

ЛЕКО ПРИЗЕМЯВАНЕ (SOFT LANDING) В ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА НА САЩ И ЕВРОЗОНАТА

Аника Петкова¹
e-mail: anika_petkova@unwe.bg

Резюме

В изследването се разглежда прилагането на „леко приземяване“ (soft landing) в паричните политики на САЩ и еврозоната, по-специално прехода от рестриктивна към експанзивна парична политика поради достигането на темп на инфлация, близък до таргетния от два процента. Целта на „леката“ политическа мярка е да бъде предотвратена потенциална бъдеща рецесия чрез ограничаване ускореното нарастване на нивото на безработица и спада в реалния темп на икономически растеж в изследваните икономики.

Ключови думи: леко приземяване, парична политика, инфлация, рецесия, безработица

JEL: E44, E42, E58, E52

Увод

Началото на XXI век се съпътства от поредица от неблагоприятни събития, голяма част от тях определяни като външни шокове за икономиките – финансови кризи, пандемия и значително покачване на темпа на инфлация. Тези промени чертаят количествени и качествени изменения в провеждането на парична политика в глобален мащаб.

Икономическата и финансова криза, възникнала в САЩ пред 2007 г. и последвалата криза на държавния дълг в еврозоната преустановяват икономическия подъем в предходните години и бележат дълъг период на сравнително ниско производство и нестабилност на темпа на инфлацията. Появата на пандемията от Covid-19 предизвиква напрежение във финансовата система и пазара на труда, което допълнително редуцира глобалната икономическа активност. Последствията от пандемията и наличието на геополитическите неблагоприятни събития допълнително подсилват ценовата нестабилност и това принуждава централните банки да прибегват до нетрадиционни инструменти, които целят да стабилизират икономиките на страните. Неконвенционалната парична политика на ФЕД, ЕЦБ и повечето

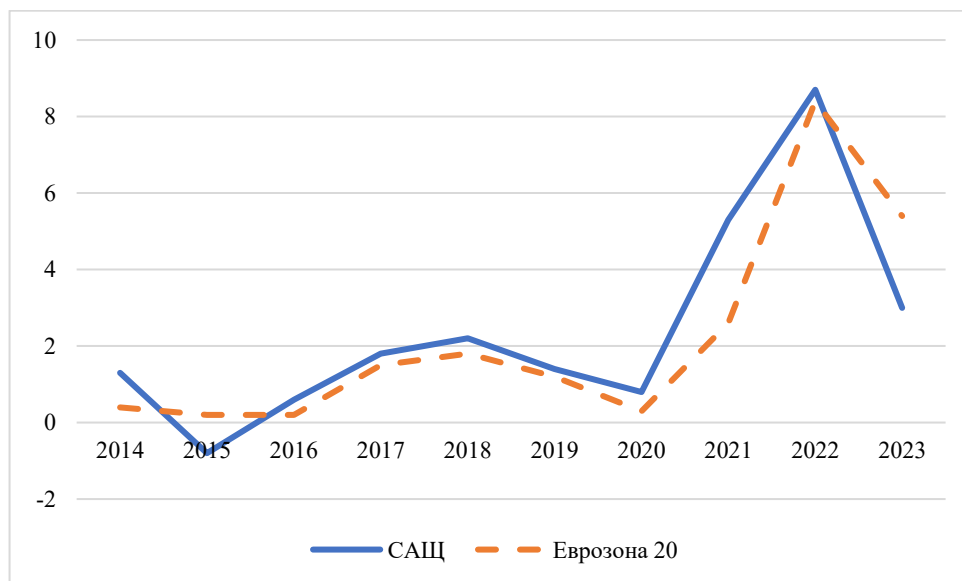
¹ Главен асистент, доктор, катедра „Икономикс“, Общоекономически факултет, УНСС, ORCID: 0009-0006-8366-3505

