

ТАРГЕТИРАНЕ НА ИНФЛАЦИЯТА И ДИНАМИКА НА ЛИХВЕНИТЕ НИВА В ЕВРОЗОНАТА

Аника Петкова¹
e-mail: anika_petkova@unwe.bg

Резюме

Таргетирането на инфлацията е ключов компонент на паричната политика за повечето страни по света, тъй като основна задача на централните банки е преследването на ценова стабилност. Поддържането на определен таргет на темпа на инфлация се оказва нелека задача в условията на множество външни шокове и сравнителното бързо преминаване от неконвенционална към конвенционална парична политика в Еврозоната. Европейската централна банка, също както ФЕД и други централни банки предприемат покачване на основните си лихвени проценти в отговор на динамиката на цените на ресурсите на световните пазари и последвалия ръст в ценовото равнище. В резултат наблюдаваното покачване на инфлацията дава своето отражение върху лихвените нива, което се проектира върху макроикономическата активност, в т.ч. нивото на вътрешните инвестиции, потреблението на домакинствата, реалния БВП и други ключови променливи.

Ключови думи: таргетирана инфлация, парична политика, икономически шок, лихвени нива, реален БВП, ЕЦБ, ФЕД, Еврозона

JEL: E12, E22, E43, F42

Увод

До 2007 г. напредъкът както в теорията, така и в емпиричната работа при изучаването на паричния икономикс подтиква изследователите и политиките да твърдят, че вече съществува добре дефинирана „наука за паричната политика“. Налице е общ консенсус в централните банки относно повечето елементи на стратегията на паричната политика и за дълъг период тя се възприема като изключително успешна. Въпреки позитивните нагласи, след 2007 г. световната икономика достига до рецесия. Според Mishkin (2011, р. 2), „цунамито от финансовата криза от 2007 – 2009 г. не само намалява икономическата активност, предизвиквайки най-сериозното икономическо свиване в световен мащаб от Голямата депресия насам, но също така изглежда снижава значително доверието в способността на централните банкери да

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

управляват успешно икономиката“. Всички тези обстоятелства довеждат до съществени промени в конвенционалната парична политика в световен мащаб и инициират прехода към неконвенционални парични инструменти.

Преходът от неконвенционална към конвенционална парична политика в Еврозоната и необходимостта от поддържане на таргет на темпа на инфлация

Има няколко причини за въвеждането на нетрадиционна парична политика. На първо място, с оглед на последиците от световната икономическа криза, която настъпва в САЩ през 2007 г., икономическият климат в света силно се променя. Причините за разпространението на последиците от тази криза по целия свят са взаимосвързаността на държавите по линия на глобалната търговия и непрекъснатия обмен на стоки, услуги и капитали между държавите. По-конкретно, основната причина за въвеждането на тази политика в световен мащаб са последващите ниски нива на инвестиции и потребление, които са необходими за възобновяване на икономическия растеж.

Друго предизвикателство в периода на неконвенционална парична политика е наличието на дефлация в много страни от ЕС, което от икономическа гледна точка води до неблагоприятни резултати за икономическата активност и също така силно се отклонява от таргетираната инфлация от два процента на повечето централни банки, включително ЕЦБ. Инвестициите поначало се влияят от множество фактори, като един от най-значимите е доверието и нагласите на инвеститорите. Тъй като доверието не успява да се възстанови и инвестиционната активност остава сравнително ниска, ефектите от нетрадиционната парична политика често се считат за силно противоречиви. Политиката на ниски и дори нулеви лихви и програмите за изкупуване на активи не носят желания положителен ефект, но дори подхранват така наречените зомбирани компании (Петкова, 2021, с. 145).

