

LATVIJAS UNIVERSITĀTES
BIZNESA, VADĪBAS UN EKONOMIKAS FAKULTĀTE
Finanšu un grāmatvedības nodaļa

**KVANTITATĪVĀS MĪKSTINĀŠANAS IETEKME UZ
EIROZONAS EKONOMIKU**

The impact of quantitative easing on Eurozone economy

BAKALAURA DARBS
Finanšu menedžmenta profesionālā bakalaura studiju programma

Autors: Marija Reičela Tramdaha
Studenta apliecības Nr.: mr14020
Darba vadītājs: Dr.ekon., as.profesore Irina Solovjova

Rīga 2018

Anotācija

Sākoties globālajai finanšu krīzei 2008.gadā, valstu centrālās bankas sāka pārdomāt esošo monetārās politikas instrumentu iedarbību uz ekonomiku. Valstu ekonomika auga lēnāk nekā bija nepieciešams un tradicionālie monetārās politikas instrumenti bija zaudējuši savu efektivitāti. Līdz ar to tautsaimniecības stimulēšanā nācās iesaistīt jaunus netradicionālos monetārās politikas instrumentus, tajā skaitā kvantitatīvo mīkstināšanu, kuru ECB sāka pielietot 2015.gadā.

Bakalaura darba mērķis ir, pamatojoties uz ECB monetārās politikas efektivitātes izpēti un analīzi, novērtēt kvantitatīvās mīkstināšanas ietekmi uz Eirozonas ekonomiku, izdarīt secinājumus un izteikti priekšlikumus par monetārās politikas pilnveidošanu nākotnē.

Veiktā pētījuma rezultāti liecina, ka līdz šim kvantitatīvā mīkstināšana, kopā ar citiem nestandarta monetārās politikas pasākumiem ir bijusi efektīva un ekonomisko izaugsmi veicinoša, taču, ECB galvenais mērķis inflācijas līmenis tuvu, bet zem 2% vēl nav sasniegts.

Atslēgvārdi: *kvantitatīvā mīkstināšana, Eirozona, netradicionālie monetārās politikas instrumenti, Eiropas Centrālā banka*

Abstract

At the beginning of the global financial crisis in 2008, national central banks began to rethink the effects of existing monetary policy instruments on the economy. The economies of countries grew slower than required and traditional monetary policy instruments had lost their effectiveness. Consequently, the economic incentives had to involve new non-traditional monetary policy instruments, including quantitative easing, which the ECB began to apply in 2015.

The purpose of the bachelor's thesis is to assess the impact of quantitative easing on the euro area economy, drawing conclusions and proposals on the future development of monetary policy, based on research and analysis of the effectiveness of the ECB's monetary policy.

The results of the study carried out to show that, until now, quantitative easing, together with other non-standard monetary policy measures, has been effective and conducive to economic growth, but the ECB's main target for inflation is close but below 2% has not yet been achieved.

Keywords: *quantitative easing, eurozone, unconventional monetary policy instruments, European Central Bank*

Saturs

Ievads.....	5
1. Monetārās politikas teorētiskie aspekti	7
1.1. Monetārās politikas būtība un mērķi	7
1.2. Monetārās politikas instrumenti.....	19
2. Centrālo banku pieredze kvantitatīvajā mīkstināšanā	26
2.1. ASV Federālo Rezervju sistēmas kvantitatīvās mīkstināšanas programmu analīze	26
2.2. Anglijas Bankas pieredzes analīze kvantitatīvajā mīkstināšanā	33
2.3. Japānas Bankas pieredze kvantitatīvajā mīkstināšanā	38
3. Eiropas Centrālās bankas kvantitatīvās mīkstināšanas programmas analīze.....	48
3.1. Eiropas Centrālās bankas monetārā politika pirms kvantitatīvās mīkstināšanas	48
3.2. Eiropas Centrālās bankas pieredze kvantitatīvajā mīkstināšanā.....	56
3.3. Kvantitatīvās mīkstināšanas programmas ietekme uz Eirozonas ekonomiskajiem rādītājiem	64
Secinājumi un priekšlikumi	70
Izmantotās literatūras saraksts	72

Ievads

Globālā finanšu krīze, kas skāra pasauli 2008.gadā, ir pagājusi un tautsaimniecības attīstība pēc krīzes ir vērtējama kā veiksmīga, taču tā ir atstājusi paliekošas pēdas vairāku valstu ekonomikā. Vairākās valstīs valda zemi izaugsmes tempi, zems inflācijas līmenis kā arī bezdarbs, tāpēc bija nepieciešamība izstrādāt atbilstošu monetārās politikas stratēģiju, kas palīdzētu likvidēt globālās finanšu krīzes sekas, gan arī veicinātu turpmāko ekonomisko izaugsmi. Centrālās bankas savā darbībā galvenokārt pielieto tradicionālos monetārās politikas instrumentus, taču laikā, kad ekonomika piedzīvo lēnu izaugsmes tempu, tad ar tradicionālajiem monetārās politikas instrumentiem vairs nepietiek un tautsaimniecības stimulēšanā nākas iesaistīt jaunus – netradicionālus monetārās politikas instrumentus. Tradicionālais monetārās politikas instruments procentu likmes bija sevi izsmēlis un reaģējot uz ieilgušo zemās izaugsmes periodu, kas radīja riskus arī cenu stabilitātei eiro zonā, 2015.gadā Eiropas Centrālās bankas (ECB) Padome paziņoja par izvērstas aktīvu pirkšanas programmas uzsākšanu jeb kvantitatīvo mīkstināšanu, kas ir valsts vērtspapīru vai citu vērtspapīru iepirkšana, ar mērķi samazināt procentu likmes un palielināt naudas piedāvājumu. Kvantitatīvā mīkstināšana bija nākamais solis Eirosistēmas divu gadu garumā veiktajā atbalstošajā monetārajā politikā.

Bakalaura darba mērķis ir, pamatojoties uz ECB monetārās politikas izpēti un analīzi, novērtēt kvantitatīvās mīkstināšanas ietekmi uz Eirozonas ekonomiku, izdarīt secinājumus un izteikti priekšlikumus par monetārās politikas pilnveidošanu nākotnē.

Mērķa sasniegšanai izvirzītie darba uzdevumi ir:

- a) izpētīt monetārās politikas būtību, mērķus un veikt monetārās politikas instrumentu analīzi, izmantojot speciālo literatūru;
- b) izpētīt un analizēt ASV, Anglijas un Japānas centrālo banku pieredzi kvantitatīvajā mīkstināšanā, pamatojoties uz pētījumiem un ekonomiskajiem rādītājiem;
- c) izpētīt un analizēt ECB tradicionālo un netradicionālo monetārās politikas instrumentu pielietošanas efektivitāti un to ietekmi uz Eirozonu, pamatojoties uz pētījumiem un ekonomiskajiem rādītājiem;
- d) izdarīt secinājumus un izvirzīt priekšlikumus ECB monetārās politikas uzlabošanai.

Bakalaura darbs sastāv no ievada, trīs nodaļām, secinājumiem, priekšlikumiem un izmantotās literatūras avotu saraksta.

Pirmajā nodaļā ir apkopoti monetārās politikas teorētiskie aspekti, kurā tiek aprakstīti monetārās politikas mērķi, būtība, veidi, atbilstošas stratēģijas izvēle un monetārās politikas instrumentu iedalījums un to pielietojums.

Otrajā nodaļā ir analizēta ASV, Lielbritānijas un Japānas centrālo banku pieredze kvantitatīvajā mīkstināšanā un tās ietekme uz ekonomiku, veicot makroekonomisko rādītāju analīzi un balstoties uz veiktajiem pētījumiem.

Trešajā nodaļā ir analizēta ECB tradicionālo un netradicionālo monetārās politikas instrumentu, tajā skaitā kvantitatīvās mīkstināšanas, pielietošanas efektivitāte, balstoties un ECB gada pārskatiem, veiktajiem pētījumiem un makroekonomisko rādītāju analīzi.

Darba beigās ir iekļauti autores izdarītie secinājumi un izvirzītie priekšlikumi Eiropas Centrālās Bankas monetārās politikas uzlabošanai.

Darba gaitā tika izmantotas statistiskās un monogrāfiskās pētīšanas metodes. Bakalaura darbā tiek pētīts laika posms no 2008. līdz 2018.gadam. Izstrādājot darbu, tika izmantoti ECB gada pārskati, ārzemju un latviešu zinātniskā literatūra, publikācijas un statistiskā informācija.

1. Monetārās politikas teorētiskie aspekti

1.1. Monetārās politikas būtība un mērķi

Lai jebkura valsts varētu sekmīgi pastāvēt, tai ir nepieciešams pietiekoši liels budžets, jaunas darba vietas un zems bezdarba līmenis, gan arī sociālās garantijas tās rezidentiem. To visu var nodrošināt, uzturot stabilu un augošu ekonomiku. Netiešā veidā to var ietekmēt ne tikai uzņēmēji un dažādas valsts institūcijas, bet galvenokārt to ietekmē valsts centrālā banka, izmantojot monetāro politiku.

Monetārā politika ir pasākumu kopums, kuru mērķis ir ietekmēt naudas piedāvājumu un nodrošināt līdzsvaru naudas tirgū jeb ar citiem vārdiem monetāra politika - ir ekonomiskās politikas daļa, ar kuras palīdzību tiek regulēts apgrozībā esošais naudas daudzums (naudas piedāvājums), procentu likmes un kredītu apjoms, ar mērķi nodrošināt sabalansētu valsts ekonomisko attīstību un izaugsmi zemas inflācijas un optimālas nodarbinātības apstākļos, kā arī panākt ārējo maksājumu (maksājumu bilances) līdzsvaru un nacionālās valūtas stabilitāti. Tās galvenais uzdevums ir veicināt labvēlīgus makroekonomiskos apstākļus tautsaimniecības ilgtermiņa attīstībai.¹

Katrā valstī monetārajai politikai var būt atšķirīgi ilgtermiņa mērķi, bet vairumā valstu tie ir cenu stabilitātes jeb inflācijas tempu normalizēšanas nodrošināšana vai arī oficiālās valūtas kursa stabilitātes nodrošināšana. Jāsaprot, ka abus šos ilgtermiņa mērķus vienlaicīgi īstenot nevar, tāpēc katrai valstij ir jāizvērtē, kas konkrētajā situācijā ir svarīgāk. To var izvērtēt pēc dažādiem ekonomiskajiem rādītājiem. No šiem ilgtermiņa mērķiem lielā mērā ir atkarīgs tas, kādi monetārās politikas īstenošanas instrumenti tiks izmantoti.² Par monetāro politiku parasti ir atbildīga valsts centrālā banka (CB), kas ir neatkarīga savu lēmumu pieņemšanā un īstenošanā, tā nav pakļauta valdības vai tās institūciju lēmumiem un rīkojumiem.

Pasaules ekonomiskās attīstības pieredze rāda, ka labākais ieguldījums, kādu monetārā politika var dot ekonomiskās attīstības, nodarbinātības un finanšu stabilitātes veicināšanā, ir zemas inflācijas nodrošināšana. Uzturot cenu stabilitāti, centrālā banka rada stabilu un plānojamu uzņēmējdarbības vidi.³ Vairākums pasaules valstu centrālo banku par savu galveno mērķi ir izvēlējušās zemas un stabilas inflācijas nodrošināšanu ilgtermiņā. Cenu stabilitāti var vērtēt

¹ Svetlana Saksonova "Nauda, kredīts, inflācija, monetārā politika", Rīga, 2010

² Almekinders, G., „The Political Economy of Central Bank Intervention”, Public Choice, 1996. 119.lpp

³ Aigars Plotkāns, "Cita ekonomika", Rīga, 2010, 56.lpp

kvalitatīvā un kvantitatīvā aspektā. 1990. gada sākumā inflāciju kontrolējošu monetāro stratēģiju izvēlējās vairākas valstis, piemēram, Jaunzēlande, Kanāda un Lielbritānija (kvantitatīvais aspekts). Savukārt centrālās bankas galvenais mērķis nodrošināt cenu stabilitāti ir, piemēram, Šveicē un ASV (kvalitatīvais aspekts). Arī Eiropas Centrālā banka (ECB) par galveno mērķi ir izvirzījusi cenu stabilitātes nodrošināšanu.⁴

Piemēram, Eiropas Centrālās bankas būtiskākais ar monetāro politiku saistītais lēmums ir galveno procentu likmju noteikšana. Jebkuras galveno procentu likmju pārmaiņas ietekmē procentu likmes, ko komercbankas nosaka saviem klientiem par izsniegtajiem aizdevumiem. Citiem vārdiem sakot, šis lēmums ietekmē patērētāju izdevumus un uzņēmumu ieguldījumus. ECB gadījumā monetārās politikas mērķis ir saglabāt cenu stabilitāti, t.i., vidējā termiņā nodrošināt inflācijas līmeni zemāku par 2%, bet tuvu tam. Tas savukārt palīdz atbalstīt ES vispārējo ekonomisko politiku, kuras mērķis ir nodrošināt pilnīgu nodarbinātību un tautsaimniecības izaugsmi.⁵

Mērķis saglabāt cenu stabilitāti attiecas uz vispārējo cenu līmeni tautsaimniecībā un nozīmē gan ilgstošas inflācijas, gan ilgstošas deflācijas novēršanu. Cenu stabilitāte dažādos veidos palīdz sasniegt augstu ekonomiskās aktivitātes un nodarbinātības līmeni.⁶ Ja centrālās bankas galvenais mērķis ir cenu stabilitāte, tad nepieciešams rādītājs, kas atvieglo monetārās politikas lēmumu pieņemšanu. Jāņem vērā, ka monetārajai politikai nevajadzētu reaģēt uz jebkurām inflācijas pārmaiņām. Inflācijas pārmaiņas nosaka piedāvājuma puses pārmaiņas, ko klasificē kā vienreizējus (īstermiņa) šokus, un pieprasījuma puses pārmaiņas, kas izraisa pastāvīgus (ilgtermiņa) šokus. Šīs klasifikācijas teorētiskais balsts ir pamatinflācijas koncepcija. Tā pamatojas uz atšķirību starp vienreizējiem cenu šokiem un pastāvīgiem cenu šokiem. Ja šoks ir vienreizējs un tam nav ilgstošu seku, monetārajai politikai uz to nevajadzētu reaģēt. Mēģinājumi novērst vienreizējus cenu šokus var īsā laika posmā radīt negatīvu ietekmi uz tautsaimniecības izaugsmi.⁷

⁴ **Eiropas Centrālā Banka** “Cenu stabilitāte. Kāpēc tā ir svarīga?”, Frankfurt am Main, 2007, 24.lpp

⁵ Eiropas Centrālās bankas oficiālā mājas lapa – www.ecb.europa.eu (skatīts 20.04.2018)

⁶ Price Stability in Monetary Policy: Definition & Overview, Chapter 3, Lesson 57, <https://study.com/>, (skatīts 21.04.2018)

⁷ Eiropas Centrālās bankas oficiālā mājas lapa – www.ecb.europa.eu (skatīts 21.04.2018)

Galvenās cenu stabilitātes priekšrocības ir:

- a) cenu stabilitāte palīdz cilvēkiem vieglāk konstatēt preču cenu pārmaiņas salīdzinājumā ar citām precēm (t.i., “relatīvās cenas”), jo šīs pārmaiņas nav apslēptas vispārējā cenu līmeņa svārstībās;
- b) kreditori var būt pārliecināti, ka nākotnē saglabāsies stabilas cenas, tie neprasīs papildu atdevi (t.s. inflācijas riska prēmiju), lai kompensētu ar nominālo aktīvu ilgtermiņa turēšanu saistītos inflācijas riskus. Samazinot šādas riska prēmijas un tādējādi nodrošinot zemākas nominālās procentu likmes, cenu stabilitāte veicina kapitāla tirgus resursu izvietojuma efektivitāti un tādējādi stimulē ieguldījumus. Tas savukārt veicina jaunu darba vietu rašanos un – plašākā nozīmē – ekonomisko labklājību;
- c) ja ieguldītāji var būt pārliecināti, ka nākotnē saglabāsies stabilas cenas, viņi nepieprasīs inflācijas riska prēmiju, lai kompensētu ar nominālo aktīvu ilgtermiņa turēšanu saistītos inflācijas riskus. Samazinot šo riska prēmiju reālajā procentu likmē, monetārā politika var uzlabot kapitāla tirgus resursu izvietojuma efektivitāti un tādējādi stimulējot investīcijas, tas savukārt veicina ekonomisku labklājību;
- d) ja uzņēmumi un privātpersonas var uzticēties cenu stabilitātei, ir mazāka iespēja, ka tie novirzīs resursus no produktīviem lietojuma veidiem, lai nodrošinātos pret inflāciju. Piemēram, augstas inflācijas apstākļos rodas stimuls uzkrāt reālās preces, jo tās šādos apstākļos saglabā vērtību labāk nekā nauda vai noteikti finanšu aktīvi, tomēr preču uzkrāšana nav efektīvs investīciju lēmums un kavē tautsaimniecības izaugsmi;
- e) nodokļu un labklājības sistēmas var radīt nepareizus stimulus, kas deformē ekonomisko uzvedību. Inflācija un deflācija šīs deformācijas bieži vien pastiprina. Cenu stabilitāte mazina reālās ekonomiskās izmaksas, kas rodas, inflācijai pastiprinot deformējošo ietekmi uz nodokļu un sociālo sistēmu;
- f) sociālās kohēzijas un stabilitātes uzturēšana: cenu stabilitāte novērš būtisku un nepamatotu bagātības un ienākumu pārdali, kas mēdz notikt gan inflācijas, gan deflācijas apstākļos. Stabilas cenas tādējādi palīdz uzturēt sociālo kohēziju un stabilitāti. 20.gs. pieredze vairākkārt pierādījusi, ka augsts inflācijas vai deflācijas līmenis bieži izraisa sociālo un politisko nestabilitāti;
- g) pēkšņa aktīvu pārvērtēšana negaidītu inflācijas pārmaiņu dēļ var vājināt bankas finansiālā stāvokļa stabilitāti. Piemēram, pieņemsim, ka banka piedāvā ilgtermiņa aizdevumus ar fiksētu procentu likmi, ko tā finansē ar īstermiņa termiņnoguldījumiem. Negaidīti

pieaugot inflācijai, reālā aktīvu vērtība samazinās. Tāpēc banka var saskarties ar maksātspējas problēmu, kas var izraisīt negatīvu ķēdes reakciju. Ja monetārā politika nodrošina cenu stabilitāti, iespējams izvairīties no inflācijas un deflācijas satricinājumu ietekmes uz nominālo aktīvu reālo vērtību un tādējādi tiek veicināta arī finanšu stabilitāte.

8

Kā vēl viens no centrālo banku monetārās politikas mērķiem var būt nacionālās valūtas kursa stabilitātes nodrošināšana. Valūtas kursa režīma izvēli būtiski ietekmē sociāli ekonomiskā sistēma. Savukārt valūtas kursa režīms un dinamika ietekmē to, kādi ekonomiskās politikas instrumenti tiek izvēlēti un kāda ir to efektivitāte.⁹ Valūtas kursa mehānisms var būt robežās no pilnīgi fiksēta valūtas kursa režīma līdz pilnīgi brīvi peldošam.

Fiksētais valūtas kurss ir valsts valdības oficiāli noteikts valūtas kurss, kura patvaļīga mainīšana netiek atļauta. Fiksēts valūtas kurss nozīmē, ka valūta ir piesaistīta vai nu kādai citai valūtai, vai valūtas grozam. Tas savukārt nozīmēt to, ka ir noteikts nacionālās valūtas maiņas kurss. Kuram izmainoties (pieaugot vai samazinoties) centrālajai bankai ir jāveic intervence. Atkarībā no situācijas notiek vietējās valūtās uzpirkšana (ja samazinās nacionālās valūtas maiņas kurss) vai pārdošana (ja pieaug nacionālās valūtas maiņas kurss). Tādējādi uzturot valūtas tirgū līdzsvaru.¹⁰ Fiksēta valūtas kursa stratēģija, ir viens no iedarbīgākajiem instrumentiem, ar kuru palīdzību pārejas ekonomikas valstīs ekonomisko reformu sākumā var samazināt inflāciju, stabilizēt makroekonomisko vidi un nostiprināt iedzīvotāju uzticību valsts ekonomiskajai politikai.

Fiksēta valūtas kursa apstākļos centrālajai bankai jāveic intervences ārvalstu valūtas tirgū, lai noturētu nacionālās valūtas piesaistes kursu eiro. Tādējādi centrālā banka uzturēs nacionālās valūtas vērtību, pērkot ārvalstu valūtu. Tas savukārt palielinās nacionālās valūtas piedāvājumu un kredītu pieejamību uzņēmumu investīcijām un darbības paplašināšanai. Tā kā centrālās bankas darbības ietekme ir līdzvērtīga ekspansīvas monetārās politikas ietekmei, šāda reakcija uz eksporta cenu palielinājumu izraisīs produkcijas izlaides pieaugumu un inflācijas kāpumu augstāku uzņēmumu robežizmaksu dēļ.¹¹

⁸ Eiropas Centrālā Banka "Cenu stabilitāte. Kāpēc tā ir svarīga?", Frankfurt am Main, 2007, 29.lpp

⁹ Oļevskis G., "Starptautiskā ekonomika", J.Rozes apgāds, 2000, 167. lpp

¹⁰ Oļevskis G., "Starptautiskā ekonomika", J.Rozes apgāds, 2000, 72. lpp

¹¹ "Fiksēta valūtas kursa režīma priekšrocības vispārējā līdzsvara stāvokļa apstākļos", Latvijas Banka, <http://www.bank.lv/>, (skatīts 08.05.2018)

Savukārt peldoša valūtas kursa mehānisms valūtas kursu ļauj noteikt tirgum – pieprasījuma un piedāvājuma attiecībām, bet centrālā banka valūtas kursa regulēšanā neiejaucas. Jo attīstītāks valsts kapitāla tirgus, atvērtāka un spēcīgāka ekonomika, jo valūtas kursa režīms parasti ir brīvāks. Tādēļ arī pasaules vadošajās ekonomikās sastopam brīvi peldošus valūtas kursus, piemēram, ASV, Japānā un eiro zonā. Protams, valūtas kursa mehānisms nepastāv tikai šajās divās ekstrēmajās formās – iespējamās dažādas šo formu modifikācijas, piemēram, valūtas kurss ir piesaistīts pie kādas valūtas vai valūtu groza, taču tam ir ļauts brīvi atrasties noteiktā intervālā piemēram +/-2.25% no fiksētā valūtas kursa, kā tas ir Dānijā. Kamēr vien svārstības notiek šajā intervālā, centrālā banka neiejaucas, taču, kolīdz valūtas kurss izslīd ārpus šī intervāla, centrālā banka veic intervenci, lai atgrieztu valūtas kursu atpakaļ intervāla robežās. Valūtas intervence ir mērķtiecīga centrālās bankas vai Finanšu ministrijas (atkarībā no valsts monetārās pārvaldes) iejaukšanās valūtas tirgū, lai ietekmētu valūtu kursus. Brīdī, kad centrālā banka ir spiesta pārdot zināmu valsts vērtspapīru daļu iedzīvotājiem un uzņēmējiem, banka veic operācijas, ko sauc par sterilizāciju. Šī procesa laikā tiek neitralizētas iekšzemes tirgus apgrozāmās naudas masas svārstības ar valūtas rezervju pieplūdumu un aizplūdes palīdzību. Jo zemāka ir kapitāla mobilitāte, jo efektīvāk noris sterilizācija.¹²

Vēl tuvāks brīvi peldošajam valūtas kursam ir mehānisms, kad centrālā banka valūtas kursu ļauj noteikt tirgum, taču nosaka valūtas kursa grīdu vai griestus attiecībā pret kādu citu valūtu vai valūtu grozu (līdz 2015. gada janvārim valūtas kursa griestus bija noteikusi Šveices centrālā banka). Kad valūtas kurss sasniedz šo grīdu vai griestus, centrālā banka iejaucas un veic intervences.¹³

Cenu stabilitāte un nacionālās valūtas kursa stabilitātes nodrošināšana ir tradicionāli centrālo banku mērķi, bet dažkārt centrālās bankas izvēlas arī tām neierastākus mērķus. Kā, piemēram, pasludinot savu galveno mērķi par nodarbinātības uzlabošanu, Federālo Rezervju sistēma veica vēl nepieredzētu rīcību. Tā vairāk pievērsās tās pilnvarām, lai veicinātu darbavietu pieaugumu, un mazāk par to, uz ko iepriekš tika likts galvenais uzsvars - inflācijas līmeņa stabilizēšanu. Tā bija pirmā reize, kad kāda no centrālajām bankām bija piemērojusi savu darbību, lai veicinātu jaunu darba vietu izveidi.¹⁴

¹² **Anete Kravinska**, "Kas nosaka valūtas kursu? Ko iegūstam un zaudējam no eiro kursa izmaiņām?", <https://www.makroekonomika.lv/>, 2016, (skatīts 10.05.2018)

¹³ **Rupeika-Apoga R.**, "Valūtas tirgus un valūtas darījumi", Rīga, 2003, 32. lpp.

¹⁴ **Mark Gertler and Peter Karadi**, "A Framework for Analyzing Large Scale Asset Purchases as a Monetary Policy Tool", NYU and ECB, 2012, 11.lpp

Taču, lai īstenotu sekmīgu monetāro politiku, tās veidošanā ir svarīgi ņemt vērā arī tādus faktorus kā:

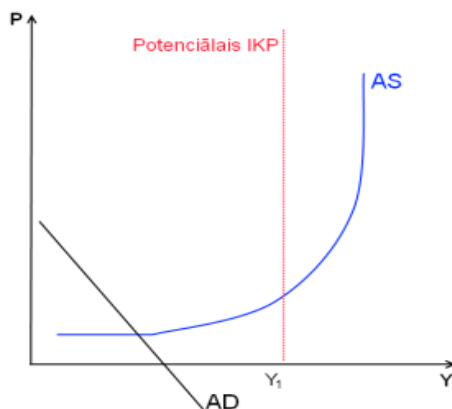
- a) pašreizējais ekonomiskais stāvoklis (vai ekonomika atrodas augšupejas, vai lejupslīdes fāzē);
- b) ekonomiskā stāvokļa izmaiņas tuvākajā nākotnē (uz kuriem virzās ekonomika, vai gaidāms ekonomiskās aktivitātes pieaugums vai kritums);
- c) administratīvā kavēšanās (laika periods, kas pāriet līdz lēmuma pieņemšanai), kas fiskālās un monetārās politikas gadījumā ir atšķirīgi,
- d) kad pieņemti lēmumi sāks darboties praksē (laika periods no lēmuma pieņemšanas līdz tā praktiskajai iedarbībai);
- e) mājāsaimniecību un uzņēmumu reakcija uz valdības pieņemtajiem lēmumiem.¹⁵

Lai sekmīgi realizētu monetāro politiku un novērtētu to efektivitāti, nepieciešams izprast arī kādi faktori ierobežo to darbību. Lai novērtētu valdības ekonomiskās politikas nozīmi un efektivitāti ir jāaplūko gan teorētiskos (IS-LM, AD-AS), gan ne-teorētiskos (vektoru autoregresijas u.c.) modeļus. Teorētiskajos modeļos efektivitāti nosaka pēc izmaiņām izlaides līmenī jeb IKP vai arī vērtējot politikas ietekmi uz cenu līmeni jeb inflāciju. Monetārās politikas ietekme uz kopējo pieprasījumu ir netieša, jo CB lēmumi sākotnēji ietekmē finanšu tirgu un caur to tālāk citu ekonomisko subjektu rīcību attiecībā uz patēriņu, uzkrājumiem, investīcijām, kas savukārt atstāj ietekmi uz IKP, tāpēc, analizējot monetārās politikas efektivitāti, izdala vairākus kanālus. Monetārās politikas transmisijas mehānisma un tās kanālu analīzei ir pievērsušies daudzi ekonomisti. Pirmo reizi transmisijas mehānisma jēdziens parādījās Keinsa analizē un ar ko tika saprasta mainīgo lielumu sistēma, caur kuru izmaiņas naudas piedāvājumā ietekmē ekonomisko aktivitāti. Keinss uzskatīja, ka naudas piedāvājuma izmaiņas var atstāt ietekmi uz izlaidi tikai caur investīcijām un tikai tajā gadījumā, ja tas izmainīs psiholoģisko stāvokli naudas tirgū, pazeminot procentu likmes. M.Fridmens pirmais transmisijas mehānisma analīzē piedāvāja iekļaut ne tikai procentu likmes, bet arī citu aktīvu cenas. Vēlāk šo pieeju savos modeļos attīstīja F.Modiljani, J.Tobins u.c.¹⁶

¹⁵ **Liedskalniņa J.** „*Makroekonomika*”, Rīga, 1999, 172. lpp.

