



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

ЕВРОСИСТЕМА

03 | 2012

МЕСЕЧЕН БЮЛЕТИН

ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

01 | 2012

02 | 2012

03 | 2012

04 | 2012

05 | 2012

06 | 2012

07 | 2012

08 | 2012

09 | 2012

10 | 2012

11 | 2012

12 | 2012

МЕСЕЧЕН БЮЛЕТИН  
МАРТ  
ИЗВАДКА



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

ЕВРОСИСТЕМА



За художественото оформление на всички издания на ЕЦБ през 2012 г. е използван мотив от банкнотата с номинал 50 евро.

МЕСЕЧЕН БЮЛЕТИН  
МАРТ 2012 г.  
ИЗВАДКА



© Европейска централна банка, 2012

**Адрес**

Кайзерштрасе 29  
60311 Франкфурт на Майн  
Германия

**Адрес за кореспонденция**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main  
Germany

**Телефон**

+49 69 1344 0

**Интернет страница**

<http://www.ecb.europa.eu>

**Факс**

+49 69 1344 6000

*Изпълнителният съвет на ЕЦБ носи отговорност за публикуването на Месечния бюлетин. По решение на Управителния съвет на ЕЦБ от началото на 2011 г. централните банки на държавите-членки извън еврозоната публикуват на официалните си езици само извадка от всеки тримесечен брой на бюлетина. Преводът на български език на увода и на макроикономическите прогнози се извършва от ЕЦБ, а на конспекта по глави – от Българската народна банка.*

*Всички права запазени. Разрешава се възпроизвеждането само с образователна и нетърговска цел, като изрично се посочва източникът.*

*Статистическите данни, представени в този брой, са към 7 март 2012 г.*

ISSN 1830-6063 (онлайн)

# СЪДЪРЖАНИЕ

УВОД 5

## РАЗВИТИЕ НА ИКОНОМИКАТА И ФИНАНСИТЕ

Конспект по глави 1 – 5 7

Каре:

Макроикономически прогнози  
на експерти на ЕЦБ за еврозоната 11







## УВОД

Въз основа на редовния си икономически и паричен анализ на заседанието си на 8 март 2012 г. Управителният съвет взе решение да не променя основните лихвени проценти на ЕЦБ. Получената след началото на февруари информация потвърждава предишната оценка на Управителния съвет за перспективите за икономическата активност. Наличните показатели от конюнктурни анкети потвърждават наличието на признаци на стабилизиране в икономиката на еврозоната. Перспективите за икономиката обаче все още са изложени на низходящи рискове. Поради повишение на цените на енергоносителите и косвените данъци темпът на инфлация през 2012 г. вероятно ще остане над 2% в условия на възходящи рискове. Въпреки това Управителният съвет очаква динамиката на цените да остане в съответствие с ценовата стабилност в периода, за който се отнася политиката. Базисният темп на нарастване на паричната маса остава сдържан, в съзвучие със слабия инфлационен натиск в средносрочен план. В перспектива Управителният съвет е твърдо ангажиран с поддържането на ценова стабилност в еврозоната в съответствие със своя мандат. За тази цел от съществено значение е продължителното твърдо стабилизиране на инфлационните очаквания в съответствие с целта на Управителния съвет за поддържане на темпа на инфлация под, но близо до 2% в средносрочен план.

През последните месеци Евросистемата приложи голям набор от допълнителни нестандартни мерки на паричната политика. На фона на извънредни обстоятелства през последното тримесечие на 2011 г. бе взето решение за тези мерки, включително и по-конкретно за двете тригодишни операции по дългосрочно рефинансиране. Първоначалното въздействие на мерките е положително. Те допринасят за значително подобрение на финансовите условия през последните месеци в съчетание с фискалната консолидация, засилените структурни реформи в редица държави от еврозоната и напредъка към по-силна рамка на икономическо управление в еврозоната. Управителният съвет очаква тригодишните операции по дългосрочно рефинансиране да предоставят

допълнителна подкрепа за продължаващата стабилизация на финансовите пазари, и по-специално за кредитирането в еврозоната. Всички нестандартни мерки на паричната политика имат временен характер. Също така изцяло на разположение са всички необходими инструменти за справяне с потенциални възходящи рискове за средносрочната ценова стабилност.