Поради влошаването на икономическата активност, някои централни банки решават да определят отрицателни лихвени проценти, мотивирани от необходимостта да се избегне дефлационно поскъпване на валутата. Тази нестандартна стратегия е ефективна при справяне с някои финансови сътресения: дългосрочната доходност се коригира в съответствие с очакванията за бъдещи краткосрочни лихвени проценти, като по този начин се осигурява желания експанзивен стимул. Според Potter and Smets (2019, p. 2), „въпреки че са открити странични ефекти, като компресиране на лихвените маржове на банките, те не представляват сериозен проблем за банковата стабилност до момента поради фактът, че спадът на маржа се компенсира от други из-

точници на доходи и евентуалното възстановяване на стойностите на банковия портфейл, включително намаляването на необслужваните кредити“.

John Murray (2009) счита, че инструментите на нетрадиционната парична политика са непознати и има голямо объркване какво точно представляват и как работят. Според автора те са до голяма степен неефективни, което прави дефлационната спирала неизбежна. Други се притесняват, че ще бъдат твърде ефективни или ще останат на място твърде дълго, което ще доведе до инфлационна спирала. Така или иначе, нетрадиционните инструменти на паричната политика се считат от мнозина за определено рисков вариант.

След дълъг период на ниски лихвени проценти и ниска инфлация, световната икономика навлиза във фаза, характеризираща се с висока инфлация и високи нива както на публичен, така и на частен дълг. Това означава, че вече има ясен компромис между парична политика, която се опитва да намали съвкупното търсене чрез повишаване на лихвените проценти, и политика, която има за цел да осигури финансова стабилност. Дискусията е въпросът дали предприетата рестриктивна парична политика би се справила с нарастващите темпове на инфлация при положение, че външните шокове имат пряко отношение към покачване на инфлационното равнище.

В тази връзка, понастоящем характерът и честотата на шоковете, които имат пряко отношение към динамиката на инфлационното равнище, са променени. В исторически план шоковете са били предизвикани най-вече от увеличения или намаления на търсенето – с изключение на шоковете на предлагането по време на така наречената стагфлация през 70-те години. Текущо съществуват множество и разнородни шокове: търсене срещу предлагане, специфични рискове срещу системни рискове, преходни срещу постоянни. Трудно е идентифицирането на същинската природа на тези шокове навреме, за да стане възможно да се предприемат адекватни политически мерки. Следователно паричната политика изисква модифициран подход, който да бъде устойчив на внезапни и неочаквани промени в макроикономическия сценарий. Политики, които са ефективни в една макроикономическа среда, могат да имат непредвидени последици, когато условията внезапно се променят. Поради тази причина, централните банки се очаква да се сблъскват със сериозни предизвикателства в бъдеще.

Текущо публичният дълг остава висок, така че всяко увеличение на лихвения процент с цел овладяване на потенциалните заплахи от инфлация прави обслужването на дълга по-скъпо – с незабавни и големи неблагоприятни фискални последици за правителството. В подкрепа на гореспоменатото, кризата с COVID-19 в началото на 2020 г. дава начало на разнообразни фискални, стимулиращи мерки, което впоследствие доказва, че фискалната политика може да бъде значителен двигател на инфлацията по линия на

правителствените разходи и последвалото покачване на потреблението на домакинствата например. В тази връзка, периодът на преследване на политика на ниски лихвени проценти до известна степен игнорира координацията между фискална и парична политика.