централни банки цели предимно стимулиране на макроикономическата активност чрез намаляване на лихвения процент, използването на програма за покупка на активи, политика на бъдещи насоки и други нетрадиционни инструменти. Във връзка с това, силно експанзивната парична политика след 2014 г. е насочена към покачване на вътрешните инвестиции, потреблението на домакинствата, което от своя страна да доведе до ръст на реалния икономически растеж и заетостта. В периода преди пандемията номиналните лихвени нива достигат исторически най-ниски стойности, като в някои случаи се движат в отрицателна траектория. В периода след 2020 г. инфлацията в САЩ и Еврозоната започва постепенно да се покачва, като се наблюдават стойности далеч от поставения таргет от 2%. За формирането на подобна неблагоприятна динамика на макроикономическия индикатор способстват множество вътрешни и външни фактори, като преимущество имат шоковете на предлагането, реализирани чрез покачването на цените на енергийните ресурси и натрупването на геополитическо напрежение. С цел избягването на негативни ефекти от инфлационните процеси, които са придружени и с осезаем ръст на темпа на безработица, ФЕД и ЕЦБ решават да приложат рестриктивна политика, която се изразява в рязко покачване на основните лихвени проценти. Охлаждането на икономическата активност довежда до спад на темпа на инфлация, което дава основание централните банки да приложат т. нар. „леко приземяване“, придружено с незначително понижение на лихвените проценти, което да смекчи негативните ефекти върху бизнеса, домакинствата и пазара на труда.

Трансформации на паричната политика в САЩ и Еврозоната

През последното десетилетие се наблюдават значителни промени в паричните политики на САЩ и еврозоната, предизвикани от множество вътрешни и външни фактори, застрашаващи благоприятното развитие на икономическата активност. Подобно твърдение може да се обясни с факта, че „икономическата активност има цикличен характер, което означава, че период на растеж предшества период на свиване, който след това е последван от друг период на растеж и т.н.“ (Szczepański, 2015).

След 2014 г. в САЩ и еврозоната се наблюдават ниски стойности на инфлацията, които застрашават икономиките от навлизането в дефлационна спирала. Данните за индикатора са представени на фигура 1. През 2014 г. темпът на инфлация в САЩ е 1,3%, докато този на Еврозона 20 е 0,4%. През 2015 г. инфлацията в САЩ достига отрицателна стойност от 0,8%, докато в Еврозона 20 през 2015 г. и 2016 г. той поддържа темп от 0,2%. Стойностите се запазват ниски до 2018 г. Сред причините за ниските темпове на показателя е спада на цените на източниците на енергия, както и спад в търсенето.



Източник: Евростат, данни към 15.10.2024 г.

Фигура 1: Темп на инфлация в САЩ и Евророна 20 за периода 2014 – 2023 г.

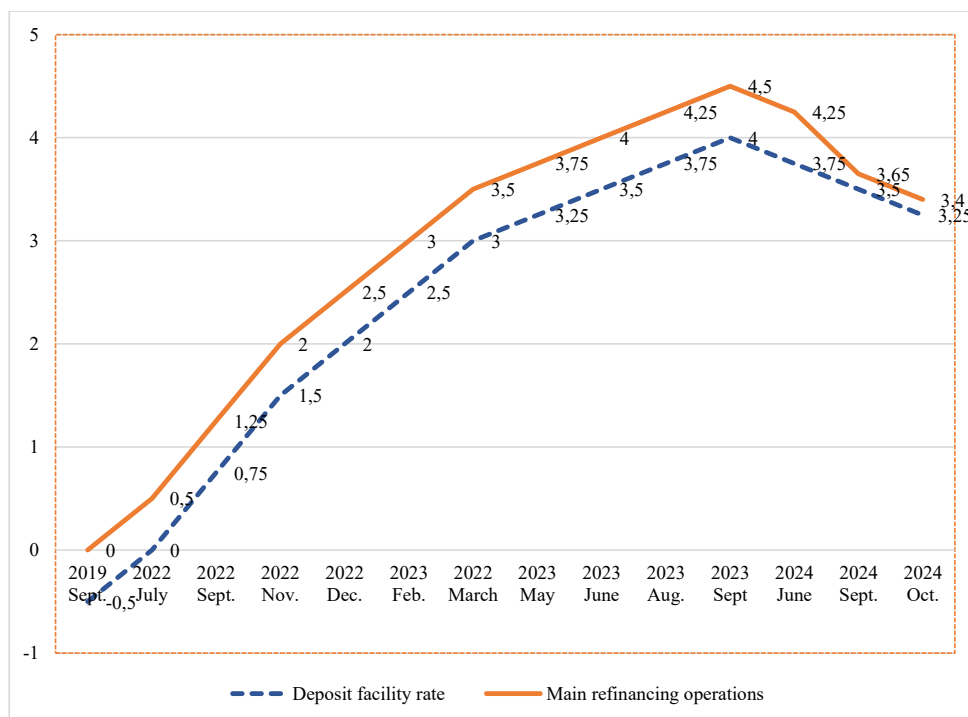
Поддържането на инфлационно равнище под таргета от 2% засяга предимно по-неразвитите и уязвими в икономически план държави, които се съпътстват с високо ниво на дълга, по-високи темпове на безработица и проблеми с конкурентоспособността.