¹⁶ **Liedskalniņa J.** „*Makroekonomika*”, Rīga, 1999, 175. lpp.

Atkarībā no tautsaimniecības attīstībai izvirzītajiem mērķiem un uzdevumiem, centrālā banka var īstenot divu veidu monetāro politiku – stimulējošu (lētās naudas) vai ierobežojošu (dārgas naudas).



1.1.attēls Stimulējošās monetārās politikas pielietojums

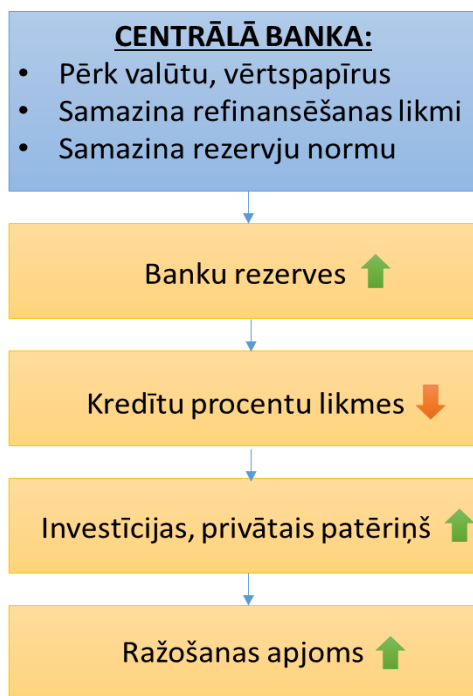
Makroekonomiskajam līdzsvaram veidojoties AS līknes horizontālajā daļā, būtu nepieciešams pielietot stimulējošo jeb lētās naudas monetāro politiku. Tādā gadījumā AD pieaugums ietekmēs galvenokārt ekonomikas augsmi. Savukārt, ja tiks izmantota ierobežojošā jeb dārgās naudas monetārā politika, tādā veidā ekonomikas izaugsme tiks bremsēta (skatīt 1.1.attēlu).

Īstenojot *stimulējošu monetāro politiku*, centrālā banka samazina naudas cenu vai palielina naudas piedāvājumu naudas tirgū, tādējādi procentu likmes naudas tirgū samazinās. Stimulējošās monetārās politikas efekti ir saistīti ar CB mērķiem un izvēlētiem instrumentiem. Banku sistēmā pieaug konkurence un procentu likme pazeminās. Kredīti kļūst lētāki un uzņēmumi palielina savas plānotās investīcijas. Reālo investīciju apjoma palielināšanās nozīmē, ka aug pieprasījums pēc kapitālprecēm, un netieši tas izsauc arī citu kopējā pieprasījuma elementus (C, G, Xn) pieaugumu.¹⁷

Stimulējošās monetārās politikas rezultātā samazinās procentu likmes, par kurām bankas izsniedz kredītus uzņēmumiem un privātpersonām. Lielāks naudas piedāvājums un lētāki aizdevumi veicina kreditēšanas pieaugumu. Taču zemāka procentu likme naudas resursiem nacionālajā valūtā samazina līdzekļu ienesīgumu salīdzinājumā ar naudas resursiem citās valūtās,

¹⁷ Liedskalniņa J. „Makroekonomika”, Rīga, 1999, 127.lpp

tāpēc mazinās pieprasījums pēc nacionālās valūtas un tās vērtība attiecībā pret citām valūtām sarūk. Minētās norises ietekmē uzņēmumu un iedzīvotāju darbības preču un pakalpojumu tirgū.¹⁸



1.2.attēls Stimulējoša monetārā politika

Stimulējošās monetārās politikas rezultātā samazinās procentu likmes, par kurām bankas izsniedz kredītus uzņēmumiem un privātpersonām. Lielāks naudas piedāvājums un lētāki aizdevumi veicina kreditēšanas pieaugumu. Taču zemāka procentu likme naudas resursiem nacionālajā valūtā samazina līdzekļu ienesīgumu salīdzinājumā ar naudas resursiem citās valūtās, tāpēc mazinās pieprasījums pēc nacionālās valūtas un tās vērtība attiecībā pret citām valūtām sarūk. Minētās norises ietekmē uzņēmumu un iedzīvotāju darbības preču un pakalpojumu tirgū.

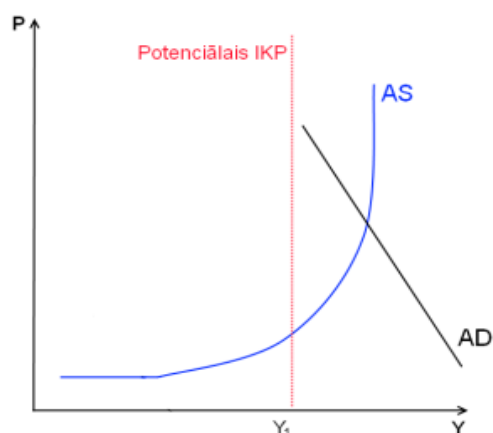
Lētāki un vieglāk pieejami kredīti veicina kredītu apjoma pieaugumu, un tie tiek izmantoti, lai iegādātos, piemēram, patēriņa preces un investētu līdzekļus būvniecībā vai uzņēmējdarbības attīstībā. Tā kā procentu likmes ir kļuvušas zemākas, vairs nav tik izdevīgi naudu noguldīt bankās – priekšroka tiek dota tās tērēšanai vai tālākai aizdošanai un investēšanai, tā veicinot investīciju un patēriņa pieaugumu tautsaimniecībā.¹⁹

¹⁸ Pieejams <https://www.naudasskola.lv/> (skatīts 24.04.2018)

¹⁹ Pieejams <https://www.naudasskola.lv/> (skatīts 24.04.2018)

Lielāks pieprasījums var mudināt uzņēmumus gūt papildu peļņu, nosakot precēm augstākus uzcenojumus un tādējādi palielinot gan preču, gan izejvielu cenas. Krītoties nacionālās valūtas vērtībai, kļūst dārgākas importa preces. Pieaugot uzņēmumu ieņēmumiem, var palielināties darba samaksas izdevumi, kas arī ar laiku ietekmē cenas. Ja pieprasījuma pieaugumam neseko atbilstošs piedāvājuma palielinājums, inflācija pieaug. Savukārt augsta inflācija rada zaudējumus un riskus un sāk kavēt tautsaimniecības attīstību.²⁰

Savukārt apgrozībā esošā naudas daudzuma samazināšanu sauc par *ierobežojošu monetāro politiku*. Īstenojot ierobežojošu monetāro politiku, centrālā banka palielina naudas cenu vai samazina naudas piedāvājumu naudas tirgū, tādējādi procentu likmes naudas tirgū pieaug.

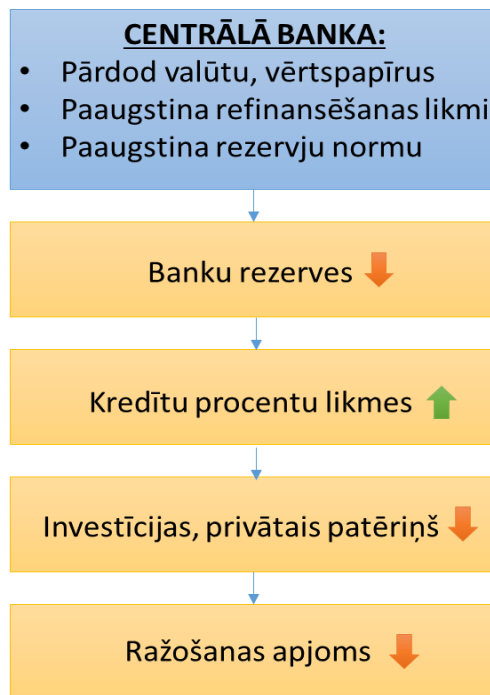


1.3.attēls Ierobežojošas monetārās politikas pielietojums

Makroekonomiskajam līdzsvaram veidojoties AS līknes vertikālajā daļā, būtu jāizmanto ierobežojošā jeb dārgās naudas monetārā politika. Tādā veidā AD samazinājums ietekmēs galvenokārt inflāciju un tā samazināsies. Savukārt, ja tiks izmantota stimulējošā jeb lētās naudas monetārā politika, tas palielinās inflāciju (skatīt 1.2.att.).

Savukārt apgrozībā esošā naudas daudzuma samazināšanu sauc par *ierobežojošu monetāro politiku*. Īstenojot ierobežojošu monetāro politiku, centrālā banka palielina naudas cenu vai samazina naudas piedāvājumu naudas tirgū, tādējādi procentu likmes naudas tirgū pieaug.

²⁰ Pieejams <https://www.naudasskola.lv/> (skatīts 24.04.2018)



1.4.attēls Ierobežojoša monetārā politika

Vienīgais lielums, kas pieaug īstenojot ierobežojošu monetāro politiku ir kredītu procentu likmes, par kurām bankas izsniedz kredītus uzņēmumiem un privātpersonām. Mazāks naudas piedāvājums un dārgāki aizdevumi palēnina kreditēšanas pieaugumu. Augstāka procentu likme naudas resursiem nacionālajā valūtā palielina šo līdzekļu ienesīgumu salīdzinājumā ar naudas resursiem citās valūtās, tāpēc aug pieprasījums pēc nacionālās valūtas un tās vērtība attiecībā pret citām valūtām pieaug. Minētās norises ietekmē uzņēmumu un iedzīvotāju darbību preču un pakalpojumu tirgū.

Dārgāki un grūtāk pieejami kredīti ierobežo kredītu pieaugumu, kas tālāk tiktu izmantoti, lai iegādātos, piemēram, patēriņa preces un investētu būvniecībā vai uzņēmējdarbības attīstībā. Tāpēc patēriņa un investīciju attīstība palēninās. Tā kā procentu likmes kļūvušas augstākas, izdevīgāk ir naudu noguldīt bankās, nevis to iztērēt vai investēt.

Zemāks preču un pakalpojumu pieprasījums nozīmē, ka, lai veicinātu pirkšanu, uzņēmumi var samazināt preču peļņas uzcenojumu. Pieaugot nacionālās valūtas vērtībai, kļūst lētākas importa preces. Tādējādi samazinās gan preču, gan izejvielu cenas. Samazinoties uzņēmumu ieņēmumiem, lēnāk aug darba samaksas izdevumi, kas arī ar laiku ietekmē cenas.

Ja pieprasījums samazinās pārāk strauji, arī inflācija var samazināties līdz pārāk zēmam līmenim vai arī var tikt sasniegta deflācija – stāvoklis, kad cenas krītas. Taču arī deflācija nav

vēlams stāvoklis – patērētāji atliek pirkumus cerībā uz cenu kritumu tālākā nākotnē, savukārt uzņēmumiem nav ieinteresētības vairāk ražot, jo ieņēmumi kļūst mazāki, tāpēc var sākties tautsaimniecības lejupslīde.²¹

Monetārā politika cenu līmeni ietekmē transmisijas procesa rezultātā - procesa, kurā centrālās bankas iedarbojas uz tautsaimniecību un, visbeidzot, uz cenām. Lai gan būtībā šis ir ārkārtīgi sarežģīts process, kas laika gaitā mainās un dažādās tautsaimniecības ir atšķirīgs, tā ka pat mūsdienās visas tā detaļas nav pilnībā zināmas, tā pamatiezīmes ir viegli saprotamas. To, kādā veidā monetārā politika ietekmē tautsaimniecību, var izskaidrot šādi. Centrālā banka ir vienīgā institūcija, kas emitē banknotes un banku rezerves un tai ir monopoltiesības nodrošināt monetāro bāzi. Šīs monopoltiesības ļauj centrālajai bankai ietekmēt naudas tirgus apstākļus un virzīt īstermiņa procentu likmes.²²

Mūsdienās, analizējot monetārās politikas transmisijas mehānismu, pievērš uzmanību četriem kanāliem:

- a) procentu likmes kanālam,
- b) valūtas kursa kanālam,
- c) aizdevumu (kredītu) kanālam,
- d) labklājības kanālam.

Katra šī kanāla nozīmīgumu nosaka atsevišķi tautsaimniecības sektori. Procentu likmes kanāla darbības efektivitāte atkarīga no tā, kā kopējā pieprasījuma komponenti - investīcijas, patēriņš, naudas pieprasījums reaģē uz izmaiņām procentu likmēs. Aizdevuma kanāla darbības efektivitāte galvenokārt atkarīga no banku sistēmas attīstības (banku lieluma, banku likviditātes un kapitalizācijas, nerezidentu īpašuma daļas banku sektorā un ārvalstu valūtā izsniegto aizdevuma īpatsvara), kā arī patērētāju vēlmes izmantot kredītus. Valūtas kursa kanāla darbības efektivitāte ir atkarīgs no ārējā sektora darbības (cik liela nozīme valsts ekonomikā ir ārējai tirdzniecībai, cik lielā mērā iekšzemes pieprasījums ir atkarīgs no importa, kāda ir importa cenu elastība), kā arī valūtas kursa režīma. Atvērtā ekonomikā veidojot monetāro politiku CB ir jāizšķiras par sekojošo:

- a) monetārās politikas autonomija,
- b) valūtas kursa stabilitāte,

²¹ Pieejams <https://www.naudasskola.lv/> (skatīts 24.04.2018)

²² Eiropas Centrālā Banka "Cenu stabilitāte. Kāpēc tā ir svarīga?", Frankfurt am Main, 2007, 35.lpp

c) brīva kapitāla kustība.²³

Labklājības kanāla darbība ir saistīta ar aktīvu cenu izmaiņām, kas savukārt ietekmē reālās bagātības vērtību un caur to ekonomiskās aktivitātes līmeni.

Dažādu ekonomisko teoriju skatījumā ir atšķirīgs viedoklis par monetārās politikas efektivitāti, ko var izskaidrot ar dažādiem uzskatiem par investīciju un naudas pieprasījumu. Saskaņā ar Keinsa teoriju, investīciju pieprasījums nav pārāk jūtīgs pret izmaiņām procentu likmēs, līdz ar to pat ievērojamas procentu likmju svārstības, kas notiek naudas piedāvājuma izmaiņu rezultātā, neietekmē kopējo investīciju apjomu, tādējādi procentu likmes kanāls ir vājš un arī monetārās politikas efektivitāte nav liela. Savukārt M.Fridmens un viņa sekotāji uzskata, ka investīcijas ir ļoti jūtīgas pret jebkurām izmaiņām procentu likmēs, līdz ar to arī monetārā politika ir ļoti efektīva un atstāj ievērojamu ietekmi uz produkcijas izlaides izmaiņām.²⁴

Arī naudas piedāvājuma rādītājus nereti izmanto kā monetārās politikas mērķi, jo atbilstoši ekonomikas teorijai pastāv saikne starp naudas piedāvājuma apjomu, iekšzemes kopproduktu (IKP) un cenu līmeni. Naudas piedāvājuma rādītājiem ir liela nozīme ekonomisko procesu analīzē. Ar to palīdzību tiek novērtēts viens no būtiskākajiem makroekonomiskajiem rādītājiem - naudas piedāvājums tautsaimniecībā. Tādējādi, kontrolējot naudas piedāvājumu, ir iespējams sasniegt vēlamo cenu un IKP līmeni.

Naudu mūsdienās aizvien biežāk identificē ar bezskaidro naudu - naudas līdzekļiem dažādas likviditātes pakāpes noguldījumos, kā arī norēķinu procesā. Arvien plašāka norēķinu karšu, čeku, priekšapmaksas karšu izmantošana nozīmē, ka nav nepieciešams izgatavot tik daudz banknošu un monētu kā līdz šim, tādēļ mazāki kļūst to izgatavošanas un izplatīšanas izdevumi, turklāt būtiski paātrinās norēķinu procesi. Arī Latvijā paplašinās elektronisko maksāšanas līdzekļu izmantošana norēķinos, turklāt bezskaidrās naudas maksājumu apjoms aug līdz ar vispārējās ekonomiskās aktivitātes paplašināšanos.²⁵

Lai centrālā banka ilgākā laika posmā varētu kontrolēt inflāciju, tai ir jākontrolē naudas piedāvājums. Praksē ir grūti novērtēt sakarību starp centrālās bankas rīcību un attiecīgām naudas piedāvājuma izmaiņām, jo privātais sektors dažkārt reaģē ātrāk, pirms centrālā banka spēj noteikt šo sakarību.

²³ Gods U., "Makroekonomika", Rīga, 2004, 357.lpp

²⁴ Liedskalniņa J., "Makroekonomika", Rīga, 1999, 180.lpp

²⁵ Latvijas Bankas oficiālā mājaslapa <https://www.bank.lv/> (skatīts 24.04.2018)

Naudas piedāvājumam palielinoties ir iespējami trīs rezultāti – naudas uzkrājumu izmaiņas, izmaiņas ražošanas apjomā un cenu izmaiņas. Tas, kura no minētajām iespējām gūs virsroku, ir atkarīgs no esošajiem ekonomiskajiem apstākļiem valstī. Tāpat arī pielietojamās politikas izvēle būs atkarīga no valstī esošajiem ekonomiskajiem apstākļiem. Piemēram, laikā, kad ekonomikā ir iestājusies depresija un pastāv ražošanas jaudu pārpalikums, valdība cenšas stimulēt ekonomisko aktivitāti un otrādi.²⁶

1.2. Monetārās politikas instrumenti

Kaut gan monetāro politiku nosaka valdība, to īsteno centrālā banka. Tās rīcībā ir līdzekļu kopums, ko bieži sauc par monetārās politikas instrumentiem. Šie instrumenti galvenokārt iedarbojas vai uz naudas daudzumu, vai uz procentu likmēm. Monetārās politikas instrumentus vienmēr nav jāizmanto tikai pa vienam. Parasti izmanto divus vai vairākus instrumentus vienlaicīgi, lai attiecīgie efekti savstarpēji pastiprinātu viens otru. Šāda veida pasākumus bieži sauc par komplekso monetāro politiku. No valstī pieņemtā monetārās politikas ilgtermiņa mērķa atkarīga starpmērķu un to īstenošanai lietojamo monetārās politikas instrumentu izvēle.

Monetārās politikas instrumentus var iedalīt pēc:

- a) objektiem, uz kuriem tie iedarbojas (naudas piedāvājums un pieprasījums)
- b) formas (tiešie un netiešie)
- c) parametru rakstura (kvalitatīvie un kvantitatīvie)
- d) iedarbības termiņiem (īslaicīgie un ilglaicīgie).²⁷

Atkarībā no konkrētiem mērķiem monetārā politika var būt vērsta uz kredītu emisijas stimulāciju (ekspansija), vai uz kredītu ierobežošanu (restrikcija). Kredītu ekspansijas mērķis ir palielināt nodarbinātību un ražošanu, bet kredītu restrikcija – novērst ekonomikas „pārkaršanu”, kas novērojama ekonomikas uzplaukuma stadijās, vai samazināt inflācijas tempus.

Pēc formas monetārās politikas instrumentus iedala:

- a) Administratīvajos (tiešie) – tiem ir direktīvu, instrukciju forma, kurus izstrādā Centrālā Banka un tie ir vērsti uz kredītiestāžu darbības sfēras ierobežošanu. Tiešie monetārās politikas instrumenti sevī ietver dažādus ierobežojumus - kredītu un procentu likmju "griestus", atsevišķu nozaru subsidēšanu -, kas gan var būt kvantitatīvi efektīvi īsā

²⁶ **Kimberly Amadeo**, “*Money Supply: Definition, Quantity, Impact*”, 2018, <https://www.thebalance.com/>, (skatīts 01.05.2018)

²⁷ **С.Н.Ивашковский** “*Макроэкономика*”, 2002, Москва, 181. lpp.

termiņā, bet nav balstīti uz tirgus principiem un neveicina konkurenci un tādējādi arī ekonomikas ilgtermiņa attīstību. Tiešos monetāros instrumentus valstis parasti lieto pārejas periodā, kad vēl nav ne vērtspapīru, ne naudas tirgus vai arī tas ir vāji attīstīts. Pie tiešajiem monetārās politikas instrumentiem pieder, procentu likmes, atklātā tirgus operācijas un rezervju prasības.

- b) Tirgus (netiešie) – tie ir veidi kā Centrālā banka ietekmē naudas un kredīta sfēru nosakot noteiktus nosacījumus naudas tirgū un kapitāla tirgū. Šiem instrumentiem tiek dota priekšroka. Netiešajos monetārās politikas instrumentos ietilpst obligātās rezervju prasības. Daži no monetārās politikas netiešajiem instrumentiem nav balstīti uz tirgus principiem, piemēram, pieprasījuma un automātiskais lombarda kredīts, obligātās rezerves jeb, citiem vārdiem, rezervju prasības, kā arī no bankām pieņemamie termiņnoguldījumi. Pārējie netiešie monetārās politikas instrumenti saistīti ar tirgus principiem: ārvalstu valūtas tirgus, valdības vērtspapīru sākotnējais un otrreizējais tirgus, centrālo banku emitēto vērtspapīru izsoles, centrālo banku kredītu un noguldījumu izsoles. Šie instrumenti ir operatīvi lietojami un ievērojami aktīvāk ietekmē monetāros rādītājus.²⁸

Pēc parametru rakstura monetārās politikas instrumentus iedala:

- a) kvantitatīvajos – ar to palīdzību tiek ietekmētas komercbanku kredītu izsniegšanas iespējas, kas ietekmē naudas apgrozību kopumā.
- b) kvalitatīvajos – tas ir variants kā var tieši regulēt banku kredītu vērtību.²⁹

Pēc iedarbības termiņiem monetārās politikas instrumentus iedala:

- a) ilglaicīgajos – šeit ietilpst ilglaicīgie mērķi un uzdevumi, kuru realizācija var tikt īstenota no 1 gada līdz vairākiem gadsimtiem (piemēram, finanšu stabilizācija, ekonomiskā izaugsme)
- b) īslaicīgajos – šeit ietilpst instrumenti, ar kuru palīdzību tiek sasniegti monetārās politikas starpmērķi (piemēram, finanšu krīzes pārvarēšana).³⁰

Pasaulē centrālā bankas galvenokārt pielieto šādus standarta monetārās politikas instrumentus:

- a) Atklātās tirgus operācijas:
- a. galvenās refinansēšanas operācijas;
 - b. ilgāka termiņa refinansēšanas operācijas;

²⁸ С.Н.Ивашковский "Макроэкономика", 2002, Москва, 189. lpp.

²⁹ Pieejams <https://www.thebalance.com/> (skatīts 25.04.2018)

³⁰ Pieejams <https://www.thebalance.com/> (skatīts 25.04.2018)

- c. precizējošās operācijas;
 - d. strukturālās operācijas.
- b) Pastāvīgās iespējas
- a. aizdevumu iespēja uz nakti;
 - b. noguldījumu iespēja
- c) Obligātās rezervju prasības
- a. rezervju bāze;
 - b. rezervju prasības;
 - c. atlīdzība par rezervēm.

Svarīga loma monetārajā politikā ir atklātā tirgus operācijām. Tās tiek izmantotas naudas tirgus procentu likmju pārmaiņu virzībai, likviditātes jeb brīvo līdzekļu apjoma regulēšanai, kā arī lai dotu signālus par monetārās politikas nostāju. Galvenās refinansēšanas operācijas ir likviditāti palielinošas operācijas, kuras reizi nedēļā veic izsolēs ar fiksētu vai mainīgu procentu likmi. Šo operāciju termiņš parasti ir 1 nedēļa. Fiksētas procentu likmes operācijām centrālās bankas naudas cena noteikta jau iepriekš atbilstoši monetārās politikas nostājai. Mainīgas procentu likmes operācijām monetārās politikas īstenošanai tiek izteikta kā minimālā procentu likme, kas kalpo kā apakšējā robeža centrālās bankas naudas cenai.³¹ Savukārt, ilgāka termiņa refinansēšanas operācijas ir likviditāti palielinošas operācijas, ko veic katru mēnesi. To termiņš parasti ir 3 mēneši, tādējādi bankām tiek nodrošināta iespēja apmierināt brīvo līdzekļu vajadzības ilgākam periodam. Precizējošās operācijas veic atsevišķos gadījumos, lai pārvaldītu likviditāti tirgū un ietekmētu procentu likmju virzību, un īpaši – lai mazinātu negaidītu tirgus likviditātes svārstību ietekmi uz procentu likmēm. Līdztekus papildu finansējuma nodrošināšanai precizējošās operācijas var izmantot arī, lai piesaistītu kredītiestāžu termiņnoguldījumus. Lielākā daļa precizējošo operāciju tiek veiktas rezervju prasību izpildes periodu pēdējās dienās. Precizējošās operācijas parasti veic valstu centrālās bankas, izmantojot ātrās izsoles vai divpusējās procedūras.³²

Pastāvīgās iespējas ļauj monetārās politikas darījuma partneriem izlīdzināt dienas finansējuma svārstības. Ņemot vērā to bilances posteņu, kuri nav tieši atkarīgi no monetārās politikas, svārstības, ar atklātā tirgus operācijām nav iespējams nodrošināt precīzu naudas summu, lai izpildītu kopējās obligāto rezervju prasības. Turklāt katru darbadienu pieprasījums

³¹ Latvijas Bankas oficiālā mājaslapa, <https://www.bank.lv/> (skatīts 25.04.2018.)

³² Eiropas Centrālās bankas oficiālā mājas lapa – www.ecb.europa.eu (skatīts 25.04.2018)

pēc centrālās bankas naudas ir atkarīgs no naudas tirgus dalībnieku spējas savstarpēji sadalīt likviditātes apjomu. Pastāvīgo iespēju mērķis ir ietekmēt tirgus procentu likmes darījumiem uz nakti un dot signālu par vispārējo monetārās politikas virzību. Darījuma partneriem pēc pašu iniciatīvas pieejamas divas pastāvīgās iespējas: aizņemties no savas valsts centrālās bankas eiro resursus pret atbilstošu vērtspapīru ķīlu uz nakti vai noguldīt eiro līdzekļus savas valsts centrālajā bankā uz nakti.³³ Aizdevumu iespējas uz nakti procentu likme parasti norāda uz naudas tirgus darījumu uz nakti augšējo robežu. Darījuma partneri var izmantot noguldījumu iespēju, lai veiktu noguldījumus uz nakti valstu centrālajās bankās. Noguldījumu iespējas procentu likme parasti norāda uz naudas tirgus darījumu uz nakti zemāko līmeni. Tādējādi pastāvīgo iespēju procentu likmes parasti veido starpbanku darījumiem uz nakti procentu likmju koridoru, ierobežojot to svārstības.³⁴

Obligāto rezervju norma kalpo, lai stabilizētu īstermiņa naudas tirgus procentu likmju svārstības un radītu (vai mainītu) strukturālo likviditātes deficītu un tādējādi arī kredītiestāžu pieprasījumu pēc centrālās bankas finansējuma.³⁵ Obligātās rezerves ir viens no monetārās politikas instrumentiem, kas palīdz novērst pārmērīgu naudas tirgus likmju svārstīgumu un veicina naudas pieprasījuma lielāku stabilitāti.

Visām kredītiestādēm un krājaizdevu sabiedrībām, ir jātur obligātās rezerves attiecīgajā nacionālajā centrālajā bankā. Obligāto rezervju prasības aprēķina, piemērojot centrālās banka noteikto obligāto rezervju rādītāju rezervju bāzē iekļautajiem kredītiestāžu un krājaizdevu sabiedrību piesaistītajiem noguldījumiem un saistībām.³⁶ Kredītiestāde vai krājaizdevu sabiedrība ir izpildījusi obligātās rezervju prasības, ja tās vidējais rezervju konta atlikums nacionālajā centrālajā bankā viena rezervju izpildes perioda ietvaros nav mazāks par šim periodam aprēķināto obligāto rezervju prasību.³⁷ Par obligāto rezervju turēšanu nacionālajā centrālā bankā tiek aprēķināta atlīdzība, atlīdzības aprēķinam piemērojot galējo procentu likmi galvenajās refinansēšanas operācijās dotajā izpildes periodā. Ja kredītiestāde vai krājaizdevu nav izpildījusi obligātās rezervju prasības un tās vidējais rezervju konta atlikums nacionālajā centrālajā bankā ir bijis mazāks par aprēķinātajām rezervju prasībām, tai piemēro sodu, parasti ņemot vērā centrālās bankas aizdevumu iespējas uz nakti procentu likmi un vidējo rezervju konta iztrūkumu.