След кризата от 2008 г. централните банки свободно определят лихвените проценти и преследват целите си независимо от фискалната политика. Основно предположение в този период е, че проблем са не толкова нарастващите цени, а възможността слабо търсене да доведе до голяма дефлация. COVID-19 пандемията променя обстоятелствата и прави предположенията не особено далновидни, тъй като държавните разходи нарастват значително в повечето развити икономики. В Съединените щати федералното правителство предостави масивна и силно концентрирана подкрепа под формата на стимули, насочени директно към домакинствата. По отношение на европейските държави първоначално се прилагат малко по-скромни програми (до голяма степен фокусирани върху предотвратяване на освобождаването на работници) и върху разходни програми за подпомагане на зеления и цифров преход. Изглежда, че фискалната експанзия е била основният двигател на инфлацията в Съединените щати, но е допринесла и за инфлацията в Европа. Предвид нарастващите разходи, страните биват засегнати от сътресения в доставките и по-конкретно, прекъсвания на веригата за доставки. Това обстоятелство допълнително увеличава инфлационния натиск. Пандемията доказва, че паричната политика не винаги успява да контролира инфлацията самостоятелно. Оттук ясно проличава нарастващото противоречие между решенията на централните банки и правителствата. В нормални времена, когато централната банка прилага конвенционална парична политика, промените в лихвения процент се отразяват на цените и следователно участниците на финансовия пазар ребалансират своето портфолио от активи, като по този начин разпространяват ефектите от стандартната парична политика в цялата икономика. В тази връзка, Ковид пандемията повлиява значително върху участниците на финансовите пазари, като поради несигурност те настояват за определянето на по-високи рискови премии или изобщо избягват от някои пазари поради тези причини, което нарушава нормалното функциониране на пазарите и възпрепятства трансмисионния механизъм на паричната политика. (Fratto, Vannier, 2021, p. 9).

По-високите лихвени проценти, като част от предприетата рестриктивна парична политика целят овладяване на инфлацията, но за правителствата високите лихвени нива означават нарастване на държавния дълг и натрупване на дефицити в държавния бюджет. Не е изключен сценарий за покачване на данъците, в отговор на очакваните промени в нивата на дълга, което предполага предприемането на рестриктивна фискална политика.

Паричната теория в икономикса се състои от различни школи, а не от един унифициран модел. Всяка една от тези школи акцентира върху различни сили, които движат инфлацията и препоръчва различен политически отговор. Различните времена открояват на преден план различни предизвикателства – и всяко изисква свой собствен политически подход. Според Brunnermeier (2023, р. 8), „възобновяването на високите темпове на инфлация изисква поредна промяна в акцента в паричната политика. Рамката, която централните банки следват след глобалната финансова криза, започнала през 2008 г., нито подчертава най-належащите задаващи се проблеми, нито смекчава техните потенциални тежки последици в този нов климат“.

Предвид споменатите факти, на преден план изниква необходимостта от прецизно инфлационно таргетиране. В исторически план, таргетирането на инфлацията е неокейнсиански модел, който произхожда от т. нар. политика, основана на правила. Според един от най-големите привърженици на тази политика Taylor (1993, р. 197), политиката, основана на правила притежава значителни преимущества над дискреционната политика, тъй като води до подобряване на икономическите условия. Според автора реформите в паричната система предпазват от парични шокове, инфлация, финансови кризи и рецесия (Taylor, 2017). Настоява за изготвянето на просто правило с фина дискреция: инфлационен таргет от 2%, равновесен лихвен процент равен на 2% в реално изражение и 4% в номинално. При всички положения инфлационното таргетиране притежава както предимства, така и недостатъци. Сред положителните страни са поддържането на нисък темп на инфлация, намаляване на несигурността при осъществяване на сделки, по-добри възможности за вземане на решения от икономическите агенти, прозрачност и по-добра отчетност на централната банка. Сред негативните страни могат да се изтъкнат намалена възможност на централните банки да преследват макроикономически цели, тъй като фокусът е поставен върху инфлационния таргет. Също така се намалява възможността на централните банки да отговарят на шокове на предлагането при ръст на цените на горивата например. Не на последно място, предвид динамиката на икономическите системи понастоящем е трудно определянето на таргетен, работещ темп, особено предвид факта, че таргетът се внедрява на база на определени предвиждания, които не винаги са надеждни.

В заключение може да се отбележи, че в периоди на криза от особена важност за икономиките е взаимодействието между парична и фискална политика. Особено отношение към тази релация има независимостта на централната банка. Паричната доминация на някои централни банки дава възможност да бъдат определяни лихвени нива без намеса на правителството, което крие известни рискове, тъй като това може да доведе до нара-

стване на задлъжнялостта на правителствата. Така например при покачване на лихвените нива правителствата следва да изплащат по-високи дългове, което носи неблагоприятни последици за цялото общество. Следователно, способността на централните банки да определят паричната политика и да контролират икономиката в по-напрегнати времена зависи от тяхната независимост.