Що се отнася до икономическия анализ, през четвъртото тримесечие на 2011 г. реалният БВП в еврозоната се е свил с 0,3%. Според последните данни от конюнктурни анкети са налице признаци на стабилизиране на икономическата активност, макар и все още на ниско равнище. В перспектива през тази година Управителният съвет очаква икономиката в еврозоната постепенно да се възстановява. Външното търсене, много ниските лихвени проценти в еврозоната и всички мерки, предприети за стимулиране на гладкото функциониране на финансовия сектор в еврозоната, следва да подкрепят перспективите за икономическата активност. Продължаващото напрежение на пазарите на държавен дълг в еврозоната и неговото въздействие върху условията за кредитиране, както и процесът на коригиране на балансите във финансовия и нефинансовия сектор обаче се очаква да продължават да забавят базисната инерция на растеж.

Тази оценка е отразена и в макроикономическите прогнози за еврозоната на експертите на ЕЦБ от март 2012 г., според които годишният растеж на реалния БВП ще бъде между -0,5% и 0,3% за 2012 г. и между 0,0% и 2,2% за 2013 г. В сравнение с макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата от декември 2011 г. стойностите на интервалите са леко понижени. Тези перспективи продължават да са изложени на низходящи рискове. Те са свързани по-специално с възобновено засилване на напрежението на дълговите пазари в еврозоната и потенциалното му пренасяне в реалната икономика. Низходящите рискове са свързани и с по-нататъшно поскъпване на суровините.

Според предварителната оценка на Евростат годишната ХИПЦ инфлация в еврозоната през февруари 2012 г. е 2,7% – малко по-висока от 2,6% през януари. В перспектива през 2012 г. инфлацията вероятно ще остане над 2%, главно вследствие на неотдавнашното поскъпване на енергоносителите и наскоро обявеното увеличение на косвените данъци. Въз основа на сегашните цени на фючърсите за суровини годишният темп на инфлация следва да се понижи до стойности под 2% в началото на 2013 г. В перспектива, в условия на умерен растеж в еврозоната и добре стабилизиран дългосрочни инфлационни очаквания, базисният натиск на цените следва да остане ограничен.

Макроикономическите прогнози за еврозоната на експерти на ЕЦБ от март 2012 г. предвиждат годишната ХИПЦ инфлация да бъде в интервала от 2,1% до 2,7% през 2012 г. и от 0,9% до 2,3% през 2013 г. В сравнение с макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата от декември 2011 г. интервалите за ХИПЦ инфлацията са коригирани нагоре, особено този за 2012 г. Рисковете за прогнозната темп на ХИПЦ инфлация през следващите години все още се считат като цяло за балансиран, като възходящите рискове в краткосрочен план произтичат главно от по-високи от очакваното цени на петрола и косвени данъци. Продължават обаче да са налице низходящи рискове, главно поради по-слаба от очакваното динамика на икономическата активност.

Паричният анализ показва, че базисният темп на нарастване на паричната маса остава съдържан. Годишният темп на прираст на М3 през януари 2012 г. е 2,5%, повишен спрямо 1,5% през декември 2011 г. Прирастът на кредитите за частния сектор също остава съдържан. През януари неговият годишен темп (коригиран за продажбите и секюритизацията на кредити) обаче се е ускорил леко до 1,5% на годишна база след 1,2% през декември. Годишните темпове на прираст на кредитите за нефинансовите предприятия и за домакинствата (коригирани за продажбите и секюритизацията на кредити) през януари са съответно на равнища от

0,8% и 2,1%. Обемът на кредитите на ПФИ за нефинансови предприятия намалява съвсем малко през януари след силно изразен спад през декември. За разлика от това през януари потокът от кредити за домакинствата е положителен. След признаците за подобрене на финансовите условия от съществено значение е банките допълнително да укрепят устойчивостта си, включително чрез капитализиране на печалби. Стабилността на балансите на банките ще бъде ключов фактор за улесняване на адекватното осигуряване на кредити за икономиката.

В обобщение, икономическият анализ показва, че ценовата динамика следва да остане в съответствие с ценовата стабилност в средносрочен план. Съпоставката със сигналите от паричния анализ потвърждава тази картина.

В перспектива за предоставяне на благоприятна среда за устойчив растеж и засилване на доверието и конкурентоспособността Управителният съвет подчертава спешната нужда правителствата да осъществят по-голям напредък към възстановяване на стабилните фискални позиции и изпълнение на програмите за структурни реформи. Що се отнася до фискалната консолидация, много правителства в еврозоната постигат напредък. От съществено значение е да се продължи с широкообхватната фискална консолидация и да се спазват всички ангажменти. В тази връзка през 2012 г. Европейският семестър трябва да се използва за строго прилагане на подсиления механизъм за фискално наблюдение. Също толкова важни са структурните реформи за повишаване на способността за приспособяване и конкурентоспособността в държавите от еврозоната и за подсилване на перспективите за растеж и създаване на работни места. В тази област е желателен по-голям напредък. Управителният съвет силно приветства доклада на Европейската комисия за механизма за предупреждение относно макроикономическите дисбаланси и очаква изложените подробни прегледи на страните активно да подкрепят процесите на реформи, които в момента се извършват в държавите от еврозоната.

