизнес цикъл (Ф. Кидланд, Е. Прескот), нов кейнсианство (Г. Манкиу, О. Бланшар, Дж. Стиглиц, Х. Мински), поведенческата икономика (Д. Канеман, Г. Акерлоф, Р. Шилер, Р. Талер), съвременната парична теория (С. Келтън) и австрийската икономика (Ф. Хайек, Л. фон Мизес, М. Ротбард) се оказаха много спорни в 21-ви век.

В този контекст, т.е. исторически кризисни икономически промени и осъзнаване на възгледите на водещите макроикономически школи, по-специално техните ограничения в

разбирането и справянето с тях, моята дисертация по парична политика имаше за цел да реконструира теоретичните основи на паричната политика и начините за анализ на нейната ефективност в конкретни кризисни условия – в екстремни условия. Дисертацията посочва защо споменатата политика може да бъде частично успешна, като се позовава на много неконвенционални мерки, но също така илюстрира защо в бъдеще може да продължим да се сблъскваме с много негативни последици, произтичащи от силния растеж на дълга в много страни, разширяването на активите на централните банки чрез използване на опасни финансови инструменти и засилването на феномена на моралния риск в отношенията между централните банки и правителствата, което се отразява в реалната икономика. В тази връзка взаимните отношения между фискалната и паричната политика произтичат преди всичко от различията в целите, преследвани от правителствата и централните банки. Докато приоритетът на правителството е икономическият растеж с ниска безработица, приоритетът на централната банка е ниската инфлация. По своята същност тези цели са противоречиви. Натискът на правителството за висок растеж е инфлационен, докато паричните ограничения, прилагани от централната банка за ограничаване на инфлацията, са антирастежни. Следователно в икономическата реалност съществуват различни схеми за комбиниране на фискалната и паричната политика.

Представената дисертация представлява теоретичен и емпиричен анализ на постигането на макроикономическите цели за стабилизация в контекста на конкретни колебания на икономическия

цикъл, като се използват инструменти на паричната политика на фона на геополитическата обстановка, и опит за оценка на ефектите от използването на парични инструменти за формиране на динамиката на икономическата активност, дисбалансите на пазара на труда и инфлационните процеси.

Горното обосновава изследването на ролята на паричната политика по време на икономическа криза, защото:

- въпреки че паричната политика е един от важните инструменти, използвани от централните банки за управление на икономиката по време на икономически кризи, е трудно да се реши кои мерки са най-ефективни. Икономическата литература не дава ясни отговори на въпросите за това какви мерки на паричната политика трябва да се предприемат по време на криза, в каква степен и кога. Изследванията в тази област могат да помогнат за запълване на тази празнина в знанията, като предоставят нови идеи и заключения за ефективността на паричната политика по време на криза.
- с технологичния напредък и развитието на финансовите пазари се появяват нови инструменти и подходи в паричната политика, като неконвенционална парична политика, развиващи се финансови технологии или централни цифрови валути. Изследванията на ролята на паричната политика по време на икономическа криза могат да включват и анализ на тези нови инструменти и подходи, които могат да бъдат важни за управлението на икономически кризи в съвременната финансова среда.

- Прилагането на конкретни елементи на паричната политика по време на икономически спад може да бъде важно за политиците, централните банки, финансовите институции и икономическите субекти (от микроикономическа гледна точка).
- те могат да потвърдят въздействието на паричната политика върху различни аспекти на икономическото поведение, като инвестиции, потребление, спестявания, кредитиране или поведение на банките. Анализът на тези ефекти може да помогне да се разбере как паричната политика може да повлияе на реалната икономика по време на криза.

Такава дълбока връзка между паричната политика и икономическите кризи може да бъде важна област за изследване, в която могат да бъдат проверени различни хипотези и да бъде анализирана еволюцията на практиките.

В дисертацията, освен че се фокусирам върху действията на централната банка в Полша във връзка с аналогичното поведение на други централни банки по време на икономически кризи, сравнявам и ефективността на Съвета по парична политика в Полша при смекчаване на кризисната ситуация по време на двата му мандата във връзка с противоречивата теза: „кой управлява държавата – правителството или централната банка?“. Заключениета от проведеното изследване, както споменах, могат да бъдат важни за вземането на политически и икономически решения в кризисни ситуации.

2.2. Когнитивен разрив в икономиката

Дисертацията, озаглавена „Централните банки и макроикономическите условия – ролята на паричната политика по време на икономическата криза“, предоставя нова перспектива за ефективността на инструментите на паричната политика за смекчаване на последиците от икономическите кризи. Намерението ми при подготовката ѝ беше да запълня когнитивната празнина в икономическата литература, като анализирам два изключителни периода на икономическа рецесия, а именно: финансовата криза от 2008–2010 г. и икономическите последици от пандемията от COVID-19 през 2020–2022 г. Оригиналноста на работата се дължи на използването на съвременни изследователски методи, като VAR модели и тестове за причинно-следствена връзка на Грейнджър, които позволиха да се направи точна оценка на въздействието на паричната политика върху ключови макроикономически показатели в Полша и в избрани страни. Основното заключение е потвърждението, че правилно координираната гъвкавост на инструментите на паричната политика (включително количественото облекчаване) с фискалната политика е от ключово значение за противодействие на негативните ефекти от кризите. Аз също така идентифицирах нови взаимоотношения между финансовата стабилност и ефективността на паричните мерки, като подчертах значението на прозрачността на комуникацията на централната банка и нейното сътрудничество с други публични институции. Като посочва разликите в ефективността на действията на Националната банка на Полша и други централни банки, дисертацията предоставя

важни заключения за по-нататъшно подобряване на паричната политика в кризисни условия.

В дисертацията идентифицирах следните когнитивни области:

- **Взаимодействия между паричната и фискалната политика в контекста на пандемията от COVID-19**

Повечето предишни проучвания са се фокусирали върху отделни действия на паричната и фискалната политика в периоди на криза. Липсват обаче изчерпателни емпирични анализи, които да разгледат как динамичното им взаимодействие е повлияло на различни аспекти на икономиката, като инфлацията, безработицата или инвестициите в Полша и други развиващи се страни.

В глава V (Желаният модел на функциониране на централната банка) и глава VII (Съвременни предизвикателства пред полската парична политика) се анализира взаимодействието между паричната и фискалната политика през 2020–2022 г. Аз повдигнах и въпроса за липсата на координация между тези политики в Полша, като посочих конфликтите между целите и липсата на ефективен модел за сътрудничество в кризисни ситуации. Такива анализи все още са редки в международната литература.

- **Ефективност на инструментите на паричната политика в нестандартни условия, като висока инфлация при нисък икономически растеж**

Досега малко проучвания са проверили ефективността на нестандартните инструменти (например количественото

облекчаване) в икономики със специфични характеристики, като Полша, която е силно зависима от промените в международните капиталови потоци.

В глава VIII (Емпиричен анализ на паричната политика при стабилизирането на полската икономика в периоди на икономически спад) посочих особената трудност при оценката на ефективността на паричните инструменти в ситуация, в която паричната политика трябва едновременно да реагира на инфлацията и на икономическата стагнация.

- **Въздействие на комуникацията на централната банка върху инфлационните очаквания и финансовата стабилност**

Въпреки че комуникацията на централната банка е обект на интензивни проучвания, малко внимание се обръща на нейната роля в контекста на несигурността, предизвикана от пандемията от COVID-19, и кризите, причинени от външни шокове, като войната в Украйна или прекъсванията в глобалните вериги на доставки.

В глава V.3 (Прозрачност в дейността на централната банка) и V.4 (Комуникация на централната банка с икономическите участници) разгледах въздействието на комуникационните стратегии на Полската национална банка върху пазарните и инфлационните очаквания. Определих също така пропуски в ефективността на комуникацията в кризисните условия на пандемията и високата инфлация, които все още са слабо проучени в международната литература.

- **Ролята на паричната политика в икономиката в преход в дългосрочен план**

Досега изследванията върху Полша и други страни в икономическа трансформация се фокусираха главно върху краткосрочните ефекти на паричната политика. Липсват проучвания за нейното дългосрочно въздействие върху устойчивото развитие, конкурентоспособността и устойчивостта на икономиката към глобални кризи.

В глава VI (Международни и вътрешни макроикономически условия за провеждане на полската парична политика) и глава VIII сравнявам опита на Полша като икономика в преход с международните модели на парична политика. Подчертавам също така конкретни дългосрочни предизвикателства, като поддържането на конкурентоспособността и икономическата стабилност в контекста на глобални кризи, което рядко се проучва в икономическата литература.

- **Асиметрично въздействие на паричната политика върху различни сектори на икономиката**

В литературата все още не е проучено в достатъчна степен как различните инструменти на паричната политика (например лихвените проценти, покупките на активи) засягат различните сектори на икономиката – особено в контекста на Полша, където икономическата структура се различава от тази на развитите икономики в еврозоната.