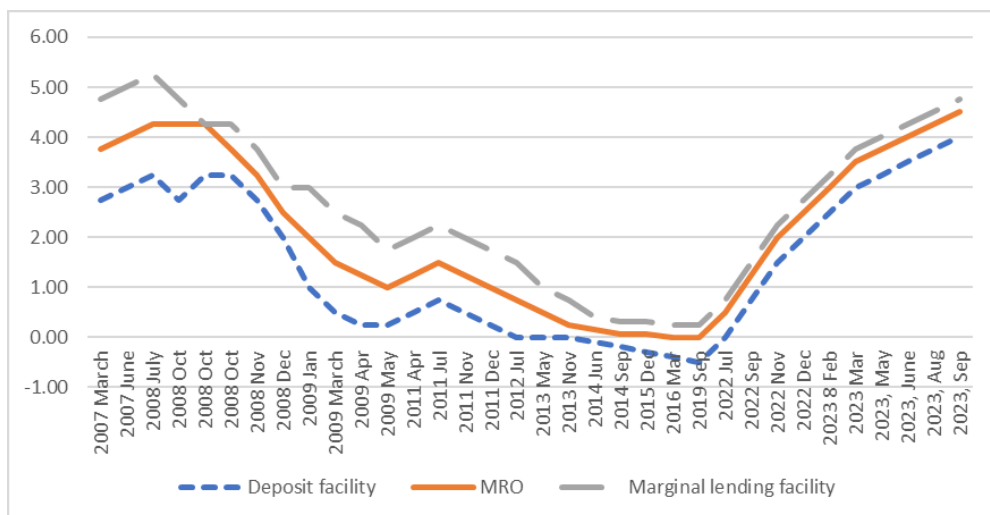
Емпиричен анализ на динамиката на лихвените проценти и инфлацията

Нетрадиционната парична политика на ЕЦБ дава своето начало непосредствено след възникването на дълговата криза в Еврозоната. Въвеждането на политика на отрицателни лихвени проценти е част от всеобхватна политическа стратегия, приета от ЕЦБ от средата на 2014 г., с цел да се предотврати дезинфлационния натиск, възникнал след глобалната криза и кризата с държавния дълг.

Динамиката на ключовите лихвени проценти, определяни от ЕЦБ е илюстрирана на фигура 1. През януари 2014 г. лихвеният процент по депозитно улеснение е отрицателен в размер на 0,10%, като до септември 2019 г. той достига рекордна отрицателна стойност от 0,50%. Лихвеният процент по депозитното улеснение (Deposit facility rate DFR) е един от трите лихвени процента, които ЕЦБ определя на всеки шест седмици като част от паричната си политика. Той определя лихвата, която банките получават по овърнайт депозитите си при централната банка. На фигура 1 е представена динамиката и на останалите два основни лихвени процента: по *основните операции по рефинансиране* (main refinancing operations – MRO) и по *пределното кредитно улеснение* (marginal lending facility – MLF). Лихвеният процент по основните операции по рефинансиране определя цената, на която банките могат да получат заем от централната банка за срок от една седмица. MRO и MLF следват низходящата тенденция в лихвения процент по депозитно улеснение. Така например през ноември 2013 г. MRO е 0,25%, а MLF поддържа стойност от 0,75%. След непрекъснат спад от пет години стойностите им през септември 2019 г. намаляват респективно до 0,00% и 0,25%.