³³ Latvijas Bankas oficiālā mājaslapa, <https://www.bank.lv/> (skatīts 25.04.2018.)

³⁴ Instruments of Monetary Policy and its Objectives, <http://www.businessstudynotes.com/> (skatīts 30.04.2018)

³⁵ Latvijas Bankas oficiālā mājaslapa, <https://www.bank.lv/> (skatīts 25.04.2018.)

³⁶ Eiropas Centrālās bankas oficiālā mājas lapa – www.ecb.europa.eu (skatīts 25.04.2018)

³⁷ **Peter Bofinger**, “*Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*”, Oxford, 2001, 24.lpp

Ekonomiskās krīzes periodos tradicionālie monetārās politikas instrumenti var vairs nebūt efektīvi ekonomisko mērķu sasniegšanā. Netradicionālos monetāro politikas instrumentus, var izmantot, lai panāktu ekonomikas izaugsmi un veicinātu pieprasījumu. Pie netradicionālajiem monetārās politikas instrumentiem ir pieskaitāmi:

- a) Negatīvas procentu likmes,
- b) Kvantitatīvā mīkstināšana
- c) Perspektīvas norādes
- d) Kvalitatīvā un kredītu stimulēšana.³⁸

Negatīvu procentu likmes būtība ir tāda, ka, ja noguldījuma likmes ir negatīvas, tad noguldītājam, piemēram, komercbankai ir jāmaksā centrālajai bankai par naudas turēšanu valsts centrālajā bankā. Teorētiski, nosakot bankām maksu par savas naudas glabāšanu, mērķis ir motivēt tās aizdot “liekos” līdzekļus uzņēmumiem un fiziskām personām, tādējādi veicinot ekonomikas izaugsmi. Ja banka tur vairāk naudas, nekā ir nepieciešams obligātās rezerves nodrošināšanai un ja tā nevēlas aizdot naudu citām komercbankām, tai ir tikai divas iespējas: turēt naudu centrālās bankas kontā vai turēt skaidrās naudas uzkrājumus (protams, visvairāk centrālās bankas sagaida, ka bankas palielinās kreditēšanu uzņēmumiem un fiziskām personām). Taču arī skaidrās naudas turēšana nav bez maksas, jo bankai ir nepieciešama ļoti droša skaidrās naudas glabātava. Tāpēc ir maz ticams, ka pilnīgi visas bankas izvēlēsies šo iespēju. Visbiežāk bankas vai nu aizdod naudu citām bankām vai maksā negatīvo procentu likmi par saviem noguldījumiem.³⁹

Kvantitatīvā mīkstināšana jeb aktīvu iegāde arī ir viens no nestandarta pasākumiem, ko izmanto centrālā bankas. Centrālā banka īsteno kvantitatīvo stimulēšanu, finanšu tirgos pērkot dažādus vērtspapīrus, piemēram, valdību obligācijas, tādējādi paaugstinot šo aktīvu cenas un pazeminot to ienesīgumu. Kvantitatīvas stimulēšanas rezultātā centrālā banka palielina naudas piedāvājuma sastāvdaļu – monetāro bāzi, stimulējot ekonomiku.⁴⁰ Šādas aktīvu iegādes ietekmē plašākas finansēšanas nosacījumus un, gala rezultātā, tautsaimniecības izaugsmi un inflāciju, izmantojot šādus trīs galvenos kanālus:

³⁸ Non-Conventional Monetary Policies, <http://www.sr-sv.com/> (skatīts 27.04.2018)

³⁹ **Ieva Upleja**, “*Negatīva procentu likme?*”, FKTK klientu skola, 2015, (skatīts 28.04.2018)

⁴⁰ **Blinder A.**, “Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2010, 378.lpp

- a) tiešās ietekmes kanāls - ja centrālā banka iegādājas privātā sektora aktīvus, piemēram, ar aktīviem nodrošinātus vērtspapīrus un nodrošinātas obligācijas, kas piesaistīti mājsaimniecībām un uzņēmumiem izsniegtajiem banku kredītiem reālajā tautsaimniecībā, šo aktīvu paaugstināts pieprasījums izraisa to cenu kāpumu. Tas mudina bankas veikt vairāk aizdevumu, ko tās pēc tam var izmantot, lai veidotu un pārdotu vairāk ar aktīviem nodrošinātu vērtspapīru vai nodrošinātu obligāciju. Lielāks kredītu piedāvājums parasti samazina banku aizdevumu procentu likmes uzņēmumiem un mājsaimniecībām, uzlabojot plašākas finansēšanas nosacījumus.
- b) portfeļu sastāva līdzsvara atjaunošana – centrālā banka iegādājas privātā un valsts sektora aktīvus no investoriem, piemēram, pensiju fondiem, bankām un mājsaimniecībām. Šie investori var izvēlēties ieguldīt no centrālā banka par pārdotajiem aktīviem saņemtos līdzekļus citos aktīvos. Plašākā mērogā kāpinot pieprasījumu pēc aktīviem, šāds portfeļu sastāva līdzsvara atjaunošanas mehānisms palielina cenas un samazina peļņas likmes pat tādiem aktīviem, uz kuriem tieši neattiecas aktīvu iegādes programma. Tādējādi uzņēmumiem, kuri vēlas iegūt finansējumu kapitāla tirgos, sarūk izmaksas (efektīvā tirgus procentu likme). ⁴¹Vienlaikus vērtspapīru peļņas likmju sarūkums mudina bankas izsniegt kredītus uzņēmumiem un mājsaimniecībām. Lielāks banku aizdevumu piedāvājums reālajā tautsaimniecībā parasti samazina mājsaimniecību un uzņēmumu kredītu izmaksas. Gan tiešās ietekmes kanāls, gan portfeļu sastāva līdzsvara atjaunošanas kanāls uzlabo plašākas finansēšanas nosacījumus uzņēmumiem un mājsaimniecībām. Samazinot finansējuma izmaksas, aktīvu iegādes var veicināt ieguldījumus un patēriņu. Spēcīgāks uzņēmumu un patērētāju pieprasījums galu galā palīdzēs inflācijai vidējā termiņā atgriezties līmenī.
- c) signalizējoša ietekme - aktīvu iegādes signalizē tirgiem, ka centrālā banka ilgāku laiku saglabās zemas galvenās procentu likmes. Šāda signalizējoša ietekme mazina tirgu svārstīgumu un nenoteiktību attiecībā uz procentu likmju pārmaiņām nākotnē. Tas ir svarīgi, jo tas nosaka dažādus lēmumus par ieguldījumiem. Piemēram, ja bankas uzskata, ka būs ilgs zemu procentu likmju periods, saglabāsies zemākas procentu likmes ilgtermiņa kredītiem.⁴²

⁴¹ Benford J., Berry S., Nikolov K., Young C., "Quantitative easing. UK", Bank of England, 2009 (skatīts 30.04.2018)

⁴² Eiropas Centrālās bankas oficiālā mājas lapa – www.ecb.europa.eu (skatīts 25.04.2018)

Ja centrālā banka nāk klajā ar perspektīvas norādēm, tas nozīmē, ka tā sniedz informāciju par saviem turpmākajiem nodomiem monetārās politikas jomā, pamatojoties uz cenu stabilitātes perspektīvas novērtējumu.⁴³ Lai saglabātu uzticamību, perspektīvas norādēm par tās politikas nodomiem vienmēr jāatbilst pašreizējās ekonomiskās situācijas novērtējumam un nākotnes prognozēm, īpaši attiecībā uz inflāciju. Piemēram, centrālā banka nāk klajā ar paziņojumu par saviem turpmākajiem nodomiem monetārās politikas jomā, piemēram, galvenās procentu likmes nākotnē visticamāk tiks saglabātas zemas. Tā rezultātā pastāv lielāka iespēja, ka komercbankas noteiks zemākas procentu likmes ilgtermiņa aizdevumiem. Tā notiek, jo komercbankas zina, ka nepieciešamības gadījumā tās varēs aizņemties naudu no centrālās banka par zemākām procentu likmēm – tāpēc arī tās var atļauties noteikt zemākas procentu likmes. Tas nozīmē, ka uzņēmumi var saņemt lētākus aizdevumus un iedzīvotāji var vieglāk atļauties lielus pirkumus, piemēram, nekustamā īpašuma iegādi. Tāpēc, perspektīvas norādes var palīdzēt veicināt ieguldījumus un tēriņus, stimulējot tautsaimniecības izaugsmi un tādējādi atgriežot inflācijas rādītājus līmenī, kas atbilst cenu stabilitātei. Šādos apstākļos skaidra komunikācija par turpmākajiem monetārās politikas nodomiem palīdz bankām, finanšu tirgus dalībniekiem, uzņēmumiem un patērētājiem labāk izprast gaidāmo aizņemšanās izmaksu dinamiku nākotnē, nodrošinot tautsaimniecībai nepieciešamo stimulu, tādējādi perspektīvas norādes uzlabo monetārās politikas efektivitāti.⁴⁴

⁴³ **Bill Hester**, “*Perspectives on "Non-Traditional" Monetary Policy*”, CFA, 2010, <https://www.hussmanfunds.com/> (skatīts 25.04.2018)

⁴⁴ Eiropas Centrālās bankas oficiālā mājas lapa – www.ecb.europa.eu (skatīts 25.04.2018)

2. Centrālo banku pieredze kvantitatīvajā mīkstināšanā

2.1. ASV Federālo Rezervju sistēmas kvantitatīvo mīkstināšanas programmu analīze

Federālo Rezervju sistēma (FRS) ir ASV centrālā banka. Tā veic visas nepieciešamās funkcijas, lai veicinātu ASV ekonomikas efektīvu darbību, kas atbilstu arī sabiedrības interesēm. Tajā ietilpst trīs galvenās struktūras - valde, 12 Federālo Rezervju bankas un Federālā Atvērtā Tirgus Komiteja (FOMC). Federālo Rezervju sistēma:

- īsteno monetāro politiku, lai veicinātu maksimālu nodarbinātību, stabilas cenas un mērenas ilgtermiņa procentu likmes ASV ekonomikā;
- veicina finanšu sistēmas stabilitāti un cenšas samazināt sistēmiskos riskus, veicot aktīvu uzraudzību ASV un ārvalstīs;
- veicina atsevišķu finanšu iestāžu drošību un stabilitāti un uzrauga to ietekmi uz finanšu sistēmu kopumā;
- nodrošina maksājumu un norēķinu sistēmas drošību un efektivitāti, izmantojot banku nozares pakalpojumus, kas atvieglo ASV dolāru darījumus un maksājumus;
- sekmē patērētāju aizsardzību un kopienas attīstību, veicot patērētāju koncentrētu uzraudzību un pārbaudi, pētniecību un analīzi par aktuāliem patērētāju jautājumiem un tendencēm, sabiedrības ekonomikas attīstības pasākumiem un patērētāju tiesību un noteikumu administrēšanu.⁴⁵

Kad pirmo reizi parādījās ievērojama finanšu nestabilitāte, 2007. gada augustā FOMC ātri reaģēja, veicot likviditātes pasākumus - samazinot diskonta likmi un pagarinot termiņa aizdevumus bankām un pēc tam septembrī samazinot federālo fondu likmes mērķi par 50 bāzes punktiem. Tā kā turpmākajos mēnešos parādījās tālākas norādes uz ekonomisko vājumu, komiteja samazināja mērķi attiecībā uz federālo fondu likmi ar kumulatīviem 325 bāzes punktiem, līdz 2008. gada pavasarim atstājot mērķi 2 procentu apmērā.⁴⁶

Mājokļu cenu "burbuļa" sabrukums 2006. gadā atstāja paliekošas pēdas pat vairākus gadus uz priekšu, kad 2008. gadā, tas bija atstājis finanšu tirgus disfunkcionālu, ar ievērojamu kritumu izlaidē un īstermiņa procentu likmēm tuvu nulles līmenim. Vēl lielāku haosu finanšu tirgos izraisīja ceturtais lielākās investīciju bankas ASV Lehman Brothers bankrots 2008.gadā. Finanšu

³² ASV Federālo Rezervju sistēmas oficiālā mājaslapa <https://www.federalreserve.gov/> (skatīts 02.05.2018)

³³ Ben S. Bernike, "Monetary Policy since the Onset of the Crisis", speech 31.08.2012, <http://www.federalreserve.gov/> (skatīts 02.05.2018)

tirgus valdīja augsts risks un nelikviditāte un tas mudināja monetārās un fiskālās iestādes nodrošināt ārkārtas dolāra likviditāti gan finanšu, gan nefinanšu institūcijām abās Atlantijas okeāna pusēs.

Neraugoties uz monetārās politikas atvieglošanu, kredītu tirgus situācija turpināja pasliktināties. 2008. gada nogalē un 2009. gada sākumā FRS veica ārkārtas pasākumus, lai nodrošinātu likviditāti un atbalstītu kredītu tirgus darbību, tostarp vairāku ārkārtas aizdevumu mehānismu izveidi un valūtas mijmaiņas līgumu izveidi un paplašināšanu sadarbojoties ar 14 centrālajām bankām visā pasaulē. Federālā Rezerve veica arī lielāko ASV banku stresa testus, nosakot, ka uzņēmumiem ir jāpiesaista kapitāls. Šīs darbības kopā ar citu politikas veidotāju iesaistīšanos Amerikas Savienotajās Valstīs un visā pasaulē palīdzēja stabilizēt globālos finanšu tirgus, kas savukārt kalpoja, lai pārbaudītu reālās ekonomikas pasliktināšanos un deflācijas spiediena rašanos.⁴⁷

Diemžēl kaitējums ekonomikai bija smags. Bezdarba līmenis Amerikas Savienotajās Valstīs pieauga no aptuveni 6% 2008. gada septembrī līdz gandrīz 9% 2009. gada aprīlī - oktobrī tas sasniedza 10%, bet inflācija strauji samazinājās. Kad krīze sākās un ekonomikai esot tās faktiski zemākajā līmenī, FOMC pievērsās netradicionālajām monetārās politikas pieejām, lai veicinātu ekonomikas atveseļošanos. Lai novērstu radušos situāciju un stimulētu ekonomiku attīstīties, FRS sāka finanšu aktīvu iegādi no bankām un finanšu institūcijām, lai samazinātu ilgtermiņa procentu likmes. Kopš 2008. gada novembra FRS kvantitatīvo stimulēšanas programmu ir pielietojusi trīs reizes. Šīs programmas ir pazīstamas kā QE1, QE2, QE3.⁴⁸

2008. gada 25. novembrī Federālā Rezerve paziņoja par plānu iegādāties 100 miljardus dolāru vērtas valdības sponsorētā uzņēmuma (GSE) parādu un 500 miljardus dolāru hipotekārajos vērtspapīros (MBS), ko emitējusi GSE. 2009. gada 18. martā FRS paziņoja par papildu iepirkumu 100 miljardu dolāru apmērā no GSE parāda, 750 miljardu dolāru MBS un 300 miljardu dolāru ilgtermiņa valsts vērtspapīru.

FRS 2008. gada novembra un 2009. gada marta aktīvu iegādes programmas, kuras ir plaši pazīstamas kā "QE1", bija paredzētas, lai atbalstītu visu ekonomiku, bet tās dabīgi izvirzīja nekustamā īpašuma kredītu tirgu, kuru bija īpaši smagi bija skāris 2006. - 2008. gada nekustamā

⁴⁷ **Ben S. Bernike**, "Monetary Policy since the Onset of the Crisis", speech 31.08.2012, <http://www.federalreserve.gov/> (skatīts 02.05.2018)

⁴⁸ The Three Phases of QE in United States, pieejams <http://macroeconomicanalysis.com/> (skatīts 02.05.2018)

īpašumu cenu kritums ASV. GSE parāds un MBS veidoja vairāk nekā 80% no Federālās Rezerves iegādātajiem aktīviem pirmajā QE jeb LSAP kārtā, šie aktīvi bija tieši saistīti ar nekustamā īpašuma tirgu. Federālā atvērtā tirgus komiteja (FOMC) paziņoja, ka sākotnēji LSAP mērķis bija samazināt izmaksas un palielināt kredītu pieejamību nekustamo īpašumu iegādei, kam savukārt būtu jāveicina mājokļu tirgus un jāuzlabo apstākļi finanšu tirgū kopumā. 2008. gadā un 2009. gada martā aktīvu iepirkumi pazemināja ASV ilgtermiņa procentu likmes, kā arī būtiski palielināja banku rezerves.⁴⁹

2010.gada otrajā pusē finanšu tirgiem vairs nopietnas problēmas nedraudēja, taču to aktivitāte saglabājās zema un ASV inflācija tajā laikā turpināja kristies tuvāk 1% atzīmei. Federālā banka 2010. gada 10. augustā paziņoja, ka tā spēs saglabāt savas bilances vērtību, tikai atkārtoti veicot QE. 2010. gada 21. septembrī FOMC paziņojumā tika atkārtoti paustas bažas, ka inflācija vēl kādu laiku varētu saglabāties pazemināta līdz kritiskam līmenim. FOMC 2010. gada 3. novembrī beidzot paziņoja, ka tā iegādāsies papildu 600 miljardus ASV dolāru vērtus valsts vērtspapīrus, lai veicinātu ātrāku ekonomikas atveseļošanās tempu un palīdzētu nodrošināt, ka inflācija laika gaitā atbildīs FRS noteiktajam līmenim. Šī programma, kuru sauc par QE2, tika precīzi izstrādāta, lai pazeminātu ilgtermiņa procentu likmes un palielinātu inflācijas līmeni līdz līmenim, kas vairāk atbilst FRS mandātam. QE2 programmas rezultātā, samazinājās 10 gadīgo valsts vērtspapīru likme par papildu 15 līdz 45 bāzes punktiem.⁵⁰

Federālās Rezerves kvantitatīvās mīkstināšanas trešais raunds QE3 tika uzsākts 2012.gada 13.septembrī. Tas bija svarīgs, jo tajā pašā laikā tas noteica trīs jaunus precedentus attiecībā uz FRS politiku. Pirmkārt, FRS priekšsēdētājs Bens Bernanke drosmīgi paziņoja, ka ASV centrālā banka saglabās ekspansīvo monetāro politiku, līdz tiks sasniegti konkrēti ekonomiskie apstākļi, šajā gadījumā tas bija līdz darba vietu būtiskai uzlabošanai. Pasludinot savu mērķi par nodarbinātības uzlabošanu, FRS veica vēl nepieredzētu rīcību. Tā vairāk pievērsās tās pilnvarām, lai veicinātu darbavietu pieaugumu, un mazāk par to, uz ko iepriekš tika likts galvenais uzsvars - inflācijas apkarošanu. Tā bija pirmā reize, kad kāda no centrālajām bankām bija piemērojusi savu darbību, lai veicinātu jaunu darba vietu izveidi. Trešais nepieredzētais gājiens, ko veica FRS, bija veicināt lielāku ekonomisko ekspansiju. Šī spēcīgā jaunā loma nozīmēja, ka FRS uzņemas lielāku atbildību par ekonomikas līdzsvaru. Monetārā politika sāka aizēnot fiskālo politiku vairāk nekā

⁴⁹ **Brett W. Fawley and Christopher J. Neely**, *“Four Stories of Quantitative Easing”*, The Federal Reserve Bank of St. Louis, 2013, 10.lpp

⁵⁰ **Brett W. Fawley and Christopher J. Neely**, *“Four Stories of Quantitative Easing”*, The Federal Reserve Bank of St. Louis, 2013, 15.lpp

jebkad. Ceturtkārt, Federālā banka paziņoja, ka līdz 2015. gadam tā saglabās savu mērķi par FRS fondu likmi nulles līmenī.⁵¹

2012. gada 20. jūnijā Federālā banka paziņoja, ka tā paplašinās savu MEP programmu, kas nozīmē to, ka FRS apņemas iegādāties ilgtermiņa valsts parāda vērtspapīrus un līdz gada beigām pārdot līdzvērtīgu daudzumu īstermiņa vērtspapīrus. Pēdējie iepirkumi saskaņā ar MEP programmu sākotnēji bija paredzēti jūnija beigās, taču papildus pirkumi (un pārdošana) turpinājās tādā pašā tempā un bija paredzēti 267 miljardu ASV dolāru apmērā. Neraugoties uz šīm pūlēm, darba tirgus joprojām bija stagnācijas periodā. Savā ikgadējā Džeksona Hola runā priekšsēdētājs Bernanke atzina, ka darba tirgus stagnācija radot īpaši nopietnas bažas un ka Federālā rezerve pēc vajadzības nodrošinās papildu politikas regulēšanu.⁵²

Kā jau tas bija paredzēts, pēc MEP programmas neveiksmes, tālāk FOMC izsludināja kvantitatīvās mīkstināšanas jeb QE3 trešo kārtu. Atšķirībā no iepriekšējām QE programmām FRS apņemas veikt pirkumu ātrākā tempā, nevis kvantitatē. Tā iegādājās 40 miljardus ASV dolāru vērtus MBS mēnesī un turpināja pirkumus tik līdz darba tirgus perspektīva būtiski neuzlabosies. 2012. gada 12. decembrī FOMC paziņoja, ka ilgtermiņa valsts vērtspapīru iepirkumi saskaņā ar termiņa pagarinājuma programmu turpināsies kā noteikts, iepērkot tos 45 miljardu ASV dolāru vērtībā mēnesī, bet šie pirkumi vairs nebūs nosegti, pārdodot īstermiņa vērtspapīrus. Šo divu programmu apvienojumā, tie ekonomikā pavairoja likviditāti 85 miljardu ASV dolāru vērtībā.

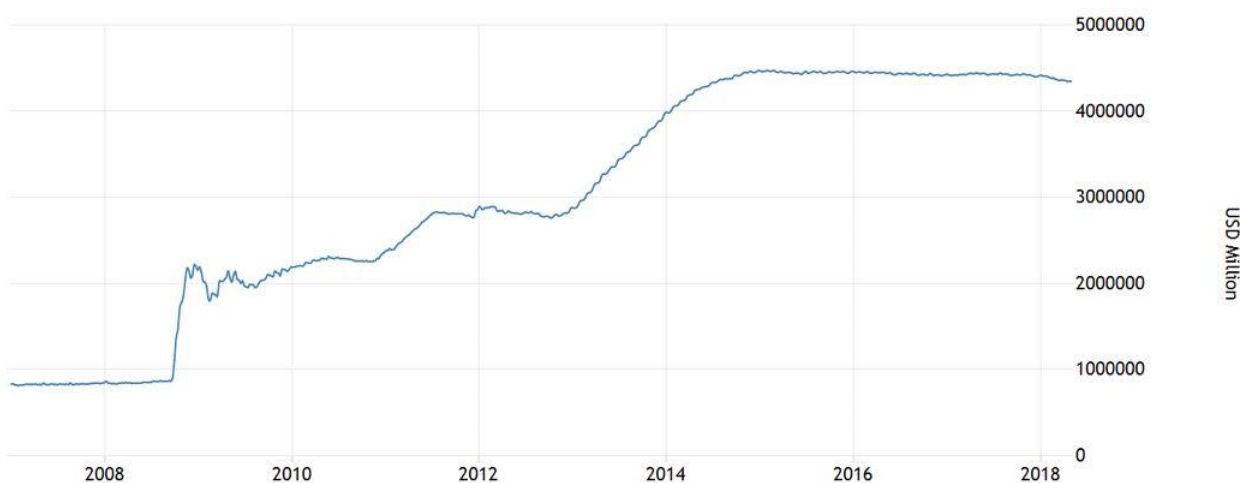
FRS valsts vērtspapīru iepirkumi palielināja pieprasījumu pēc ilgtermiņa obligācijām un tā kā tas ir pamats visām ilgtermiņa procentu likmēm, rezultātā tas padarīja hipotekāro kredītu likmes zemākas un nekustamos īpašumus pieejamākus. Šī naudas piedāvājuma paplašināšana radīja pamatu dolāra vērtības saglabāšanai zemā līmenī. Tas veicināja ASV akciju pirkšanu, kuru vērtība ir izteikta dolāros, padarot tos lētākus ārvalstu investoriem. QE3 arī spēja palielināt ASV eksportu tā paša iemesla dēļ. Vēl viens ieguvums no QE3 bija tas, ka tā ļāva turpināt zemu izmaksu ekspansīvu fiskālo politiku. Tas veicināja ekonomikas izaugsmi, jo valsts izdevumi ir svarīgs IKP komponents. Tas arī ļāva likumdevējiem turpināt tērēt naudu, neraizējoties par pārlieku lielu parādu procentu likmju paaugstināšanu. Tomēr, kad parāds pietuvojās 100 procentiem no IKP, Kongress sāka aicināt samazināt tēriņus vai arī palielināt nodokļus. Šis strupceļš izraisīja ASV parādu krīzi 2011. gadā un 'fiskālo klinti' 2012. gadā. 2013. gada

⁵¹ **Kimberly Amadeo**, "What is QE3? Pros and Cons", pieejams <https://www.thebalance.com/> (skatīts 04.05.2018)

⁵² **Brett W. Fawley and Christopher J. Neely**, "Four Stories of Quantitative Easing", The Federal Reserve Bank of St. Louis, 2013, 18.lpp

decembrī FRS norādīja, ka turpinās kvantitatīvo stimulēšanu, taču iepirkumi tiks samazināti no 85 līdz 10 miljardiem dolāru mēnesī. 2014. gada oktobrī FRS pasludināja QE3 programmas beigas.⁵³

Šajā programmā nebija tikai plusu, bet QE3 programmai bija arī savas ēnas puses. Daudzi investori pauda bažas, ka, iepludinot tik lielu naudu ekonomikā, FRS izraisīs inflāciju, tāpēc viņi sāka pirkt zeltu un citas preces kā hedžu. Citi atkal tos nopirka, jo ticēja, ka FRS darbības radīs globālo pieprasījumu pēc naftas un citām izejvielām. Tas, kas ir izdevīgi patērētājiem un aizņēmējiem, ne vienmēr ir izdevīgs noguldītājiem un tiem, kam jāpaļaujas uz fiksētu ienākumu, neatkarīgi no tā, vai tie ir investori vai pensionāri – zemas procentu likmes nozīmē mazāku ienākumu. Vēl viens mīnuss bija tas, ka FRS arsenālā nebija nekādu citu darbību. Akciju tirgus reaģēja pozitīvi uz FRS darbībām tam pieaugot, bet, kad šis uzlabojums tiek iztērēts, ar to arī viss beidzas un investori turpinās meklēt lielāku nodrošinājumu.



2.1.attēls ASV Federālās Rezervju Sistēmas bilance no 2007. līdz 2018. gadam⁵⁴

ASV Federālās Rezervju sistēmas bilance pateicoties kvantitatīvās mīkstināšanas programmām, kopš 2007.gada ir pieaugusi no 900 miljardiem līdz veseliem 4.3 triljoniem ASV dolāru 2018.gadā. Straujākais kāpums ir novērojams 2009.gadā pēc QE1 kārtas uzsākšanas, kad FRS pastāvīgi iepirka GSE parāda vērtspapīrus vairāku simtu miljardu dolāru vērtībā. Bilances vērtības pieaugums apstājās pēc 2014.gada, kad FRS pabeidza QE3 programmu un pielika

⁵³ Kimberly Amadeo, "What is QE3? Pros and Cons", pieejams <https://www.thebalance.com/> (skatīts 04.05.2018)

⁵⁴ Pieejams <https://tradingeconomics.com> (skatīts 05.05.2018)

punktu pastāvīgai vērtspapīru iepirkšanai. Kopš 2014.gada līdz mūsdienām, FRS bilances vērtība ir saglabājusies gandrīz konstantā vērtībā, aptuveni no 4.2 līdz 4.3 triljoniem ASV dolāru.



2.2.attēls ASV IKP ikgadējā izaugsme procentos no 2007. līdz 2018. gadam⁵⁵

ASV IKP savu zemāko līmeni sasniedza 2009.gadā, finanšu krīzes laikā, kad zemākajā punktā tas nokritās par veseliem 4.2% un sasniedza 14 418.74 miljardus ASV dolārus. Kopš 2010.gada ASV IKP ir turpinājis stabilu izaugsmi un ik gadu audzis aptuveni par 2.4%. 2016.gadā ASV IKP sasniedza 18 624.48 miljardus ASV dolāru, kas ir augstākais rādītājs kopš 2007.gada un tas liecina, ka ASV tautsaimniecība veiksmīgi attīstās.