В глава VIII.2 (Въздействието на инструментите на паричната политика върху макроикономическата стабилизация в Полша

през 2008–2022 г.) представих емпирични данни за разнообразното въздействие на паричните инструменти върху различни сектори на икономиката. Пример за това е различното темпо на реакция на финансовия сектор и реалната икономика на действията на централната банка, което представлява значителна когнитивна празнина.

В изследванията на когнитивните разлики в областта на икономиката важни препратки могат да бъдат намерени в трудовете на автори като Оливие Бланшар, който подчертава значението на координацията на фискалната и паричната политика в контекста на макроикономическите кризи, и Джоузеф Стиглиц, който разглежда нестандартни подходи за стабилизиране на икономиката. Анализът на ефективността на нестандартните парични инструменти в условия на висока инфлация е представен подробно в изследванията на Ричард Кларида и Марк Гертлър. От своя страна, ролята на комуникацията на централната банка в управлението на инфлационните очаквания е предмет на многобройни трудове на Майкъл Уудфорд. Тези препратки сочат богати постижения в областта на изследванията, но в същото време потвърждават съществуването на значителни пропуски по отношение на спецификата на преходните икономики като Полша.

2.3. Цел на изследването и методология

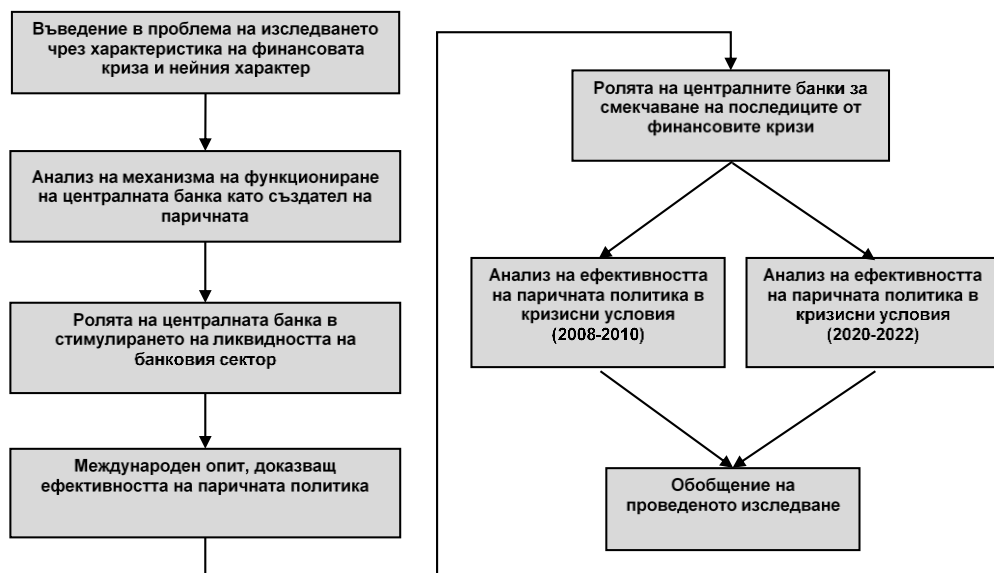
Предвид горепосочените проблеми и съществуващите пропуски в изследванията, основната цел на изследването беше да се разработи и тества механизъм, който позволява да се провери

въздействието на паричната политика върху смекчаването на последиците от икономическите кризи. В хода на подготовката на дисертацията разграничих три етапа на работа, в рамките на които използвах три научни метода – на етапа на литературни проучвания преобладаваше индуктивният метод; на етапа на емпиричните изследвания използвах предимно анализ и синтез; а на концептуалния етап ключов беше дедуктивният метод. Следвайки реда на етапите на изграждане на изследователския модел, след определяне на целта на изследването, представяне на характеристиките на финансовата криза и нейните детерминанти, представяне на спецификите на функционирането на централната банка в пазарна икономика и нейните връзки с икономическата сфера в рамките на трансфера на парични импулси в националния и международния опит, аз стесних областта на изследване до емпиричен анализ на ролята на паричната политика за стабилизиране на полската икономика през периода 2008-2022 г.

В емпиричния анализ, използвайки инструменти за статистически анализ, сравних променливите на политиката на НБП и тяхното въздействие върху реалната икономика по време на двете икономически кризи (т.е. 2008-2010 и 2020-2022 г.). В посочения анализ използвах:

- Непараметричен тест на Ман-Уитни
- Кръстосана корелация
- Тест за причинност на Грейнджър

Схема на изследователския модел



Източник: Собствена разработка

В процеса на изследването използвах методологична триангулация, която включва прилагането на различни методи за анализ и различни източници на информация, което позволява представянето на изследвания проблем от различни гледни точки, сравнение и интегриране на резултатите и, следователно, представянето на изследвания проблем в цялост. При избора на подходящи методи взех предвид фактори като наличност на данни, разходи за изследване и продължителност. В дисертацията са използвани източници, включващи 350 литературни източника, сред които национални и международни публикации, научни статии,

доклади и анализи на национални и международни институции, стратегически документи, нормативни актове и 96 онлайн източника. Дисертацията съдържа също 37 диаграми и 32 таблици.

2.4. Изследователски хипотези

Предвид сложността на областта на изследване, а именно съчетаването на два въпроса, озаглавени „Парична политика“ и „Икономическа криза“, формулирах не една, а пет изследователски хипотези:

- Хипотезата относно взаимодействията между икономическите политики по време на криза гласи: **Паричната политика по време на икономическа криза засяга други икономически политики, като фискалната политика, структурната политика или регулаторната политика – между тези политики съществуват взаимни взаимодействия се отношения и взаимодействия.** Проверката на хипотезата включва изследване на сътрудничеството между различните икономически политики по време на криза и идентифициране на потенциални противоречия, синергии или координация на действията между тях.
- Хипотезата относно връзката между паричната политика и последиците от икономическата криза гласи: **Паричната политика влияе върху последиците от икономическата криза, като например темпа на спад на БВП, равнището на инфлацията, безработицата или финансовата стабилност.** Хипотезата се проверява чрез анализ на връзките между

паричната политика и последиците от кризата, като се идентифицират факторите, които могат да повлияят на съществуващите взаимосвързаности.

- Хипотезата относно ефективността на паричната политика при управление на кризи гласи: **Паричната политика е ефективен инструмент за управление на икономически кризи както на национално, така и на международно равнище.** Проверката на хипотезата е възможна чрез анализ на ефективността на инструментите на паричната политика за смекчаване на последиците от кризата, като промени в лихвените проценти, операции на открития пазар или други инструменти за подкрепа на ликвидността.
- Хипотезата относно ролята и независимостта на централните банки в екстремни условия гласи: **Централните банки играят значителна роля в управлението на икономическите кризи, а тяхната независимост може да се промени по време на кризата.** Проверката на хипотезата е възможна чрез анализ на ефективността на действията на централните банки по време на кризата, тяхната роля в стабилизирането на икономиката и оценка на въздействието на промените в независимостта на централните банки върху ефективността на паричната политика по време на кризата.
- Хипотезата относно международния опит в управлението на икономическите кризи гласи: **Международният опит в управлението на икономическите кризи може да създаде универсални рамки за функционирането на паричната**

политика. Тази хипотеза може да бъде проверена чрез сравняване на различни подходи към паричната политика по време на кризи в международен план и чрез идентифициране на модели и сходства в подходите към паричната политика на национално равнище.

Проверката на горните хипотези беше проведена чрез методологична триангулация, като статистически анализ на икономически данни, анализ на казуси, причинно-следствени изследвания, сравнителен анализ и компютърни симулации. Важно беше да се отчетат националните и международните контексти и различията в икономическите структури, институционалните рамки или историческите аспекти на паричната политика по време на икономическата криза. При проверката на хипотезите взех предвид ограниченията на изследването, като например наличността на данни, потенциални методологични ограничения или други фактори, свързани с хетерогенността на световната икономика, които биха могли да изкривят резултатите.

2.5. Предмет и обект на изследването, обхват и ограничения

По време на подготовката на дисертацията възникна логически парадокс, произтичащ от факта, че икономическият цикъл по своята същност е състояние на икономическа активност, подложено на колебания, но може да има както парични, така и реални или структурни измерения, докато изследването на целите на макроикономическата стабилизация може да бъде прекалено опростено, като се има предвид теоретичният механизъм на

разграничение между макропруденциалната политика, насочена към осигуряване на макроикономическа стабилност, и паричната политика, чиято основна задача е изцяло различна. По същия начин основните цели на централните банки по време на криза могат да се различават от тези на Националната банка на Полша, или дали формалната и действителната независимост на централните банки на различните страни е сравнима. Подобно съмнение възникна при анализа на структурата на причините, предизвикващи криза в дадена страна, която формира основата за реакциите на централните банки – следователно сравнението на тези реакции може, по принцип, да бъде само наблюдение, тъй като разбирането на същността на реакцията може да се крие в широко разбирания контекст на вземането на решения.