Последното понижаване на лихвените нива на ЕЦБ и свързаните с това пазарни очаквания за по-дълъг период на отрицателни лихвени проценти повдигат въпроса за ефективността на трансмисионните канали и посредническия капацитет на търговските банки. Отрицателните ставки се предават по различни канали. Положителен аргумент от страна на органите на ЕЦБ по отношение на поддържането на отрицателни лихви смекчават очакванията на пазарите, че текущите и бъдещите краткосрочни лихви не

могат да бъдат отрицателни и че чрез понижаване на възприеманата долна граница на лихвените проценти на централната банка, отрицателните лихвени проценти позволяват паричното приспособяване да се разпространи по цялата крива на доходност. Друга положителна черта, която се посочва, е че ниските лихвени проценти ще стимулират инвестиционната активност и търсенето на дългосрочни активи в по-голяма степен, отколкото когато лихвите са положителни. На трето място експертите от ЕЦБ твърдят, че търговските банки са стимулирани да разширят кредитирането, така че да избегнат отрицателния лихвен процент, прилаган към техните свръх държавни резерви в централната банка (излишна ликвидност) в ситуация, в която цената на пасивите е частично ограничена.



Източник: European Central Bank (2023).

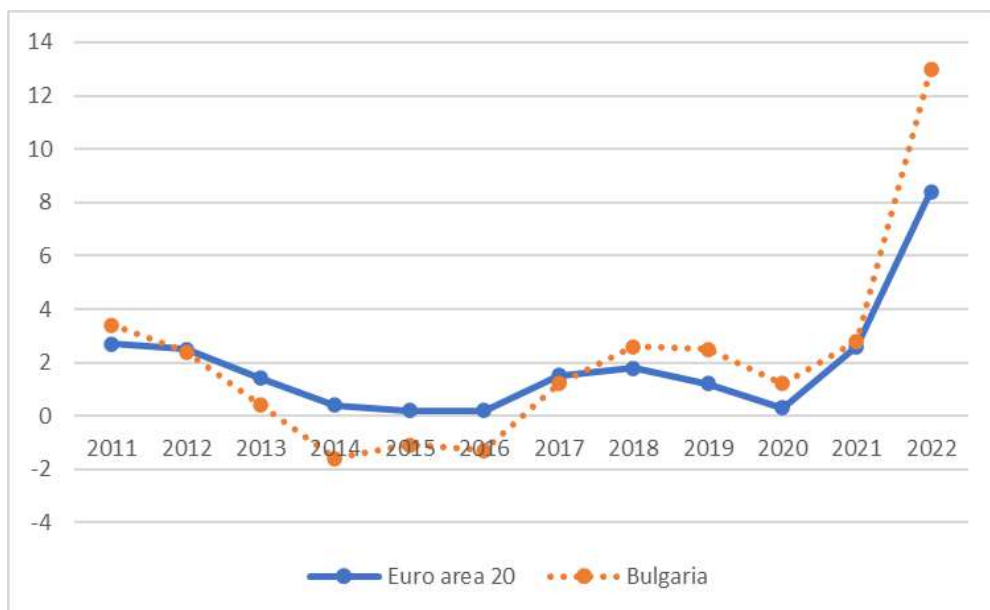
Фигура 1: Динамика на ключови лихвени проценти на ЕЦБ

Противно на положителните очаквания на ЕЦБ, които са сходни с тези на много централни банки по света, политиката на ниски лихвени проценти не успява да насърчи икономическата активност основно поради песимистичните очаквания на инвеститорите, които впоследствие се оправдават напълно. Междувременно рязкото покачване на темпа на инфлация принуждава ЕЦБ да започне да покачва основните си лихвени проценти през юли 2022 г. В този период лихвеният процент по депозитно улеснение достига нулева стойност, а процентът по основните операции по рефинансиране и по пределното кредитно улеснение респективно са 0,50% и 0,75%. Само

два месеца по-късно DFR е със стойност 0,75% и съответно MRO и MLF достигат 1,25% и 1,50%. Наличието на външни за Еврозоната и глобалната икономика шокове, които в голяма степен допринасят за рекордното покачване на инфлационния темп провокират ЕЦБ да продължи да увеличава в бързи стъпки и високи темпове ключовите лихвени проценти. Към март 2023 г. DFR е със стойност от 3,00%, MRO е 3,50% и съответно MLF достига 3,75%. Подобни стойности последно са наблюдавани през 2008 г., което проличава и от графиката. Към момента на изследването последното драстично покачване е през септември 2023 г., когато лихвеният процент по депозитно улеснение достига 4,00%, процентът по основни рефинансиращи операции 4,50%, процентът по пределно кредитно улеснение бележи също връх от 4,75%.

