

# МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ПРОГНОЗИ НА ЕКСПЕРТИ НА ЕЦБ ЗА ЕВРОЗОНАТА – МАРТ 2015 Г.<sup>1</sup>

## 1. ПЕРСПЕКТИВИ ЗА ЕВРОЗОНАТА: ОБЗОР И ОСНОВНИ ХАРАКТЕРИСТИКИ

През втората половина на 2014 г. се наблюдава известно постепенно подобрене в икономическото възстановяване, а в перспектива се предвижда няколко фактора да засилят икономическата активност в еврозоната. Първо, рязкото поевтиняване на петрола ще доведе до съществено нарастване на реалния разполагаем доход и се очаква домакинствата да превърнат в разходи значителна част от това увеличение. Второ, през периода, за който се отнасят прогнозите, икономическата активност в еврозоната все повече ще бъде подпомагана от постепенното засилване на външното търсене и от ефекта от поевтиняването на еврото.

Очаква се също така мерките на Управителния съвет по паричната политика да подпомогнат значително икономическата активност в краткосрочен и средносрочен план. Предвижда се вътрешното търсене и особено образуването на основен капитал да бъде благоприятно повлияно от нерестриktivната позиция на паричната политика и по-специално от разширената програма на ЕЦБ за закупуване на активи. Очакванията са обявените неотдавна нестандартни мерки по паричната политика да подкрепят вътрешното търсене в резултат на въздействието си върху лихвените проценти, обменния курс на еврото и цените на акциите, както и посредством други важни финансови канали (вж. Каре 1).

Други вътрешни фактори се предвижда да подпомагат икономическата активност през прогнозния период. Вътрешното търсене би следвало да бъде благоприятно повлияно от известното либерализиране на условията за кредитиране, за което свидетелстват резултатите от последното проучване на банковото кредитиране. То показва нетно облекчаване на кредитните стандарти. Отслабнало е и ограничаването на бизнес инвестициите, причинено от необходимостта за намаляване на ливъриджа в корпоративния сектор. Освен това се очаква бюджетната позиция да остане неутрална до края на прогнозния период.

Неблагоприятното въздействие на редица други фактори обаче вероятно ще отслабва едва постепенно. За разлика от корпоративния сектор, частните домакинства и сектор *Държавно управление* все още не са постигнали значителен обрат в коефициента си на задлъжнялост. Нещо повече, динамиката на пазара на труда, макар и да се подобрява като цяло, ще остане неблагоприятно повлияна от високия темп на безработица, особено в някои държави, изложени на стрес. В допълнение към това опасенията, свързани с потенциала за дългосрочен растеж, и все още значителното недонатоварване на производствените мощности в редица държави, ще продължат да забавят инвестиционните разходи.

Като цяло се прогнозира растежът на реалния БВП да се увеличи от 0,9 % през 2014 г. до 1,5 % през 2015 г., 1,9 % през 2016 г. и 2,1 % през 2017 г. В противовес на това се очаква темпът

---

<sup>1</sup> Макроикономическите прогнози на експерти на ЕЦБ допринасят за изготвяне на оценката на Управителния съвет за икономическата динамика и рисковете за ценовата стабилност. Информация за прилаганите процедури и техники се намира на уебсайта на ЕЦБ в „Ръководство за макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата“ (*A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*), ЕЦБ, юни 2001 г. Крайната дата за включване на актуалната информация в тези прогнози е 20 февруари 2015 г. Сегашните макроикономически прогнози обхващат периода 2015–2017 г. Прогнози с толкова дълъг хоризонт са изложени на много висока несигурност и това трябва да се има предвид при тълкуването им. Вж. статията „Оценка на макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата“ (*An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections*) в изданието на *Месечен бюлетин* от май 2013 г.

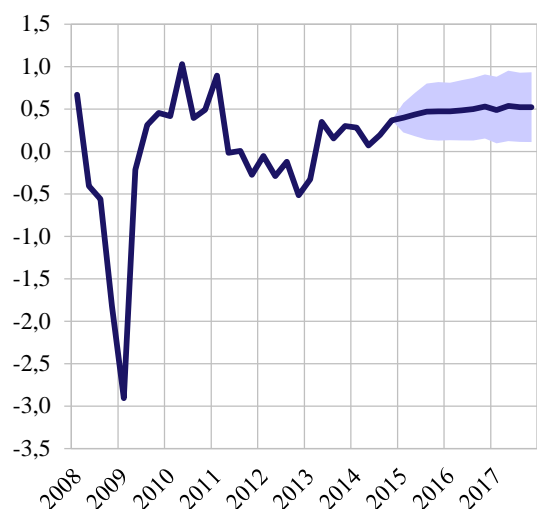
на потенциалния БВП да се задържи доста умерен, тъй като приносът на труда и капитала остава съдържан поради високата структурна безработица и последиците от продължителния период на слаби инвестиции. Това означава, че прогнозираното отрицателно отклонение на БВП от потенциалното му ниво ще се затваря в хода на прогнозния период.