За да отговоря на тези съмнения, проведох анализ на връзката между инструментите на паричната и макропруденциалната политика, предшестван от дискусия, показваща съществуването на съответни процеси в икономическите теории и тяхното развитие. Анализът на историята на икономическата мисъл относно финансовата политика подкрепя тезата, че първоначално действията на паричната и фискалната политика са били разглеждани като взаимозаменяеми. Впоследствие се е приело, че те трябва да бъдат основани на правила, така че след анализ на хипотезата, даваща предимство на фискалната политика пред паричната, се стигна до заключението за дългосрочната перспектива за въздействието на двете политики и взаимните им отношения (комбинация от политики).

3. Общ преглед на структурата на дисертацията

Представих разсъждения и анализи в осем глави на дисертацията, където във връзка с гореизложеното се опитах да постигна целта на изследването, а именно проверка на механизма за икономическа стабилизация с помощта на инструменти на паричната политика, с особен акцент върху емпиричния анализ на ролята на паричните инструменти за стабилизиране на полската икономика през два периода на икономически спад, а именно 2008–2010 г. и настоящата икономическа нестабилност, причинена от пандемията от COVID-19 и инфлационния натиск от края на 2021 г. Времевият обхват на анализите включва унифицирани и сравними данни, които корелират инструментите на паричната политика на централната банка с промените в реалната и номиналната икономика.

Първа глава, която е предимно теоретична, организира областта на изследване от макроикономическа перспектива. В тази глава разгледах икономическата литература, свързана с феномена на кризата в икономиката, като стесних въпроса до определението за финансова криза. Посочих липсата на единодушие сред експертите по темата по отношение на това понятие. Ретроспективният анализ припомни различни теоретични позиции, претърпели множество трансформации по време на еволюцията на класическите и неокласическите подходи, които оказаха значително влияние върху множеството определения за финансова криза, включително нейните видове, като валутна криза, банкова криза и дългова криза, като използва конкретни примери и реални икономически събития, като описанието на голямата криза от края на 20-те години на миналия век

или периодите на рецесия в Япония, Финландия Норвегия и Швеция, причинени от спекулативни балони на пазара на недвижими имоти и на фондовите пазари в края на 80-те години, в страните от Югоизточна Азия в края на 90-те години, и накрая представя пълна анализа на кризата от 2007-2010 г.

Втора глава също има теоретичен характер. Тя е по-обширна от първата глава, тъй като включва разсъждения, посветени на стабилизиращата роля на централната банка във финансовата система чрез прилаганата парична политика, както от теоретична, така и от практическа гледна точка, като се отчитат съществуващите правни и регулаторни условия. Теоретиците подчертават, че стабилната финансова система не изключва проблеми в отделни икономики, драстични промени в цените на активите на пазара или дори срив на финансови институции, които са жизненоважни за икономиките (т.е. банките), при условие че те не засягат функционирането на цялата финансова система. Добре функциониращата финансова система е от решаващо значение за правилното функциониране на икономиката, като ѝ осигурява, наред с другото, стабилност. Тези заключения бяха потвърдени от примери за политики, прилагани от Европейската система на централните банки, Швейцарската национална банка, Банката на Япония, Федералната резервна система, Банката на Англия и Националната банка на Полша. В хода на разсъжденията се опитах да проуча връзката между финансовата стабилност и паричната стабилност, като подчертах липсата на единодушие по този въпрос сред

икономистите в контекста на традиционния подход и хипотезата за новата среда.

В трета глава стесних обхвата на разсъжденията за икономическите и финансовите кризи до феномена на ликвидността в банковия сектор и ролята на централната банка в това отношение, като посочих инструментите на централната банка за управление на ликвидността в сектора, включително конкретни механизми за коригиране. Централните банки постигат поставената цел, като направляват официалния лихвен процент и обясняват на обществеността как прилаганата парична политика се превръща в постигане на приетата цел. Решенията относно паричната политика и обявените съобщения, благодарение на монопола на централната банка върху предоставянето на ликвидни резерви на банките, позволяват ефективен краткосрочен контрол на междубанковите пазарни лихвени проценти. Опростявайки, в периоди на финансова стабилност централните банки фокусират единствено върху предоставянето на подходящо количество ликвидни резерви на банковата система, като позволяват тяхното свободно разпределение чрез междубанковия пазар; след това техните парични решения се предават чрез различни канали на финансовия пазар, като оказват влияние върху кредитните условия и дългосрочните лихвени проценти, а оттам и върху инвестиционните и потребителските решения на икономическите субекти, което в крайна сметка се отразява на равнището на инфлацията и икономическия растеж. В ситуация, в която нормалното функциониране на финансовата

система е застрашено, централните банки предприемат действия за противодействие на системния риск.

В четвърта глава анализирах примери за стабилизационни интервенции на централните банки по време на финансовата криза, която по конвенция започна с фалита на Lehman Brothers. От разсъжденията става ясно, че споменатата криза подчерта необходимостта централните банки да участват активно в изграждането на финансови предпазни мрежи, включително новата задача на централната банка, а именно участието в макроикономическата мисия за осигуряване на финансова стабилност за цялата икономика (което излиза извън рамките на законовата роля на традиционната централна банка). Анализът на ситуацията показва необходимостта да се вземат предвид не само поддържането на ценовата стабилност и ниската инфлация, но и финансовата стабилност в действията на финансовите институции. Новата роля на централната банка е да подкрепя системната финансова стабилност на световната икономика по координиран начин, което се потвърждава от наблюденията на регулаторните реакции и препоръките на ЕЦБ, Банката на Канада, Банката на Япония, Банката на Англия, Федералната резервна система, Банката на Швеция, Швейцарската национална банка, Германската федерална банка, Чешката национална банка, Народната банка на Китай и Националната банка на Полша.

Петото глава представлява анализ на функционирането на Националната банка на Полша през периодите на влияние

на финансовите кризи през 2008-2022 г. Анализирах възможността за стимулиране на икономическата активност чрез намаляване на лихвените проценти и информационна политика, с особен акцент върху ролята на дискрецията в стратегическите действия, която, наред с инструментите, определени в правната основа, не намира отражение в правните и регулаторните разпоредби. Качествената сфера, наречена убедително-информационна, гарантира неформалното влияние на централната банка – чрез предложения, призови или убеждаване – върху поведението на банките и други икономически субекти, също и в контекста на поддържането/постигането на желания обменен курс. В тази глава проверих тезата за разминаването между целите на паричната политика на Националната банка на Полша и фискалната политика на Министерството на финансите, като изтъкнах, че целите на бюджетната и паричната политика са фундаментално различни, но парадоксално много близки, тъй като същността на държавната политика трябва да бъде стремеж към високо равнище на социално благосъстояние. Постигането му трябва да бъде цел както на правителството, така и на централната банка. В интерес и на двете е да поддържат инфлацията и безработицата на относително ниски равнища. По-нататък в дисертацията потвърдих тази теза.

В шеста глава анализирах въздействието на паричната политика върху капиталовия пазар, известен като икономически барометър. Анализът се оказа значим от гледна точка на търсенето на алтернативни възможности за предаване на ефектите от паричната политика при липса на ефекти от прилагането на основните ѝ инструменти, т.е. намаляване на пределните лихвени проценти по време на финансова криза. В случай на влошаване на световната икономика централните банки, използвайки отрицателни лихвени проценти, са склонни да въвеждат нестандартни инструменти като количествено облекчаване (т.е. закупуване на държавни облигации, корпоративни облигации, придобиване на дялове в инвестиционни фондове, които инвестират спестявания на фондовия пазар и пазара на недвижими имоти). Измеримите ефекти от такива практики бяха представени въз основа на избрани примери от централни банки. Разгледах също условията в Полша за ефективно постигане на основната цел на паричната политика, а именно постигане на целта за инфлация на НБП (или надхвърлянето ѝ в посока потенциална дефлация), и анализирах предимствата и недостатъците на наличието на национална валута като инструмент за провеждане на ефективна и независима парична политика.

В седма глава анализирах мерките за адаптиране в рамките на паричната политика, които оказват влияние върху

полската национална икономика в ранния етап на новата икономическа криза през 2020—2022 г. Заключение от тази част на анализа е конкретен логически парадокс, свързан с конвергенцията на целите, представени в предходните разсъждения, и действителните разминаващи се действия на правителството и НБП, а именно, че централната банка ограничава икономическата активност (с оглед намаляване на инфлацията) чрез ограничаване на притока на капитал в икономиката, докато правителството стимулира потреблението чрез различни бюджетни и квазибюджетни програми за помощ.

В последната глава проведох емпиричен анализ на паричната политика за постигане на икономическа стабилизация в Полша през периоди на икономически спад. Използвайки статистически анализ, сравних променливите на политиката на НБП и тяхното въздействие върху реалната икономика по време на двете икономически кризи (т.е. 2008-2010 и 2020-2022 г.).

Дисертацията завършва с обобщение, в което обобщих проверката на изследователските хипотези и представих резултатите от изследването.