С цел възстановяване на икономическата активност посредством стимулиране на инвестиционната активност и потребителското търсене, ФЕД и ЕЦБ решават да предприемат неконвенционални мерки в своите парични политики, а именно чрез драстично намаление на основни лихвени проценти и внедряването на т. нар. разширена програма за покупка на активи. През 2015 г. Управителният съвет на ЕЦБ обявява разширена програма за покупка на активи, която е насочена към изпълнение на мандата на ЕЦБ за ценова стабилност. Тук се включва закупуване от страна на ЕЦБ на държавни облигации с цел да се противопостави на риска от прекалено продължителен период на ниска инфлация, както и да се предоставят парични стимули за икономиката в условия, при които основните лихвени проценти на ЕЦБ са на долната си граница. Програмите за разширена покупка на активи продължават над предвидения период поради факта, че не се оправдават очаквания за ръст на съвкупното търсене предвид появата на външни за икономиките фактори. От началото на пандемията ФЕД и ЕЦБ закупуват ценни книжа на стойност трилиони чрез програми за количествено облекча-

ване, което води до безпрецедентно разширяване на техните баланси. Тези програми са насочени към справяне с нефункционалността на пазара и повишаване доверието на бизнеса и домакинствата. Използването на подобни неконвенционални инструменти на паричната политика е повратен момент в политиките на централните банки и е придружено от положителни и отрицателни ефекти. Програмите за покупка на активи се оценяват като сравнително успешни по време на тежки финансови затруднения. В допълнение по отношение на ползите, по време на глобалната финансова криза и кризата с COVID-19 масовите покупки на активи на развитите държави допринасят за смекчаване на евентуалните неблагоприятни взаимодействия между финансовите пазари и реалната икономика, реализирани чрез трансмисионния механизъм, като осигуряват ликвидност и редуцират дългосрочната доходност. Недостатък на покачването на ликвидността посредством този инструмент е възникването на зомби компании, които функционират, въпреки, че не генерират достатъчно приходи, които да покриват разходите и дълговете им. Следователно, тези компании в повечето случаи не реализират инвестиции и не допринасят за покачване на съвкупното търсене и реалния БВП. „Банките се възползват от увеличеното предлагане на заеми, като това предлагане е насочено най-вече към нископродуктивни фирми с вече съществуващи кредитни отношения със същите банки, в резултат на което положително въздействие върху реалната икономика като ръст на инвестициите и заетостта не се наблюдава“ (Acharya, Eufinger, 2012, p. 3). В допълнение, широкомащабните покупки на активи от централните банки са склонни да облагодетелстват непропорционално богатите домакинства, като по този начин изострят неравенството в богатството.