**Графика 1 Макроикономически прогнози<sup>1)</sup>**

(тримесечни данни)

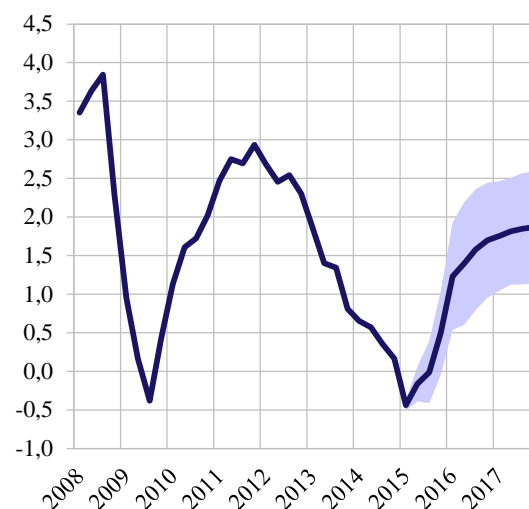
**Реален БВП в еврозоната<sup>2)</sup>**

(процентно изменение на тримесечна база)



**ХИПЦ в еврозоната**

(процентно изменение на годишна база)



1) Интервалите около централните прогнози се основават на разликите между реалните стойности и предишните прогнози за определен брой години. Широчината на интервалите е двойният размер на средните абсолютни стойности на тези разлики. Използваният метод за изчисляване на интервалите, включващ корекции за извънредни събития, е описан в „Нова процедура за съставянето на прогнозните интервали от експертите на Евросистемата и ЕЦБ“ (*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*), ЕЦБ, декември 2009 г., която се намира на уебсайта на ЕЦБ.  
2) Календарно изгледани данни.

**В отражение главно на поевтиняването на петрола през последните месеци темпът на ХИПЦ инфлацията е отрицателен.** По-ниският обменен курс на еврото компенсира едва в малка степен резкия спад на деноминираните в щатски долари цени на петрола. Инфлацията на други компоненти на ХИПЦ също отбелязва леко намаление през последните месеци.

**Прогнозира се ХИПЦ инфлацията да има нулево средно ниво през 2015 г., но да се повиши до 1,5 % през 2016 г. и да продължи да нараства до 1,8 % през 2017 г.** Ниският темп на ХИПЦ инфлация през 2015 г. отразява съществен отрицателен принос на инфлацията на енергоносителите в ХИПЦ. Все пак натискът за понижаване на цените, който цените на енергоносителите упражняват върху общата инфлация, се предвижда да отслабне към края на 2015 г. с постепенното отзвучаване на въздействието на поевтиняването им през предходни периоди върху годишния темп на изменение и като се има предвид допускането за поскъпване на петрола през прогнозния период в съответствие с възходящата крива на цената на петролните фючъри. В резултат от тези фактори се очаква цените на енергоносителите да имат положителен принос за общата инфлация през 2016 г. и 2017 г.

**Макар че нарастването на темпа на инфлация от 2015 г. до 2016 г. вероятно ще се дължи до голяма степен на обрата в цените на енергоносителите, ХИПЦ инфлацията без компонента енергоносителите също се предвижда да се увеличи с възстановяването на икономиката.** Това се дължи на очакваното значително стесняване на отрицателното отклонение на БВП от потенциалното му ниво, което от своя страна намира отражение в по-изразен растеж както на

нормата на печалба, така и на компенсацията на наето лице. В допълнение към това нарастващите цени на неенергийните суровини, косвеното въздействие от поскъпването на петрола и забавеният ефект на по-ниския обменен курс на еврото също се очаква да допринесат за повишаването на ХИПЦ инфлацията без компонента енергоносители.

## Каре 1

### ВКЛЮЧВАНЕ В ПРОГНОЗИТЕ НА ПОСЛЕДНИТЕ НЕСТАНДАРТНИ МЕРКИ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

След крайната дата за прогнозите, публикувани през декември 2014 г., настъпиха две нови събития, свързани с нестандартните мерки на ЕЦБ. Първото от тях беше разпределението на близо 130 млрд. евро във втората целева операция по дългосрочно рефинансиране (ЦОДР) на 11 декември 2014 г., като общата заета сума в първите два търга, в които банките имаха право на първоначална квота на заети средства, възлиза на близо 212 млрд. евро. Запланирани са още шест ЦОДР. Второто събитие беше решението на Управителния съвет от 22 януари 2015 г. да стартира програма за закупуване на активи, която обхваща и съществуващите програми за закупуване на обезпечени с активи ценни книжа и на обезпечени облигации. Съвкупните месечни покупки ще възлизат на 60 млрд. евро. Предвижда се тези операции да се провеждат най-малко до септември 2016 г. и във всеки случай ще се осъществяват, докато не настъпи устойчива корекция на тренда на инфлацията, която да е в съответствие с целта на Управителния съвет да постигне темп на инфлация под, но близо до 2 % в средносрочен план.

Тези две събития доведоха до преосмисляне на подхода, следван като цяло в предишните цикли на изготвяне на прогнозите, така че да се вземе предвид въздействието на нестандартните мерки на паричната политика върху макроикономическите перспективи. Преди подходът беше базиран на включване на макроикономическото въздействие на нестандартните монетарни мерки само до степеня, в която те вече са повлияли върху пазарно базираните технически финансови допускания (за допълнителна информация по темата вижте Каре 3), анализирани посредством стандартната рамка на моделиране, прилагана в прогнозирането към крайната дата. Този подход съдържа риск да бъдат пренебрегнати трансмисионни канали, които не са обхванати напълно от стандартната рамка на моделиране, но беше считан за уместен поради несигурността, свързана с обема ликвидност в резервни пари, генерирана от нестандартните мерки на паричната политика. С оглед на последните събития в областта на паричната политика обаче, в момента е налице повече информация за вероятния обем ликвидност в резервни пари, генерирана от тези мерки. Това позволява по-точна оценка на въздействието на мерките върху макроикономическите перспективи.