2.3.attēls ASV inflācijas līmenis no 2007. līdz 2018. gadam⁵⁶

⁵⁵ Pieejams <https://tradingeconomics.com> (skatīts 05.05.2018)

⁵⁶ Pieejams <https://tradingeconomics.com> (skatīts 05.05.2018)

Kvantitatīvās mīkstināšanas programmas viens no galvenajiem mērķiem bija uzlabot un stabilizēt inflācijas līmeni kā arī uzturēt to aptuveni 2% līmenī. 2010.gadā pēc finanšu krīzes ASV pastāvēja deflācijas draudi, kad inflācija sasniedza kritisku līmeni 0.6%. Tālāk sekoja stabila inflācijas palielināšanās un 2012.gadā tā sasniedza vēlamu līmeni - 2.5%. Turpmākos gadus inflācijas līmenis turējās 1.6% līdz 2.4% robežās.

Analizējot ekonomisko faktoros var secināt, ka QE ASV ir izdevusies. Divi plašie rādītāji, ekonomikas izaugsme un bezdarba līmenis, kas bija izšķirīgi, lemjot par to, kad tiks panākta vienošanās, ir krasi uzlabojušies kopš ekonomikas lejupslīdes. Tomēr empīriskie pierādījumi liecina par to, kā dažādās QE kārtas ir ietekmējušas ekonomiku, un vairums pētījumu pierāda to, ka QE1 bija visefektīvākais, un turpmākajās kvantitatīvās stimulēšanas kārtās bija vērojama mazāka ietekme. Empīriskie pierādījumi liecina arī par to, ka QE veiksmīgi pazemināja nominālās procentu likmes dažādiem finanšu instrumentiem (valsts vērtspapīri, MBS, obligācijas), tomēr ietekmes intensitāte atšķīrās atkarībā no instrumenta veida un termiņa. Tomēr, lai gan procentu likmju izmaiņas ir salīdzinoši viegli saskatāmas, ir grūti izolēt tikai vienīgi QE ietekmi uz reāliem ekonomikas rādītājiem. Arī ekspertu domas dalās par to, vai QE ASV faktiski bija efektīvs līdzeklis vājam ekonomikai, vai arī tas ir iemesls vairāku problēmu sākumam. QE aizstāvji uzskata, ka politika bija efektīva, paceļot ASV no pagrimuma, ko tā bija piedzīvojusi. Faktiski saskaņā ar BBC ziņojumu Federālo rezervju valdes priekšsēdētājs Bens Bernanke ierosināja, ka QE1 un QE2 ir atbildīgi par ekonomiskās aktivitātes palielināšanu par 3% un privātajā sektorā pievienojot gandrīz 2 miljonus darbavietu salīdzinājumā ar pasauli bez QE. Citi ekonomisti ir attiecinājuši uz mājokļu pārdošanas, automašīnu pārdošanas, uzņēmējdarbības atjaunošanos, pateicoties zemo procentu likmju videi, ko radījusi QE.⁵⁷

Tomēr tiek uzskatīts, ka ASV ekonomikas atveseļošanās nav bijis nekas pārsteidzošs. Pirmkārt, ekonomikai vēl ir jāsasniedz stadija, kādā tā bija pirms krīzes periodā, par spīti spēcīgajam stimulam, kas uz to iedarbojas. Rodas bažas arī par to, kādas sekas nākotnē varētu sagaidīt no kvantitatīvās stimulēšanas. Otrkārt, šāda politika var radīt augstu inflāciju, kas ir viena no ietekmēm, ja ekonomikā tiek palielināta likviditāte. Kamēr šī likumsakarība nav pierādījusi ASV un lielākā daļa izveidoto naudas līdzekļu tiek turēta kā liekās rezerves FRS, nevis cirkulēta cilvēku vidū, bankas kādā brīdī varētu nolemt atdot šīs pārmērīgās rezerves kā aizdevumus. Tā kā QE samazina procentu likmes, noguldītāji, kuri ASV lietā lielākoties ir vecākā

⁵⁷ Quantitative Easing In Focus: The U.S. Experience, <https://www.forbes.com/> (skatīts 07.05.2018)

paaudze, paliek zaudētājos, bet kredītņēmēji, kuri ir kopumā jaunāka paaudze, ir ieguvēji. Atsevišķos gadījumos pat bezatbildīgi aizņēmēji bija vinnētāji šajā situācijā.

Ne mazāka ir arī ietekme uz ASV un pasaules finanšu tirgiem lielā apjomā. Ir skaidri saprotams, kad aizņemšanās kļūst lēta, cilvēki spēj novirzīt naudu augstam riskam, augstas atlīdzības aktīviem. Tas notika QE laikā, kad kapitāls sāka pārvietoties no ASV uz riskantākiem tirgiem. Rezultātā tika nostiprināta topošā tirgus ekonomika un tā tirgus valūtas. Tomēr, kad FRS paziņoja par QE mazināšanos, šie ieguldījumi sāka atgriezties atpakaļ ASV.⁵⁸

Pašlaik ASV ekonomika un tirgi piedzīvo izaugsmi, bet ieguvumi no šīs izaugsmes nav vienmērīgi un tagad FRS lēnām maina savu politiku un sāk veikt pretēju darbību – kvantitatīvo samazināšanu. Viņi paaugstina īstermiņa likmes un samazina savu parāda vērtspapīru portfeli – šiem abiem pasākumiem ir bremsējoša ietekme uz ekonomiku. FOMC to dara tādēļ, ka pēc vārienīgajām stimulēšanas programmām, viņi baidās, ka notiks bīstami liels inflācijas pieaugums, ja viņi neko nedarīs lietas labā. Vēl jo vairāk, šis kvantitatīvais samazinājums samazinās M2 naudas pieaugumu no tā pašreizējiem 4% līdz mazāk nekā 2%.⁵⁹ Šī politika, visticamāk, ietekmēs naudas apriti, izraisot turpmāku deflācijas spiedienu uz ekonomiku. Ņemot vērā ASV ekonomisko situāciju, pēc autores domām, ASV īsteno nepārdomātu monetāro politiku, palielinot īstermiņa procentu likmes un vienlaikus veicot kvantitatīvi samazinošus pasākumus, jo tā rezultātā visticamāk kritīsies inflācija un nākotnē atkal var nākties atgriezties pie kvantitatīvās stimulēšanas.

2.2. Anglijas Bankas pieredzes analīze kvantitatīvajā mīkstināšanā

Anglijas Banka (BOE) ir Apvienotās Karalistes centrālā banka. Tai ir plašs pienākumu saraksts, kā jau lielākajai daļai centrālo banku visā pasaulē. Tā darbojas kā valdības banka un tā emitē valūtu kā arī, vissvarīgāk, tā pārrauga monetāro politiku. Anglijas Banka (BOE) tika nacionalizēta 1946. gadā, taču pirms tam Anglijas Banka bija privāta banka, kas piederēja dažādiem akcionāriem. Anglijas Banka ieguva neatkarību no valdības 1997. gadā, lai īstenotu monetāro politiku. Banku pārrauga direktoru padome, kuru iecel Anglijas karaliene pēc ministru prezidenta un kanclera ieteikuma.⁶⁰ Direktoru padome ir atbildīga par bankas stratēģijas izveidošanu, uzraudzību un galveno lēmumu pieņemšanu par izdevumiem un iecelšanu. Valdība

⁵⁸ Quantitative Easing In Focus: The U.S. Experience, <https://www.forbes.com/> (skatīts 07.05.2018)

⁵⁹ The Biggest Economic Threat In 2018: Quantitative Tightening, <https://www.forbes.com/> (skatīts 07.05.2018)

⁶⁰ Anglijas Bankas oficiālā mājaslapa, <https://www.bankofengland.co.uk/>, (skatīts 08.05.2018)

izvēlas vienu no ārējiem dalībniekiem, kas vadītu šo padomi. Anglijas bankas politikas veidošanas komitejas, kuras pieņem lēmumus par, piemēram, procentu likmi, ir sadalītas četrās struktūrvienībās:

- Monetārās politikas komiteja (MPC),
- Finanšu politikas komiteja (FPC),
- Finanšu regulas komiteja (FRC),
- Prudenciālās regulācijas pārvalde (PRA).

Kad 2008. gada oktobrī notika globālā finanšu tirgus krīze, banku likme bija 5% līmenī un līdz 2009. gada martam tā tika samazināta līdz 0,5%, taču procentu likmju samazinājumam neizdevās stimulēt ekonomiku.⁶¹ BOE Monetārās politikas komiteja (MPC) pievienoja papildu stimulu ekonomikai, izmantojot aktīvu iegādes mehānismu, procesu, kas pazīstams kā kvantitatīvā mīkstināšana (QE). Lielbritānijas iestādes 2009. gada janvārī un martā paziņoja par plāniem iegādāties aktīvus. 2009. gada 19. janvārī Viņas Majestātes (HM) vārdā tika paziņots par aktīvu iegādes mehānisma (APF) izveidi, kuru izpildītu Anglijas banka.⁶²

Lai gan QE politikas mērķi saskaņā ar BOE bija skaidri, tomēr ir bijušas vairāk debātes par to, kā realitātē strādās šī programma. MPC bieži ir uzsvēris portfeļa bilances kanālu kā galveno elementu bankas aktīvu iegādes pārvadē uz pārējo ekonomiku finanšu krīzes laikā. Saskaņā ar šo mehānismu, finanšu aktīvu iegāde no privātā sektora, t. i., apdrošināšanas sabiedrībām un pensiju fondiem, kas tiek finansēti no centrālās bankas naudas, sākotnēji palielinās plašās naudas turējumus un veicinās aktīvu cenas, jo tie, kuri turēja pārdotos aktīvus centrālajā bankā, vienlaicīgi līdzsvarojoši savus portfeļus un papildinot tos ar riskantākiem aktīviem. Tas veicināja labklājību un samazinot aizņēmumu izmaksas mājsaimniecībām un uzņēmumiem.⁶³

BOE veica divas atsevišķas un atsevišķas aktīvu iegādes programmas, izmantojot šo jaunizveidoto APF - privāto aktīvu iegādi, lai atvieglotu konkrētus kredīta nosacījumus un otru tradicionālāku QE monetārās politikas stimulu. Viņas Majestātes finanšu departamenta (HM Treasury) 2009. gada 19. janvāra paziņojums atklāja privāto aktīvu iegādes programmu; tā atļāva BOE iegādāties līdz 50 miljardiem sterliņu mārciņu “augstas kvalitātes privātā sektora aktīvos”,

⁶¹ Bank of England (BOE), <https://www.investopedia.com/>, (skatīts 07.05.2018)

⁶² **Brett W. Fawley and Christopher J. Neely**, “Four Stories of Quantitative Easing”, The Federal Reserve Bank of St. Louis, 2013, 16.lpp

⁶³ **Columbia University in the City of New York**, “Comparative Study of Central Bank Quantitative Easing Programs”, New York, 2016, 61.lpp

lai "palielinātu korporatīvo kredītu pieejamību, samazinot pamatā esošo instrumentu likviditāti". Tā kā HM finanšu departaments izdeva (pārdeva) valsts vērtspapīrus, lai finansētu pirkumus, katrs aktīvs, ko iegādājās BOE, tika saskaņots ar valsts vērtspapīru pārdošanu un tāpēc BOE saistības (monetārā bāze) sākotnēji nepalielinājās.

BOE vēlāk raksturoja savus privāto aktīvu iepirkumus kā "piemēru Bankai, kas darbojas kā tirgus organizētājs" (BOE, 2012). Tāpat BOE iegādājās korporatīvās obligācijas caur reverso izsoli - potenciālo darījumu partneru piedāvājums par cenu, kuru tie pārdotu aktīvus BOE. Programma bija izveidota tā, lai BOE apelācija, esot kā darījuma partnerim, mazinātos, laikā, kad tirgus apstākļi uzlabotos. Programmā, kas līdzīga FRS CPFF, BOE iegādājās komercpapīrus, kuri palika nemainīgi, mainoties OIS likmei, kas noteica grīdu augstas kvalitātes komercpapīru cenai. Gan ASV, gan Lielbritānijā pēdējā kūrorta tirgus meistara klātbūtne ātri atjaunoja tirgus funkcionēšanu un pirkuma programmu noteiktā cenu grīda ilgi nesaistījās. Galu galā ne FRS, ne BOE iegādājās lielus daudzumus privāto aktīvu. BOE privāto aktīvu iepirkumu virsotne tika sasniegta 2009. gada 2. ceturksnī par mazāk nekā 3 miljardiem sterliņu mārciņu jeb 6% no esošā 50 miljardu GBP iepirkuma, kas tika paziņots 2009. gada janvārī.⁶⁴

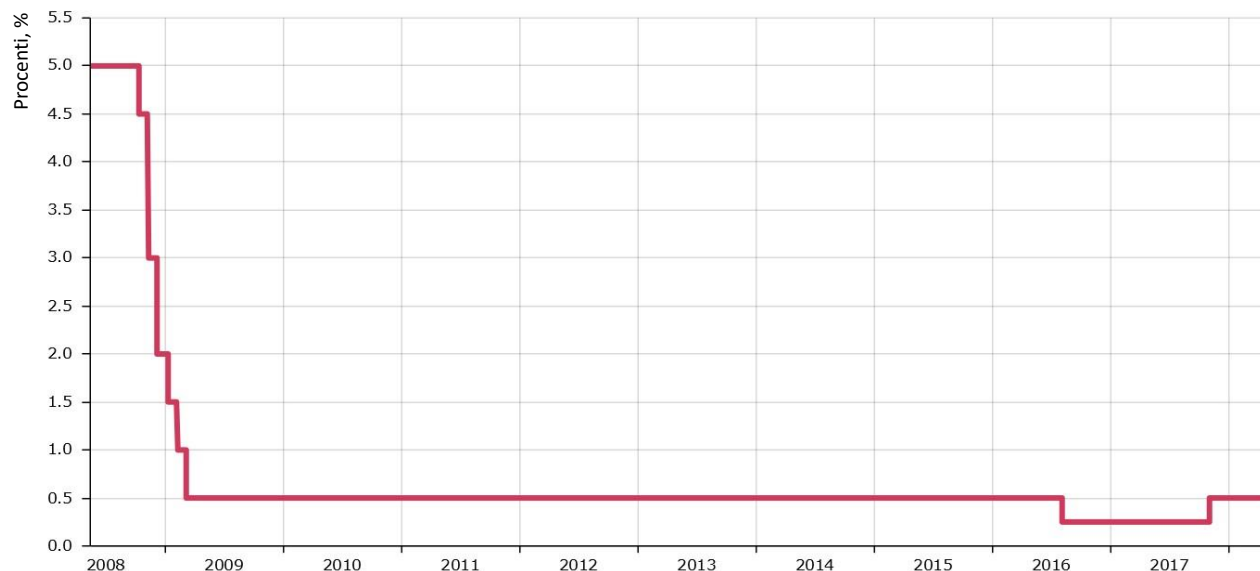
2009. gada 5. martā BOE paziņoja, ka APF administrēs skaidru QE programmu, kuras mērķis ir naudas bāzes palielinājums par 75 miljardiem mārciņu, kas vēlākajos paziņojumos (līdz novembrim) palielinājās līdz 200 miljardiem mārciņu. BOE norādīja: "Kvantitatīvās mīkstināšanas mērķis ir palielināt naudas piedāvājumu, izmantojot liela apjoma aktīvu iegādi, un tādējādi nodrošināt optimālu pieprasījuma līmeni, kas atbilst inflācijas mērķa sasniegšanai vidējā termiņā."⁶⁵ BOE virzīja QE pirkumus uz dziļo un likvīdo tirgu pusi. Lai palielinātu monetāro bāzi, BOE finansēja visus jaunus APF pirkumus, emitējot naudu (centrālās bankas rezerves), nevis emitējot vērtspapīrus. Valsts vērtspapīrus, kuri tika izsniegti agrāku pirkumu finansēšanai, bija atļauts izstrādāt bez atjaunošanas, un 2009. gada beigās, banku rezerves nosedza visus APF turējumā esošos aktīvus. BOE QE programma dažu mēnešu laikā gandrīz četkrāsoja Lielbritānijas monetāro bāzi, jo vērtspapīru pirkumi aizstāja ilgtermiņa reversos repo darījumus.⁶⁶

⁶⁴ **Brett W. Fawley and Christopher J. Neely**, *"Four Stories of Quantitative Easing"*, The Federal Reserve Bank of St. Louis, 2013, 17.lpp

⁶⁵ **Bill Winters**, *"Review of the Bank of England's Framework for providing liquidity to The banking system"*, 2012, <https://www.bankofengland.co.uk/>, (skatīts 08.05.2018)

⁶⁶ **Brett W. Fawley and Christopher J. Neely**, *"Four Stories of Quantitative Easing"*, The Federal Reserve Bank of St. Louis, 2013, 19.lpp

BOE pēc ECB piemēra 2011. gada 6. oktobrī, lai tā sasniegtu inflācijas mērķi, BOE palielināja QE iepirkumu vērtība no iepriekšējiem 200 miljardiem GBP līdz 275 miljardiem GBP — tas bija pirmais iepirkumu vērtības pieaugums gandrīz divu gadu periodā - palielinot monetāro bāzi, lai finansētu visus APF pirkumus. 2012. gada 9. februārī BOE atkal palielināja apjomu - šoreiz līdz 325 miljardiem sterliņu mārciņu. BOE 2012. gada 5. jūlijā paziņoja, ka tā atkal palielinās QE lielumu, tas sasniedzot 375 miljardus sterliņu mārciņu. Reaģējot uz agrīniem ekonomikas rādītājiem, kuri liecināja, ka pieprasījums un izlaide kopš 2016.gada jūnija referendumā bija palēninājusies visās ekonomikas daļās, Anglijas banka samazināja oficiālo procentu likmi uz 0,25% no esošajiem 0,5% kā arī tā ieguldīja papildu 60 miljardus GBP, paplašinot pašreizējo kvantitatīvās mīkstināšanas (QE) programmu, un kopumā iegādāto aktīvu vērtība sasniedza 435 miljardus sterliņu mārciņu.⁶⁷



2.4.attēls Anglijas bankas bāzes procentu likme no 2008. līdz 2018.gadam⁶⁸

2008. gada oktobrī globālās finanšu krīzes laikā, Anglijas bankas likme atradās 5% līmenī, taču 2009. gada 9.martā tā tika strauji samazināta līdz 0,5%, lai veicinātu ekonomiku. Laika posmā no 2009.gada līdz 2016.gadam saglabājās konstanta taču, Anglijas banka 2016.gada 4. augustā samazināja bāzes procentu likmi uz rekordzemajiem 0,25%, kas ir zemākā likme bāzes procentu likme Lielbritānijas vēsturē. 2017.gada 2.novembrī Anglijas banka pirmo reizi 10 gadu laikā, veica bāzes procentu likmes palielināšanu līdz 0,5%. Šis lēmums par procentu likmes

⁶⁷ Andrew G Haldane, Matt Roberts-Sklar, Tomasz Wieladek, Chris Young, “QE: the story so far”, Bank of England, 2016, 10.lpp

⁶⁸ Anglijas Bankas oficiālā mājaslapa, <https://www.bankofengland.co.uk/>, (skatīts 08.05.2018)

palielināšanu radās pēc tam, kad inflācijas rādītājs 2017.gada septembrī sasniedza 3%, un bija sagaidāms, ka tas pieaugs vēl vairāk, ņemot vērā mārčiņas kritumu kopš ES referendumā.



2.5.attēls Lielbritānijas IKP ikgadējais pieaugums procentos no 2007.gada līdz 2018.gadam⁶⁹

Pēc globālās finanšu krīzes, kas uzliesmoja 2007. gadā, Apvienotās Karalistes IKP samazinājās par 6%. Tas nozīmē, ka Lielbritānija piedzīvoja visdziļāko recesiju pēdējo 80 gadu laikā. 2010.gadā Lielbritānijas ekonomika sāka atkopties un piedzīvoja pirmo pieaugumu 1,3% apmērā. Turpmākajos gados Lielbritānijas IKP piedzīvoja izaugsmi vidēji 2% apmērā, taču ir vērojams, ka pēdējā gada laikā, Anglijas IKP izaugsmes temps ir samazinājies. Lielbritānijas ekonomika pieauga par 1,2% gadā 2018. gada pirmajā ceturksnī, nepiepildot iepriekš noteikto prognozi 1,4% apmērā. Šis bija vājākais Lielbritānijas IKP pieaugšanas temps kopš 2012. gada otrā ceturkšņa.

⁶⁹ Pieejams <https://tradingeconomics.com> (skatīts 08.05.2018)



2.6.attēls Lielbritānijas inflācijas līmenis no 2007.gada līdz 2018.gadam⁷⁰

Apskatot Lielbritānijas inflācijas līmeni pēdējo 10 gadu laikā, tas ir bijis samērā nepastāvīgs, svārstoties amplitūdā no 0,7% līdz 3,7%. Savu augstāko līmeni tas sasniedza 2011.gadā panākot 3,7% atzīmi, pēc tam strauji nokrītot līdz 2,6%. Savukārt 2015.gada nogalē inflācijas līmenis sasniedza 0.7% atzīmi, kas radīja Lielbritānijai zināmus deflācijas draudus. 2018. gada aprīlī inflācijas līmenis Apvienotajā Karalistē samazinājās līdz 2,5 % 2018. gada martā, kas bija zemāks rādītājs nekā prognozētie 2,7%. Tas bija zemākais inflācijas līmenis kopš pagājušā gada marta un tuvākais Anglijas bankas mērķim – inflācija 2% apmērā.

Noslēgumā var secināt, ka kvantitatīvajai mīkstināšanai Lielbritānijā ir bijusi pozitīva ietekme. Ekonomikas atveseļošanās ir bijusi ļoti lēna, liecinot par to, ka recesija ir bijusi spēcīgāka, nekā paredzēts, vai sliktāk - QE nav izdevies veikt savas funkcijas. Tomēr šo lēno izaugsmi var attiecināt galvenokārt arī uz ārējiem faktoriem, kas tikpat lielā mērā ietekmē ekonomikas atlabšanu, kā citi faktori un kvantitatīvā mīkstināšana. Daudzi ir vienprātis, ka netradicionālā monetārā politika darbojas - aktīvu iegāde ir pazeminājusi ienesīgumu un ilgāka termiņa procentu likmes, rezultātā pozitīvi ietekmējot Apvienotās Karalistes ekonomiku.⁷¹

2.3. Japānas Bankas pieredzes analīze kvantitatīvajā mīkstināšanā

Japānas Banka (BOJ) ir Japānas centrālā banka. Tā ir juridiska persona, kas izveidota, pamatojoties uz Japānas Bankas likumu un nav valdības aģentūra vai privāta korporācija. Kā jau

⁷⁰ Pieejams <https://tradingeconomics.com> (skatīts 08.05.2018)

⁷¹ Joyce, Michael, David Miles, Andrew Scott, and Dimitri Vayanos, "Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – An Introduction." The Economic Journal Vol. 122, 2012, 564.lpp

vairums centrālo banku, tā ir atbildīga par valūtas un finanšu līdzekļu vērtspapīru izsniegšanu un apstrādi, monetārās politikas īstenošanu, Japānas finanšu sistēmas stabilitātes saglabāšanu kā arī norēķinu un klīringa sistēmas uzturēšanu. Bankas padome ir izveidota kā Japānas bankas augstākā lēmēj institūcija. Valde nosaka valūtas un monetārās kontroles pamatnostādni, nosaka bankas darbības veikšanas pamatprincipus un pārrauga bankas darbiniekus, izņemot revidentu un konsultantu, pienākumu izpildi.⁷²

Japānas Bankai ir gara vēsture kvantitatīvajā mīkstināšanā. Pēdējie 20 gadi Japānai nav bijuši viegli. Japāna piedzīvoja tā saukto “zaudēto dekādi” – desmit līdz piecpadsmit gadu ilgu ekonomikas izaugsmes un deflācijas periodu, kam 2008. gadā sekoja pasaules finanšu krīze un 2011. gadā notikusī lielā zemestrīce. Japānā pastāvēja neliela deflācija, zems IKP pieaugums, augsts valsts parāds, iedzīvotāju novecošana un liels fiskālais deficīts. Japāna bija pirmā centrālā banka, kas ieviesa QE. 2001. gada martā BOJ ieviesa QE kopā ar izmaiņām darbības mērķī, sākot no īstermiņa procentu likmēm līdz tekošā konta bilancei un BOJ pievērsās Japānas valdības ilgtermiņa vērtspapīru iegādei. 2006. gada martā BOJ, pārtrauca kvantitatīvo stimulēšanu.

Pieredze “zaudētās dekādes” laikā liecina to, ja monetārās politikas noteikumi būtu ietvēruši augstāku inflācijas mērķi un agresīvāku kvantitatīvu mīkstināšanu tas būtiski uzlabotu ekonomikas veiktspēju. QE politikai bija statistiski nozīmīga ietekme uz obligāciju ienesīgumu, riska sentimentu un kapitāla cenām, bet ne būtiska ietekme uz valūtas kursu, inflāciju vai ekonomisko aktivitāti.⁷³ Skaidra komunikācija kā arī turpmākajiem norādījumi, ir ļoti svarīgi monetārās politikas transmisijas kanālam. Komunikācija bija vāja, kad 2001. gada martā tika ieviesta kvantitatīvā mīkstināšana, nemaz nenorādot, kāpēc politikas izmaiņas būtu efektīvas. Īpaši ņemot vērā BOJ amatpersonu iepriekšējos paziņojumus, ka šāda politika varētu nebūt noderīga un varētu izraisīt bilances riskus. Turklāt BOJ precizēja, ka tās mērķis attiecībā uz PCI bija rādīt inflācijas līmeni aptuveni nulles procentu apmērā vai labākajā gadījumā nedaudz virs nulles. Arī šīs izmaiņas netika izskaidrotas, kas noveda pie banku uzticamības samazināšanās. Cenšoties izbeigt deflāciju un atdzīvināt izaugsmi, Japānai pietrūka efektīvas monetārās un fiskālās politikas koordinācijas. Skatoties no malas varētu šķist, ka Japānā ir bijusi monetārā un fiskālā koordinācija, taču tā tomēr bija neefektīva un noveda pie deflācijas - BOJ saglabāja

⁷² Japānas bankas oficiālā mājaslapa, <https://www.boj.or.jp/>, (skatīts 08.05.2018)

⁷³ **Lam Raphael.W.**, “*Bank of Japan’s Monetary Easing Measures: Are They Powerful and Comprehensive.*”, International Monetary Fund, 2011, 5.lpp

procentu likmes tuvu nulles līmenim, budžeta deficīts strauji pieauga un valsts parāds sāka pārsniegt 150% no IKP līdz 2000. gada vidum.⁷⁴

BOJ 2008. gada 2. decembrī paziņoja, ka tā aizdos bankām neierobežotas summas tuvu nulles likmei, izmantojot speciālo fondu piegādes operācijas (SFSOs), kas bija ļoti līdzīgas ECB aizdevuma operācijām. SFSO piedāvāja 3 mēnešu aizdevumus bankām ar vienas nakts procentu likmi nulles līmenī, kas pēc tam palielinājās līdz 0,3 procentiem. Vienīgais ierobežojums aizdevumu apjomam no BOJ bankām bija pieejamā nodrošinājuma (komercpapīru un korporatīvā parāda) apjoms. SFSOs, tāpat kā ECB FRFA repo izsoles, veidoja QE, jo tās palielināja monetāro bāzi. 2008. gada 19. decembrī BOJ sekoja šai rīcībai, samazinot aizdevumu likmi uz nakti līdz 0,1 procentam un paziņojot par Japānas valdības obligāciju (JGB) pirkumu pieaugumu jaunās programmas korporatīvo finanšu instrumentu iegādei. Turpretī BOJ aktīvi 2008. gada decembrī strauji nepieauga, lai gan BOJ bilance pēc šīs rīcības sāka pieaugt.⁷⁵

2008. gada 19. decembrī BOJ pirmo reizi kopš 2002. gada oktobra palielināja JGB ikmēneša iepirkumus un paziņoja par ieinteresētību iegādāties korporatīvos finanšu instrumentus. BOJ paziņoja par reversās izsoles pirkumiem līdz 3 triljoniem jēnu komercpapīros un 1 triljonu jēnu korporatīvajās obligācijās, tas tika paziņots 2009. gada 22. janvārī un attiecīgi 2009. gada 19. februārī. 2009. gada 18. martā BOJ palielināja JGB pirkumus līdz 21,6 triljoniem jēnu gadā. Savukārt 2009. gada 1. decembrī BOJ paziņoja par fiksētas likmes operācijām, kas paredzētas, lai aizstātu SFSO likviditātes nodrošināšanai. FROs atšķīrās no SFSO tā, ka aizdevuma daudzumi bija noteikti jau iepriekš, kaut arī tam bija piemērota plašāki aktīvi kā nodrošinājums. Sākumposmi sākotnēji tika noteikti 10 triljonu jēnu apmērā 3 mēnešu termiņos un 2010. gada martā tie tika paplašināti, sasniedzot SFSOs 20 triljonu jēnu vērtībā un vēl papildus 10 triljoni jēnu tika piešķirti 2010. gada 30. augustā.⁷⁶

No 2010. gada oktobra BOJ ieviesa jaunu aktīvu iegādes programmu saskaņā ar tās vispārējo monetāro mīkstināšanas politiku. Šī jaunā politika sastāvēja no 3 pakāpēm:

- a) samazināt likmi vienas nakts aizdevumiem no 0,10% līdz 0 - 0,10% amplitūdai;

⁷⁴ **Arslanlp Serkan and Dennis Botman**, “*Portfolio Rebalancing in Japan: Constraints and Implications for Quantitative Easing*”, International Monetary Fund, 2015, 4.lpp

⁷⁵ **Brett W. Fawley and Christopher J. Neely**, “*Four Stories of Quantitative Easing*”, The Federal Reserve Bank of St. Louis, 2013, 10.lpp

⁷⁶ **Brett W. Fawley and Christopher J. Neely**, “*Four Stories of Quantitative Easing*”, The Federal Reserve Bank of St. Louis, 2013, 11.lpp

- b) precizēt un izskaidrot atteikšanās iemeslus no ZIRP (nulles procenta likmes politikas);
- c) izveidot APP (aktīvu pirkšanas programmu).