Провеждането на неконвенционална парична политика в САЩ и еврозоната не води до очакваните задоволителни резултати, насочени към стимулиране на инвестиционната активност и потреблението на домакинствата предимно поради наличието на екзогенни фактори, които влияят негативно върху доверието на инвеститорите. Покачването на темповете на инфлация след 2020 г. води до решение на централните банки да преминат към внедряването на агресивна рестриктивна парична политика, което се изразява в чувствително и ускорено покачване на основните лихвени проценти. През 2021 г. темпът на инфлация в САЩ достига 5,3%, докато в еврозоната показателят за същия период е 2,6%. През 2022 г. стойностите са респективно 8,7% в САЩ и 8,4% за еврозоната, което осезаемо надвишава таргета от 2%. „Тъй като инфлацията достига изключително високи стойности и ценовият натиск се разширява поради шокове на предлагането, свързани с пандемията от COVID-19 и войната между Русия в Украйна, централните банки се изправят пред няколко предизвикателства: диагностициране на ос-

новните причини за ръст на темпа инфлация, прогнозиране на нейния ход и рисковете, свързани с нея, като съответно това налага промени в паричните политики“ (Baba, Duval, 2023, p. 2).



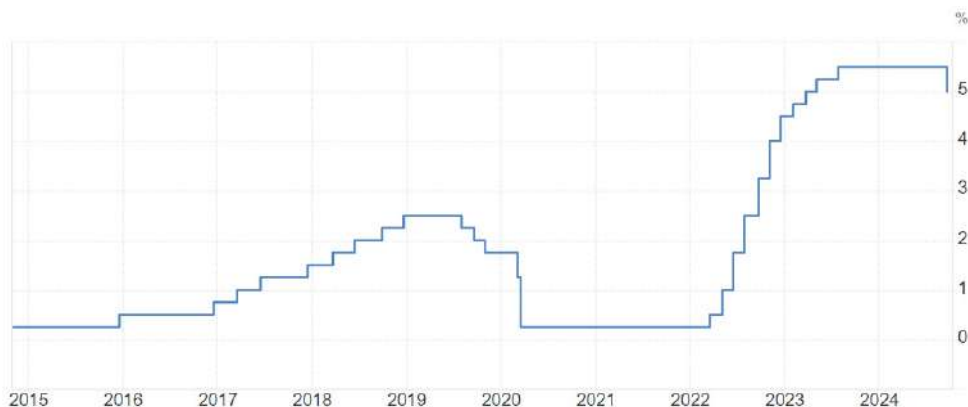
Източник: Евростат, данни към 15.10.2024 г.

Фигура 2: Динамика на основни лихвени проценти на ЕЦБ, (септември, 2019 г. – октомври, 2024 г.)

В контекста на провежданата рестриктивната парична политика централните банки предприемат действия към повишаване на основите лихвени проценти. По-конкретно, банковите лихвени проценти повлияват на инвестициите, потреблението, решения за спестяване, разходи за обслужване на дълга и приходи от спестявания, както и върху стойността на активите, като гореспоменатите индикатори имат пряко отражение върху реалните икономически резултати, ефективността на трансмисионния канал и паричната политика (Beyer, Chen, 2024, p. 5).

На фигура 2 и фигура 3 е изобразена динамиката на ключови лихвени проценти на ЕЦБ и ФЕД. През 2019 г. лихвеният процент по депозитно улеснение на ЕЦБ е отрицателно в размер на 0,5%, а процентът на основните операции по рефинансиране е 0%. Тези стойности се запазват до

септември, 2022 г., когато при покачването на равнището на цените ЕЦБ повишава постепенно базовите лихвени проценти до респективно 0,75% и 1,25%. Сходна динамика се наблюдава и при лихвения процент по федерални фондове на САЩ, където през октомври 2022 г. нивото му достига 3,25%. Максимални стойности индикаторът бележи през юли 2023 г., когато лихвеният процент по федералните фондове достига 5,5% и поддържа тази висока стойност до септември 2024 г.



Източник: Board of Governors of the Federal Reserve System (данни към 15.10.2024 г.).

Фигура 3: Динамика на лихвения процент по федерални фондове на САЩ (2015 – 2024 г.)

Впоследствие, ЕЦБ и ФЕД предприемат нови промени в паричните си политики, свързани с т. нар. леко приземяване (soft landing).