На първо място, като последица от резките покачвания на основните лихвени проценти, е че търговските банки в Еврозоната получават по-високи лихвени плащания върху своите резерви, държани в централната банка, което рефлектира върху обществеността по отношение на печалбите на банките. Всъщност, покачващите се лихви по депозити също имат своя рестриктивен характер и позволяват затягане на паричната политика. Колкото по-висок е делът на резервите, държани в централната банка в баланса на банковия сектор, толкова по-бързо неговият лихвен доход реагира на промените в лихвените проценти. Това по-ниско излагане на лихвен риск от своя страна дава на банките повече свобода на действие при отпускане на дългосрочни заеми. Тази подкрепа за банковото кредитиране всъщност е един от каналите за предаване на програмите за закупуване на активи, въведени, когато инфлацията е ниска. Понастоящем резервите, държани в централната банка, и по-конкретно овърнайт депозитите, представляват значителен дял от активите в балансите на банките. Това може да се обясни с две мерки на паричната политика, приети по време на ниска инфлация.

Първо, търговските банки успяват да вземат заеми от централната банка при атрактивни условия и за дълги периоди под формата на TLTRO (целови дългосрочни операции по рефинансиране). Тези транзакции насърчават банките да запазят или дори да увеличат кредитирането си за домакинствата и бизнеса. Дълго време тези резерви представляват основен източник на излишна ликвидност, но те намаляват осезаемо от края на 2022 г. поради големи плащания на TLTRO. От друга страна, изкупуването на облигации от централната банка, втората мярка на паричната политика, обикновено има по-дълготрайно въздействие върху излишната ликвидност в банковия сектор на Еврозоната. Това се дължи на факта, че закупените облигации са с оставащ срок до падежа от няколко години.



Източник: Eurostat (2023).

Фигура 2: Динамика на темпа на инфлация (2011 – 2022)

Фигура 2 дава информация за динамиката на темпа на инфлация в Еврозоната и България. От 2011 г. темпът на инфлация в Еврозоната започва да спада от 2,7% до 0,2% през 2015 г. и 2016 г. Сходно е поведението на индикатора за България. Темпът на инфлация от 2014 г. до 2016 г. е отрицателен, съответно 1,6%, 1,1% и 1,9%. Поради гореспоменатите вътрешни и външни шокове, с изключение на 2020 г. по време на Ковид пандемията, инфлационното равнище в Еврозоната и България постепенно се покачва, като достига високи стойности през 2022 г., респективно 8,4% и 13%.

В свое изследване Konczal (2023, р. 2) достига до интересен извод за друг важен фактор, отделно от цените на ресурсите, който допринася за високите темпове на инфлация след 2020 г. Той твърди, че само в рамките на няколко месеца се наблюдава предох от икономика, в която делът на услугите е приблизително 65 процента, а делът на потреблението – 35 процента към съотношение 60% услуги към 40% стоки. Повишение в търсенето на стоки в сравнение с търсенето на услуги не се наблюдава. Не се регистрират и драстични промени в цените на стоките или услугите, които да предизвикват подобен обрат. Вероятно причините за подобно поведение в дела на стоките и услугите, като част от реалния БВП, се дължат на секторни промени в търсенето, както и на постепенно завръщане към съотношенията от периода преди Ковид пандемията.