4. Резултати и обсъждане

Ролята на правителството и централната банка, функциониращи в пазарна икономика, е да прилагат стабилизационни политики в широко разбираната икономическа сфера. Тази задача се изпълнява главно чрез използването на фискални инструменти и парични инструменти. Дебатът относно парадигмата на целите, т.е. едновременното поддържане на ниска безработица, стабилен икономически растеж и ниска инфлация, изглежда труден за разрешаване, особено в контекста на превъзходството на институцията, която използва тези инструменти (правителството или централната банка), която играе по-значителна роля в реалната икономика. Периодично, при появата на симптоми на икономически спад, се правят опити за постигане на често противоречиви стабилизационни цели, а прилаганата стратегия в крайна сметка се оказва неефективна, тъй като тези политики са по-скоро конкурентни (по-ефективните изместват по-малко ефективните), отколкото кооперативни, като се пренебрегват синергичните ефекти от такава координация.

Последните две икономически кризи в съвременната история (първата предизвикана от фалита на Lehman Brothers, втората от избухването на пандемията от COVID-19) предизвикаха глобални геополитически сътресения, социални

сътресения, включително най-голямата глобална рецесия от времето на Голямата депресия. Световната икономика отбеляза спад в темповете на растеж на БВП, увеличаване на броя на фалитите на предприятия, нарастване на инфлацията и увеличаване на безработицата. Струва си да се зададе въпроса дали споменатите макропруденциални инструменти са действали навреме и кои от тях като цяло са се оказали по-ефективни. Класифицирането и правилното прилагане на факторите, определящи дългосрочния икономически растеж и смекчаващи краткосрочните колебания, съставляващи бизнес цикъла, са от съществено значение за създаването и прилагането на икономическата политика, включително фискалната и паричната политика по отношение на тяхното експанзионистично използване.

Представените в настоящото проучване хипотези относно ролята на паричната политика в управлението на икономическите кризи са оправдани след тяхната проверка. В икономиката и финансите съществува празнина в знанията поради липсата на ясни отговори на въпросите за това какви мерки на паричната политика трябва да се предприемат по време на криза, в каква степен и за колко дълго. Провеждането на изследвания в тази област позволи да се натрупат знания за ефективността на различните инструменти на паричната

политика, използвани по време на криза, и за взаимодействието между паричната политика и другите икономически политики.

Хипотезата за взаимодействието между икономическите политики по време на криза беше потвърдена недвусмислено, а именно, проучването установи, че паричната политика оказва влияние върху други икономически политики, като фискалната политика, структурната политика или регулаторната политика. Взаимоотношенията и взаимодействията между тях са значителни, а сътрудничеството им по време на криза може да допринесе за повишаване на ефективността на действията, тъй като както паричната, така и бюджетната политика оказват влияние върху икономиката. Има мнения, че целите на бюджетната и паричната политика са фундаментално различни, но има и мнения, че целите на двете политики са много сходни. Последната гледна точка изглежда по-близка до истината, тъй като същността на държавната политика трябва да бъде стремеж към високо равнище на социално благосъстояние. Постигането на тази цел трябва да бъде задача както на правителството, така и на централната банка. В интерес и на двете е да поддържат относително ниски лихвени проценти. Ниските лихвени проценти благоприятстват високата динамика на инвестициите и намаляват разходите за обслужване на кредити, като ипотечни кредити, като по този начин увеличават разполагаемия доход на домакинствата.

Освен това, от гледна точка на правителството, поддържането на ниско равнище на лихвените проценти в дългосрочен план благоприятства относително ниското равнище на доходността на държавните облигации, което намалява разходите за обслужване на публичния дълг. Ниските лихвени проценти оказват положително влияние върху развитието на фондовия пазар, тъй като в такива условия икономическите субекти са по-склонни да купуват активи с по-висок риск, които обаче имат по-висока очаквана доходност.

Проверката на хипотезата относно международния опит в управлението на икономическите кризи беше потвърдена положително. Сравняването на паричните реакции и идентифицирането на модели в подходите към паричната политика по време на криза на международно равнище предостави ценна информация за допуснатите грешки и моделите, които трябва да се следват. Проверката на тази хипотеза наложи анализ на данни от различни страни и региони, идентифициране на факторите, влияещи върху ефективността на паричната политика, и оценка на нейното въздействие върху последиците от икономическата криза. Например, Националната банка на Полша (НБП) в действията си по време на финансовите кризи показва много сходства със стратегиите, използвани от други централни банки по света. Разликите в икономическия, структурния и политическия контекст на

отделните страни обаче повлияха на спецификата на взетите решения. Основните разлики между действията на НБП и тези на други централни банки включват по-малкия мащаб на действията на НБП в сравнение с тези на ФЕД или ЕЦБ, което се дължи на разликата в размера на икономиките и ресурсите, с които разполагат централните банки. На национално равнище обаче действията на НБП бяха пропорционални и адекватни на нуждите на полската икономика. На второ място, докато ФЕД и ЕЦБ вече имаха опит с количествени облекчения преди пандемията от COVID-19, НБП трябваше да въведе и адаптира тези инструменти в отговор на здравната криза, демонстрирайки способността си да адаптира гъвкаво паричната политика. На трето място, за разлика от еврозоната, Полша поддържа собствена валута, което позволява на НБП по-гъвкави корекции на паричната политика в отговор на кризи, включително интервенции на валутния пазар, които ЕЦБ не можеше да приложи по отношение на отделни държави членки.

Хипотезата относно ефективността на паричната политика в управлението на кризи беше потвърдена в изследването. Анализирайки различни инструменти на паричната политика, използвани по време на кризата, като промени в лихвените проценти, репо операции, покупки на активи и програми за подкрепа на ликвидността, може да се заключи, че Националната банка на Полша, при формирането

на паричната политика, прояви проактивен подход в отговор на финансовите кризи, предприемайки широк спектър от мерки, насочени към стабилизиране на полската икономика. Подготвеното хронологично сравнение на интервенциите на НБП в емпиричната част на дисертацията показва, че централната банка ефективно е използвала тези инструменти на паричната политика за смекчаване на последиците от кризата и подкрепа на икономическата стабилност. Например, в отговор на световната финансова криза от 2008-2009 г. НБП проведе серия от понижения на лихвените проценти. В рамките на няколко месеца референтният лихвен процент беше понижен от 6 % на 3,75 %. Тази операция имаше за цел да намали разходите по кредитите, като стимулира инвестициите и потреблението. Тези мерки спомогнаха за смекчаване на последиците от рецесията и подкрепиха икономиката по време на спада в световната икономическа активност. НБП също така стартира репо операции, за да предостави на банките допълнителна ликвидност, като им помогна да получат необходимите финансови ресурси за осигуряване на ликвидност в банковата система и предотвратяване на блокиране на плащанията.

В отговор на дълговата криза в еврозоната през 2010—2012 г. НБП въведе програма за закупуване на държавни облигации с цел стабилизиране на пазара на публичен дълг. Това допринесе за понижаване на разходите за финансиране на

държавата и стабилизиране на финансовите пазари в Полша, като намали несигурността, свързана с дълговата криза в еврозоната.

В отговор на кризата, предизвикана от пандемията от COVID-19, НБП понижи референтния лихвен процент от 1,50 % до рекордно ниското ниво от 0,1 %. Това значително понижение на лихвените проценти имаше за цел да улесни достъпа на предприятията и домакинствата до евтини кредити, като по този начин се подпомогна поддържането на финансовата ликвидност и се стимулира икономиката през трудния период на пандемията. НБП въведе и програма за закупуване на държавни и гарантирани от държавата облигации (на обща стойност около 100 млрд. PLN). Програмата за закупуване на активи имаше за цел да увеличи ликвидността на финансовия пазар и да подкрепи публичния сектор в условията на повишени финансови нужди, свързани с борбата с пандемията и нейните икономически последици. Освен това бяха въведени програми за кредитно подпомагане на предприятията, които предлагаха допълнителни кредитни линии за банките (на обща стойност около 50 млрд. PLN).

Хипотезата относно ролята на централните банки и тяхната независимост в екстремни условия беше потвърдена. Икономическите и финансовите кризи често изискват незабавна намеса от страна на централните банки, за да се предотврати по-

нататъшна дестабилизация. Дискреционната власт позволява на централните банки бързо да адаптират паричната си политика към текущите нужди на икономиката, което е от решаващо значение за минимизиране на негативните последици от кризите. Както бе споменато, в периоди на ниска инфлация и висока безработица централната банка може да реши да понижи лихвените проценти, за да стимулира търсенето и инвестициите. И обратно, в ситуация на прекомерна инфлация тя може да повиши лихвените проценти, за да я ограничи. Дискреционните интервенции на централните банки могат също да допринесат за стабилизирането на финансовите пазари. Например, в отговор на рязък спад на капиталовите пазари, централната банка може да проведе операции на открития пазар, за да гарантира ликвидност и да укрепи доверието на инвеститорите. Дискрецията в паричната политика позволява на централните банки да управляват по-ефективно пазарните очаквания. Чрез ясното комуникиране на своите действия и цели, централните банки могат да повлияят на инфлационните очаквания, което е от решаващо значение за поддържането на ценовата стабилност.