Лекото приземяване (soft landing) като инструмент за редукция на негативни последици от рецесия в САЩ и еврозоната

Високите лихвени проценти в еврозоната и САЩ, като част от рестриктивната парична политика, успяват да достигнат своята цел, а именно да приблизят темпа на инфлация близо до таргета от 2%. Това дава основание на централните банки да предприемат стъпки към плавно понижаване на основните лихвени проценти, като основната идея е да бъдат смекчени негативните последици от спада на икономическата активност, придружен с осезаемо покачване на нормата на безработица.

Лекото приземяване в паричната политика е сложен за изследване проблем, тъй като от една страна не съществува точна дефиниция за понятието,

а от друга страна, може да включва множество мерки на паричните власти, които да засягат различни индикатори.

През 2023 г. финансовите пазари очакват внедряването на леко приземяване и предстоящи по-ниски лихвени нива. В отговор на техните очаквания през юни 2024 г. в еврозоната и през септември 2024 г. в САЩ се понижават основните лихвени проценти, респективно до 3,75% по отношение на лихвения процент по депозитно улеснение в ЕЦБ и основния процент на операциите по рефинансиране до 4,25, докато лихвеният процент по федерални фондове достига 5%. Въпреки предприетите мерки „перспективите за инфлацията остават силно несигурни предвид постепенния спад на икономическата активност, динамиката на цените на финансовите пазари, наличието на инфлационни шокове при храните и цените на енергийните източници“ (IMF, 2023).

Леките приземявания са рядкост и често са по-лесни за изпълнение на теория, отколкото на практика (Booker, Wessel, 2023). Подобни инструменти в паричната политика са трудни за изпълнение, защото изискват внимателно балансиране между две сили, които действат в противоположни посоки: забавяне на икономиката достатъчно да доведе до достигане на таргета на инфлацията без да предизвика рецесия. Този баланс се постига по-лесно при благоприятни макроикономически условия, което следователно е трудно постижимо при наличието на външни шокове на предлагането.

Според експерти на ЕЦБ „почти всички леки приземявания са свързани с шокове в търсенето, което предполага, че шоковете в предлагането са по-трудни за навигиране и се характеризират с по-дълги периоди на задържане в рамките на около девет и повече месеца“ (Ivanova, McGregor, 2024). Леки-те приземявания според тях се внедряват, когато темпът на инфлацията не отчита високи стойности. Точно поради тази причина ФЕД и ЕЦБ използват този инструмент в период, когато стойностите на индикатора са близки до таргета. Други основания за подобна мярка са ръст на темпа на безработица и поддържането на стабилни инфлационни очаквания. Твърдите приземявания (hard lending), от друга страна, често се асоциират с наличието на финансова криза, продължително забавяне на кредитирането на фирми и домакинства и висока безработица, дори когато лихвите се намаляват агресивно. По отношение на бъдещите намерения на ЕЦБ за динамиката на ключовите лихвени проценти става ясно, че времето и мащабът на евентуални последващи редукции остават неясни и ЕЦБ следва да коригира своите лихвени проценти въз основа на входящи данни и последователен подход без да се обвързва с конкретен курс (Rakic, Sabol, 2024).