Ето защо подходът, прилаган в предишните прогнозни цикли, беше допълнен, като в настоящите прогнози се включва допълнителното въздействие на тези мерки посредством финансовите трансмисионни канали като например канала на ребалансиране на портфейлите, някои канали, свързани с очакванията, и взаимодействието между реалната икономика и финансовия сектор. Тези канали обичайно не се обхващат от стандартната рамка на моделиране, прилагана при изготвянето на прогнозите. Въздействието на допълнителните финансови трансмисионни канали върху макроикономическите перспективи е калибрирано въз основа на иконометрични инструменти, използвани специално за моделиране на такива канали. В резултат на това прогнозите от март 2015 г. включват всеобхватна оценка на въздействието на нестандартните мерки на паричната политика върху макроикономическите перспективи.

## 2. РЕАЛНА ИКОНОМИКА

Очаква се растежът на частните потребителски разходи да остане основна движеща сила на засилването на икономическата активност. Частното потребление набра инерция в хода на 2014 г. под благоприятното влияние на повишаващия се растеж на реалния располагаем доход в резултат на нарастването на заплатите и несвързаните със заплати доходи и на спада в цените на енергоносителите. Би следвало тези фактори да бъдат двигатели на растежа на реалния

разполагам доход и занаяд в краткосрочен план. В допълнение към това трудовите доходи се очаква да отбележат нарастване в условия на засилващ се растеж на заетостта и заплатите, а с възстановяването на икономиката се предвижда и нарастване на други лични доходи. Частното потребление би следвало да бъде подпомогнато също от нарастване на нетното благосъстояние на домакинствата (отразяващо както поскъпване на финансовите активи през 2015 г., така и по-нататъшно подобрене на условията на жилищния пазар през периода 2016–2017 г.) и от по-ниски цени на финансиране и облекчени условия за финансиране (подпомогнати съществено от програмата за закупуване на активи) в съчетание със засилване на динамиката на жилищните кредити. Като цяло прогнозата е за растеж на годишното частно потребление от средно 1,7 % през прогнозния период.

**Нормата на спестяване се очаква да следва дъговидна форма на кривата.** Предвижда се първоначално увеличение на нормата на спестяване през 2015 г., последвано от спад. В общи линии това отразява факта, че голяма част от спечеленото в резултат на по-ниските цени на петрола първоначално се спестява. Ако се абстрахираме от този временен фактор, противодействащи ефекти предполагат като цяло постоянно равнище на средната норма на спестяване. От една страна много ниската доходност е непривлекателна за спестяванията, а подобрието на потребителското доверие в съчетание с постепенно намаляващата безработица може да отслаби предпазните спестявания. Освен това е възможно домакинствата все повече да предприемат отлагани преди големи покупки, което би намалило нормата на спестяване. От друга страна продължаващият натиск за намаляване на задлъжнялостта в контекста на все още като цяло непроменено съотношение на дълга към номиналния располагаем доход при домакинствата се очаква да продължи да оказва известен натиск за увеличаване на спестяванията.

**Перспективата за жилищните инвестиции вероятно постепенно ще се подобрява.** От 2015 г. нататък се очаква умерено възстановяване, подпомогнато от много ниските ипотечни лихви в повечето държави, облекчаването на финансовите условия (засилено съществено от програмата за закупуване на активи), прираста на жилищното кредитиране и засилващия се растеж на располагаемия доход. С отслабването на необходимостта за корекции на жилищния пазар в някои държави жилищните инвестиции би трябвало да наберат инерция. Прогнозата за постепенно възстановяване на жилищните инвестиции се отнася за повечето държави, макар че в някои неговият темп може да бъде забавен предвид на високото равнище на дълг на домакинствата. Очаква се обаче към края на прогнозния хоризонт неблагоприятни демографски фактори да започнат да оказват сдържач ефект върху активността на жилищния пазар в някои държави.

**Възстановяването на бизнес инвестициите се очаква да набере инерция.** Бизнес инвестициите продължиха съвсем слабо да се възстановяват през 2014 г., забавени от значителната ненатовареност на производствените мощности и все още съществуващите ограничения при предоставянето на кредити в някои държави. С отслабването на неблагоприятното въздействие на тези фактори капиталовите разходи се очаква да се повишат в резултат на засилването на вътрешното и външното търсене, необходимостта от модернизирани на производствения капитал след няколко години слаби инвестиции, нерестриktivната позиция на паричната политика, подкрепена от приетите неотдавна нестандартни мерки на паричната политика и особено програмата за закупуване на активи, както и засилването на нормата на печалба. В допълнение, цялостният натиск за намаляване на задлъжнялостта на корпоративния сектор в еврозоната отслабна през 2014 г., като през прогнозния период той следва в по-малка степен да възпрепятства бизнес инвестициите, в сравнение с минали периоди. Въпреки това нивата на задлъжнялост на корпоративния сектор остават високи в някои държави, като възпрепятстват още по-силно ускорение на бизнес инвестициите.

**Външното търсене на стоки и услуги, произведени в еврозоната, се очаква да се повиши леко с възстановяването на активността в световен мащаб (вж. Каре 2), благоприятствайки засилването на износа извън еврозоната.** През прогнозния период външното търсене се очаква да се засили, но в различна степен в отделните държави, като някои държави от еврозоната са по-неблагоприятно засегнати от други поради експозициите им към Русия и региона на Общността на независимите държави. Същевременно пазарният дял на износа се очаква малко да се увеличи вследствие на подобряването на конкурентоспособността. В отражение на засилването на общото

търсене в еврозоната вносът от страни извън еврозоната се предвижда да нараства постепенно. Като цяло, нетният износ се очаква да има положителен, макар и умерен принос към растежа на реалния БВП. Като се вземе предвид влошаването на търговския баланс, излишъкът по текущата сметка вероятно ще се понижи леко, до 2,4 % от БВП през 2017 г.