В случая на Полша дискреционните решения на Полската национална банка оказаха значително влияние върху икономическата стабилност на страната по време на финансовите кризи от 2008–2010 г. и 2020–2022 г. Механизмите

за гъвкаво коригиране на лихвените проценти, операциите на открития пазар, закупуването на активи и въвеждането на програми за подкрепа на ликвидността, анализирани в дисертацията, ефективно смекчиха негативните последици от кризите. Намаляването на цената на кредитите, както е посочено в аргументацията за проверка на хипотезата, увеличи достъпността на евтино финансиране за предприятията и домакинствата, покупката на държавни и гарантирани от държавата облигации с цел увеличаване на ликвидността на финансовия пазар и намаляване на доходността на тези ценни книжа, а програмите за закупуване на активи с обща стойност от около 100 млрд. PLN спомогнаха за намаляване на разходите за финансиране на публичния дълг и осигуриха ликвидност в банковия сектор. Това позволи на правителството да провежда по-експанзионистична фискална политика, подкрепяща икономиката през трудния период при относително стабилна инфлация. Освен това, както е посочено в анализа, благодарение на подкрепата за ликвидността и намалените кредитни разходи, НБП допринесе за защитата на работните места и подкрепата на икономическия растеж.

По отношение на хипотезата за независимостта на централната банка, от формална гледна точка правителството и централната банка са независими една от друга, както потвърждава анализът на независимостта в аспектите на

институционална, лична, функционална, оперативна, финансова, организационна и правна независимост.

Хипотезата относно връзката между паричната политика и последиците от икономическата криза беше проверена в статистическия анализ, проведен в емпиричната част на дисертацията, където сравних променливите на политиката на НБП и тяхното въздействие върху реалната икономика по време на двете икономически кризи (т.е. 2008–2010 г. и 2020–2022 г.). В посочения анализ са използвани непараметричният тест на Ман-Уитни U, кръстосана корелация, тест за причинност на Грейнджър и векторно-авторегресивен модел (VAR).

Статистически потвърдих значителни разлики с ефект от умереното лихвено равнище, различен от нула, както чрез агрегираната стойност, така и чрез факта, че по-силно влияние на умереното лихвено равнище върху реалната икономика се наблюдаваше по време на първата криза (2008–2010 г.). В емпиричната част представих сравнение между променливите на политиката на НБП и реалната икономика през двата кризисни периода. В избрани случаи бяха установени статистически значими разлики, които потвърждават в всеки случай ефект с размер, различен от нула, на умереността на лихвените проценти както чрез агрегираната стойност, така и чрез факта, че по-силно влияние на умереността на трите

лихвени проценти върху реалната икономика се наблюдаваше по време на първата криза (2008–2010 г.). Параметрите на централната тенденция, като средната стойност или медианата на БВП или стойностите, свързани с инфлацията, не изглежда да се различават значително между двете кризи, но много по-големите стойности на стандартното отклонение през втората криза сочат, че тези години са били характеризирани от много по-големи колебания в реалните икономически променливи. Данните, представени в таблици и графики, потвърждават това наблюдение, както и нестационарността на редиците, т.е. променящото се статистическо разпределение по време на и между кризите. Тестът, сравняващ параметрите между кризите, показва статистически значими разлики в случая на избрани променливи на реалната икономика: регистрираната безработица ($p < 0,001$), която беше значително по-висока по време на първата криза, (индексите на цените на строителната и монтажната продукция, индексите на цените на потребителските стоки и услуги в групи А1 и Б бяха по-високи по време на втората криза, всички видове лихвени проценти – както лихвеният процент, така и паричният агрегат бяха много по-високи по време на първата криза). Векторният авторегресивен модел беше използван за изследване на въздействието на лихвените проценти с умерено влияние чрез паричния агрегат М3 върху реалните икономически

променливи. Въпреки че умереното въздействие върху реалната икономика не беше статистически значимо, самата променлива на паричния агрегат беше статистически значима в някои случаи. Освен това беше наблюдаван ефект с размер, различен от нула, от няколко процента въздействие на тази променлива върху БВП, безработицата и инфлацията. Анализът показва, че това въздействие е било значително по-изразено по време на първата криза (2008–2010 г.).

5. Научни и приложни приноси на дисертацията за паричната политика по време на икономически кризи

В тази част са подробно описани новите познания и практическите им последствия, получени от всеобхватния анализ на ролята на паричната политика по време на икономически кризи. Подчертава се как изследването запълва съществуващите пропуски в познанията, допринася за по-доброто разбиране на икономиката и предлага практически препоръки за политиките и финансовите институции. Констатациите на дисертацията, по-специално от емпиричния анализ на действията на Националната банка на Полша (НБП) по време на кризите от 2008–2010 г. и 2020–2022 г., са в основата на тези приноси.

5.1. Научни/теоретични приноси

Тази подточка се фокусира върху напредъка в икономическата теория, методологията и фундаменталното разбиране на макроикономическите явления, като демонстрира как дисертацията разширява съществуващите знания.

5.1.1. Запълване на когнитивни пропуски в икономическата литература

Дисертацията систематично разглежда няколко критични когнитивни пропуски, идентифицирани в съвременната икономическа литература, по-специално по отношение на паричната политика в кризисни условия и в икономиките в преход.

Изследването предоставя иновативен анализ на динамичните взаимодействия между паричната и фискалната политика. Предишните проучвания често се фокусираха върху отделните действия на паричната и фискалната политика по време на кризи, като липсваха изчерпателни емпирични анализи на това как динамичните взаимодействия между тях са повлияли на различни аспекти на икономиката, като инфлацията, безработицата или инвестициите, особено в Полша и други развиващи се страни. Дисертацията предлага емпирични доказателства за това как тези политики са повлияли съвместно на полската икономика по време на кризите от 2008–

2010 г. и 2020–2022 г. Традиционният икономически дебат често поставя паричната и фискалната политика като имащи различни, понякога противоречиви цели, като централните банки дават приоритет на ниската инфлация, а правителствата се стремят към икономически растеж и ниска безработица. Настоящата работа преосмисля тяхната крайна, обща цел, като посочва, че макар целите на бюджетната и паричната политика да са фундаментално различни, те са парадоксално много близки, тъй като същността на държавната политика трябва да бъде стремеж към високо равнище на социално благосъстояние. Тази перспектива предполага, че конфликтите могат да възникнат по-скоро от несъгласувани оперативни приоритети, отколкото от фундаментално противоположни обществени цели. Въпреки тази теоретична конвергенция, дисертацията идентифицира постоянен проблем в практическата координация, посочвайки конфликти на цели и липса на ефективен модел за сътрудничество в кризисни ситуации в Полша. Това означава, че разбирането на теоретичното съгласуване е недостатъчно; практическите рамки, правните мандати и политическата воля са от решаващо значение за ефективния микс от политики, особено в условията на криза. Наблюдението на действителните различия в действията на правителството и НБП по време на кризата през 2020–2022 г.

предоставя конкретна емпирична обосновка за това продължаващо предизвикателство.

Дисертацията предлага подробни заключения относно ефективността на нестандартните инструменти в икономика в преход. Досега малко проучвания са потвърдили ефективността на нестандартните инструменти, като количественото облекчаване, в икономики с специфични характеристики като Полша, която е силно зависима от международните капиталови потоци. Настоящото проучване предоставя подробни заключения относно ефективността на тези инструменти в специфичните институционални и макроикономически условия на Полша. Тя сравнява действията на НБП с тези на други централни банки, анализира ефективността на инструменти като количественото облекчаване и обяснява защо тези инструменти имат различна ефективност в зависимост от конкретните икономически условия. Нестандартните парични политики придобиха значение след кризата от 2008 г., но тяхната ефективност може да варира значително в различните икономически структури. Полша, като икономика в преход със собствена валута, представлява уникален случай. Изследването подчертава, че докато Федералният резерв и Европейската централна банка имаха предишен опит с количественото облекчаване преди пандемията от COVID-19, НБП трябваше да въведе и адаптира тези инструменти в отговор на здравната

криза. Това показва, че централните банки, особено в по-малко развитите или преобразуващи се икономики, не са просто изпълнители на установени политики, а динамични организации, способни бързо да усвояват и адаптират нови инструменти в отговор на непредвидени предизвикателства. Това предполага способност за институционална еволюция под натиск. В дисертацията изрично се посочва, че нестандартните инструменти проявяват различна ефективност в зависимост от конкретните икономически условия, като се отбелязва още, че запазването на собствената валута от Полша е позволило на НБП да направи по-гъвкави корекции на паричната политика, включително интервенции на валутния пазар, гъвкавост, която ЕЦБ не разполага по отношение на отделните държави членки. Това подчертава, че макар и широките политически рамки да са универсални, тяхното действително въздействие е дълбоко свързано с уникалния структурен, институционален и геополитически контекст на дадена икономика, което означава, че директното копиране на успешни политики от един регион в друг може да бъде неефективно без внимателно съобразяване с местните особености.