Заклучение

Според теоретичните възгледи, шоковете в икономиката могат да бъдат положителни и отрицателни. При наличието на отрицателно въздействие, когато те внасят нестабилност и несигурност може да се твърди, че те са нежелани и отрицателни, както е случаят с тяхното отражение върху темповете на инфлация. Основен принос за покачване на инфлационното равнище са външните шокове и по-конкретно, прекъсванията в световните вериги на доставки, неравновесието в търсенето и предлагането по време на Ковид пандемията, както и военните конфликти, които също допринасят за осезаеми промени в динамиката на цените на основни ресурси и финансовите пазари. В България и страните от Централна и Източна Европа стойностите на индикатора са значително по-високи от тези в Еврозоната предимно поради факта, че производството в ЦИЕ е енергийно по-интензивно. В допълнение, потреблението на домакинствата като дял от БВП е по-висок, което в известен смисъл генерира инфлация, особено в условия на нисък темп на безработица. Така изброените фактори поставят въпроса за необходимостта от прилагане на инфлационно таргетиране, което да е съобразено във висока степен с потенциалните неблагоприятни ефекти от текущи и бъдещи шокове върху икономиките на страните от ЕС и Еврозоната. В заключение, стриктното придържане на централните банки към определен таргет при наличие на неблагоприятен външен шок, който води до значително нарастване или намаляване на темпа на инфлация, е възможно да се съпътства с висока алтернативна цена, като генерира последващо отрицателно въздействие върху макроикономическата активност по линия на прилаганите инструменти на паричната политика.

Използвана литература

- Българска народна банка. (2024). Лихвена статистика – всички таблици, (Balgarska narodna banka, 2024, Lihvena statistika 0 vsichki tablitsi), available at: <https://www.bnb.bg/Statistics/StMonetaryInterestRate/StInterestRate/StIRInterestRate/index.htm>
- Петкова, А. (2021). Ефекти и последици от зомби кредитирането, Научни трудове на УНСС (4), ИК – УНСС. (Petkova, A., 2021, Efekti i posleditsi ot zombi kreditiraneto, Nauchni trudove na UNSS (4), IK-UNSS).
- Brunnermeier, M. (2023). New Directions for Monetary Policy, Finance and Development, IMF working paper, p. 8.
- Fratto, C., Vannier, H. (2021). Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries, p. 9

- European Central Bank. (2024). The Eurosystem's instruments, available at: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html>
- Eurostat. (2023). Money market interest rates – annual data, available at: https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/irt_st_a/default/table?lang=en&category=irt.irt_st
- Konczal, M. (2023). Inflation in 2023: Causes, Progress, and Solutions, Roosevelt Institute.
- Mishkin, F. (2011). Monetary policy strategy: lessons from the crisis, NBER Working Paper 16755.
- Murray, J. (2009). When the unconventional becomes conventional – monetary policy in extraordinary times, BIS (Bank for International Settlements), Review 61/2009.
- Potter, S., Smets, F. (2019). Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis, Committee on the Global Financial System, CGFS Papers No 6.
- Taylor, J. (1993). Discretion versus policy rules in practice, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39.
- Taylor, J. (2017). Rules Versus Discretion: Assessing the Debate Over the Conduct of Monetary Policy.

INFLATION TARGETING AND INTEREST RATE DYNAMICS IN THE EURO

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

Abstract

Inflation targeting is a key component of monetary policy for most countries around the world, as the main task of central banks is the pursuit of price stability. Maintaining a certain target rate of inflation turns out to be a difficult task in the conditions of numerous external shocks and the relatively quick transition from unconventional to conventional monetary policy. The European Central Bank, as well as the Fed and other

central banks, initiate increases in their key interest rates in response to resource price dynamics in global markets. The observed rise in the general price level has its impact on interest rates, which is projected on macroeconomic activity, incl. the level of domestic investment, household consumption, real GDP and other key variables.

Keywords: inflation targeting, monetary policy, economic shock, interest rates, real GDP

JEL: E12, E22, E43, F42