APP plānā tika iekļauts plašs aktīvu klāsts - īstermiņa un ilgtermiņa valdības vērtspapīrus, komercķīla, korporatīvās obligācijas, biržas tirgotie fondi (EIF) un Japānas nekustamā īpašuma ieguldījumu trastus (J-REITs). BOJ iegādājās privāto aktīvu klāstu, nevis tikai valsts parādu, lai samazinātu privāto un (jau ļoti zemo) valsts parāda ienesīgumu. BOJ norādīja, ka tā iegādes mērķis bija veicināt ilgtermiņa procentu likmju un dažādu riska prēmiju samazināšanos, lai veicinātu monetāro atvieglošanu. BOJ sākotnēji noteica APP lielumu 35 triljonu jēnu apmērā, kas ietvēra arī pašreizējos 30 triljonu FRO ieskaitot 5 triljonus jēnu jauno aktīvu iegādei. 2011. gadā BOJ palielināja aktīvu iegādes apjomu par 15 triljoniem jēnu un 2011. gada 4. augustā tā pievienoja papildu 5 triljonus jēnu 6 mēnešu aizdevumos caur FRO. Tomēr, šīs politikas nedarbojās tik efektīvi kā bija paredzēts - Japāna joprojām cīnījās, lai uzlabotu tās ekonomisko situāciju.⁷⁷

No 2011. gada oktobra līdz 2012. gada decembrim BOJ izsludināja papildu EUR 60 triljonus JGB un valsts vērtspapīru pirkumos, kā arī 1 triljonu eiro privāto aktīvu iegādē kā daļu no savas APP. BOJ arī paplašināja GSFF programmu 2012. gada 13. martā — no EUR 3,5 triljoniem līdz EUR 5,5 triljoniem jēnu, pievienojot 1 triljonu jēnu ASV denominētajos aizdevumos un 0,5 triljonus EUR mazajos aizdevumos, kas ir pieejami summās mazākās par 1 miljonu euro. BOJ 2012. gada 19. septembrī nāca klajā monetārās politikas paziņojumu, ka Japānas ekonomika 2012. gada pirmajā pusgadā piedzīvoja salīdzinoši augstu izaugsmi, pamatojoties uz iekšzemes pieprasījuma stingrību, turpretī inflācija turpināja saglabāties ap 0 procentiem.

Neskatoties uz salīdzinoši augsto izaugsmi 2012. gada pirmajā pusgadā, Japānas ekonomika atkal piedzīvoja lejupslīdi 2012. gada trešajā ceturksnī. 2012. gada 30. oktobrī BOJ izsludināja papildu 11 triljonus jēnu publisku un privāto aktīva iegādei, izmantojot APP, un ka tas izveidoja pamatu "Banku aizdevuma stimulēšanas mehānismam" (SBLF). Izmantojot šo mehānismu, BOJ piedāvā finansēt līdz 100 procentiem no depozitārā institūciju aizdevumiem nefinanšu sektoram. Aizdevumi ir pieejami no 1 līdz 3 gadiem, un tos var noslēgt, lai iegūtu maksimālo ilgumu 4 gadi, ar procentu likmēm, kas ir vienādas ar vienas nakts aizdevuma procentu likmi esošajā laikā.

⁷⁷ **Botman, Danninger and Schiff**, "Can Abeonomics Succeed? Overcoming the Legacy of Japan's Lost Decades.", International Monetary Fund, Washington DC, 2015, 58.lpp

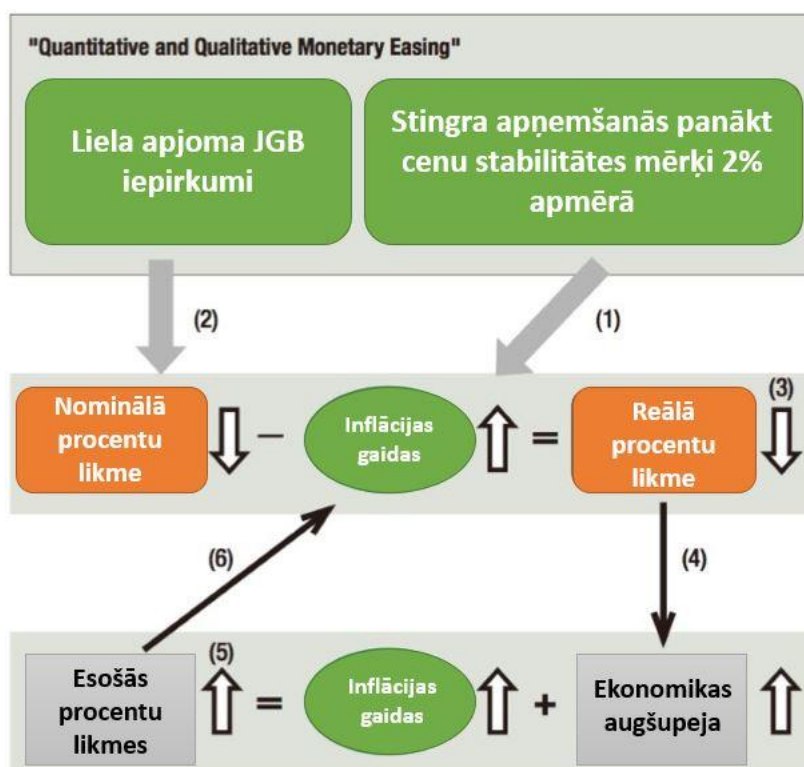
periodā (0,1%). Vienīgais aizdevumu lieluma ierobežojums ir atbilstīga nodrošinājuma lielums un 2012. gada 20. decembrī monetārās politikas paziņojumā BOJ paziņoja, ka, pamatojoties uz pašreizējo aizdevumu statistiku, tā sagaida, ka aizdevumos ar SBLF starpniecību tiks sasniegti vismaz 15 triljoni eiro. Kopā SBLF un GSFF ietver to, ko BOJ sauc par “Aizdevumu atbalsta programmu” (LSP). 2012. gada 16. decembrī Japāna ievēlēja Šteinzo Abe par savu nākamo premjeru. Abe organizēja kampaņu par monetārās politikas platformu, kas cīnītos pret deflācijas apstākļiem un atbalstītu 2% inflācijas mērķi BOJ, nevis pašreizējo 1% mērķi.⁷⁸

Mācoties no iepriekšējām kļūdām, BOJ 2013.gadā sāka pielietot *Abenomics*. *Abenomics* nozīmē konkrēta politika izdoto politiku, tā ir iesaukta par godu Japānas premjerministra Shinzō Abe daudznozaru ekonomiskajai programmai. Šīs politikas ideja bija izvairīšanās no deflācijas, ko izraisīja monetārais atvieglojums un fiskālais stimuls, pazemināt reālās procentu likmes un stimulēt ieguldījumus, patēriņu kā arī palielināt eksporta apjomu. Strukturālās reformas veicinātu uzticību tuvākajā laikā un nodrošinātu, ka ilgtermiņā tiktu saglabāta pastāvīga izaugsme. Zemākas reālās finansējuma izmaksas un straujāka izaugsme uzlabotu parāda dinamiku. Un ticams vidēja termiņa fiskālais plāns samazinātu valdības obligāciju likmju rādītāja risku un ļautu precīzāk novērtēt korekcijas tempu. Politiku savstarpējā papildināmība un sadarbība būtu galvenā panākumu atslēga ekonomikas izaugsmei.

Valdība un BOJ 2013. gada janvārī izdeva kopīgo paziņojumu par deflācijas pārvarēšanu un ilgspējīgas ekonomikas izaugsmes panākšanu. Šī rīcība parādīja, ka BOJ ciešāk sadarbosies ar valdību, lai noteiktu monetāro politiku. BOJ vēl vairāk nostiprināja vadlīnijas un paziņojumus, precizējot cenu stabilitātes mērķi un tās saistību ar monetāro politiku - tā norādīja, ka ir apņēmības pilna turpināt darbību līdz brīdim, kad stabilā veidā tiks sasniegta 2% inflācija. 2013. gada aprīlī BOJ paziņoja par savu jauno kvantitatīvo un kvalitatīvo mīkstināšanas sistēmu (QQE), lai stabilā veidā sasniegtu 2 procentu inflāciju divu gadu laikā. Centrālā banka mērķtiecīgi divkāršoja monetāro bāzi līdz 2014. gadam līdz aptuveni 54% no IKP. Tā arī mainīja aktīvu iegādes sastāvu, lielāku uzsvaru liekot uz ilgtermiņa valdības vērtspapīriem un paplašinot riska aktīvu iegādi, piemēram, komercķīlu, korporatīvās obligācijas, biržas tirgotos fondus un Japānas REIT.⁷⁹

⁷⁸ **Brett W. Fawley and Christopher J. Neely**, “*Four Stories of Quantitative Easing*”, The Federal Reserve Bank of St. Louis, 2013, 14.lpp

⁷⁹ **Monetary Affairs Department**, “*Quantitative and Qualitative Monetary Easing: Assessment of Its Effects in the Two Years Since Its Introduction*,” Bank of Japan, 2015, 3.lpp



2.7.attēls Japānas bankas kvantitatīvās un kvalitatīvās mīkstināšanas (QQE) shēma⁸⁰

Banka paredzēja šādu QQE mehānismu, kad tā tika ieviesta (skatīt 2.3.1.att.):

- a) Īstenojot liela mēroga monetāro ekspansiju saskaņā ar divu veidu saistībām - stingru un skaidru apņemšanos panākt inflācijas mērķi 2% apmērā aptuveni divu gadu laikā un apņemšanos turpināt QQE, ja vien tas ir nepieciešams, lai saglabātu šo mērķi;
- b) BOJ īstenos apjomīgus JGB pirkumus, lai pazeminātu ilgtermiņa procentu likmes;
- c) Reālās procentu likmes tiks pazemināta;
- d) Reālo procentu likmju kritums stimulēs privāto pieprasījumu, kas radīs ekonomikas augšupeju;
- e) Tā kā faktiskais inflācijas līmenis pieaugs, cilvēku inflācijas gaidas palielināsies vēl vairāk;
- f) Aktīvu cenas, piemēram, akciju cenas un valūtas kursi, tiks veidotas, atspoguļojot iepriekš minētās izmaiņas ekonomikā un cenās;

⁸⁰ **Monetary Affairs Department**, "Quantitative and Qualitative Monetary Easing: Assessment of Its Effects in the Two Years Since Its Introduction," Bank of Japan, 2015. 2.lpp

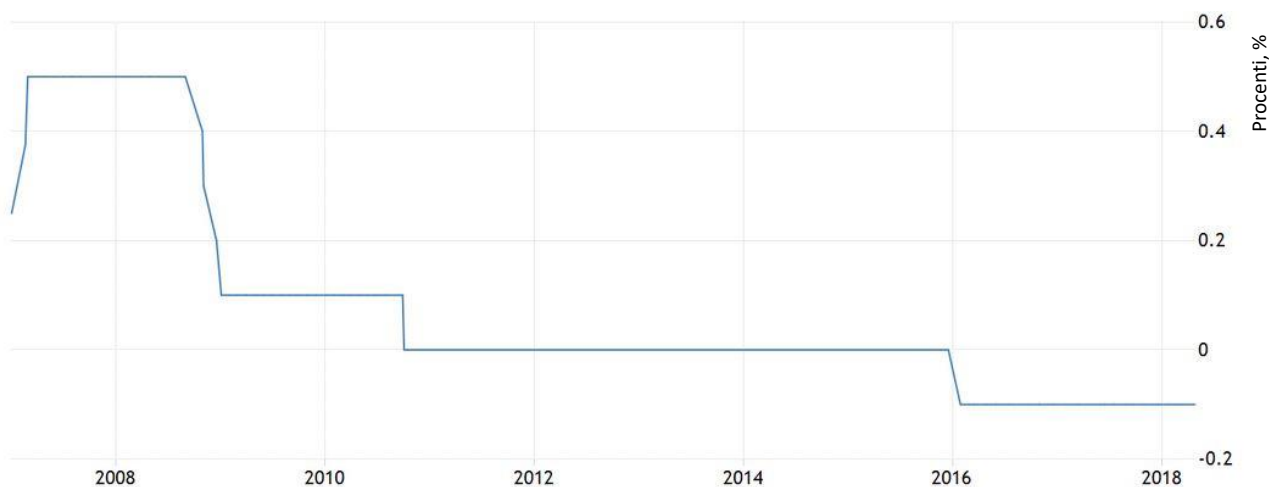
- g) Ņemot vērā investoru priekšrocību riskantiem aktīviem, kam ir ne tikai pozitīva ietekme uz šādu aktīvu cenām, bet arī uz finansējuma kvantitatīvo daļu - tostarp kreditēšanas pieaugumu.

2014. gada 31. oktobrī BOJ paplašināja savu QQE programmu. BOJ nolēma paātrināt Japānas valdības parāda vērtspapīru iegādi uz gada tempu 80 triljoni jēnu (salīdzinājumā ar aptuveni 50 triljoniem jēnu iepriekš), pagarināt vidējo atlikušo JGB pirkumu termiņu līdz aptuveni 7–10 gadiem (iepriekš aptuveni trīs gadu termiņš), un trīskāršot tā pirkumus par biržas tirgotajiem fondiem un Japānas nekustamā īpašuma ieguldījumu trastiem. 2015. gada aprīlī, galvenokārt straujā naftas cenu krituma dēļ, BOJ nokavēja laiku, lai sasniegtu 2% inflācijas mērķi līdz 2015. gada pirmajam pusgadam, turpinot uzsvērt, ka tā turpinās QQE, kamēr stabilā veidā sasniegs 2% inflācijas mērķi. 2016. gada janvārī, BOJ ieviesa negatīvu -0,1% lielu noguldījumu likmi (pirms tam bija +0,1 procenti). Lai gan aktīvu apjoms un kvalitāte paliek nemainīga, BOJ rezervēm piemēroja trīs līmeņu sistēmu (+0,1 procenti, 0 procenti un -0,1 procenti). Sākotnējais rezervju apjoms, uz kuru tiktu piemērota negatīva procentu likme, bija aptuveni 10 triljoni jēnu (aptuveni 4% no kopējās tekošā konta bilances), un laika gaitā tā lielums pieaugtu un BOJ paplašinātos bilance. Tāpat BOJ prognozēja, ka 2017. finanšu gada pirmajā pusē tiks sasniegts izvirzītais mērķis (inflācijas 2% apmērā), vairāk nekā četrus gadus pēc QQE uzsākšanas. 2016. gada 11. aprīlī BOJ palielina likmi uz depozītiem līdz 2,5% no sākotnējās nulles, tādējādi samazinot finanšu iestāžu īpatsvaru uz kurām attiecas negatīva procentu likmju politika.⁸¹

Japānas banka turpina QQE arī 2018.gadā, taču arvien biežāk BOE padome pārrunā iespēju par QQE programmas beigšanas stratēģijām. Par spīti šīm runām, Japānas banka tik drīz nebeigs savu QQE programmu. Japānas bankas prezidents Haruhiko Kuroda intervijā ar CNBC minēja, ka līdz 2019.gada aprīlim Japāna sasniegs BOJ 2% inflācijas mērķi, pēc kura centrālā banka sāks diskutēt, kā pakāpeniski normalizēt monetāro stāvokli.⁸²

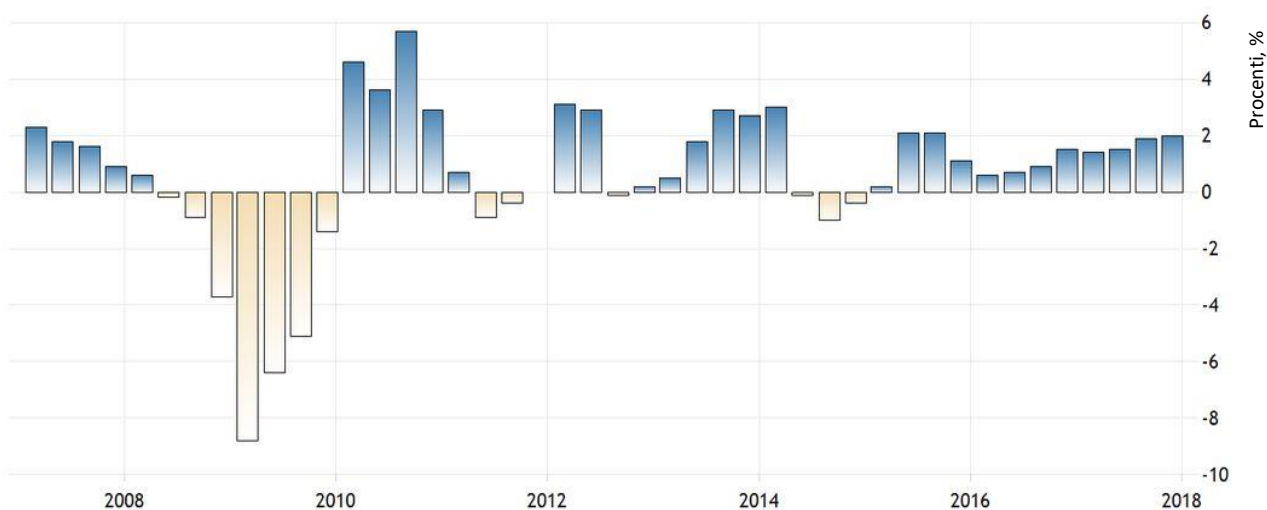
⁸¹ Arslanlp Serkan and Dennis Botman, "Portfolio Rebalancing in Japan: Constraints and Implications for Quantitative Easing", International Monetary Fund, 2015, 7.lpp

⁸² CNBC oficiālā mājaslapa, <https://www.cnbc.com/>, (skatīts 08.05.2018)



2.8.attēls Japānas bankas bāzes procentu likme no 2007.gada līdz 2018.gadam⁸³

Japānas banka procentu likmi pēdējo 10 gadu laikā ir tikai samazinājusi. 2008.gadā Japānas bankas bāzes procentu likme bija 0.5%, taču kopš 2016.gada tā ir kļuvusi negatīva -0.1% apmērā. Japānas Banka 2018. gada aprīļa sanāksmē sacīja, ka saglabās savu galveno īstermiņa procentu likmi nemainīgu -0,1% apmērā, kā paredzēts. Politikas veidotāji arī saglabāja savu 10 gadu valsts obligāciju ienesīguma mērķi ap nulli procentiem, bet samazināja mērķa termiņu 2% inflācijas sasniegšanai. Procentu likme Japānā vidēji bija 2,84 procenti no 1972. gada līdz 2018. gadam, sasniedzot visu laiku augstāko 9% līmeni 1973. gada decembrī un rekordzemu -0,10 procentu 2016. gada janvārī.



2.9.attēls Japānas IKP ikgadējās izmaiņas no 2007. līdz 2018.gadam⁸⁴

⁸³ Pieejams <https://tradingeconomics.com/>, (skatīts 08.05.2018.)

⁸⁴ Pieejams <https://tradingeconomics.com/>, (skatīts 08.05.2018.)

Japānas ekonomika, kas ir ceturajā lielākajā pasaulē, ir plaši diversificēta un tehnoloģiski attīstīta, taču par spīti tam, Japānas IKP izaugsme pēdējos 10 gados ir bijusi nevienmērīga. Zemāko izaugsmes punktu Japānas ekonomika sasniedza 2009.gadā, kad IKP pieaugums nokritās līdz -8.8% atzīmei. Tas nebija vienīgais gads, kad Japānas IKP pieaugums bija negatīvs - arī 2011. un 2015.gadā Japānas IKP pieaugums sasniedza -1% atzīmi. Starp šīm lejupslīdēm bija, protams, arī izaugsmes posmi, kā, piemēram, 2010.gada nogalē, Japāna piedzīvoja lielāko izaugsmi pēdējo 10 gadu laikā, 5,8% apmērā. Pēdējo divu gadu laikā IKP Japānā ir piedzīvojis nelielu, bet stabilu izaugsmi. 2017. gada ceturtajā ceturksnī IKP ir palielinājies par 2% vairāk nekā iepriekšējā gada ceturksnī.



2.10.attēls Japānas inflācijas līmenis no 2007. līdz 2018.gadam

Japānas inflācijas līmenis laika posmā no 2007. līdz 2018.gadam, vidēji ir bijis 0.2%, kas ir ļoti zems rādītājs. No 2009.gada līdz 2013.gada 3.ceturksnim, Japānā valdīja pastāvīga deflācija. Savu zemāko punktu tā sasniedza 2009.gada augustā, kad pastāvēja deflācija -2,4% apmērā. 2014.gada 1.ceturksnī Japānas bankas monetārā politika bija nesusi rezultātus, jo Japāna pieredzēja augstāko inflācijas kāpumu pēdējo 32 gadu laikā, inflācijas līmenim sasniedzot 3.1%. Taču laika gaitā inflācija turpināja strauji kristies un 2015.gada nogalē, Japāna atkal atradās deflācijas stāvoklī. Pēdējā gada laikā, ekonomika ir piedzīvojusi izaugsmi un inflācijas līmenis 2018.gadā sasniedza 1%. BOJ prognozē, ka savu inflācijas mērķi 2%, tā varētu sasniegt 2019.gada aprīlī.

Procentu likmju manipulācijas un milzīgais fiskālais deficīts Japānai nav palīdzējis gandrīz 30 gadus. Vienkāršā naudas politika, ko izpildīja Japānas banka, kaitēja iekšzemes aktīvu atdevei, apspiežot vietējās procentu likmes. Tie ietekmē arī ārzemju aktīvu atdevi, jo Japānas

finanšu iestādēm ir jāmaksā vairāk par ārvalstu valūtas riska darījumiem, nekā viņi nopelna no ārvalstu aktīviem, piemēram, valsts obligācijām. Kopumā var secināt, ka kvantitatīvā mīkstināšana Japānā nevar risināt strukturālās problēmas, ar kurām saskaras Japānas ekonomika. Tādus jautājumus kā iedzīvotāju novecošanās, vājš iekšzemes tirgus kā arī Japānas uzņēmumu konkurētspējas samazināšanās pasaules ekonomikas sistēmā, nevar vienkārši atrisināt ar kvantitatīvo mīkstināšanu.

3. Eiropas Centrālās bankas kvantitatīvās mīkstināšanas programmas analīze

3.1. Eiropas Centrālās bankas monetārā politika pirms kvantitatīvās mīkstināšanas

Eiropas 19 valstu NCB un ECB kopā veido Eirosistēmu. Šādu nosaukumu ECB Padome izraudzījās, lai raksturotu kārtību, saskaņā ar kuru ECBS veic savus pienākumus eiro zonā. Šāds dalījums starp Eirosistēmu un ECBS būs jā saglabā tik ilgi, kamēr vien būs tādas ES dalībvalstis, kuras vēl nav ieviesušas eiro. To ES dalībvalstu NCB, kurās nav ieviests eiro, nepiedalās lēmumu pieņemšanā attiecībā uz eiro zonas vienoto monetāro politiku. No tām dalībvalstīm, kas neietilpst eirozonā, Dānija un Lielbritānija izņēmuma kārtā ir paredzējušas īpašu atrunu Līgumam pievienotajos protokolos, lai gan nākotnē tās vēl varētu ieviest eiro, ja būtu tāda politiskā griba. Zviedrija vēl nav izpildījusi eirozonas kritērijus. Andora, Monako, Sanmarīno un Vatikāns ir pieņēmušas eiro par savu valsts valūtu saskaņā ar īpašiem monetārās jomas nolīgumiem ar ES. Šīs valstis var emitēt savas eiro monētas (ar noteiktiem ierobežojumiem). Tomēr, nebūdamas ES dalībvalstis, tās neietilpst eirozonā.

Pieņemot eiro par valsts valūtu, eirozonas valstu ekonomika ir kļuvusi integrētāka. Šai ekonomiskajai integrācijai jātiek pienācīgi vadītai, lai pilnībā izmantotu vienotās valūtas potenciālu. Tādēļ eirozona salīdzinājumā ar citiem ES daļām izceļas ar ekonomikas pārvaldību – konkrētāk, ar monetāro un ekonomikas politiku. Eiropas monetārā politika ir uzticēta neatkarīgai Eirosistēmai, ko veido Eiropas Centrālā banka (ECB), kas atrodas Frankfurtē (Vācija), un eirozonas dalībvalstu centrālās bankas. ECB ar savas Padomes starpniecību nosaka visas eirozonas monetāro politiku – tā ir kopēja monetārā iestāde ar vienotu monetāro politiku, kuras galvenais mērķis ir uz laim eirozonā ekonomikas politika joprojām lielā mērā ir dalībvalstu pārziņā, to valdībām tomēr ir jākoordinē sava ekonomikas politika, lai sasniegtu kopējos stabilitātes, izaugsmes un nodarbinātības mērķus. Koordinēšana notiek ar vairāku struktūru un instrumentu palīdzību, galvenais no tiem ir Stabilitātes un izaugsmes pakts. Šajā paktā valstis ir vienojušās par fiskālās disciplīnas noteikumiem, tādiem kā valsts budžeta deficīta un valsts parāda ierobežojumi. Tie jāievēro visām ES dalībvalstīm, kaut arī neatbilstības gadījumā sankcijas (finansiālas vai citas) piemēro tikai eirozonas valstīm. ES ekonomikas pārvaldība katru gadu norit ciklā, ko dēvē par Eiropas pusgadu.⁸⁵

⁸⁵ Eiropas Komisijas oficiālā mājaslapa, <https://ec.europa.eu/>, (skatīts 09.05.2018)

Eirosistēmas (kuru veido Eiropas Centrālā banka (ECB) un eiro zonas nacionālās centrālās bankas) galvenais mērķis ir cenu stabilitāte jeb, definējot skaitliski, – inflācija zem, bet tuvu 2% vidējā termiņā. Inflācijas mērīšanai tiek izmantots harmonizētais patēriņa cenu indekss (HPCI). Lai sasniegtu šo mērķi, Eirosistēma izmanto monetārās politikas instrumentus, attiecīgi palielinot vai samazinot likviditāti (brīvo naudas līdzekļu apjomu finanšu sistēmā), tādējādi vai nu stimulējot, vai arī bremzējot kopējo pieprasījumu pēc saražotajām precēm un pakalpojumiem.⁸⁶

Līdz pat 2008. gada finanšu krīzei Eirosistēma izmantoja tradicionālos monetārās politikas instrumentus. Kopumā šāda monetārā politika ir bijusi pietiekami sekmīga, ko apliecina kaut vai fakts, ka kopš ECB nodibināšanas 1998. gadā līdz pat 2007. gadam vidējā gada inflācija eiro zonā bijusi 1.95%, tātad – atbilstoši noteiktajai cenu stabilitātes definīcijai. Tomēr finanšu krīze atstāja būtisku ietekmi ne tikai uz eiro zonas valstu tautsaimniecību, bet ieviesa arī būtiskas pārmaiņas Eirosistēmas īstenotajā monetārajā politikā. Līdz ar to kopš 2008. gada Eirosistēma ir sākusi īstenot arvien vairāk nestandarta operāciju, ar nolūku nodrošināt cenu stabilitāti arī krīzes un pēckrīzes apstākļos, stabilizēt situāciju naudas tirgū un mazināt finanšu tirgu fragmentāciju.⁸⁷

ECB standartā izmantoja trīs politikas instrumentu apvienojumu: procentu likmes, atklātā tirgus operācijas un obligāto rezervju prasības. Darījuma partneriem pēc pašu iniciatīvas pieejamas pastāvīgās iespējas - aizņemties no savas valsts centrālās bankas eiro resursus pret atbilstošu vērtspapīru ķīlu uz nakti (MLF) vai noguldīt eiro līdzekļus savas valsts centrālajā bankā uz nakti. Abām iespējām ir noteikts termiņš uz nakti, un tie ir pieejami bankām, kuras cenšas palielināt vai samazināt savu likviditāti. Noguldījumu mehānismu izmanto, lai iegūtu likviditāti no bankām par zemāku tirgus likmi. Savukārt MLF nodrošina likviditāti ar likmēm, kas tradicionāli ir augstākas par tirgus likmēm. Šī iemesla dēļ, šīs iespējas galvenokārt tiek izmantotas tad, kad banku sektoram nav piekļuves starpbanku tirgiem. Izņemot ECB pieprasītā nodrošinājuma summu, šīm iespējām nav ierobežojumu. Pastāvīgās iespējas nosaka grīdas un griestu ierobežojumus starpbanku tirgum, izveidojot koridoru sistēmu starpbanku naudas tirgus kursam, ko sauc par Euro Overnight Index Average (EONIA).