Представени са и нови перспективи за комуникационните стратегии на централните банки. Въпреки че комуникацията на централните банки е интензивно проучвана, малко внимание е обърнато на нейната роля в

контекста на несигурността, предизвикана от пандемията от COVID-19 и кризите, причинени от външни шокове, като войната в Украйна или прекъсванията в глобалните вериги за доставки. Дисертацията запълва тази празнина, като анализира ефективността на комуникационните стратегии в икономика в преход като Полша. Комуникацията на централната банка еволюира от просто изискване за прозрачност до активен инструмент на политиката. Въпреки това, нейната ефективност в силно нестабилни и несигурни условия, особено в икономики с уникална пазарна динамика, остава недостатъчно проучена. Изследването „ “ подчертава значението на прозрачността и ефективната комуникация за изграждането на доверие по време на икономически кризи и ролята им за повлияване на инфлационните очаквания, което е от решаващо значение за поддържането на ценовата стабилност. Това издига комуникацията от пасивна функция за отчитане до активен, стратегически инструмент на паричната политика. Чрез формиране на очаквания и изграждане на доверие комуникацията допринася пряко за финансовата стабилност и ефективността на други политически мерки, особено когато традиционните инструменти са ограничени. Дисертацията разглежда конкретно комуникацията в контекста на несигурността, причинена от пандемията COVID-19 и кризите, предизвикани от външни шокове. В периоди на изключителна

несигурност участниците на пазара са силно чувствителни към официалните сигнали. Ефективната комуникация може да намали информационната асиметрия, да предотврати паниката и да стабилизира очакванията, като по този начин подобри механизма на предаване на паричната политика и смекчи спекулативното поведение. Това показва, че стойността на комуникацията като инструмент на политиката е нелинейна и значително се усилва в периоди на криза.

Дисертацията допринася и с анализ на дългосрочното въздействие на паричната политика в икономиките в преход. Предишните изследвания за Полша и други страни в преход се фокусираха главно върху краткосрочните ефекти на паричната политика, като липсваха проучвания за нейното дългосрочно въздействие върху устойчивото развитие, конкурентоспособността и устойчивостта на икономиката към глобални кризи. Дисертацията сравнява опита на Полша с международните модели и подчертава конкретни дългосрочни предизвикателства. Икономиките в преход са изправени пред уникални структурни предизвикателства и уязвимости, което прави дългосрочните последици от краткосрочните кризисни интервенции особено значими. Като идентифицира пропуски в изследванията на дългосрочното въздействие, дисертацията непряко посочва една критична теоретична област: как краткосрочните, често неконвенционални кризисни реакции

могат да създадат нежелани дългосрочни структурни промени или уязвимости в икономиките в преход. Това надхвърля непосредственото смекчаване на кризите и разглежда трайните последици за икономическата структура, потенциала за растеж и устойчивостта на икономиката на бъдещи кризи. Например, продължителните ниски лихвени проценти или количественото облекчаване могат да нарушат разпределението на капитала или да насърчат моралния риск в дългосрочен план.

Накрая, работата включва анализ на асиметричното въздействие на паричната политика върху икономическите сектори. В литературата все още не се разглежда в достатъчна степен как различните инструменти на паричната политика засягат различните сектори на икономиката, особено в контекста на Полша, където икономическата структура се различава от тази на развитите икономики в еврозоната. Дисертацията предоставя емпирични доказателства за разнообразното въздействие на паричните инструменти върху различните сектори, като отбелязва например различното темпо на реакция на финансовия сектор и реалната икономика (). Паричната политика често се анализира в агрегиран вид, но нейните ефекти могат да варират значително в различните отрасли и икономически субекти. Наблюдението на различна скорост на реакция на финансовия сектор и реалната икономика към действията на централната банка подчертава, че

предаването на паричната политика не е еднородно, а действа чрез множество, потенциално асинхронни канали. Това означава, че един универсален подход към политиката може да доведе до неравномерни резултати или дори да засили дисбалансите между секторите, което налага по-подробно разбиране на въздействието на политиката.

5.1.2. Методологични постижения и емпирични данни

Дисертацията не само запълва когнитивни пропуски, но и допринася значително чрез строгия си методологичен подход и емпиричните данни, които генерира.

Изследването се отличава с пионерското прилагане на съвременни статистически методи. Оригиналноста му произтича от използването на съвременни изследователски методи, като VAR модели и тестове за причинност на Грейнджър, които позволиха точно оценяване на въздействието на паричната политика върху ключови макроикономически показатели в Полша и избрани страни. В изследването са използвани и непараметричният тест на Ман-Уитни и кръстосаната корелация. Солидният емпиричен анализ е от решаващо значение за валидиране на теоретичните предложения и информиране на политиката. Прилагането на тези специфични методи в уникалния контекст на Полша се подчертава като новаторски подход. В дисертацията изрично се

посочва използването на методологична триангулация, която включва прилагането на различни методи за анализ и различни източници на информация, което позволява представянето на изследвания проблем от различни гледни точки, сравнение и интегриране на резултатите и, следователно, представянето на изследвания проблем в цялост. Това доказва, че сложните икономически явления, особено по време на кризи, не могат да бъдат напълно разбрани или проверени с помощта на един-единствен аналитичен инструмент. Комбинацията от статистически тестове (Ман-Уитни, кръстосана корелация) с каузални модели (Грейнджър, VAR) осигурява по-солидна и нюансирана емпирична основа, което повишава достоверността и дълбочината на заключенията. Емпиричният анализ статистически потвърди значителни разлики с ефект от умереното лихвено равнище, различен от нула, което показва, че по-силното влияние на умереното равнище на трите лихвени процента върху реалната икономика е настъпило по време на първата криза (2008—2010 г.). Това надхвърля простото констатиране, че политиката е била ефективна, и позволява да се количествено определи кога и до каква степен е била по-ефективна. Това сочи, че самата икономическа среда (например характерът на шока, началните условия) играе решаваща роля за определяне на ефективността на инструментите на паричната политика, като предлага по-задълбочено разбиране на

ограниченията на политиката и оптималното време за нейното прилагане.

Таблица 1: Обобщение на основните емпирични констатации от кризисните периоди (2008–2010 г. спрямо 2020–2022 г.)

Показател/променлива	Криза 2008–2010 г. (средна стойност/медиана/стандартно отклонение)	Криза 2020–2022 г. (средна стойност/медиана/стандартно отклонение)	Статистическа значимост (p-стойност)	Размер на ефекта (паричен агрегат върху реалната икономика)	Сравнително влияние
Променливи на паричната политика					
Референтен лихвен процент	Много по-висока	Много по-нисък	p < 0,001	Не е статистически значимо (умерено)	По-силно през 2008-2010 г.
Паричен агрегат М3	Много по-висока	Много по-нисък	p < 0,001	Не нула (няколко процента)	По-силен през 2008-2010 г.
Макроикономически показатели					
Растеж на БВП	Подобен (средна/медиана)	Подобен (средна/медиана)	Без значителна разлика	Не е нула (няколко процента)	По-силен през 2008-2010 г.
Регистрирана безработица	Значително по-висока	По-ниска	p < 0,001	Не нула (няколко процента)	По-силен през 2008-2010 г.
Инфлация на ИПЦ	Подобна (средна/медиана)	Подобна (средна/медиана)	Без значителна разлика	Не нулева (няколко процента)	По-силна през 2008-2010 г.
Цени на строителството и монтажа	По-ниски	По-високи	p < 0,001		
Цени на потребителските стоки и услуги (A1/B)	По-ниски	По-високи	p < 0,001		

Източник: собствени оценки

Забележка: „Много по-високи/ниски“ и „значително по-високи“ се отнасят до статистически потвърдените разлики съгласно емпиричните констатации в дисертацията. Стандартните отклонения бяха много по-големи по време на втората криза, което показва по-големи колебания.

Изследването предоставя емпирично потвърждение на значителната роля на дискреционната власт и независимостта на централните банки. Хипотезата относно ролята на централните банки и тяхната независимост в екстремни условия беше потвърдена. Икономическите и финансовите кризи често изискват незабавна намеса, за да се предотврати по-нататъшна дестабилизация. Дискреционната власт позволява на централните банки бързо да адаптират паричната си политика към текущите нужди на икономиката, което е от решаващо значение за минимизиране на негативните ефекти от кризите. Дискреционните решения на НБП оказаха значително влияние върху икономическата стабилност на Полша както по време на кризата от 2008–2010 г., така и по време на кризата от 2020–2022 г. Формалната независимост беше потвърдена в институционален, личен, функционален, оперативен, финансов, организационен и правен аспект. Дисертацията потвърждава формалната независимост, като същевременно подчертава критичната роля на дискрецията за бърза и ефективна интервенция при кризи. Това предполага, че ефективността на централната банка при кризи не се изчерпва само с нейната законова независимост, но и с нейната способност и готовност да упражнява гъвкаво преценяване в рамките на тази рамка. Това динамично взаимодействие предполага, че докато формалната независимост осигурява необходимата

институционална защита, оперативната дискреция е ключът към гъвкаво управление на кризи. Освен това, изследването отбелязва, че дискреционната власт в паричната политика позволява на централните банки да управляват по-ефективно пазарните очаквания; чрез ясното комуникиране на своите действия и цели централните банки могат да повлияят на инфлационните очаквания. Това разширява разбирането за дискреционната власт от обикновена оперативна гъвкавост до стратегически инструмент за формиране на пазарната психология. В периоди на несигурност надеждни и дискреционни действия на централната банка, съчетани с ясна комуникация, могат да насочват проактивно очакванията, като по този начин засилват ефективността на политиката и намаляват нестабилността.