# РАЗВИТИЕ НА ИКОНОМИКАТА И ФИНАНСИТЕ

## КОНСПЕКТ ПО ГЛАВИ I – 5

### I ЕВРОЗОНА – ВЪНШНА СРЕДА

В среда, която се характеризира с подобряващи се условия на финансовите пазари, индикаторите от проучванията потвърждават наличието на допълнителни признаци за стабилизиране на световната икономическа активност. Въпреки че растежът в развитите икономики е забавен поради структурни пречки, в страните с възникващи пазари той се запазва устойчив. През последните месеци инфлационната динамика в развитите икономики остава сравнително съдържана. В страните с възникващи пазари в последно време равнището на инфлация спада, макар че инфлационният натиск се запазва.

### 2 ДИНАМИКА НА ПАРИТЕ И РАЗВИТИЕ НА ФИНАНСОВИЯ СЕКТОР

#### 2.1 ПАРИ И КРЕДИТ НА ПФИ

Годишният темп на прираст на МЗ се повишава съществено през януари 2012 г. поради значителен месечен приток, който компенсира с излишък силния му спад, наблюдаван през декември 2011 г. Такова засилване на прираста на широките пари се забелязва при всички основни компоненти и във всички сектори. Годишният темп на прираст на кредитите за частния сектор, коригиран за продажбите и секюритизацията, също се ускорява значително през януари 2012 г., отразявайки не само силното кредитиране за непаричните финансови посредници, различни от застрахователни дружества и пенсионни фондове (ДФП), но също и слабия приток на кредити за нефинансовия частен сектор, което донякъде представлява обрат спрямо свиването им, наблюдавано през декември 2011 г. Независимо от това базовият темп на растеж на парите и кредита остава потиснат. Взети заедно, тези процеси показват, че нестандартните мерки, приети на 8 декември 2011 г. – по-конкретно 3-годишните операции по дългосрочно рефинансиране (ОДР, *LTRO*) – са облекчили натиска върху кредитните институции в еврозоната от страна на финансирането, с което са помогнали за намаляване на риска от хаотично намаляване на дела на привлечените средства от страна на банковия сектор. Същевременно още не може да се очаква мерките да имат видимо отражение върху кредитирането на частния сектор, защото подобно въздействие се осъществява винаги с известно забавяне във времето.

#### 2.2 ФИНАНСОВИ ИНВЕСТИЦИИ НА НЕФИНАНСОВИТЕ СЕКТОРИ И НА ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИТОРИ

Годишният темп на прираст на финансовите инвестиции на нефинансовите сектори остава без промяна през третото тримесечие на 2011 г., отразявайки отчасти съдържания прираст на доходите на домакинствата и ретроспективно ниската им норма на спестяване. Годишният темп на прираст на финансовите инвестиции на застрахователните дружества и пенсионните фондове също не се променя, отразявайки слабите инвестиции на домакинствата в застрахователни технически резерви. Засилването на напрежението на финансовите пазари през четвъртото тримесечие на 2011 г. води до по-нататъшни мащабни нетни изкупувания за всички основни видове инвестиционни фондове.

#### 2.3 ЛИХВЕНИ ПРОЦЕНТИ НА ПАРИЧНИЯ ПАЗАР

Лихвените проценти на паричния пазар в общи линии се понижават в периода от 7 декември 2011 г. до 7 март 2012 г. Това се дължи на ревизираните надолу очаквания за краткосрочните лихвени проценти и на решението на Управителния съвет от 8 декември 2011 г. да понижи основните лихвени проценти на ЕЦБ с 25 б.т. Това решение влиза в сила от първата основна



операция по рефинансиране със сетълмент на 14 декември 2011 г. Колебливостта на лихвените проценти на паричния пазар отслабва и от началото на годината ЕОНИА се стабилизира на ниски равнища вследствие на големия обем свръхликвидност.

## **2.4 ПАЗАРИ НА ОБЛИГАЦИИ**

От края на ноември 2011 г. до началото на март 2012 г. доходността на дългосрочните държавни облигации с рейтинг *AAA* на страните от еврозоната спада значително, докато доходността на съпоставимите ДЦК на САЩ намалява съвсем слабо. Динамиката на пазара на държавни облигации през този период вероятно се дължи на редица фактори. В еврозоната доходността на облигациите се понижава успоредно с предприетите политически мерки, благоприятстващи разрешаването на кризата с държавните дългове. Комплексът от икономически и финансови събития, включително понижаването на кредитните рейтинги на някои страни от еврозоната, не изглежда да е повлиял съществено върху нагласите на пазара. В САЩ положителните пазарни нагласи се дължат по принцип на по-добрите от очакваното макроикономически данни. Несигурността относно бъдещата динамика на пазарите на облигации, измерена с очакваната им колебливост, намалява значително през разглеждания период, особено в еврозоната. Пазарните индикатори сочат, че очакванията за инфлацията напълно съответстват на ценовата стабилност.