ECB var nodrošināt likviditāti un pārvaldīt tirgus likmes ar atklātā tirgus operācijām (OMOs), t. i., pērkot vai pārdodot finanšu aktīvus. ECB galvenie OMOs ir galvenās refinansēšanas operācijas (MRO), ar iknedēļas termiņu, kas tiek izmantotas īstermiņa vajadzībām

⁸⁶ Eiropas Centrālās bankas mājaslapa, <https://www.ecb.europa.eu/>, (skatīts 09.05.2018)

⁸⁷ Egils Kaužēns, "Kopējā monetārā politika - aktualitātes un ietekme uz Latviju", 2014, <https://www.makroekonomika.lv/>, (skatīts 12.05.2018)

un ilgtermiņa refinansēšanas operācijām (LTROS), kuru sākotnējais termiņš ir 3 mēneši. Abas operācijas veic reversos darījumus, izmantojot repo līgumus, kā arī ECB pretī pieprasa darījuma partnerim sniegt atbilstošu nodrošinājumu. ECB izmanto arī minimālās rezervju prasības (MRR). MRR pieprasa, lai bankām obligāti būtu noguldījumi NCB. Nepieciešamā summa, kam jābūt noguldītai NCB, svārstās ap 2% no kopējām bankas saistībām. To noteikšana ir paredzēta, lai radītu strukturālu pieprasījumu pēc ECB līdzekļiem un palīdzētu stabilizēt procentu likmes.⁸⁸

2007. gada augustā pasaules finanšu sistēmā iestājās ievērojamu svārstību periods, ko galvenokārt izraisīja ASV zemas kvalitātes hipotēku kredītu neatmaksāto parādu pieauguma ietekme uz pārvērtēšanu plašā hipotekāro vērtspapīru kategorijā. Strukturēto vērtspapīru sarežģītība un necaurredzamība, kā arī daudzos gadījumos šādu instrumentu tirgus cenas trūkums noteica šo instrumentu novērtēšanas grūtības, negatīvi ietekmējot banku kopējo bilancu novērtējumu. Precīzāk, ieguldītāji izņēma līdzekļus no struktūrieguldījumu instrumentsabiedrībām un īpašām finansēšanas struktūrām (conduits), kuru pamatā bija ASV zemas kvalitātes hipotēku vērtspapīrošanas rezultātā iegūtie ar aktīviem nodrošinātie vērtspapīri, un vairs īpaši nevēlējās saglabāt šo ieguldījumu sabiedrību emitēto ar aktīviem nodrošināto īstermiņa obligāciju turējumus vai pagarināt to atmaksas termiņus. Tādējādi bankām radās risks, ka varētu nākties šādas struktūrieguldījumu instrumentsabiedrības ņemt atpakaļ banku bilancē un/vai nodrošināt finansējumu struktūrieguldījumu instrumentsabiedrībām un īpašajām finansēšanas struktūrām, kas emitē ar aktīviem nodrošinātas īstermiņa obligācijas. Pieaugot banku uztraukumam par to likviditāti un bilancēm, tās arvien negribīgāk nodrošināja līdzekļus citām bankām.⁸⁹

Daudzu šo produktu sarežģītība un necaurredzamība palielināja banku nevēlēšanos piedalīties starpbanku darījumos gan tāpēc, ka bankas apšaubīja to potenciālo darījuma partneru kredītspēju, gan arī tāpēc, ka bankas nebija drošas par savu riska darījumu apjomu (attiecībā uz kapitālu un likviditāti) saistībā ar īpašajām finansēšanas struktūrām un struktūrieguldījumu instrumentsabiedrībām. Tāpēc bankas uzkrāja likviditāti. Starpbanku naudas tirgū likviditāte mazinājās, īpaši kaitējot darbībai ilgāka termiņa bez nodrošinājuma noguldījumu tirgos (jo bankas uztraucās par darījuma partneru iespējamo riska darījumu apjomu), repo darījumu tirgos, īstermiņa obligāciju tirgos un valūtas mijmaiņas darījumu tirgos. Lai gan kopš tā laika panākts ievērojams progress, nosakot un novērtējot riska darījumus attiecībā uz sarežģītiem vērtspapīriem

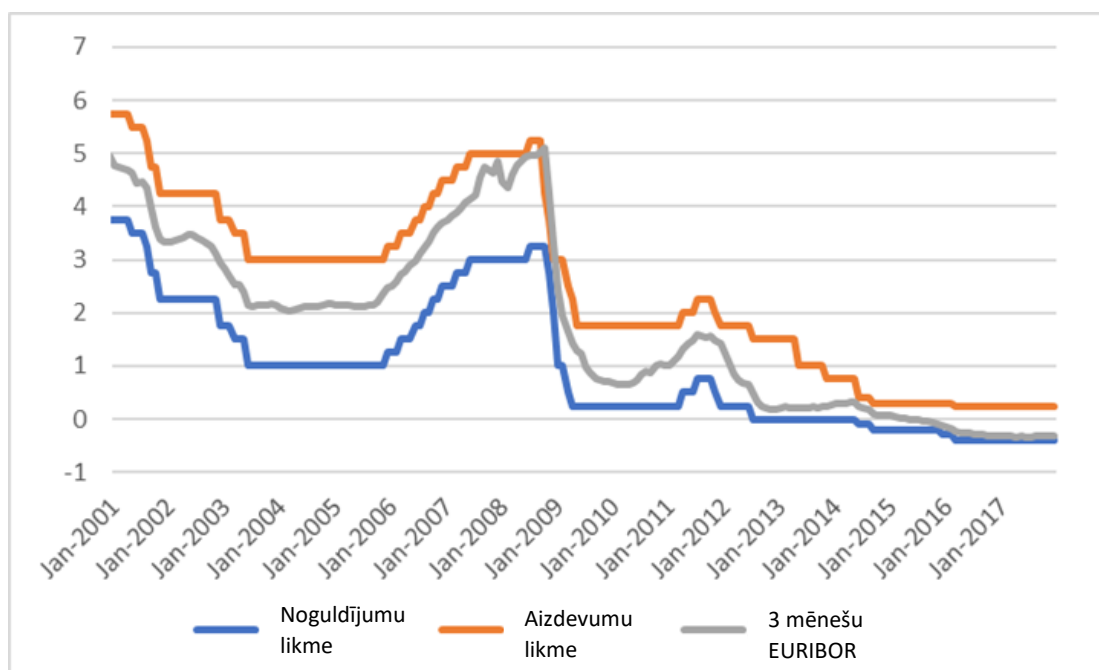
⁸⁸ Eiropas Centrālās bankas mājaslapa, <https://www.ecb.europa.eu/>, (skatīts 09.05.2018)

⁸⁹ Eiropas Centrālā bankas 2008.gada pārskats, <https://www.ecb.europa.eu/>, (skatīts 09.05.2018)

tirgus svārstību epicentrā, saglabājas nenoteiktība par galīgajiem zaudējumiem, ko cietīs ieguldītāji un finanšu iestādes visā pasaulē. Tāpēc spriedze naudas tirgos 2007. un 2008. gadā saglabājās.

Kopš finanšu krīzes ECB sākusī virkni pasākumu likviditātes uzlabošanai starpbanku kreditēšanas kanālā. Politika ietvēra stingru un strauju procentu likmju samazināšanu, pastāvīgo iespēju pārveidošanu un citu pasākumu ieviešanu kredītu palielināšanai.

- Procentu likmes

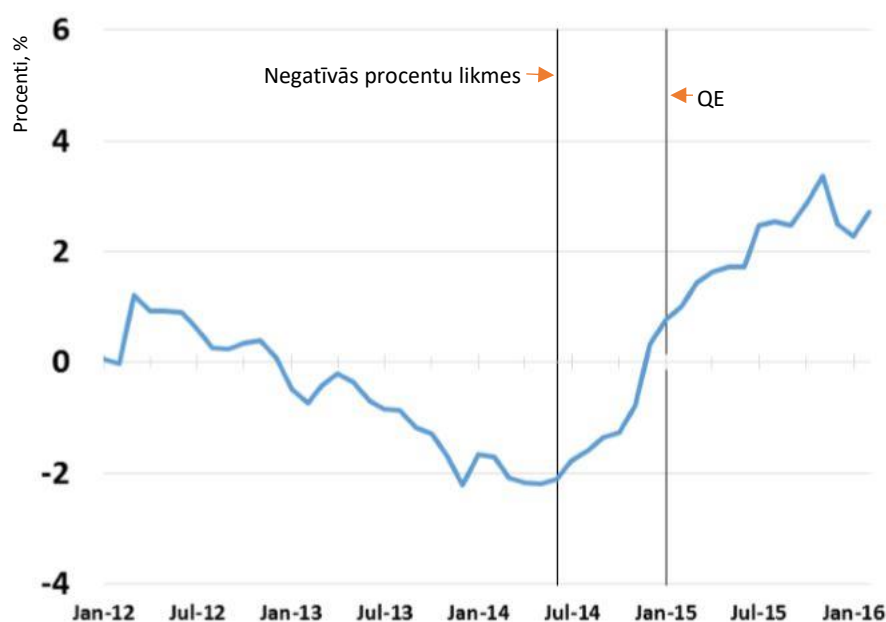


3.1.attēls Eiropas Centrālās bankas procentu likmes no 2001.gada līdz 2017.gadam⁹⁰

2008. gadā četras reizes tika pieņemti Padomes lēmumi, kas ietekmēja galvenās ECB procentu likmes. 3. jūlijā Padome nolēma paaugstināt galvenās ECB procentu likmes par 25 bāzes punktiem (līdz 4.25%). 8. oktobrī, 6. novembrī un 4. decembrī tika pieņemts lēmums pazemināt galvenās ECB procentu likmes attiecīgi līdz 3.75%, 3.25% un 2.50%. Turklāt 8. oktobrī Padome nolēma samazināt koridora diapazonu ap GRO procentu likmi, ko veido pastāvīgo iespēju procentu likmes, no 200 bāzes punktiem līdz 100 bāzes punktiem (lēmums stājās spēkā 9. oktobrī). Tādējādi tika noteikta aizdevumu iespējas uz nakti procentu likme, kas par 50 bāzes punktiem pārsniedza GRO procentu likmi, un noguldījumu iespējas uz nakti procentu likme, kas bija par 50 bāzes punktiem zemāka nekā GRO procentu likme. ECB 2009.

⁹⁰ Pieejams <https://seekingalpha.com/>, (skatīts 12.05.2018)

gada maijā pārvietoja etalonprocentu likmi par 325 bāzes punktiem no 4,25 līdz 1,0%. No 2011. gada aprīļa līdz jūlijam ECB palielināja likmi par 50 bāzes punktiem līdz 1,5%. Eiropas Centrālās bankas (ECB) prezidents Žans Klods Trišē (Jean Claude Trichet) palielināja inflācijas prognozes līdz aptuveni 2,6%. Trišē vēlējās izvairīties no aktīvu ‘burbuļa’ veidošanās pēc veiksmīgajiem likviditātes nodrošināšanas pasākumiem krīzes laikā. Pēc tam, kad Mario Draghi tika iecelts par ECB prezidentu 2011. gada novembrī, likme tika samazināta līdz 1%. 2012. gada jūlijā ECB panāca noguldījumu procentu likmi nulles apmērā un saglabāja to tādā līmenī līdz 2014. gadam. 2014. gada jūnijā ECB samazināja noguldījumu likmi no 0 līdz -0.10%. 2014. gada septembrī noguldījumu likmi vēl vairāk samazināja līdz -0.20%. Šis pasākums tika paziņots kopā ar ITRMO, signalizējot tirgum, ka ir jāatjauno kreditēšanas apjomi.⁹¹



3.2.attēls Nefinanšu institūcijām izdoto kredītu procentuālās izmaiņas⁹²

Ja skatās uz izdoto kredītu apjomu, kas nav MFI, tad tendence ir mainījusies kopš 2014. gada jūnija pēc tam, kad tika ieviestas negatīvās procentu likmes. Kopš 2014.gada jūlija līdz pat 2016.gadam ir vērojams straujš kreditēšanas apjoma pieaugums. Kredītu kanāls iepriekšējo gados ir bijis viena no lielākajām problēmām eirozonā. Tomēr pēdējie ieviestie monetārie pasākumi, šķiet, ir atjaunojuši kredītiestāžu kreditēšanas likmes.

⁹¹ Eiropas Centrālās bankas mājaslapa, <https://www.ecb.europa.eu/>, (skatīts 09.05.2018)

⁹² **Columbia University in the City of New York**, “Comparative Study of Central Bank Quantitative Easing Programs”, New York, 2016, 125.lpp

- Ilga termiņa refinansēšanas operācijas (LTRO)

LTRO mehānisms ir piedzīvojis lielas izmaiņas, pakāpeniski pielāgojoties tirgus vajadzībām. No 2008. gada maija līdz jūnijam kredīta uzlabošanas shēma tika divkāršota no 3 līdz 6 mēnešiem un pēc tam atkal uz 12 mēnešiem. Pēc krīzes sākuma tās mērķis galvenokārt bija nodrošināt noteiktību un likviditāti sausajam starpbanku kreditēšanas tirgum. 2011. gadā ECB palielināja savu kredītprogrammu, nākot klajā ar LTRO, kuru termiņš bija 36 mēneši. Tās kļuva pazīstamas kā ļoti ilga termiņa refinansēšanas operācijas (VLTRO). ECB veica divas VLTRO izsoles; pirmā 2011. gada decembrī (aizdevumi 490 miljrd. eiro) un vēl 2012. gada februārī (540 miljrd. eiro). Šajā laikā banku skaits, kas saņēma piešķirumus, pieauga no 523 līdz 800 bankām.

VLTRO izraisīja dažādi netiešus efektus. Pirmkārt, bankas palielināja noguldījumus ECB, kad procentu likme bija 0,25%. Tādējādi papildu likviditāte neradīja tīšu kredītu ekspansiju starpbanku tirgū vai nefinanšu sektorā. Otrkārt, tā veicināja tirdzniecības operāciju veikšanu, izmantojot lēto naudu, lai iegādātos ienesīgākus aktīvus. Visbeidzot, VLTRO operācijas palīdzēja bankām aizņemt līdzekļu īpatsvara samazināšanas procesā, tomēr tas neuzlaboja kopējo kredītu tirgus finansiālo stāvokli. ECB bilance ievērojami paplašinājās VLTROS ietvaros, palielinot ECB aktīvus no 2,4 līdz 3,0 triljoniem eiro.⁹³

Vairākas ITRMO tika izziņotas 2014. gada 5. jūnijā, un to mērķis bija palielināt banku aizdevumu izsniegšanu euro zonas nefinanšu privātajam sektoram. Visām bankām, kuras ievēro noteiktas robežvērtības attiecībā uz reālās tautsaimniecības kreditēšanu, ITRMO nodrošina ilgtermiņa finansējumu ar izdevīgiem nosacījumiem un noteikumiem uz laiku līdz 4 gadiem. Šā pasākuma izvēle atspoguļoja eurozonas tautsaimniecībā pārsvarā izmantoto banku finansējuma struktūru un vājas banku veiktās kreditēšanas, kas kavē atveseļošanos, nozīmi. Būtiska ITRMO iezīme ir tā, ka summa, ko banka var aizņemt, atkarīga no tās kreditēšanas prakses. Bankām bija tiesības uz sākotnējo aizņemšanās kvotu 7% apmērā no kopējiem aizdevumiem euro zonas nefinanšu privātajam sektoram 2014. gada 30. aprīlī, izņemot kredītus mājsaimniecībām mājokļa iegādei. Bankām bija iespēja izmantot sākotnējo kvotu pirmajās divās operācijās 2014. gada septembrī un decembrī. Pirmajās divās operācijās kopā tika izmantoti 212.4 mljrd. euro (82.6 mljrd. euro septembrī un 129.8 mljrd. euro decembrī). Operācijās piedalījās 469 darījuma partneri. Bankas, kuras bija ieinteresētas piedalīties, bet kurām nebija attiecīga aizdevumu portfeļa, drīkstēja apvienoties ar bankām, kam bija šādi aizdevumi, izveidojot ITRMO grupas.

⁹³ Eiropas Centrālās bankas mājaslapa, <https://www.ecb.europa.eu/>, (skatīts 09.05.2018)

Tādējādi operācijās faktiski iesaistījās 1 223 kredītiestādes. Kopumā līdzdalība bija vērojama visā euro zonā.⁹⁴

- Nodrošināto obligāciju pirkšanas programma (CBPP)

Nodrošināto obligāciju pirkšanas programma (CBPP) tika ieviesta pēc tam, kad iepriekšējās programmas nebija devušas nepieciešamo efektu. Nodrošinātās obligācijas ir parāda instrumenti, kas nodrošināti ar naudas plūsmām no hipotēkām vai publiskā sektora aizdevumiem. Pavisam CBPPs tika ieviestas trīs reizes, un pirkumus bija paredzēts noturēt līdz termiņa beigām. Šo programmu līdzekļi bija līdzīgi, bet pirkuma summas atšķīrās. 2008. gadā nodrošināto obligāciju tirgus pieauga no 1,5 līdz 2,4 triljoniem eiro, jo bankas izmantoja nodrošinātās obligācijas ilgāku termiņu, lai segtu termiņu neatbilstības.

CBPP2 posms sākās 2011. gada novembrī. Valsts krīze joprojām satricināja starptautiskos parādu tirgus, mudinot ECB atkal samazināt likmes. Sākotnējais nodoms iegādāties 40 miljardus eiro nodrošinātās obligācijas nebija iespējams programmas ierobežojumu dēļ. Tā vietā tika nopirkta obligācijas 16 miljardu eiro vērtībā - 36% primārajā tirgū un 64% sekundārajā tirgū - programmu noslēdzot 2012. gada oktobrī. CBPP2 pirkumi tika veikti tikai no iestādēm ar vairāk nekā 300 miljoniem eiro vērtu finanšu instrumentu emisijām. Trešā nodrošināto obligāciju iegādes programma sākās 2014. gada jūlijā.⁹⁵

- Vērtspapīru tirgus programma (SMP)

Reaģējot uz valsts parāda krīzi un Grieķijas parāda pārstrukturēšanu, ECB 2010. gada maijā paziņoja par SMP. Programma bija paredzēta, lai iegādātos valstu parādu, tādējādi samazinātu valstu parāda procentu likmes un mazinātu spriedzi banku kreditēšanas kanālos. Programmas oficiālais nodoms bija neatbalstīt konkrēto dalībvalstu emitētās obligācijas, bet gan “nodrošināt dziļumu un likviditāti tajos tirgus segmentos, kas ir nefunkcionāli un, lai atjaunotu atbilstošu monetārās politikas pārvades mehānismu. ECB paziņojumā atspoguļotais nodoms ir atrisināt jautājumus monetārajā kanālā, ņemot vērā monetārās zonas finanšu sadrumstalotību.⁹⁶

Programma tika pilnībā sterilizēta un vairs nepalielināja ECB bilanci. SMP iegādājās obligācijas tikai sekundārajos tirgos noteiktā laika periodā un pēc ECB ieskatiem. Sākotnējā

⁹⁴ Eiropas Centrālās banka 2014.gada pārskats, <https://www.ecb.europa.eu/>, (skatīts 09.05.2018)

⁹⁵ **Fawley, Brett W., and Christopher J. Neely**, “*Four Stories of Quantitative Easing.*” Federal Reserve Bank of St. Louis, 2013, 25.lpp

⁹⁶ Press Release by European Central Bank, 2010.gada maijs, <https://www.ecb.europa.eu/>, (skatīts 09.05.2018)

mērķa summa nebija noteikta un pirkuma summas pirms pirkuma netika izsludinātas. Tāpēc tirgus pēc pirkuma izpildes varēja secināt tikai par pirkšanas gadījumiem. Tas tieši izrietēja no iepriekš minētajiem ECB juridiskajiem un institucionālajiem ierobežojumiem - ja pirkumus nevarēja paredzēt, valdības, kas saņēma programmas priekšrocības, ilgtermiņā nespēja mazināt fiskālo deficītu vai valsts parādu. Tomēr bija daudzi programmas kritiķi, kuri apgalvo, ka pirkumi netika saskaņoti ar fiskālās disciplīnas līgumiem un bija nelikumīgi saskaņā ar ES tiesisko regulējumu. No 2010. gada maija līdz 2011. gada februārim programma iegādājās tikai Grieķijas, Īrijas un Portugāles parādu. Tās bija dažas no visvairāk skartajām ekonomikām Eiropas valstu parādu krīzes laikā. 2011. gada augustā ECB atsāka pirkt tikai Spānijas un Itālijas obligācijas. Valsts obligāciju ienesīgumu ietekmēja gan iekšējās problēmas, gan arī ietekme no citām tautsaimniecībām.

SMP tika noslēgta 2012. gada septembrī ar pēdējo pirkumu, kas notika 2012. gada februārī. Programma tika pabeigta pirms tās oficiālajām beigām sakarā ar opozīcijas spiedienu no eirozonas dalībvalstu valdībām, ko vadīja Vācija. Viņi iebilda pret to, ka SMP programma netieši mazināja perifēro ekonomiku un fiskālo situāciju. Tādējādi pirkumi tika uzskatīti par subsīdijām fiskāli neaizsargātām valdībām, piemēram, Spānijai un Itālijai. Nepieciešamība veikt jaunu intervenci, lai kontrolētu pieaugošo ienesīgumu, ECB ieviesa atklāto monetāro transakciju programmu (OMT). OMT izveidojās politiskā spiediena rezultātā un galu galā iesaldēja SMP programmas darbību. Kaut arī OMT atšķīrās no SMP, tā neizbēga no kritikas. OMT programma bija daļa no plašāku institucionālo, fiskālo, komunikācijas un reglamentējošo pasākumu kopuma. Šie pasākumi nodrošināja, ka valsts parāda pirkumi novedīs pie budžeta deficīta samazināšanas.

- Tiešie monetārie darījumi (OMT)

OMT bija valsts parāda pirkšanas programma, kas sākās 2012. gada augustā. Programmas uzsākšana atviegloja Itālijas un Spānijas valsts parāda apmēru. Salīdzinot ar SMP ar OMT, programmai bija gan jauni līdzekļi, gan saglabāti iepriekšējie. OMT saglabāja pirkumu sterilizāciju, ierobežojumu iegādāties valsts obligācijas tikai sekundārajā tirgū un ECB rīcības brīvību attiecībā uz pirkumu apmēru. Jaunie elementi bija ierobežojumi valsts parāda pirkšanas ilgumam no 1 līdz 3 gadiem. Vēl svarīgs jauns līdzeklis bija nepieciešamā saprašanās memoranda parakstīšana ar Eiropas Komisiju, kas ietvēra ekonomikas reformu programmu, lai saglabātu valsts fiskālo ilgtspējību. Tomēr Vācija noraidīja programmu un noveda to līdz Eiropas Kopienas Tiesas. Viņi apgalvoja, ka OMT tieši finansē suverēnās valdības un tāpēc bija nelikumīga. Tiesa

beidzot panāca vienošanos par labu ECB 2015. gada jūlijā. Tiesas lēmuma paziņojumā nolasīts, ka programma obligāciju iegādei sekundārajos tirgos nepārsniedz ECB pilnvaras attiecībā uz monetāro politiku un nepārkāpj monetārā finansējuma aizliegumu dalībvalstīs.⁹⁷

- Nodrošināto obligāciju pirkšanas programma (CBPP3) un ar aktīviem nodrošināto vērtspapīru pirkšanas programma (ABSPP)

CBPP3 sākās 2014. gada oktobrī. ECB paredzēja veikt pirkumus par 10 miljardiem eiro mēnesī, un pirkumi bija gan nodrošināto obligāciju, gan ABS (no ABSPP) apvienojums. ABSPP programma sākās 2014. gada novembrī. Programmas mērķis bija atbalstīt bankas ar jaunu kredītu izsniegšanu. ABSPP vēl vairāk uzlabo monetārās politikas transmisiju, veicina kredītu izsniegšanu eirozonā un atstāj pozitīvu ietekmi uz citiem tirgiem. Arī ABSPP palīdz bankām dažādot finansējuma avotus un stimulē jaunu vērtspapīru emisiju. Uz aktīviem balstīti vērtspapīri (ABS) var palīdzēt bankām pildīt savu galveno lomu: izsniegt kredītus reālajai ekonomikai. ABSPP un CBPP3 netiek sterilizēti, un tie nepalielina ECB bilanci. Pastāvēja diskusijas par to vai šīs programmas ir QE. Tradicionālā kvantitatīvajā mīkstināšanā (QE) iegādājas fiksēta apjoma vērtspapīrus saskaņā ar publicēto grafiku. Savukārt šī ECB politika ir pieprasījuma virzīta, un tā būs efektīva tikai tad, ja tā pārtrauks lejupslīdes un negatīvo kredītu pieauguma apburto loku.⁹⁸

3.2. Eiropas Centrālās bankas pieredze kvantitatīvajā mīkstināšanā

Eiropas Centrālās bankas (ECB) valde 2015. gada 22. janvārī paziņoja par paplašināto aktīvu iegādes programmu (EAPP) jeb kvantitatīvo mīkstināšanu. Lai izpildītu ECB cenu stabilitātes mandātu, šajā programmā bija paredzēts, ka ECB pievienos valsts obligāciju iegādi pašreizējām privātā sektora aktīvu iegādes programmām, lai novērstu pārmērīgi ilgu zemas inflācijas periodu. ECB padome pieņēma šo lēmumu situācijā, kad lielākā daļa faktiskie un paredzamie inflācijas rādītāji eirozonā bija virzījušies uz to vēsturiski zemāko atzīmi. Tā kā potenciālo blakus efektu ietekme uz algām un cenu noteikšanu draudēja nelabvēlīgi ietekmēt vidēja termiņa attīstību, šai situācijai bija nepieciešama spēcīga monetārās politikas atbilde.