5.1.3. Еволюция на рамката на паричната политика

Дисертацията допринася за разбирането на това как глобалните шокове налагат еволюция на парадигмите на централното банкиране.

Изследването включва оценка на въздействието на пандемията от COVID-19 върху рамката за функциониране на паричната политика. Дисертацията въвежда нова перспектива, като анализира как пандемията от COVID-19 наложи предефиниране на приоритетите на централните банки и ускори

разработването на нестандартни парични инструменти. Тя анализира конкретно перспективата на полската икономика във връзка с глобалните надзорни дейности. Пандемията от COVID-19 представляваше безпрецедентен шок, който постави под въпрос конвенционалните реакции на паричната политика и наложи бързи иновации. Констатацията, че пандемията наложи предефиниране на приоритетите на централните банки и ускори разработването на нестандартни парични инструменти, сочи, че големите кризи действат като силен еволюционен натиск върху централното банкиране, като подтиква институциите да иновации и да адаптират инструментариума и мандата си в ускорен темп. Това означава, че централното банкиране не е статична дисциплина, а такава, която непрекъснато се преоткрива в отговор на външни шокове. В дисертацията се анализира перспективата на полската икономика във връзка с глобалните надзорни дейности, като се подчертава, че макар националните централни банки да реагират на вътрешните условия, еволюцията на тяхната политика все повече се влияе от глобалните тенденции и действията на основните международни участници и трябва да се координира с тях. Това подчертава нарастващото значение на международния политически диалог и обмена на опит за формирането на националните парични рамки.

5.2. Приложни/практически приноси

В тази подточка са подробно описани практическите изводи, препоръките за политика и практическите последици, произтичащи от изследването, като се демонстрира пряката им значимост за политиците, финансовите институции и икономиката като цяло.

5.2.1. Препоръки за политиката за управление на кризи

Изследването предоставя конкретни препоръки за повишаване на икономическата стабилност в периоди на криза. Ключова препоръка е интегрирането на фискалната и паричната политика за постигане на синергичен ефект. Изследването потвърждава, че паричната политика оказва влияние върху други икономически политики, като фискалната, структурната и регулаторната политика, и че взаимните им отношения и взаимодействия са значителни. Сътрудничеството между тези политики по време на криза може да повиши ефективността. В дисертацията се препоръчва изрично интегрирането на фискалната и паричната политика за разработване на инструменти в подкрепа на икономическата стабилност. Историческият дебат за „комбинацията от политики“ често се колебаеше между това коя политика трябва да има предимство. В дисертацията се застъпва подход, основан на сътрудничество, а не на конкуренция. Заключение, че паричната политика не

е единственият инструмент за управление на икономическа криза и трябва да бъде координирана с други икономически политики, за да се постигне максимален ефект при намаляване на въздействието на кризата, измества фокуса от ефективността на отделните политики към синергичните ползи от координираните действия. Това означава, че бъдещите рамки за управление на кризи трябва да дават приоритет на институционални механизми, които улесняват истинското сътрудничество и цялостен микс от политики, вместо да позволяват политиките да действат изолирано или да се конкурират за надмощие.

Друга важна препоръка е подобряването на прозрачността и ефективността на комуникацията на централните банки. Проучването подчертава значението на прозрачността и ефективната комуникация за изграждането на доверие по време на икономически кризи. То запълва празнина по отношение на ефективността на комуникационните стратегии в икономика в преход като Полша. Ясната комуникация на действията и целите на централните банки може да повлияе на инфлационните очаквания, което е от решаващо значение за поддържането на ценовата стабилност. Прозрачността в централното банкиране се превърна в норма, но нейното практическо въздействие, особено в нестабилна среда, изисква непрекъснато усъвършенстване. Акцентът върху

комуникацията за изграждане на доверие в икономически кризи показва, че освен простото предаване на информация, ефективната комуникация действа като важна психологическа опора в условия на несигурност, като смекчава паниката и ирационалното поведение. Това показва, че централните банки трябва да инвестират не само в това, което комуникират, но и в начина, по който комуникират, за да укрепят доверието на обществеността и пазарите, особено в икономики, податливи на външни шокове.

Дисертацията предоставя и информация за прилагането на иновативни финансови инструменти, адаптирани към националните особености. Тя препоръчва въвеждането на иновативни финансови инструменти, адаптирани към спецификата на националната икономика. Изследването сравнява опита на НБП с количественото облекчаване с този на Федералния резерв и Европейската централна банка, като отбелязва уникалния контекст на Полша. Въпреки че съществуват най-добри световни практики, тяхното директно пренасяне без адаптиране може да бъде неефективно. Препоръката за адаптиране на иновативни инструменти към спецификите на националната икономика предполага, че макар международният опит да предлага ценни рамки, тяхната практическа полза се максимизира само когато са подложени на строга „местна калибрация“. Това означава, че политиците

трябва да разбират дълбоко своята вътрешна икономическа структура, институционален пейзаж и пазарна динамика, за да могат ефективно да адаптират и внедрят инструменти, избягвайки общия подход, валиден за всички.

5.2.2. Ефективност на интервенциите на НБП и извлечени поуки

Дисертацията предоставя подробна емпирична оценка на действията на Националната банка на Полша, като предлага директни поуки за практикуващите специалисти. Изследването представя подробни заключения относно ефективността на конкретните интервенции на НБП. Проучването потвърди, че паричната политика е ефективен инструмент за управление на кризи, като НБП демонстрира проактивен подход. Хронологичното сравнение на интервенциите на НБП в емпиричната част на дисертацията показва, че централната банка ефективно е използвала инструментите на паричната политика за смекчаване на последиците от кризата и подкрепа на икономическата стабилност. Конкретните интервенции включват значителни намаления на лихвените проценти, като например намаляване на референтния лихвен процент от 6,0 % на 3,75 % през 2008—2009 г. и от 1,50 % до рекордно ниско ниво от 0,1 % по време на пандемията от COVID-19, с цел да се намалят разходите по кредитите и да се стимулират инвестициите и потреблението. ПНБ също така стартира репо

операции през 2008–2009 г., за да предостави на банките допълнителна ликвидност и да предотврати блокиране на плащанията. Бяха приложени и програми за закупуване на активи, включително програма за закупуване на държавни облигации по време на дълговата криза в еврозоната през 2010–2012 г. с цел стабилизиране на пазара на публичен дълг, както и закупуване на държавни и гарантирани от държавата облигации на обща стойност около 100 млрд. PLN по време на COVID-19 с цел увеличаване на пазарната ликвидност и подкрепа на финансирането на публичния сектор. Освен това по време на пандемията от COVID-19 бяха въведени програми за кредитно подпомагане на предприятия, които предлагат допълнителни кредитни линии за банки на обща стойност около 50 млрд. PLN. Тези интервенции представляват конкретните реакции на НБП на големи икономически шокове и предоставят емпирични данни за тяхното пряко въздействие. Хронологичното сравнение на интервенциите на НБП показва способността на централната банка да адаптира гъвкаво паричната политика и да предприема широк спектър от мерки. Това подчертава, че освен наличието на набор от инструменти, оперативната гъвкавост за бързо избор, адаптиране и прилагане на различни инструменти в реални кризисни сценарии е критичен фактор за успеха на централните банки.