## Карта 2

### МЕЖДУНАРОДНА СРЕДА

**Световната икономика продължава да се възстановява постепенно.** През прогнозния период се очаква растежът на реалния БВП в световен план (без еврозоната) да се ускори, като се повиши от 3,6 % през 2014 г. до 3,8 % през 2015 г. и до малко над 4 % през периода 2016–2017 г. Световните показатели и наличните данни по държави сочат забавяне на растежа в края на 2014 г., въпреки че активността се очаква да остане сравнително силна.

**В перспектива, активността в световен мащаб продължава да се възстановява постепенно.** Перспективите в световен мащаб се определят от редица благоприятни фактори, включително 1) значително поевтиняване на петрола, което се счита, че е обусловено основно от предлагането и следва да окаже като цяло положително въздействие върху активността в световен мащаб; и 2) продължаващо устойчиво възстановяване и благоприятни перспективи в САЩ. Въпреки това, налице са и някои неблагоприятни фактори, като 1) негативното отражение на двойния шок на икономическите санкции и поевтиняването на петрола върху икономиката на Русия; 2) резките промени на валутните пазари, отчасти поради различаващи се във все по-голяма степен парични политики; и 3) разочароващите стойности за растежа в някои икономики на държави с възникващи пазари, които доведоха до низходящи корекции на потенциалния им растеж.

**В отражение на факторите, определящи перспективите в световен мащаб, глобалното възстановяване се характеризира с нееднородна динамика както в развитите икономики, така и в икономиките на държавите с възникващи пазари.** Отслабването на неблагоприятните фактори, включително намаляването на задлъжнялостта, отслабващото фискално забавяне и подобрението на условията на пазарите на труда ще продължават да оказват благоприятно въздействие върху развитите икономики, а нерешените структурни проблеми и затягането на финансовите условия все така ще оказват отрицателно въздействие върху растежа в икономиките на страните с възникващи пазари.

**Световната търговия набра инерция през втората половина на 2014 г. след слабо първо полугодие.** През прогнозния период се предвижда тя да се засили допълнително, макар и в много умерена степен, като еластичността спрямо активността се очаква да остане по-ниска в сравнение с наблюдаваното в периода преди кризата. Растежът на световната търговия (без еврозоната) се очаква да се повиши от 2,9 % през 2014 г. до 5,4 % през 2017 г.

**Вследствие на противоположни тенденции както световната активност, така и външното търсене на стоки и услуги, произведени в еврозоната, почти не са коригирани за 2015 г. и 2016 г. в сравнение с публикуваните през декември 2014 г. прогнози.**

## Международна среда

(годишно процентно изменение)

	март 2015 г.				декември 2014 г.			Корекции след декември 2014 г.		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Световен реален БВП (без еврозоната)	3,6	3,8	4,2	4,1	3,6	4,0	4,2	0,0	-0,2	-0,1
Световна търговия (без еврозоната) <sup>1)</sup>	2,9	3,9	5,1	5,4	2,7	3,9	5,2	0,2	0,0	-0,1
Външно търсене към еврозоната <sup>2)</sup>	2,8	3,2	4,7	5,1	2,3	3,4	4,9	0,5	-0,1	-0,2

Забележка: Корекциите са изчислени въз основа на незакръглени данни.

1) Изчислена като претеглена средна на вноса.

2) Изчислено като претеглена средна на вноса на търговските партньори на еврозоната.

**Условията на пазара на труда в еврозоната се очаква да се подобрят през прогнозния период.** Заетостта продължи да се възстановява през 2014 г., като се повиши значително по-бързо, отколкото предполага еластичността на заетостта в ретроспективен план спрямо цялостната активност, вероятно в отражение на положителното въздействие на предходната умереност на заплатите и неотдашните реформи на пазара на труда. Очаква се броят на зетите лица да продължава да се възстановява. Спрямо активността, възстановяването на заетостта се предвижда да е особено силно в държавите, където са извършени реформи на пазарите на труда. Броят на отработените часове на наето лице се прогнозира да се увеличи леко вследствие на нормалните циклични характеристики в някои държави и на възникващи трудности, свързани с предлагането на труд, в други държави.

**Темпът на безработица се очаква допълнително да се понижи.** Броят на безработните се очаква да се понижи с около 2,7 млн. души през прогнозния период, като достигне най-ниското си равнище от средата на 2009 г. насам. Това намаление отразява низходящото въздействие от увеличаването на заетостта (с 4,2 млн.), което до известна степен е компенсирано от влиянието на нарастващата работна сила. Темпът на безработица се очаква да се понижи до 9,9 % през 2017 г., от 11,6 % през 2014 г.

**След публикуването през декември 2014 г. прогнози са извършени значителни възходящи корекции на перспективите за растежа.** В допълнение към по-положителния ефект на пренос вследствие на по-високия от очакваното растеж на реалния БВП през последното тримесечие на 2014 г., възходящите корекции отразяват до голяма степен благоприятното въздействие на по-ниските цени на петрола, по-слабия ефективен обменен курс на еврото и ефекта от приетите неотдавна нестандартни мерки на паричната политика на ЕЦБ.