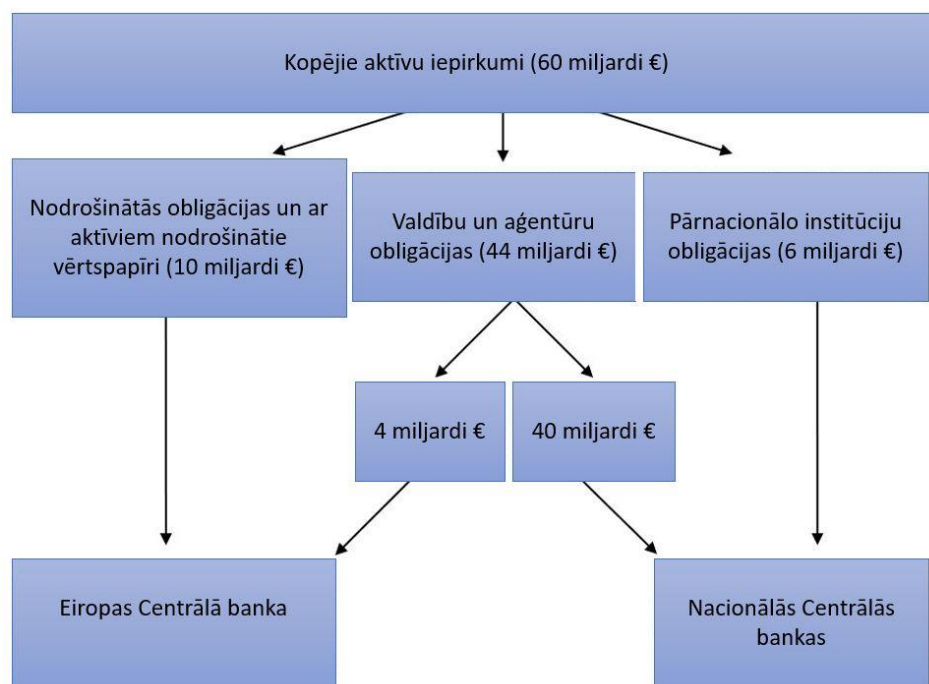
Aktīvu iepirkumi nodrošina monetāro stimulu ekonomikai kontekstā, kur galvenās ECB procentu likmes ir zemākajā līmenī. Tie vēl vairāk atvieglo monetāros un finanšu apstākļus, nodrošinot piekļuvi finansējumam uzņēmumiem un mājāsaimniecībām un rezultātā veicina

⁹⁷ **Rodriguez, Carlos, and Carlos A. Carrasco**, "ECB Policy Responses between 2007 and 2014: a chronological analysis and a money quantity assessment of their effects", FESSUD Working Paper Series No. 65, 2014. 13.lpp

⁹⁸ **Wyplosz, Charles**, "Is the ECB doing QE?", VOX, 2014.

ieguldījumus un patēriņu un galu galā veicina inflācijas rādītāju atgriešanos vēlamajā 2% apmērā. Programma ietver arī ar aktīviem nodrošinātu vērtspapīru iegādes programmu (ABSPP) un segto obligāciju iegādes programmu (CBPP3), kas tika uzsākta 2014. gada nogalē. Šo programmu apvienotie ikmēneša pirkumu apjoms sasniegs 60 miljardus eiro. EAPP bija paredzēts veikt līdz 2016. gada septembrim vai līdz brīdim, kad Padome redzēs stabilu pieaugumu inflācijā, kas atbilst mērķim sasniegt inflācijas līmeni tuvu 2% līmenim vidējā termiņā.⁹⁹

ECB pirks obligācijas, ko emitējušas eirozonas centrālās bankas, aģentūras un Eiropas institūcijas sekundārajā tirgū pret centrālo banku naudu, kuras iestādes, kuras pārdeva vērtspapīrus, var izmantot, lai iegādātos citus aktīvus un paplašinātu kredītu izdošanu reālajai ekonomikai. Abos gadījumos tas veicina finanšu apstākļu atvieglošanos. Programma signalizē par ECB Padomes apņēmību sasniegt savu mērķi par cenu stabilitāti vēl nepieredzētā ekonomikas un finanšu vidē. Izmantotie instrumenti ir piemēroti pašreizējos apstākļos un pilnībā atbilst ES regulai.¹⁰⁰



3.3.attēls Aktīvu pirkšanas programmas sadalījums¹⁰¹

⁹⁹ Press Release by European Central Bank, 2015.gada 22. janvāris, <https://www.ecb.europa.eu/>, (skatīts 09.05.2018)

¹⁰⁰ Turpat, (skatīts 09.05.2018)

¹⁰¹ **Claeys G., Leandro A., Mandra A.** "European Central Bank Quantitative Easing : The Detailed Manual", Bruegel, 2015, 4.lpp

Obligāciju ienesīgums un finansējuma izmaksas strauji samazinājās. Tiešās QE sekas bija attiecīgs obligāciju ienesīguma kritums. Visu eirozonas valstu, izņemot Grieķiju, valsts obligāciju ienesīgums bija samazinājies. Vācijas 10 gadu obligāciju ienesīgums 2015. gada aprīlī samazinājās līdz 0,16%, kas ir zemākais pieredzētais līmenis. Īrijai bija jāpieņem “trijotnes” glābšanas līdzekļi, jo tās trīs gadīgo obligāciju ienesīgums samazinājās līdz negatīvai vērtībai, un tā 10 gadu obligāciju ienesīgums bija tikai 0,81%, ievērojami zemāks nekā Apvienotās Karalistes 1,57% un ASV 1,95%. Līdz 2015. gada oktobra beigām ECB norādīja uz nepārtrauktu QE, kas saasināja pozitīva ienesīguma aktīvu deficītu. Negatīvā ienesīguma obligācijas eirozonā nedēļas laikā pieauga no 2 triljoniem eiro līdz 2,6 triljoniem eiro. No 6,3 triljoniem eiro vērtajiem Eiropas valstu parādiem 30% obligāciju piemita negatīvs ienesīgums. Pirmo reizi piecgadīgās valsts obligācijas kļuva negatīvas ar rekordzemu vidējo ienesīgumu -0,025%. Ļoti zems ienesīgums palīdz samazināt finansējuma izmaksas un paplašināt kreditēšanu.¹⁰²

Pēc QE paziņojuma 2015. gada pirmajā ceturksnī, Eirozonas inflācijas indekss palika stabils. Tomēr, tā kā naftas cenas kritās, un FRS neizdevās paaugstināt procentu likmes 2015. gada septembrī, eiro vērtība atkal nokritās, izraisot inflācijas samazināšanās risku. ECB prezidents Mario Draghi 2015. gada septembrī paziņoja, ka banka varētu pastiprināt QE programmu. Draghi atzina, ka ekonomikas lejupslīde jaunajos tirgos bija novedusi pie ekonomikas lejupslīdes riska atkārtotā un, ka naftas cenu kritums un globālās tirdzniecības palēnināšanās bija apgrūtinājusi ECB inflācijas mērķa sasniegšanu. Mario Draghi sacīja, ka ECB ir spējusi izmantot visus politikas instrumentus savā portfeli, jo īpaši aktīvu iegādes programmā, un ECB varētu parādīt elastīgumu, veicot korekcijas QE apjomā, sastāvā un ilgumā. Draghi arī paziņoja, ka ECB palielinās vienotās valsts obligāciju iegādes limitu no 25% līdz 33%. ECB prezidents 2015. gada oktobrī uzsvēra, ka decembrī ECB atkārtoti pārbaudīs savu QE. Notika diskusijas par iespējamajām sekām, ko rada zemās noguldījumu likmes. 2015. gada decembrī ECB paziņoja, ka noguldījumu likmes tiks samazinātas par 10 bāzes punktiem līdz 0,3% un QE tiks pagarināts līdz 2017. gada martam, palielinot parāda iepirkumu un nemainīgu obligāciju pirkumu lielumu.

Privātais patēriņš ir manāmi pieaudzis. Ar lielā apjoma QE atbalstu mājsaimniecību kreditēšana ir ievērojami aktivizējusies eirozonā, privātais patēriņš ir stabili pieaudzis un darba tirgus ir uzlabojies. 2015. gada septembrī privāto automobiļu pārdošana otrajā ceturksnī pieauga par 0,6 procentiem, un bezdarba līmenis samazinājās līdz 10,8% un tad zemākais līmenis kopš

¹⁰² Wei Min, “The European Central Bank's Quantitative Easing: Effects and Impacts”, CIIS, 2016

2012. gada sākuma. Novembrī patērētāju uzticības līmenis turpināja pieaugt, un privātais patēriņš pastāvīgi pieauga.

Paaugstināta nenoteiktība, ģeopolitiskie riski un finanšu un izejvielu tirgu lielāks svārstīgums noteica ekonomisko un finansiālo apstākļu pasliktināšanos 2016. gada sākumā. Konkrētāk, ņemot vērā lejupslīdi jaunajās tirgus ekonomikas valstīs (īpaši Ķīnā), auga bažas par globālās tautsaimniecības virzību. Turklāt inflācijas dinamika joprojām bija vājāka, nekā gaidīts, galvenokārt krasā naftas cenu krituma atjaunošanās un nelielā darba samaksas kāpuma dēļ. Tas viss un īstermiņa un vidēja termiņa inflācijas gaidu mazināšanās norādīja uz paaugstinātiem otrreizējas ietekmes riskiem, jo pastāvēja iespēja, ka vājas inflācijas gaidas varētu rosināt algu noteikšanā iesaistītās puses atlikt algu palielināšanu.¹⁰³

2016.gada marta sanāsmē Padome nolēma 1) pazemināt galvenās monetārās politikas procentu likmes un īpaši samazināt noguldījumu iespējas procentu likmi (līdz -0.40%); 2) ar 2016. gada aprīli paplašināt AIP ietvaros veikto vērtspapīru iegāžu apjomu līdz 80 mljrd. eiro mēnesī un palielināt emitenta un emisijas daļas limitu konkrētu vērtspapīru iegādēm; 3) iekļaut AIP jaunu "Uzņēmumu sektora aktīvu iegādes programmu" (USAIP) nebanku sabiedrību, kas izveidotas euro zonā, emitētu euro denominētu investīciju kategorijas obligāciju iegādēm; un 4) uzsākt jaunu četru ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju (ITRMO II) kopumu (katru mērķoperāciju ar termiņu 4 gadi), sākot ar 2016. gada jūniju. Turklāt perspektīvas norādēs Padome turpināja skaidrot, ka gaidāms, ka galvenās ECB procentu likmes ilgstošu laiku un daudz ilgāk par neto aktīvu iegāžu periodu saglabāsies pašreizējā līmenī vai būs zemākas. Tā vēlreiz apstiprināja, ka iegādēm jāturpinās līdz 2017.gada marta beigām vai, ja nepieciešams, ilgāk un jebkurā gadījumā līdz brīdim, kad Padome būs pārliecinājusies, ka vērojama noturīga inflācijas līmeņa korekcija atbilstoši tās inflācijas mērķim.

ECB monetārās politikas pasākumi būtiski ietekmējuši nozīmīgākos finanšu aktīvus. Konkrētāk, Eurosistēmas veiktās aktīvu iegādes un zemo procentu likmju vide kopš 2014.gada vidus veicinājusi nozīmīgu naudas tirgus procentu likmju un valdības obligāciju peļņas likmju kritumu. ECB monetārā politika arī palīdzēja daļēji pasargāt euro zonas obligāciju tirgus nosacījumus no ASV valdības obligāciju peļņas likmju kāpuma 2016. gada beigās. ECB pasākumi vēl vairāk ietekmējuši norises citos finanšu tirgu segmentos. ECB 2016. gada pārskats politikas ieviešanas pakāpi, iespējams, veicinājusi akciju cenu atveseļošanos. Euro nominālais

¹⁰³ Eiropas Centrālās bankas 2016.gada pārskats, <https://www.ecb.europa.eu/>, (skatīts 11.05.2018)

efektīvais kurss 2016. gadā kopumā kritās. ECB monetārās politikas pasākumi būtiski uzlaboja banku finansējuma nosacījumus divos veidos. Pirmkārt, banku finansējuma instrumenti ietilpa to aktīvu kategorijās, kurās bija vērojams nozīmīgs vidēja termiņa un ilgtermiņa peļņas likmju kritums. To veicināja portfeļu sastāva pārmaiņu ietekme, ko radīja Eurosistēmas aktīvu iegādes, un aktīvu nepietiekamības ietekme sakarā ar to, ka bankas emitēja mazāk obligāciju, tā vietā aizņemoties ITRMO ietvaros. Otrkārt, bankas turpināja aizstāt dārgāku īstermiņa tirgus finansējumu ar ITRMO finansējumu (un turklāt izmantoja iespēju pārfinansēt ITRMOI ar lētākām ITRMOII). 2016. gadā tika veiktas trīs no četrām plānotajām ITRMOII; ceturta ITRMOII paredzēta 2017.gada martā. Kopējais izmantotais apjoms līdz 2016.gada beigām bija 506.7 mljrd. euro – aptuveni 43% no euro zonas banku kopējām ITRMO II aizņemšanās kvotām.¹⁰⁴

AIP un negatīvās noguldījumu iespējas procentu likmes kopējā ietekme uz banku peļņitspēju bijusi neliela, jo ietekmes uz banku ienākumu dažādiem komponentiem lielākoties kompensē viena otru. No vienas puses, abi pasākumi samazināja daudzu finanšu aktīvu procentu likmes un procentu likmju starpības, tādējādi veicinot tīro procentu ienākumu sarukumu. No otras puses, banku turējumā esošo valdības obligāciju tirgus vērtības kāpums radīja kapitāla vērtspapīru peļņu. Turklāt jaunāko monetārās politikas pasākumu pozitīvā ietekme uz tautsaimniecības perspektīvu veicināja aizdevumu apjoma kāpumu un kredītu kvalitātes uzlabošanu. Eurosistēmas aktīvu iegādes un zemo procentu likmju vide rosinājusi bankas piešķirt vairāk aizdevumu, piemēram, mazinot ieguldījumu zemāka ienesīguma vērtspapīros pievilcību.¹⁰⁵ Vienlaikus ITRMOII izmaksu pazemināšana bankām, kuras aktīvi iesaistās kredītēšanā, arī mudināja tās izsniegt vairāk kredītu. No 2014.gada maija līdz 2016. gada decembrim māsaimniecībām izsniegto aizdevumu atlikuma gada pieauguma temps palielinājās no -0.1% līdz 2.0% un nefinanšu sabiedrībām (NFS) izsniegto aizdevumu atlikuma gada kāpuma temps – no -2.9% līdz 2.3%.¹⁰⁶

Euro zonas atveseļošanu 2017.gadā pozitīvi ietekmēja vairāki labvēlīgi cikliskie un strukturālie faktori. Globālā ražošanas apjoma pieaugums kļuva straujāks un veicināja eksporta pieprasījumu, un euro zonā kļuva jūtami bilanču korekcijas, iestāžu darba uzlabošanu un strukturālo reformu gadu rezultāti. Turklāt vispārējā fiskālās politikas nostāja bija kopumā

¹⁰⁴ Eiropas Centrālās bankas 2017.gada pārskats, <https://www.ecb.europa.eu/>, (skatīts 11.05.2018)

¹⁰⁵ LL Albu, R Lupu, AC Călin, OC Popovici, “*The Effect of ECB's Quantitative Easing on Credit Default Swap Instruments in Central and Eastern Europe*”, Elsevier, 2014, 21.lpp

¹⁰⁶ Eiropas Centrālās bankas 2017.gada pārskats, <https://www.ecb.europa.eu/>, (skatīts 11.05.2018)

neitrāla. ECB monetārās politikas pasākumi joprojām pozitīvi ietekmēja naudas un kredītu atlikuma dinamiku un, nodrošinot zemas procentu likmes un ilgstoši labvēlīgus finansēšanas nosacījumus, noteica gan mājsaimniecību patēriņa, gan uzņēmumu investīciju pieaugumu. Neraugoties uz stabilo ekonomisko atveseļošanos, inflācijas dinamikā vēl nebija jaušamas pārliecinošas ilgtspējīgas augšupvērsta korekcijas iezīmes virzībai uz vidējā termiņa līmeni, kas zemāks par 2%, bet ir tuvu tam saskaņā ar ECB cenu stabilitātes definīciju. Pamatā esošais inflācijas spiediens joprojām bija neliels, saglabājoties būtiskam darba tirgus atslābumam. Bija nepieciešams laiks, lai novērotie darba tirgus uzlabojumi pārtaptu dinamiskākā algu kāpumā. Turklāt bija svarīgi ņemt vērā īstermiņa inflācijas datu svārstīgumu, kam bija (ja vispār) ierobežota saistība ar cenu stabilitātes vidējā termiņa perspektīvu.

2017.gadā Eurosistēmas bilance turpināja paplašināties galvenokārt īstenotas aktīvu iegādes programmas (AIP) un ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju rezultātā. Lai gan kopumā tautsaimniecības perspektīvas riski gada sākumā kļuva mazāki, tiem joprojām bija lejupvērsta tendence un tie galvenokārt bija saistīti ar globālo vidi, politisko nenoteiktību un dažu sektoru bilancēs vēl arvien vērojamiem trūkumiem. Turklāt izredzes uz inflācijas augšupvērsta tendences parādīšanos joprojām bija atkarīgas no pastāvošajiem ļoti labvēlīgajiem finansēšanas nosacījumiem, kuru priekšnosacījums lielā mērā bija stimulējošā monetārās politikas nostāja.¹⁰⁷

Tautsaimniecības analīzes rezultātu salīdzinājums ar monetārās analīzes sniegtajiem signāliem apstiprināja, ka, lai euro zonā ilgstoši un pašpietiekami palielinātos inflācijas spiediens, neraugoties uz tautsaimniecības atveseļošanās augošo noturību, bija nepieciešams saglabāt ļoti nozīmīgu stimulējošo monetārās politikas pasākumu apjomu. Tāpēc Padomei bija jāīsteno stingra politika, vēlreiz apliecinot 2016.gada decembrī monetārās politikas sanāksmē pieņemtos lēmumus. Šajā sakarā ECB procentu likmes tika saglabātas nemainīgas un tika apstiprināts AIP plānotais apjoms un periods, kā arī Padomes perspektīvas norādes par politikas procentu likmēm un AIP.

Attiecīgi Padome 2017.gada oktobrī pieņēma vairākus lēmumus, lai īstenotu cenu stabilitātes mērķi. Pirmkārt, tā vēlreiz atkārtāja, ka gaidāms, ka galvenās ECB procentu likmes saglabāsies pašreizējā līmenī ilgāku laiku un daudz ilgāk par neto aktīvu iegāžu periodu. Otrkārt, tautsaimniecības perspektīvas uzlabošanās un augošā uzticēšanās inflācijas konverģencei ļāva Padomei samazināt AIP intensitāti. Iegādes turpināsies ar mēneša apjomu 30 mljrd. euro no 2018.

¹⁰⁷ Eiropas Centrālās bankas 2017.gada pārskats, <https://www.ecb.europa.eu/>, (skatīts 11.05.2018)

gada janvāra līdz 2018.septembra beigām vai, ja nepieciešams, ilgāk un jebkurā gadījumā līdz brīdim, kad tā būs pārliecinājusies, ka vērojama noturīga inflācijas līmeņa korekcija. Turklāt Padome vēlreiz apliecināja apņemšanos paplašināt AIP apjomu un/vai ilgumu, ja perspektīva kļūtu mazāk labvēlīga vai finansēšanas nosacījumi neatbilstu turpmākai virzībai uz noturīgu inflācijas līmeņa korekciju. Treškārt, tā paziņoja, ka AIP ietvaros iegādāto vērtspapīru, kuriem pienācis dzēšanas termiņš, pamatsummas maksājumu atkārtota ieguldīšana turpināsies ilgāku laiku pēc neto aktīvu iegāžu pārtraukšanas un jebkurā gadījumā tik ilgi, kamēr būs nepieciešams. Iegādāto aktīvu atlikuma apjoma saglabāšana palīdzēs uzturēt gan labvēlīgus likviditātes apstākļus, gan atbilstošu monetārās politikas nostāju.¹⁰⁸

2017. gada martā veiktajā pēdējā ITRMOII bruto izmantošanas apjoms bija 233.5 mljrd. euro, kas nozīmēja likviditātes pieaugumu par 204 mljrd. euro. Visās ITRMOII operācijās euro zonas bankas kopumā aizņēmas 740.2mljrd. euro jeb 62% no kopējās aizņemšanās kvotas (1 200 mljrd. euro). Monetārās politikas pasākumi ietekmē tautsaimniecību pa trijiem transmisijas kanāliem: signālkanālu, portfeļu sastāva pārbalansēšanas kanālu un tiešās ietekmes kanālu. Pirmkārt, AIP atbalstījusi ECB perspektīvas norāžu uzticamību saistībā ar gaidām noturēt galvenās procentu likmes pašreizējā līmenī ilgstošu laika periodu. Negatīvā noguldījumu iespējas procentu likme pastiprinājusi AIP ietekmi uz visu ienesīguma līkni, samazinot ilgāka termiņa procentu likmju gaidu komponentu. Otrkārt, AIP stimulējusi ieguldītājus pārbalansēt savus portfeļus, aptverot riskantākus tirgus segmentus. Notiekošo aktīvu iegāžu dēļ vidēja termiņa un ilgtermiņa obligāciju turējumi banku sektorā aizstāti ar centrālās bankas rezervēm, kas ļauj samazināt ieguldītāju procentu likmju risku. Attiecīgi sarūkot termiņa prēmijām, rodas stimuluss ieguldīt citos aktīvos, piemēram, aizdevumos mājāsaimniecībām un uzņēmumiem.¹⁰⁹Tādējādi tiek nodrošināta monetārās politikas pasākumu transmisija. arī uz aizņēmējiem, kam nav tiešas pieejas kapitāla tirgiem. Visbeidzot, ITRMO efektivitāte izpaužas tiešās ietekmes mehānisma veidā. Procentu likmes, kas bankām jāmaksā par šiem līdzekļiem, ir atkarīgas no kredītiem, kurus tās izsniedz uzņēmumiem un mājāsaimniecībām, tādējādi nodrošinot, ka labvēlīgie finansēšanas nosacījumi tiek nodoti tālāk. Turklāt papildu neto likviditāte palīdzējusi samazināt iesaistīto banku finansējuma robežizmaksas.¹¹⁰

¹⁰⁸ Eiropas Centrālās bankas 2017.gada pārskats, <https://www.ecb.europa.eu/>, (skatīts 11.05.2018)

¹⁰⁹ G Claeys, Á Leandro, A Mandra, "European Central Bank quantitative easing: the detailed manual", 2015, 11.lpp

¹¹⁰ Eiropas Centrālās bankas 2017.gada pārskats, <https://www.ecb.europa.eu/>, (skatīts 11.05.2018)

Banku finansējuma izmaksas visu 2017.gadu saglabājās ļoti labvēlīgas – ievērojami zemākas nekā pirms ECB kredītu nosacījumu stingrības mazināšanas pasākumu kopuma uzsākšanas 2014. gada jūnijā. Euro zonas banku emitēto obligāciju peļņas likmju starpības turpināja būtiski samazināties. Šo norisi pastiprināja martā veiktā pēdējā ITRMOII, kas bankām deva iespēju tirgus finansējumu daļēji aizstāt ar ITRMO finansējumu. Kopumā šo norišu rezultātā kopējās banku finansējuma izmaksas turpināja sarukt un finansējuma izmaksu atšķirības starp bankām dažādās euro zonas valstīs samazinājās.

Euro zonā vērojamā turpmākā kredītu nosacījumu uzlabošanās atspoguļojās ne vien procentu likmju un peļņas likmju starpību sarukumā, bet arī privātajam sektoram izsniegto kredītu apjoma kāpumā un uzņēmumu stabilā piekļuvē obligāciju tirgiem. Bankas, kas piedalās euro zonas banku veiktās kreditēšanas apsekojumā, norādīja, ka tās AIP rezultātā radušos papildu likviditāti izmantojušas galvenokārt, lai piešķirtu kredītus, kas liecina par turpmāku kredītu piedāvājuma uzlabošanos 2017.gadā. Privātajam nefinanšu sektoram, kas ietver mājsaimniecības un NFS, izsniegto banku aizdevumu atlikuma gada pieauguma temps 2017.gada decembrī bija 2.8%.¹¹¹

Paplašinātā aktīvu iegādes programma un pēdējās ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperācijas piešķirums 2017.gada martā noteica gan bilances paplašināšanos, gan tās sastāva pārmaiņas. 2017.gada beigās ar monetāro politiku saistītie posteņi aktīvu pusē ietvēra 3.2 trlj. euro jeb 70% no Eurosistēmas bilances kopējiem aktīviem (2016.gada beigās – 61%).

2017. gada beigās AIP turējumu apjoms bija 2.3 trlj. euro. No šā apjoma ABSIP turējumi veidoja 25 mljrd. euro (1% no kopējā AIP portfeļa) un NOIP3 turējumi – 241 mljrd. euro (11% no kopējā AIP portfeļa). Runājot par privātā sektora iegādes programmām, būtiskāko AIP daļu 2017.gadā veidoja USAIP (neto iegāžu apjoms – 82 mljrd. euro).¹¹²

Kopš 2014.gada jūnija ieviestajiem ECB monetārās politikas pasākumiem kopumā bijusi būtiska pozitīva ietekme uz ekonomiskās darbības rezultātiem euro zonā. Tiek lēsts, ka kopējā ietekme uz euro zonas reālo IKP kāpumu un euro zonas inflāciju laikā no 2016.gada līdz 2020.gadam abos gadījumos kumulatīvā izteiksmē ir 1.9 procentu punkti.¹¹³

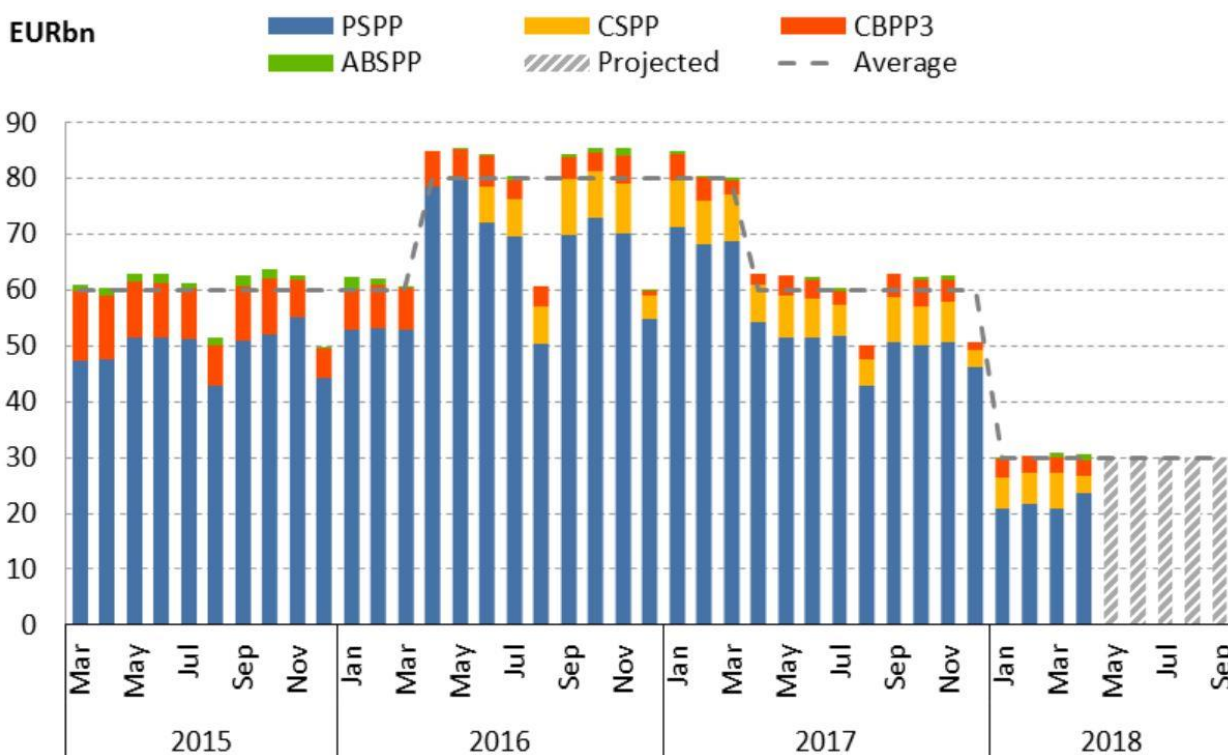
¹¹¹ Eiropas Centrālās bankas 2017.gada pārskats, <https://www.ecb.europa.eu/>, (skatīts 11.05.2018)

¹¹² Turpat, <https://www.ecb.europa.eu/>, (skatīts 11.05.2018)

¹¹³ **Florian Urbschat, Sebastian Watzka**, “Quantitative Easing in the Euro Area - An Event Study Approach”, CES Working Paper No. 6709, 2017, 32.lpp

3.3. Kvantitatīvās mīkstināšanas programmas ietekme uz Eirozonas ekonomiskajiem rādītājiem

No kvantitatīvās mīkstināšanas programmas tiek sagaidīts, ka programmas īstenošana palīdzēs ne tikai radīt finansēšanas nosacījumus – mājsaimniecībām un uzņēmumiem – vēl labvēlīgākus, bet arī stiprinās vidējā un ilgtermiņa inflācijas gaidas. Kā zināms, ja inflācijas gaidas ilgstoši pasliktinās, tas bremzē ekonomisko aktivitāti.