Таблица 2: Интервенции на НБП и наблюдаваните ефекти по време на кризи

Кризисен период	Вид интервенция на НБП	Конкретно действие/мащаб	Наблюдаван ефект/резултат
2008–2009 г. Световна финансова криза	Намаляване на лихвените проценти	Референтният лихвен процент беше понижен от 6,0 % на 3,75	Намалени разходи по кредитите; стимулирани инвестиции и потребление; смекчени ефекти от рецесията; подкрепена икономика
Глобална финансова криза 2008–2009 г.	Репо операции	Предоставяне на допълнителна ликвидност на банките	Осигурена ликвидност на банковата система; предотвратени блокирания на плащанията
2010–2012 г. Дългова криза в еврозоната	Програма за изкупуване на държавни облигации	Въведена програма за стабилизиране на пазара на публичен дълг	Намали разходите за финансиране на държавата; стабилизира финансовите пазари в Полша; намали несигурността
2020–2022 Криза, свързана с пандемията от COVID-19	Намаляване на лихвените проценти	Референтният лихвен процент беше понижен от 1,50 % на 0,1 % (рекордно ниско ниво)	Улеснен достъп до евтини кредити за предприятия и домакинства; подпомагане на поддържането на финансовата ликвидност; стимулиране на икономиката
2020–2022 Криза, свързана с пандемията от COVID-19	Програма за изкупуване на държавни и гарантирани от държавата облигации	Обща стойност около 100 млрд. PLN	Повишена ликвидност на финансовите пазари; подкрепа за публичния сектор в борбата с последиците от пандемията; подпомагане за намаляване на разходите за финансиране на публич
2020–2022 Криза, свързана с пандемията от COVID-19	Програми за кредитно подпомагане на предприятия	Допълнителни кредитни линии за банки (общо около 50 млрд. PLN)	Помощ за запазване на работни места; подкрепа за икономическия растеж чрез поддържане на финансовата ликвидност на предприятията

Източник: собствени оценки

В дисертацията се предлагат и сравнителни анализи с международните стратегии на централните банки. Действията на НБП по време на финансовите кризи показваха много сходства със стратегиите, използвани от други централни банки по света. Бяха отбелязани обаче и съществени разлики: мащабът

на действията на НБП беше по-малък в сравнение с Федералния резерв или Европейската централна банка, което отразява разликите в размера на икономиката и наличните ресурси. На второ място, докато Федералният резерв и ЕЦБ вече имаха опит с количествени облекчения преди пандемията от COVID-19, НБП трябваше да въведе и адаптира тези инструменти в отговор на здравната криза, демонстрирайки способността си да адаптира гъвкаво паричната политика. На трето място, за разлика от еврозоната, Полша поддържа собствена валута, което позволява на НБП да адаптира по-гъвкаво паричната политика, включително интервенции на валутния пазар, които ЕЦБ не можеше да приложи по отношение на отделни държави членки. Ученето от международния опит е от жизненоважно значение, но е необходимо и детайлно разбиране на контекста. Сравнението на действията на НБП с тези на международните партньори, като се подчертават както сходствата, така и специфичните за контекста разлики, показва, че макар да могат да бъдат идентифицирани „универсални рамки за функциониране на паричната политика“, тяхната практическа полза се състои в разбирането защо и как те се различават в различните икономики. Това осигурява по-усъвършенстван подход към ученето в областта на политиките, като се преминава от простото копиране към информирано адаптиране.

5.2.3. Въздействие върху реалната икономика и финансовата стабилност

Изследването изяснява механизмите, чрез които паричната политика се превръща в осезаеми икономически резултати по време на кризи. Дисертацията предоставя подробно разбиране на механизмите на влияние на паричната политика. Тя анализира въздействието на паричната политика върху различни аспекти на икономическото поведение, като инвестиции, потребление, спестявания, кредитиране или поведение на банките. Този анализ помага да се разбере как паричната политика влияе върху реалната икономика по време на криза. Механизмът на предаване на паричната политика е сложен и включва множество канали, които засягат различни части на икономиката. Ясният фокус върху това как паричната политика влияе върху конкретни икономически поведения (инвестиции, потребление, спестявания, кредитиране, поведение на банките) предоставя подробно разбиране на различните пътища, по които се разпространяват сигналите на политиката. Това косвено предполага, че ефективността на паричната политика по време на криза зависи не само от първоначалната интервенция, но и от отзивчивостта и устойчивостта на тези разнообразни канали за предаване, като се подчертават областите за потенциално подобряване на политиката или структурни реформи.

Изследването също така ясно показва как подходящо избраната парична политика може да сведе до минимум негативните ефекти от кризата. Подходящо избраната парична политика може да сведе до минимум негативните ефекти от кризата, като стимулира икономическата активност, намалява безработицата и стабилизира цените. Действията на НБП, включително подкрепата за ликвидността и намаляването на кредитните разходи, допринесоха за защитата на работните места и подкрепата на икономическия растеж. Крайната цел на паричната политика в криза е да смекчи икономическите щети и да насърчи възстановяването. Констатацията, че паричната политика може да сведе до минимум негативните ефекти чрез стимулиране на икономическата активност, намаляване на безработицата и стабилизиране на цените, подчертава проактивния, а не просто реактивния характер на паричната политика. Тя показва, че навременните и подходящо мащабирани интервенции могат не само да смекчат непосредствения удар на кризата, но и активно да оформят последващата траектория на възстановяване, като предотвратят по-дълбоки и продължителни спадове.

6. Заключение

Въз основа на задълбочените изследвания и анализи, проведени в дисертацията, става ясно, че паричната политика оказва съществено влияние върху смекчаването на негативните ефекти от икономическите кризи, като спад на БВП, ускоряване на инфлацията или нарастване на безработицата. Идентифицирането на факторите, определящи тези взаимовръзки – включително особеностите на финансовата система, гъвкавостта на инструментите на паричната политика и реакцията на другите икономически политики към нейните действия – позволява по-добро разбиране на механизмите, чрез които паричната политика въздейства върху икономиката в условия на криза.

Проведените анализи и емпирични изследвания последователно показват, че адекватно подбраните мерки на паричната политика могат да ограничат неблагоприятните последици от кризата чрез стимулиране на икономическата активност, намаляване на безработицата, стабилизиране на ценовата динамика и укрепване на финансовата стабилност. В същото време резултатите потвърждават, че паричната политика не представлява самостоятелен инструмент за управление на икономическите сътресения; нейната максимална ефективност се проявява тогава, когато се прилага

в тясна координация с други икономически политики, като фискалната и структурната политика.

Изведените в това изследване заключения имат пряка практическа значимост за икономистите и лицата, участващи във формулирането на икономическата политика. Препоръките, основани на получените резултати, могат да бъдат използвани при разработването на инструменти за подкрепа на икономическата стабилност в условия на криза. Те включват насърчаване на по-тясната интеграция между фискалната и паричната политика, повишаване на прозрачността и ефективността на комуникацията на централната банка, както и въвеждане на иновативни финансови инструменти, съобразени със специфичните характеристики на националната икономика.

Списък на публикувани статии в научни списания

● К. Трзонковски „Въздействие на паричната политика върху динамиката на инфлацията в постпандемичната икономика“, *Economic Studies Journal* (ISSN 0205-3292), индексирано в Scopus.

● К. Трзонковски (2024), Дискретността като политически инструмент. Анализ на ролята на Националната банка на Полша в стратегиите за интервенция по време на икономическа криза, *Journal of Modern Science*, ISSN 1734-2031, статия, в печат.

● К. Трзонковски (2024), Рефлация или инфлация – дилемата на рецесията, *Zeszyty Naukowe Akademii Górnośląskiej* 16 (2024).

● К. Трзонковски (2024), Парадоксът на властта – особености на паричната политика в екстремни условия, *Contemporary Economics*, индексирана в Scopus, статия, в печат.

● К. Трзонковски, Н. Наталия (2023) Стабилизация на икономиката на страната в кризисни времена, *Herald UNU. Международни икономически отношения и световна икономика*, индексирано в ICI Journals Master List, стр. 143-148.

● К. Трзонковски (2021), Сценарий за рефлация в Централна и Източна Европа на примера на Полша, *Международна асоциация за управление на бизнес информацията* ISBN: 978-0-9998551-6-4, индексирана в Web of Science. <https://ibima.org/accepted-paper/reflational-scenario-in-see-on-the-example-of-poland/>

● К. Трзонковски, О. Халина, П. Колисниченко, Н. Розумович, О. Жихулин (2023), Информационни системи за финансова и икономическа сигурност в условията на киберзаплахи: изследване на характеристиките в контекста на

съвременните административни и правни механизми, *Amazonia Investiga* 12 (69), стр. 315-324 Статия индексирана в Web of Science.

- К. Трзонковски (2023), Въздействието на финансовата криза върху икономиката на страната, *Издаелство Helvetica*, брой 55, индексирано в Copernicus, Eurasian Scientific Journal Index (ESJI).

- К. Трзонковски (2023), Банкова дейност в условия на икономическа криза: национален и международен опит, инвестиционна практика и опит, *списание „Инвестиции: практика и опит“*, бр. 22, ISSN 2306-6814, индексирано в ICI Journals Master List, стр. 16-23.

- К. Трзонковски (2023), Моделиране на банковото дело в условия на икономическа нестабилност, *Киевски научно-икономически вестник № 3, 2023*, ISSN: 2786-7668, индексиран в ICI Journals Master List, стр. 135-142.

- Н. Карамалла-Гайбала, К. Трзонковски (2021), Сравнение на въздействието на пандемията от Covid-19 върху африканската и европейската икономика: случаят на Полша и Судан, *издаелство Bernardinum* ISBN 978-83-8127-729-7, стр. 275-309.

- С. Судомир К. Трзонковски П. Колисниченко (2023), Управление на ликвидността в банковия сектор на Украйна по време на война, *Международно научно списание „Internauka“*. Серия: „Икономически науки“ № 10.

- К. Трзонковски (2023), Кредитна и финансова дейност на банковите институции в контекста на икономическите промени, *Национален авиационен университет* 4 (93), индексирана в Copernicus, Eurasian Scientific Journal Index (ESJI), стр. 88-95.