## Каре 3

### ТЕХНИЧЕСКИ ДОПУСКАНИЯ ЗА ЛИХВЕНИТЕ ПРОЦЕНТИ, ОБМЕННИТЕ КУРСОВЕ И ЦЕНИТЕ НА СУРОВИНИТЕ

**В сравнение с прогнозите, публикувани през декември 2014 г., промените в техническите допускания включват значително по-ниски деноминирани в щатски долари цени на петрола и на неенергийните суровини, обезценка на ефективния обменен курс на еврото и по-ниски дългосрочни лихвени проценти в еврозоната.**

**Техническите допускания за лихвените проценти и за цените на суровините се основават на пазарните очаквания към 11 февруари 2015 г. (крайна дата).** Краткосрочните лихвени проценти се отнасят до тримесечния *EURIBOR*, като пазарните очаквания се извеждат от фючърните лихви. Според този метод средното равнище на краткосрочните лихвени проценти е 0,1 % за 2015 г. и 2016 г. и 0,2 % за 2017 г. Пазарните очаквания за номиналната доходност на 10-годишните държавни облигации в еврозоната са за средно равнище от 1,2 % през 2015 г., 1,4 %

през 2016 г. и 1,6 % през 2017 г.<sup>1</sup> Като отражение на движението на лихвите на форуърдните пазари и постепенното пренасяне на промените в пазарните лихвени проценти към лихвите по кредити се очаква съставните лихвени проценти по банкови кредити за нефинансовия частен сектор в еврозоната да отбележат известно понижение през 2015 г., а след това леко да се повишат през 2016 г. и 2017 г. Що се отнася до цените на суровините, трендът на фючърните пазари през двуседмичния период, приключващ на крайната дата 11 февруари, дава основание да се очаква поевтиняване на суровия петрол тип „Брент“ от 99,3 щ.д./барел през 2014 г. до 58,5 щ.д./барел през 2015 г., след което да настъпи повишение до 66,8 щ.д./барел през 2016 г. и 70,7 щ.д./барел през 2017 г. Цените на неенергийните суровини в щатски долари се предвижда да се понижат значително през 2015 г. и да се повишат през 2016 г. и 2017 г.<sup>2</sup> Двустранните обменни курсове се очаква да останат непроменени през прогнозния период – на средните равнища от двуседмичния период, завършващ на крайната дата 11 февруари. Това означава обменен курс от 1,14 щатски долара за евро през 2015 г. и 1,13 щатски долара за евро през 2016 г. и 2017 г.

#### Технически допускания

	март 2015 г.				декември 2014 г.			Корекции след декември 2014 г. <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Тримесечен <i>EURIBOR</i> (проценти годишно)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Доходност на десетгодишни държавни облигации (проценти годишно)	2,0	1,2	1,4	1,6	2,0	1,8	2,1	0,0	-0,6	-0,7
Цена на петрола (щ.д./барел)	99,3	58,5	66,8	70,7	101,2	85,6	88,5	-1,9	-31,6	-24,5
Цени на неенергийни суровини, в щатски долари (годишно процентно изменение)	-6,4	-11,0	2,6	4,8	-6,3	-4,8	3,8	-0,1	-6,2	-1,2
Обменен курс щатски долар/евро	1,33	1,14	1,13	1,13	1,33	1,25	1,25	-0,1	-8,8	-9,0
Номинален ефективен обменен курс на еврото ( <i>EER19</i> ) (годишно процентно изменение)	0,6	-7,9	-0,2	0,0	0,5	-2,8	0,0	0,0	-5,1	-0,2

1) Корекциите са изчислени въз основа на незакръглени данни и са представени в проценти за равнищата и за разликите в темповете на растеж, а в процентни пунктове за лихвените проценти и доходността на облигациите.

- 1 Допускането за номиналната доходност на десетгодишните държавни облигации в еврозоната се основава на среднопретеглената доходност на десетгодишните облигации на държавите, претеглена спрямо годишните стойности за БВП и продължена във времето с очаквания тренд, изведен от изчислената от ЕЦБ десетгодишна номинална доходност на всички облигации в еврозоната, като първоначалната разлика между двата статистически реда се поддържа постоянна за целия прогнозен период. Средовете между доходността на държавните облигации в отделните държави и съответната средна доходност за еврозоната се приемат за постоянни за целия прогнозен период.
- 2 Допусканията за цените на петрола и на хранителните суровини се основават на цените на фючърите до края на периода, за който се отнасят прогнозите. Приема се, че цените на другите неенергийни нехранителни суровини ще следват фючърите до първото тримесечие на 2016 г., след което ще се развият в синхрон с глобалната икономическа активност. Прогнозите за изкупните цени на селскостопанска продукция в ЕС (в евро), които се използват за прогнозиране на потребителските цени на храните, се основават на иконометричен модел, който взема предвид динамиката при международните цени на хранителните суровини.

### 3. ЦЕНИ И РАЗХОДИ

**Динамиката на цените на суровините и на обменните курсове вероятно ще играе основна роля при формирането на профила на инфлацията в еврозоната през прогнозния период.** Неотдавнашното рязко понижаване на цените на суровия петрол се очаква да окаже силно низходящо въздействие върху инфлацията на цените на енергоносителите през 2015 г., което се смекчава само в малка степен от поевтиняването на еврото напоследък. Слабата динамика при цените на неенергийните суровини предполага низходящ натиск върху инфлацията на

потребителските цени в еврозоната и посредством цените на вноса на суровини, различни от петрол. От 2016 г. нататък се очаква външната ценова динамика да добави възходящ натиск върху инфлацията в еврозоната. През 2016 г. голямото колебание при ХИПЦ инфлацията в значителна степен се дължи на отслабващите низходящи ефекти от поевтиняването на петрола в миналото, в съчетание с възходящите ефекти, произтичащи от допуснатото поскъпване на петрола, което се очаква да продължи до 2017 г. и отразява възходящия тренд при кривата на цените на петролните фючъри. Освен това нарастването на цените на неенергийните суровини, засилването на търсенето в световен мащаб и проявяващите се със закъснение ефекти от неотдавнашното поевтиняване на еврото вероятно ще доведат до значително повишение на дефлатора на вноса между 2015 г. и 2016 г.