3.4.attēls Eiropas Centrālās bankas aktīvu iegāde no 2015. līdz 2018.gadam miljrd. eiro¹¹⁴

Valsts un privātā sektora vērtspapīru ikmēneša pirkumi pašlaik vidēji sasniedz 30 miljardus eiro. ECB Padome 2017. gada 26. oktobrī nolēma, ka aktīvu pirkumi no 2018. gada janvāra līdz 2018. gada septembra beigām tiks samazināti no EUR 60 miljardu apmērā līdz EUR 30 miljardiem eiro mēnesī. No 2016. gada aprīļa līdz 2017. gada martam vidējais mēneša temps bija 80 miljardi eiro, bet no 2015. gada marta līdz 2016. gada martam vidējais mēneša iepirkuma temps bija 60 miljardi eiro. Lielāko daļu no iegādātajiem aktīviem veido valsts sektora vērtspapīru iepirkumi (PSPP), otru lielāko korporatīvā sektora vērtspapīri (CSPP) un trešo lielāko daļu veido nodrošināto obligāciju pirkšanas programma (CBPP3). Kopumā 2018.gada maijā, paplašinātās aktīvu pirkšanas programmas ietvaros ir iegādāti aktīvi 2.5 triljonu eiro vērtībā.

¹¹⁴ Elliot Bentley, Martin Burch, Pat Minczeski and Christopher Whittall, "What ECB Stimulus Has Done", 2018, <http://graphics.wsj.com/> (skatīts 10.05.2018)



3.5. attēls Eiro vērtība attiecībā pret ASV dolāru no 2014. līdz 2018.gadam¹¹⁵

ECB veiktā kvantitatīvā mīkstināšana, lai stabilizētu eirozonas ekonomiku, ir noteikti ietekmējusi euro vērtības samazināšanos. QE iepludināja lielu daļu likviditātes eiro tirgū un tādējādi tas pazemināja eiro kursu. Bažas par eirozonas valūtu paiduši lielākā daļa bankas ekspertu. Valūtas kurss nav tiešs ECB stimulējošās monetārās politikas mērķis, bet ir ļoti svarīgs izaugsmei un inflācijai. Eiro esot augstā vērtībā nozīmē, ka importa cena krītas, samazinot inflāciju, un rezultātā tas arī padara eirozonas preces mazāk konkurētspējīgas globāli, apdraudot eksportu un tādējādi ietekmējot izaugsmi. Pēc QE ieviešanas 2014. gada pēdējā pusgadā eiro kurss pret dolāru samazinājās no 1,4\$ līdz 1,05\$, kas ir samazinājums par 27%. Daudzi eksperti izteica viedokli, ka eiro turpinās devalvēt pret dolāru, sasniedzot paritāti vai pat krītot zem dolāra vērtības, taču eiro turpināja svārstīties amplitūdā no 1.05\$ līdz 1.15\$. 2017.gada pirmajā pusē, eiro vērtība pret dolāru strauji sāka pieaugt un 2018.gada maijā sasniedza 1.25\$.

¹¹⁵ Elliot Bentley, Martin Burch, Pat Minczeski and Christopher Whittall, "What ECB Stimulus Has Done", 2018, <http://graphics.wsj.com/> (skatīts 10.05.2018)



3.6.attēls **Eiropas IKP gada pieauguma temps no 2014. līdz 2018.gadam**¹¹⁶

Eiropas IKP pieauguma temps pēdējo četrus gadus ir bijis pozitīvs. Eiropas tautsaimniecības uzplaukums turpinājās arī 2018. gadā. Iekšzemes kopprodukts Eiropā 2018. gada pirmajā ceturksnī pieauga par 2,5% gadā atbilstoši tirgus prognozēm. Produkcijas izlaides kāpums nostabilizējās un kļuva plašāks. Atveseļošanās turpināja labvēlīgi ietekmēt euro zonas darba tirgu kā arī nodarbinātība sasniedza augstāko līmeni kopš euro zonas izveidošanas. Eiropas atveseļošanās pozitīvi ietekmēja vairāki labvēlīgi cikliskie un strukturālie faktori. Globālā ražošanas apjoma pieaugums kļuva straujāks un veicināja eksporta pieprasījumu, un Eiropā kļuva jūtami bilanču korekcijas, iestāžu darba uzlabošanas un strukturālo reformu gadu rezultāti. Turklāt vispārējā fiskālās politikas nostāja bija kopumā neitrāla. ECB monetārās politikas pasākumi joprojām pozitīvi ietekmēja naudas un kredītu atlikuma dinamiku un, nodrošinot zemas procentu likmes un ilgstoši labvēlīgus finansēšanas nosacījumus, noteica gan mājsaimniecību patēriņu, gan uzņēmumu investīciju pieaugumu. Stabila izaugsme veicina valdības budžeta deficīta un valsts parāda tālāku samazināšanos un darba tirgus apstākļu uzlabošanos. Eiropā kopumā budžeta deficīts ir mazāks par 1 % no IKP, un tiek prognozēts, ka šogad tas visās eiropas dalībvalstīs būs mazāks par 3%.¹¹⁷

¹¹⁶ Pieejams <https://tradingeconomics.com/>, (skatīts 10.05.2018)

¹¹⁷ Financial Times oficiālā mājaslapa, <https://www.ft.com/>, (skatīts 10.05.2018)



3.7.attēls Eurozonas inflācijas līmenis no 2014.gada līdz 2018.gadam¹¹⁸

Eurozonas PCI inflācija 2018. gada maijā ir samazinājusies līdz 1,3% salīdzinot ar iepriekšējā gada maija labo rādītāju 1,9%. 2017. gada vidū inflācija gan sasniedza vēlamos 2%, tomēr to noteica svārstīgo enerģijas cenu ietekme. Savukārt bez enerģijas (un arī pārtikas cenu svārstīgās ietekmes) aprēķinātā pamatinflācija norāda uz joprojām vājo fundamentālo spiedienu uz cenu kāpumu. Izaugsmi eurozonā sekmējusi atbalstošā monetārā politika, kas pēdējos trīs gadus aktīvi nodrošinājusi ilgāka termiņa un lētu finansējumu. Tāpat eiro zonai aizvien vairāk palīdzējusi arī ārējā vide un globālā ekonomika, kas pēc pāris zemas izaugsmes gadiem atsākusi strauji augt. Par to, ka situācija uzlabojusies, liecina dažādu aptauju dati. Tie rāda, ka uzņēmēju un patērētāju optimisms par eiro zonas ekonomikā notiekošo ir augstāks nekā pirmskrīzes gados. Tomēr mulsinošs ir fakts, ka par spīti straujajai izaugsmei, tik un tā darba vietas tiek aktīvi radītas, bezdarbnieku skaits aizvien samazinās, eiro zonas algu kāpums turpina būt lēns. Un lēns algu kāpums, savukārt, nozīmē lēnu cenu pieaugumu. Lai arī eiro zonas izaugsme pozitīva jau ir četrus gadu pēc kārtas, inflācijas līmenis joprojām ir zem Eiropas Centrālās bankas (ECB) mērķa līmeņa - tuvu, bet zem 2%.

¹¹⁸ **Elliot Bentley, Martin Burch, Pat Minczeski and Christopher Whittall**, “*What ECB Stimulus Has Done*”, 2018, <http://graphics.wsj.com/> (skatīts 11.05.2018)

Šobrīd inflācijas dinamiku pārsvarā ietekmē ārējie faktori, īpaši pasaules naftas cenu svārstības. Tomēr šī ietekme ir nenoturīga. Pamatinflācija jeb inflācija, kas neietver svārstīgās globālo cenu ietekmes, joprojām – jau kopš krīzes laika – turpina svārstīties ap 1%. Tas savukārt liecina, ka iedzīvotāju labklājība, tajā skaitā algu kāpums, līdz šim nav bijis pietiekami straujš, lai radītu noturīgu spiedienu cenu kāpumam. Lai arī eirozonas inflācija tāpat kā algas vēl neuzrāda noturīgu kāpumu, dažas pazīmes liecina, ka šī situācija varētu drīz mainīties. Lielā daļā eirozonas valstu, īpaši Vācijā, jau gaidāms, ka algu kāpumu radīs aizvien pieaugošais darbaspēka trūkums, tādējādi arī veidosies spiediens uz inflāciju. Protams, ka eiro zonas valstīs, kur izaugsmes tempi ir mazāki un situācija darba tirgū nav tik labvēlīga, piemēram, Itālijā, šis spiediens algu kāpumam varētu būt mērenāks un nākt vēlāk. Tas savukārt nozīmē, ka kopumā eiro zonā šī izaugsme būs mērena un nostiprināsies ilgākā laika posmā. ECB prognozē, ka inflācija eirozonā 2018.gada vidū gadu sasniegs aptuveni 1,5%.¹¹⁹

ECB APP 2018. turpinās un to cik efektīvas ir bijušas ECB aktīvu iegādes, palīdzot ECB sasniegt noteikto mērķi vidējā termiņā, ir ļoti sarežģīti pateikt, jo APP ir sarežģīta mijiedarbība ar citiem monetārās politikas instrumentiem, kā arī komunikācija par pirkšanas programmu, ar kuras palīdzību tika norādīts uz nodomu sākt pirkt obligācijas un vēlāk atkārtoti kalibrēt obligāciju iepirkšanas programmas lielumu un ilgumu. Tāpēc, izvērtējot APP ietekmi, ir jāņem vērā arī citi politikas instrumenti, kas izmantoti kopš 2014. gada vidus, jo instrumenti bija izstrādāti tā, lai tie būtu savstarpēji papildinoši un savstarpēji pastiprinoši. Pirmkārt, negatīvā procentu likmju politika ir atbalstījusi APP portfeļa līdzsvarošanas kanālu, mudinot bankas aizdot naudas līdzekļus ekonomikai, nevis uzkrāt likviditāti. Otrkārt, APP ir atbalstījis perspektīvās norādes. Parasti aktīvu pirkumi tiek uzskatīti par spēcīgu signālu, ka procentu likmju rādītāji ilgāku laiku saglabāsies zemi. ECB šo ietekmi pastiprināja instrumentu sekvencēšana, ar kuru ir norādīts, ka procentu likmes, visticamāk, saglabāsies pašreizējā līmenī.¹²⁰

Pašlaik APP portfeļa pašreizējais un paredzamais lielums, kas ir palielinājies dažādos pārvērtēšanas pasākumos, un paredzams, ka tas tiks saglabāts uz ilgāku laiku pēc neto aktīvu iegādes beigām – joprojām samazina spiedienu uz euro zonas ilgtermiņa ienesīgumu. Jo ilgāks ir paredzamais atkārtotā ieguldījuma periods, jo spēcīgāka ietekme uz peļņu. Ja viens veic kārtējos aptaujus par tirgus dalībnieku viedokļiem par laiku, kad ECB ir paredzējusi pārņemt savus APP

¹¹⁹ Pieejams <https://www.bloomberg.com/>, (skatīts 11.05.2018)

¹²⁰ **Peter Praet**, “*Assessment of quantitative easing and challenges of policy normalisation*”, speech, Frankfurt am Main, 2018, <https://www.ecb.europa.eu/> (skatīts 12.05.2018)

vērtspapīrus, un pieņem, ka divu gadu perioda modālā prognoze, viens secina, ka lejupvērsta spiediens, ko APP aktīvu turējumi – pašreizējais un paredzamais – ietekmē ilgāka termiņa procentu likmes, ir 100 bāzes punktu secībā. Ilgtermiņa aktīvu iegādes ietekme uz tirgus ienesīgumu galvenokārt izskaidrojama ar to, ka tā kā vērtspapīri, ko ECB tur portfelī, tuvojas termiņam un noilgst pakāpeniski un kopējam noilguma apjomam, kas ir portfelī, ir tendence pazust. Un rezultātā šis pakāpeniskais noilguma zudums samazina lejupvērsto spiedienu uz ienesīgumu.¹²¹

APP arī ir atbalstījis aizdevumu izsniegšanu klientiem ar labākiem noteikumiem un nosacījumiem. Bankas pašas, lūdzot novērtēt ECB pasākumu ietekmi uz uzņēmējdarbību, ir ziņojušas, ka APP ir pozitīvi ietekmējis banku tirgus finansēšanas nosacījumus. Ņemot vērā visus monetārās politikas pasākumus, kas veikti laikposmā no 2014. gada vidus līdz 2017. gada oktobrim, kopējā ietekme uz euro zonas izaugsmi un inflāciju abos gadījumos ir aptuveni 1,9 procentu punkti kumulatīvajos termiņos laikposmam no 2016. gada līdz 2020. gadam.

Kopumā analizējot pieejamos pierādījumus, var secināt, ka APP kopā ar citiem nestandarta monetārās politikas pasākumiem ir bijusi efektīva un droši vien arī izšķirīga, lai novērstu nelabvēlīgus makroekonomiskos rezultātus. APP noteikti ir veicinājusi ekonomikas atveseļošanas spēcīgā un plašā mērogā. Un ļoti iespējams, ka tas ir novērsis 2014. gada inflācijas spiedienu. ECB APP mērķis inflācijas ziņā vēl nav sasniegts, taču ir gūti būtiski panākumi virzībā uz stabilu un noturīgu inflācijas līmeni 2% apmērā.

¹²¹ **Peter Praet**, “*Assessment of quantitative easing and challenges of policy normalisation*”, speech, Frankfurt am Main, 2018, <https://www.ecb.europa.eu/> (skatīts 12.05.2018)

Secinājumi

Izstrādājot bakalaura darbu autore nonāca pie šādiem secinājumiem:

- 1) Centrālā banka var īstenot divu veidu monetāro politiku – stimulējošu (lētās naudas), lai veicinātu ekonomiku tās lejupslīdes fāzē vai ierobežojošu (dārgas naudas) ekonomikas pārkaršanas laikā.
- 2) Monetārās politikas instrumentus iedala tradicionālajos instrumentos, pie kuriem pieder pastāvīgās iespējas, obligātās rezervju prasības, atklātās tirgus operācijas un netradicionālajos pie kuriem pieder, negatīvās procentu likmes, kvantitatīvā mīkstināšana, perspektīvas norādes, kredītu un kvalitatīvā mīkstināšana.
- 3) Kad standarta monetārās politikas instrumenti vairs nav efektīvi un neveicina ekonomisko izaugsmi, centrālās bankas sāk pielietot netradicionālos monetārās politikas instrumentus, tajā skaitā kvantitatīvo mīkstināšanu.
- 4) Kvantitatīvo mīkstināšanu savā praksē pirms ECB ir izmantojušas trīs centrālās bankas – Federālo Rezervju sistēma, Japānas banka un Anglijas banka.
- 5) Kvantitatīvā mīkstināšanas programmas ASV kopumā radīja ekonomiskās aktivitātes palielināšanos par 3% un privātajā sektorā pievienoja gandrīz 2 miljonus jaunu darbavietu.
- 6) Kvantitatīvās mīkstināšanas programma Japānā nav līdz galam spējusi atveseļot Japānas ekonomiku, jo kvantitatīvā mīkstināšana nerisina pastāvošās strukturālās problēmas, ar kurām saskaras Japānas ekonomika.
- 7) Kvantitatīvajai mīkstināšanai Lielbritānijā ir bijusi pozitīva ietekme - aktīvu iegāde ir pazeminājusi ienesīgumu un ilgāka termiņa procentu likmes, rezultātā pozitīvi ietekmējot Apvienotās Karalistes ekonomiku.
- 8) Kvantitatīvajai mīkstināšanai pastāv ne tikai pozitīvi, bet arī negatīvi blakusefekti – tā laika gaitā var radīt augstu inflāciju, kas ir viena no ietekmēm, ja ekonomikā tiek iepludināta likviditāte.
- 9) ECB ieviesa kvantitatīvo mīkstināšanu 2015.gadā, tādā veidā reaģējot uz ieilgušo zemās izaugsmes periodu, kas radīja riskus cenu stabilitātei Eirozonā.
- 10) ECB kvantitatīvo mīkstināšanas programmā jeb paplašinātajā aktīvu pirkšanas programmā (PAPP) tiek iekļautas arī ar aktīviem nodrošinātu vērtspapīru iegādes programma (ABSPP) un segto obligāciju iegādes programma (CBPP3), pielietojot šīs

programmas kopā, tās viena otru papildina un tādā veidā programma ir efektīvāk iedarbojas uz ekonomiku.

- 11) ECB laika posmā no 2014.gada līdz 2018.gada maijam kvantitatīvās mīkstināšanas programmas ietvaros, kopumā ir iepirkusi vērtspapīrus 2.5 triljonu eiro vērtībā.
- 12) Kvantitatīvās mīkstināšanas programma ir ietekmējusi eiro vērtības samazināšanos, jo tā iepludināja lielu daļu likviditātes eiro tirgū un tādējādi tas pazemināja eiro kursu.
- 13) ECB kvantitatīvā mīkstināšana pozitīvi ietekmēja naudas un kredītu atlikuma dinamiku un, nodrošinot zemas procentu likmes un ilgstoši labvēlīgus finansēšanas nosacījumus, noteica gan mājsaimniecību patēriņa, gan uzņēmumu investīciju pieaugumu.
- 14) To cik efektīva ir bijusi viena kvantitatīvā mīkstināšana Eirozonā, ir ļoti sarežģīti pateikt, jo kvantitatīvajai mīkstināšanai ir bijusi sarežģīta mijiedarbība ar citiem monetārās politikas instrumentiem.
- 15) Kvantitatīvā mīkstināšana kopā ar citiem nestandarta monetārās politikas pasākumiem ir bijusi efektīva, lai novērstu nelabvēlīgus makroekonomiskos rezultātus un tā ir veicinājusi ekonomikas atveseļošanos Eirozonā.
- 16) Ņemot vērā visus monetārās politikas pasākumus, kas veikti laikposmā no 2014. gada vidus līdz 2017. gada oktobrim, kopējā ietekme uz Eirozonas izaugsmi un inflāciju abos gadījumos ir aptuveni 1,9 procentu punkti kumulatīvajos termiņos.
- 17) ECB galvenais mērķis inflācija tuvu, bet zem 2% pagaidām vēl nav sasniegts, taču pateicoties netradicionālajai monetārajai politikai, ir gūti būtiski panākumi virzībā uz stabilu un noturīgu inflācijas līmeni.

Balstoties uz bakalaura darbā veikto izpēti un izdarītajiem secinājumiem, autore izvirza šādus priekšlikumus Eiropas Centrālajai bankai:

- 1) ECB būtu ieteicams turpināt kvantitatīvās mīkstināšanas programmu, ekonomikas izaugsme Eirozonā, kas notika pateicoties kvantitatīvajai mīkstināšanai, pagaidām vēl nav pārvērtusies inflācijas spiedienā, kas ir galvenais ECB mērķis.
- 2) Lai veicinātu inflācijas pieaugumu, ECB būtu nepieciešams kā vienu no saviem mērķiem izvirzīt nodarbinātības uzlabošanu Eirozonas valstīs, kur pastāv vislielākais bezdarbs, jo augsta nodarbinātība veicina algu pieaugumu, tādā veidā, ka darba devējiem nāksies paaugstināt algas, lai spētu piesaistīt kompetentu darbaspēku. Darba algu pieaugums veicinās ECB inflācijas mērķa līmeņa sasniegšanu.

Izmantotās literatūras saraksts

1. **Svetlana Saksonova** “*Nauda, kredīts, inflācija, monetārā politika*”, Rīga, 2010
2. **Almekinders, G.**, „*The Political Economy of Central Bank Intervention*”, Public Choice, 1996. 119.lpp
3. **Aigars Plotkāns**, “*Cita ekonomika*”, Rīga, 2010, 56.lpp
4. **Eiropas Centrālā Banka** “*Cenu stabilitāte. Kāpēc tā ir svarīga?*”, Frankfurt am Main, 2007, 24.lpp
5. Price Stability in Monetary Policy: Definition & Overview, Chapter 3, Lesson 57, <https://study.com/>, (skatīts 21.04.2018)
6. **Oļevskis G.**, “*Starptautiskā ekonomika*”, J.Rozes apgāds, 2000, 167.lpp
7. “*Fiksēta valūtas kursa režīma priekšrocības vispārējā līdzsvara stāvokļa apstākļos*”, Latvijas Banka, <http://www.bank.lv/>, (skatīts 08.05.2018)
8. **Anete Kravinska**, “*Kas nosaka valūtas kursu? Ko iegūstam un zaudējam no eiro kursa izmaiņām?*”, <https://www.makroekonomika.lv/>, 2016, (skatīts 10.05.2018)
9. **Rupeika-Apoga R.**, “*Valūtas tirgus un valūtas darījumi*”, Rīga, 2003, 32. lpp.
10. **Mark Gertler and Peter Karadi**, “*A Framework for Analyzing Large Scale Asset Purchases as a Monetary Policy Tool*”, NYU and ECB, 2012, 11.lpp
11. **Liedskalniņa J.**, „*Makroekonomika*”, Rīga, 1999, 175. lpp.
12. **Gods U.**, “*Makroekonomika*”, Rīga, 2004, 357.lpp
13. **Kimberly Amadeo**, “*Money Supply: Definition, Quantity, Impact*”, 2018, <https://www.thebalance.com/>, (skatīts 01.05.2018)
14. **С.Н.Ивашковский** “*Макроэкономика*”, 2002, Москва, 181.lpp
15. Instruments of Monetary Policy and its Objectives, <http://www.businessstudynotes.com/> (skatīts 30.04.2018)
16. **Peter Bofinger**, “*Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*”, Oxford, 2001, 24.lpp
17. Non-Conventional Monetary Policies, <http://www.sr-sv.com/> (skatīts 27.04.2018)
18. **Ieva Upleja**, “*Negatīva procentu likme?*”, FKTK klientu skola, 2015, (skatīts 28.04.2018)
19. **Blinder A.**, “*Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies*”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2010, 378.lpp

20. **Benford J., Berry S., Nikolov K., Young C.**, “Quantitative easing. UK”, Bank of England, 2009 (skatīts 30.04.2018)
21. **Bill Hester**, “*Perspectives on "Non-Traditional" Monetary Policy*”, CFA, 2010, <https://www.hussmanfunds.com/> (skatīts 25.04.2018)
22. **Ben S. Bernike**, “*Monetary Policy since the Onset of the Crisis*”, speech 31.08.2012, <http://www.federalreserve.gov/> (skatīts 02.05.2018)
23. The Three Phases of QE in United States, pieejams <http://macroeconomicanalysis.com/> (skatīts 02.05.2018)
24. **Brett W. Fawley and Christopher J. Neely**, “*Four Stories of Quantitative Easing*”, The Federal Reserve Bank of St. Louis, 2013, 10.lpp
25. **Kimberly Amadeo**, “*What is QE3? Pros and Cons*”, pieejams <https://www.thebalance.com/> (skatīts 04.05.2018)
26. Quantitative Easing In Focus: The U.S. Experience, <https://www.forbes.com/> (skatīts 07.05.2018)
27. The Biggest Economic Threat In 2018: Quantitative Tightening, <https://www.forbes.com/> (skatīts 07.05.2018)
28. Bank of England (BOE), <https://www.investopedia.com/> , (skatīts 07.05.2018)
29. **Columbia University in the City of New York**, “*Comparative Study of Central Bank Quantitative Easing Programs*”, New York, 2016, 61.lpp
30. **Bill Winters**, “*Review of the Bank of England’s Framework for providing liquidity to The banking system*”, 2012, <https://www.bankofengland.co.uk/> , (skatīts 08.05.2018)
31. **Andrew G Haldane, Matt Roberts-Sklar, Tomasz Wieladek, Chris Young**, “*QE: the story so far*”, Bank of England, 2016, 10.lpp
32. **Joyce, Michael, David Miles, Andrew Scott, and Dimitri Vayanos**, “*Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – An Introduction.*” The Economic Journal Vol. 122, 2012, 564.lpp
33. **Lam Raphael.W.**, “*Bank of Japan’s Monetary Easing Measures: Are They Powerful and Comprehensive.*”, International Monetary Fund, 2011, 5.lpp
34. **Arslanlp Serkan and Dennis Botman**, “*Portfolio Rebalancing in Japan: Constraints and Implications for Quantitative Easing*”, International Monetary Fund, 2015, 4.lpp
35. **Botman, Danninger and Schiff**, “*Can Abeonomics Succeed? Overcoming the Legacy of Japan’s Lost Decades.*”, International Monetary Fund, Washington DC, 2015, 58.lpp

36. **Monetary Affairs Department**, “*Quantitative and Qualitative Monetary Easing: Assessment of Its Effects in the Two Years Since Its Introduction*,” Bank of Japan, 2015, 3.lpp
37. Eiropas Komisijas oficiālā mājaslapa, <https://ec.europa.eu/> , (skatīts 09.05.2018)
38. **Egils Kaužēns**, “*Kopējā monetārā politika - aktualitātes un ietekme uz Latviju*”, 2014, <https://www.makroekonomika.lv/> , (skatīts 12.05.2018)
39. Eiropas Centrālā bankas 2008.gada pārskats, <https://www.ecb.europa.eu/> , (skatīts 09.05.2018)
40. Eiropas Centrālās banka 2014.gada pārskats, <https://www.ecb.europa.eu/> , (skatīts 09.05.2018)
41. Press Release by European Central Bank, 2010.gada maijs, <https://www.ecb.europa.eu/> , (skatīts 09.05.2018)
42. **Rodriguez, Carlos, and Carlos A. Carrasco**, “*ECB Policy Responses between 2007 and 2014: a chronological analysis and a money quantity assessment of their effects*”, FESSUD Working Paper Series No. 65, 2014. 13.lpp
43. **Wyplosz, Charles**, “*Is the ECB doing QE?*”, VOX, 2014
44. Press Release by European Central Bank, 2015.gada 22. janvāris, <https://www.ecb.europa.eu/> , (skatīts 09.05.2018)
45. **Claeys G., Leandro A., Mandra A.** “*European Central Bank Quantitative Easing : The Detailed Manual*”, Bruegel, 2015, 4.lpp
46. **Wei Min**, “*The European Central Bank's Quantitative Easing: Effects and Impacts*”, CIIS, 2016
47. **LL Albu, R Lupu, AC Călin, OC Popovici**, “*The Effect of ECB's Quantitative Easing on Credit Default Swap Instruments in Central and Eastern Europe*”, Elsevier, 2014, 21.lpp
48. **Florian Urbchat, Sebastian Watzka**, “Quantitative Easing in the Euro Area - An Event Study Approach **Elliot Bentley, Martin Burch, Pat Minczeski and Christopher Whittall**, “*What ECB Stimulus Has Done*”, 2018, <http://graphics.wsj.com/> (skatīts 10.05.2018)”, CES Working Paper No. 6709, 2017, 32.lpp
49. **Elliot Bentley, Martin Burch, Pat Minczeski and Christopher Whittall**, “*What ECB Stimulus Has Done*”, 2018, <http://graphics.wsj.com/> (skatīts 10.05.2018)
50. **Peter Praet**, “*Assessment of quantitative easing and challenges of policy normalisation*”, speech, Frankfurt am Main, 2018, <https://www.ecb.europa.eu/> (skatīts 12.05.2018)

51. Eiropas Centrālās bankas oficiālā mājas lapa www.ecb.europa.eu (skatīts 20.04.2018)
52. Uzziņu portāls “Naudas skola” mājas lapa <https://www.naudasskola.lv/> (skatīts 24.04.2018)
53. Uzziņu portāla “The Balance” mājas lapa <https://www.thebalance.com/>
54. ASV Federālo Rezervju sistēmas oficiālā mājaslapa <https://www.federalreserve.gov/> (skatīts 02.05.2018)
55. Uzziņu portāla “Trading Economics” mājas lapa <https://tradingeconomics.com> (skatīts 05.05.2018)
56. Anglijas Bankas oficiālā mājaslapa, <https://www.bankofengland.co.uk/> , (skatīts 08.05.2018)
57. Japānas bankas oficiālā mājaslapa, <https://www.boj.or.jp/> , (skatīts 08.05.2018)
58. Uzziņu portāla “CNBC” oficiālā mājaslapa, <https://www.cnbc.com/>, (skatīts 08.05.2018)
59. Uzziņu portāla “Seeking Alpha” mājas lapa <https://seekingalpha.com/> , (skatīts 12.05.2018)
60. Uzziņu portāla “Financial Times” mājas lapa, <https://www.ft.com/> , (skatīts 10.05.2018)
61. Latvijas Bankas oficiālā mājaslapa <https://www.bank.lv/> (skatīts 24.04.2018)