Заклучение

Целта на облекченото кредитиране е да намали лихвените проценти, за да облекчи домакинствата и фирмите, като направи по-изгодно вземането на заеми, с което да се увеличават свободните средства за бизнеса и потребителите. Прилагането на тази мярка посредством използването на експанзивна парична политика е сериозно предизвикателство за ФЕД и еврозоната, тъй като по-ниските лихвени проценти не биха могли да постигнат желаното увеличение на разходите и инвестициите, които са необходими за икономически растеж и по-ниска безработица. Сред основните причини могат да се открият ниското потребителско и бизнес доверие, като основно ограничение на паричната политика. Според Мена „Фед действително отбелязва значителен напредък в укротяването на инфлацията, но меко кацане все още не е гарантирано“ (Мена, 2024). Причината за това твърдение може да се обясни с набор от фактори, които биха могли да повлияят негативно на икономическата активност, например ниво на инфлация и ниво на безработица. Външни фактори като шокове на предлагането, в т.ч. цени на основни енергийни източници и геополитическо напрежение могат допълнително да доведат до стагфляция и съответно до рецесия. Така изброените неблагоприятни влияния изправят ЕЦБ и ФЕД пред сериозното предизвикателство да се справят със сериозни икономически смущения. Поради по-високата степен на несигурност на пазара на труда в еврозоната и САЩ потреблението на домакинствата непрекъснато спада, тъй като потребителите са предпазливи и често предпочитат да купуват по-евтини продукти. Подобна тенденция генерира бъдещ проблем, тъй като потребителските разходи съставляват около 70% от БВП в разглежданите държави. Следователно, ситуацията може допълнително да влоши положителните очаквания по отношение на ефективността на мекото кацане като паричен инструмент.

Друго ограничение на текущите парични политики на ЕЦБ и САЩ е, че те са свързани с определени лагове и това предизвиква допълнителни опасения относно ефективността на тези политики, тъй като междувременно е възможно да настъпят множество нови за икономиките негативни събития.

Прилагането на експанзивна парична политика, насочена към стимулиране на икономическата активност, може да има положителен ефект върху потребителите и фирмите в краткосрочен план, тъй като влияе благоприятно на очакванията относно инфлацията и лихвения процент, но с ясната уговорка, че е слабо вероятно основните лихвените проценти да достигнат изключително ниски нива, наблюдавани след 2014 г. В дългосрочен план ефективността на лекото приземяване и стимулиращата парична политика е силно непредсказуема, главно поради наличието на висока степен на риск,

недоверие в бизнеса и домакинствата и наличието на геополитическо напрежение.

Използвана литература

- Baba, C., Duval, R., Lan, T., Topalova, P. (2023). The 2020 – 2022 Inflation Surge Across Europe: A Phillips-Curve-Based Dissection, IMF Working Papers.
- Beyer, R., Chen, R. (2024). Monetary Policy Pass-Through to Interest Rates: Stylized Facts from 30 European Countries, IMF working paper WP/24/9.
- Booker, S., Wessel, D. (2023). What is a soft landing?, Brookings articles.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2025). Selected Interest Rates (Daily) - H.15, available at: <https://www.federalreserve.gov/releases/h15/>
- IMF. (2023). Global Financial Stability Report – Financial and Climate Policies for a High-Interest-Rate Era, available at: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/10/10/global-financial-stability-report-october-2023>
- McGregor, T. (2024). Delivering a soft landing: a historical perspective of monetary policy cycles, The ECB Blog,, available at: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2024/html/ecb.blog20240925~bec0a9ffbe.en.html>
- Mena, B. (2024). The time has come: The Fed just sent a crucial message about its next move, 2024, available at: <https://edition.cnn.com/2024/08/23/economy/fed-crucial-message-rates/index.html>
- Rakic, D., Sabol, M. (2024). Euro area monetary policy: Quarterly overview, Economic Governance and EMU Scrutiny Unit (EGOV), Directorate-General for Internal Policies.
- Szczepański, M. (2015). Understanding deflation Falling prices and their impact on the economy, EPRS, European Parliamentary Research Service=
- European Central Bank. (2025). Website of European Central bank, available at: www.ecb.europa.eu

SOFT LANDING IN THE MONETARY POLICY OF THE USA AND THE EURO AREA

Chief. Assist. Prof. Anika Petkova, PhD
Department of Economics
University of National and World Economy
e-mail: _anika_petkova@unwe.bg

Abstract

The current research examines the implementation of a “soft landing” in the monetary policies of the United States and the euro area, in particular the transition from contractionary to expansionary monetary policy due to the achievement of an inflation rate close to the target of two percent. The aim of the “soft” policy measure is to prevent a potential future recession by limiting the accelerated increase in the unemployment rate and the decline in the real economic growth rate.

Keywords: soft landing, monetary policy, inflation, recession, unemployment

JEL: E44, E42, E58, E52