**Таблица 1 Макроикономически прогнози за еврозоната<sup>1)</sup>**

(годишно процентно изменение)

	март 2015 г.				декември 2014 г.			Корекции след декември 2014 г. <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Реален БВП <sup>3)</sup>	0,9	1,5	1,9	2,1	0,8	1,0	1,5	0,1	0,5	0,4
		[1,1 - 1,9] <sup>4)</sup>	[0,8 - 3,0] <sup>4)</sup>	[0,9 - 3,3] <sup>4)</sup>	[0,7 - 0,9] <sup>4)</sup>	[0,4 - 1,6] <sup>4)</sup>	[0,4 - 2,6] <sup>4)</sup>			
Потребление на частния сектор	1,0	1,8	1,6	1,6	0,8	1,3	1,2	0,2	0,5	0,4
Потребление на сектор <i>Държавно управление</i>	0,9	1,0	0,6	0,8	0,9	0,5	0,4	0,0	0,6	0,2
Бруто образуване на основен капитал	0,9	1,7	4,1	4,6	0,7	1,4	3,2	0,3	0,4	0,9
Износ <sup>5)</sup>	3,6	4,1	5,1	5,5	3,2	3,2	4,8	0,4	0,9	0,4
Внос <sup>5)</sup>	3,6	4,3	5,5	5,8	3,3	3,7	4,9	0,4	0,6	0,6
Заетост	0,5	0,9	0,9	0,9	0,4	0,6	0,5	0,1	0,3	0,4
Темп на безработица (% от работната сила)	11,6	11,1	10,5	9,9	11,6	11,2	10,9	0,0	-0,2	-0,4
ХИПЦ	0,4	0,0	1,5	1,8	0,5	0,7	1,3	0,0	-0,8	0,2
		[-0,3 - 0,3] <sup>4)</sup>	[0,8 - 2,2] <sup>4)</sup>	[1,0 - 2,6] <sup>4)</sup>	[0,5 - 0,5] <sup>4)</sup>	[0,2 - 1,2] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>4)</sup>			
ХИПЦ без компонента енергоносители	0,7	0,8	1,4	1,8	0,8	1,1	1,3	0,0	-0,2	0,1
ХИПЦ без компонентите енергоносители и храни	0,8	0,8	1,3	1,7	0,8	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
ХИПЦ без компонентите енергоносители, храни и промени в косвените данъци <sup>6)</sup>	0,7	0,8	1,3	1,7	0,7	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
Разходи за труд на единица продукция	1,0	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	0,8	-0,1	0,0	0,2
Компенсация на наето лице	1,5	1,7	2,0	2,3	1,6	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,2
Производителност на труда	0,4	0,6	1,0	1,1	0,5	0,4	1,0	0,0	0,2	0,0
Бюджетно салдо на сектор <i>Държавно управление</i> (% от БВП)	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5	-2,6	-2,5	-2,2	0,0	0,2	0,3
Структурно бюджетно салдо (% от БВП) <sup>7)</sup>	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7	-2,1	-2,1	-2,0	0,2	0,3	0,3
Брутен дълг на сектор <i>Държавно управление</i> (% от БВП)	91,7	91,4	89,8	87,9	92,0	91,8	91,1	-0,2	-0,4	-1,3
Салдо по текущата сметка (% от БВП)	2,5	2,7	2,5	2,4	2,1	2,2	2,4	0,4	0,5	0,1

1) Данните се отнасят за еврозоната, включваща Литва, с изключение на данните за ХИПЦ за 2014 г. Средногодишното процентно изменение на ХИПЦ за 2015 г. е базирано на състав на еврозоната, който през 2014 г. вече включва Литва.

2) Корекциите са изчислени въз основа на незакръглени стойности.

3) Календарно изгладени данни.

4) Интервалите в прогнозите се основават на разликите между реалните резултати и предишните прогнози за определен брой години. Широчината на интервалите е двойният размер на средните абсолютни стойности на тези разлики.



Използваният метод за изчисляване на интервалите, включващ корекции за извънредни събития, е описан в „Нова процедура за съставянето на прогнозните интервали от експертите на Евросистемата и ЕЦБ“ (*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*), ЕЦБ, декември 2009 г., която се намира на уебсайта на ЕЦБ.

5) Включително търговията в рамките на еврозоната.

6) Подиндексът се основава на оценки за действителното въздействие на косвените данъци. Възможно е да се различава от данните на Евростат, които се основават на допускане за пълно и незабавно пренасяне на въздействието от данъците върху ХИПЦ.

7) Изчислено като държавно бюджетно салдо без преходните ефекти на икономическия цикъл и предприетите от правителствата временни мерки (за подхода на ЕСЦБ вж. *поредица „Работни материали“*, № 77, ЕЦБ, септември 2001 г., и *поредица „Работни материали“*, № 579, ЕЦБ, януари 2007 г.). Прогнозата за структурното салдо не е извлечена въз основа на съвкупен измерител на отклонението на БВП от потенциалното му ниво. Съгласно методологията на ЕСЦБ цикличните компоненти се изчисляват отделно за различните статии за приходи и разходи. За повече информация вж. карето *Cyclical adjustment of the government budget balance* в изданието на *Месечен бюлетин* от март 2012 г. и карето *The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position* в изданието на *Месечен бюлетин* от септември 2014 г.

**Подобрението на пазарите на труда и намаляването на непълното използване на икономическия капацитет предполагат нарастване на вътрешния ценови натиск през прогнозния период.** Продължаващият растеж на заетостта и лекото понижение на темпа на безработица се очаква да подкрепят постепенно повишение на прираста на компенсацията на наето лице, от 1,5 % през 2014 г. до 2,3 % през 2017 г., при високи нива на безработица и продължаващи процеси на корекции на разходната конкурентоспособност в някои държави от еврозоната, възпрепятстващи по-силно възстановяване. Същевременно низходящото въздействие на вторичните ефекти от рязкото понижение на цените на петрола върху заплатите се прогнозира да е ограничено. Очаква се това да е вследствие на низходящата негъвкавост на заплатите и тъй като въздействието посредством системите за автоматично индексирание на заплатите следва да бъде малко поради факта, че тези системи се прилагат най-вече за възходящи корекции, като в редица държави те са временно преустановени или със значително намален обхват.

**Нормата на печалба (измерена като разликата между дефлатора на БВП по факторна себестойност и растежа на разходите за труд на единица продукция) се прогнозира да се повиши значително през прогнозния период с ускоряването на възстановяването.** Очаква се тя да бъде основният двигател за засилване на вътрешния ценови натиск. След предвидено леко понижение през 2015 г. нормата на печалба вероятно ще се повиши през останалата част на прогнозния период, в условия на значително нарастване на производителността и засилване на икономическата активност.

**В сравнение с прогнозите, публикувани през декември 2014 г., прогнозата за ХИПЦ инфлацията е коригирана в значителна степен надолу за 2015 г., но за 2016 г. тя е коригирана леко нагоре.** В сравнение с предходните прогнози общата инфлация е коригирана надолу с 0,8 процентни пункта за 2015 г. Това отразява основно по-ниските цени на петрола, деноминирани в щатски долари, в сравнение с допусканото преди, като те се компенсират само в малка степен от по-ниския обменен курс на еврото спрямо щатския долар. Низходящата корекция на ХИПЦ, който не включва енергоносителите, през 2015 г. възлиза на 0,2 процентни пункта и е свързана с грешки в предишни прогнози, в отражение, наред с други фактори, на непрякото въздействие на по-евтиния петрол върху цените на стоките и услугите. За 2016 г. ХИПЦ инфлацията е коригирана нагоре с 0,2 процентни пункта. Възходящата корекция отразява благоприятните перспективи за растежа, проявяващите се със закъснение ефекти от по-ниския обменен курс на еврото и по-стръмната крива на цените на петролните фючърси. Приетите неотдавна нестандартни мерки на паричната политика, особено програмата за закупуване на активи, допринесоха за тази възходяща корекция на инфлацията чрез различни канали.

#### 4. ФИСКАЛНИ ПЕРСПЕКТИВИ

**Фискалната позиция, измерена като изменението на циклично изгладеното първично салдо, се очаква като цяло да е неутрална през прогнозния период.** Това отразява умерен растеж на държавните разходи спрямо тренда на растежа на БВП, който се предвижда в общи линии да се

компенсира от намаляването на данъците в някои държави. Положителното въздействие на автоматичните фискални стабилизатори върху вътрешното търсене ще намалее с течение на времето, успоредно с възстановяването на икономиката.<sup>2</sup>

**Съотношенията на дефицита на сектор *Държавно управление* и на дълга се очаква постепенно да намаляват през прогнозния период.** Понижението на съотношението на дефицита на сектор *Държавно управление* към БВП се подкрепя от цикличното подобрение на икономиката на еврозоната. Структурното бюджетно салдо се очаква леко да се подобри през прогнозния период, основно в отражение на намалените лихвени плащания поради понижението на имплицитния лихвен процент. Съотношението на дълга на сектор *Държавно управление* към БВП се очаква да достигне върхова стойност през 2014 г. и да започне да намалява през прогнозния период вследствие на подобряващото се бюджетно салдо, засилването на икономическия растеж и ниските лихвени проценти.

**В сравнение с прогнозите, публикувани през декември 2014 г., фискалните перспективи се подобриха.** При липсата на важни събития, свързани с фискалните политики, малката възходяща корекция на бюджетното салдо на сектор *Държавно управление* се дължи основно на подобрената макроикономическа перспектива и лихвените облекчения вследствие на по-нататъшно намаление на разходите по държавните заеми. Перспективите за държавния дълг също се подобриха в условия на благоприятни корекции на диференциала между лихвените проценти и растежа и в по-малка степен, на първичното салдо.

#### Каре 4

### АНАЛИЗ НА ЧУВСТВИТЕЛНОСТТА

**Прогнозите се основават в значителна степен на технически допускания по отношение на развитието на определени основни променливи.** Като се има предвид, че някои от тези променливи могат да окажат голямо въздействие върху прогнозите за еврозоната, чувствителността на последните по отношение на алтернативни тенденции на тези базисни допускания може да спомогне за анализиране на рисковете, свързани с прогнозите. В това каре се разглежда несигурността, свързана с цените на петрола и обменните курсове, както и чувствителността на прогнозите по отношение на тези променливи.

#### 1) Алтернативна тенденция на цените на петрола

**Техническите допускания предвиждат увеличение на цените на петрола през прогнозния период.** Тази тенденция е в съответствие с възстановяването на търсенето на петрол в световен мащаб, в условия на засилване на глобалната икономика и лек спад на предлагането на петрол вследствие на недостатъчни инвестиции и намален капацитет за производство на петрол в някои държави производителки на петрол.

**При алтернативен сценарий обаче цените на петрола биха могли също така да останат като цяло на настоящите си равнища през целия прогнозен период, като все повече се отклоняват от базовите допускания за цените на петрола.** Такава тенденция би била в съответствие с продължаващите високи равнища на предлагане на петрол и слабо възстановяване на световното търсене. Въз основа на редица макроикономически модели на експерти на ЕЦБ се предвижда, че непроменена тенденция на цените на петрола ще доведе до ХИПЦ инфлация в еврозоната, която е с 0,1–0,2 процентни пункта под базисната прогноза за 2015 г. и с 0,3–0,6 процентни пункта под тази за 2016 г. През 2017 г. ХИПЦ инфлацията се очаква да бъде с около 0,2–0,3 процентни пункта

<sup>2</sup> Фискалните допускания отразяват информацията, включена в законите за бюджета за 2015 г. и националните средносрочни бюджетни програми, налични към 20 февруари 2015 г. Те включват всички мерки по политиката, които вече са приети от националните парламенти или са достатъчно детайлно разработени от правителствата и е вероятно да преминат през законодателната процедура.

под базисната прогноза. Същевременно алтернативната тенденция на цените на петрола би подкрепила прираста на реалния БВП с около 0,1–0,2 процентни пункта през 2016 г. и 2017 г.

## 2) Алтернативна тенденция на обменния курс

**Тъй като базисната прогноза допуска непроменен ефективен обменен курс на еврото до края на периода, би могло да се предвиди сценарий, при който различните перспективи за растеж в еврозоната и в САЩ да доведат до допълнително обезценяване на еврото.** Такъв сценарий би бил в съответствие с очакванията за още по-големи различия в позициите на паричните политики в тези две икономики. Алтернативната тенденция при еврото, която предполага допълнително обезценяване, е изведена от 25-ия перцентил на разпределението на функцията, осигурена от базираните на опции риск-неутрални плътности за обменния курс щ.д./евро на 12 февруари 2015 г. Тази тенденция предполага постепенно обезценяване на еврото спрямо щатския долар до обменен курс от 1,04 през 2017 г., който е 8,8 % под базисното допускане за същата година. Съответните допускания за номиналния ефективен обменен курс на еврото отразяват исторически закономерности, като промените в обменния курс щ.д./евро отразяват промени в ефективния обменен курс с еластичност около 52 %. Това води до постепенно отклонение на ефективния обменен курс на еврото от базисното равнище, за да достигне ниво от 4,8 % под базисното равнище през 2017 г. При този сценарий резултатите от редица макроикономически модели на експертите на ЕЦБ сочат по-висок растеж на реалния БВП (с 0,1–0,3 процентни пункта) и по-висока ХИПЦ инфлация (с 0,1–0,4 процентни пункта) през 2015 г., 2016 г. и 2017 г.

## Каре 5

### ПРОГНОЗИ НА ДРУГИ ИНСТИТУЦИИ

**Редица международни организации и институции от частния сектор са публикували прогнози за еврозоната.** Тези прогнози обаче не са напълно съпоставими помежду си или с макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ, тъй като са завършени по различно време. Освен това те използват различни (отчасти неуточнени) методи за формулиране на допусканията за фискални, финансови и външни променливи, включително цените на петрола и на другите суровини. И накрая, съществуват различия в методите за календарно изглаждане при различните прогнози (вж. таблицата).

## Съпоставка на прогнозите за растежа на реалния БВП и ХИПЦ инфлацията в еврозоната

(годишно процентно изменение)

	Дата на публикуване	Растеж на БВП			ХИПЦ инфлация		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Прогнози на експертите на ЕЦБ	март 2015 г.	1,5	1,9	2,1	0,0	1,5	1,8
		[1,1 - 1,9]	[0,8 - 3,0]	[0,9 - 3,3]	[-0,3 - 0,3]	[0,8 - 2,2]	[1,0 - 2,6]
Европейска комисия	февруари 2015 г.	1,3	1,9	-	-0,1	1,3	-
ОИСР	ноември 2014 г.	1,1	1,7	-	0,6	1,0	-
Барометър за еврозоната (Euro Zone Barometer)	февруари 2015 г.	1,3	1,8	1,6	-0,1	1,1	1,5
Консенсусни икономически прогнози (Consensus Economics Forecast)	февруари 2015 г.	1,2	1,6	-	-0,1	1,1	-
Преглед на професионалните прогнозици (Survey of Professional Forecasters)	февруари 2015 г.	1,1	1,5	1,7	0,3	1,1	1,5
МВФ	януари 2015 г.	1,2	1,4	-	0,9	1,2	-

Източници: Икономическа прогноза на Европейската комисия, зима 2015 г.; МВФ – Перспективи за световната икономика, актуализация януари 2015 г. (БВП); МВФ – Перспективи за световната икономика, октомври 2014 г.; Икономически прогнози на ОИСР, ноември 2014 г.; Консенсусни икономически прогнози; MJEconomics; ЕЦБ – Преглед на професионалните прогнозици.

Забележки: Макроикономическите прогнози на експертите на Евросистемата и ЕЦБ, както и прогнозите на ОИСР представят календарно изгладени годишни темпове на растеж, докато Европейската комисия и МВФ представят годишни темпове на растеж, които не са изгладени спрямо броя на работните дни на година. Другите прогнози не уточняват дали включват календарно изгладени или неизгладени данни.

**Според наличните в момента прогнози, направени от други институции, растежът на реалния БВП и ХИПЦ инфлацията в еврозоната се очаква да са на подобни равнища или на малко по-ниски от посочените в прогнозите на експертите на ЕЦБ.**

© Европейска централна банка, 2015

Адрес: ул. „Зонеманщрасе“ 20, 60314 Франкфурт на Майн, Германия

Пощенски адрес: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Телефон: +49 69 1344 0

Факс: +49 69 1344 6000

Уебсайт: <http://www.ecb.europa.eu>

Всички права запазени.

Разрешава се възпроизвеждането с образователна и нетърговска цел при изрично позоваване на източника.