## **2.5 КАПИТАЛОВИ ПАЗАРИ**

От края на ноември 2011 г. до началото на март 2012 г. курсът на акциите рязко се повишава както в еврозоната, така и в САЩ. Положителните пазарни нагласи вероятно са подкрепени от оповестените като цяло по-добри от очакваното макроикономически данни за САЩ и от възобновилите се надежди за трайно разрешаване на кризата с държавните дългове в еврозоната. Подобряването на условията за финансиране, което се дължи на провежданите от Евросистемата операции по дългосрочно рефинансиране, вероятно също е допринесло за динамиката на капиталовите пазари в еврозоната, особено що се отнася до високите курсове на акциите на финансови предприятия. През разглеждания период несигурността на капиталовите пазари, измерена с очакваната колебливост, намалява до равнища, наблюдавани за последен път в средата на 2011 г.

## **2.6 ФИНАНСОВИ ПОТОЦИ И ФИНАНСОВА ПОЗИЦИЯ НА НФП**

От октомври 2011 г. до януари 2012 г. реалната цена на финансирането за нефинансовите предприятия в еврозоната намалява, отразявайки мащабен спад при повечето подкатегории, но най-вече при лихвените проценти по дългосрочни кредити. Що се отнася до финансовите потоци, през четвъртото тримесечие на 2011 г. годишният прираст на кредитите за НФП се забавя до 1,1%. Слабата кредитна динамика изглежда като цяло в съответствие с все още неблагоприятните икономически условия в еврозоната. Емисията на дългови ценни книжа от НФП леко нараства през четвъртото тримесечие на 2011 г.

## **2.7 ФИНАНСОВИ ПОТОЦИ И ФИНАНСОВА ПОЗИЦИЯ НА СЕКТОР „ДОМАКИНСТВА“**

Условията за финансиране на домакинствата от еврозоната през четвъртото тримесечие на 2011 г. и през януари 2012 г. се характеризират с леко общо понижаване на лихвените проценти по банкови кредити. Същевременно в проучването на банковото кредитиране от януари 2012 г. банките отчитат по-нататъшно нетно затягане на условията за предоставяне на кредити за домакинства. Годишният темп на прираст на кредитите на ПФИ за домакинства, коригиран за продажбата и секюритизацията на кредити, спада до 1,9% през декември 2011 г., преди слабо да се възстанови до 2,1% през януари 2012 г. Последните засега данни

продължават да сочат потисната динамика на кредитирането на домакинствата. Бремето на лихвените плащания и съотношението „дълг / брутен разполагаем доход“ на домакинствата се оценяват като в общи линии неизменни през четвъртото тримесечие на 2011 г.

### 3 ЦЕНИ И РАЗХОДИ

Според моментната оценка на Евростат годишната ХИПЦ инфлация в еврозоната е 2,7% през февруари 2012 г., малко над отчетените през януари 2,6%. В перспектива засега изглежда, че инфлацията ще се установи над 2% през 2012 г. главно поради неотдавнашни повишения на цените на енергията, както и поради наскоро обявени увеличения на някои косвени данъци. Въз основа на текущите цени на фючърсите на борсови стоки годишната инфлация ще спадне отново до равнище под 2% в началото на 2013 г. В по-далечна перспектива в обстановка на нисък растеж в еврозоната и овладени дългосрочни очаквания за инфлацията натискът от страна на базисните цени следва да остане ограничен. В макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ за еврозоната от март 2012 г. се предвижда годишна ХИПЦ инфлация в диапазона между 2,1% и 2,7% за 2012 г. и между 0,9% и 2,3% за 2013 г. Рисковете за прогнозните равнища на ХИПЦ инфлацията през следващите години изглеждат общо балансирани, като в краткосрочен план съществуват рискове за отклоняването ѝ над прогнозата (т.е. от подценяването ѝ), които са свързани главно с по-високи от очакваното цени на петрола и увеличения на косвените данъци. Продължават да съществуват обаче и рискове за надценяването на ХИПЦ инфлацията поради по-слаба от очакваното икономическа активност.

### 4 ПРОИЗВОДСТВО, ТЪРСЕНЕ И ПАЗАР НА ТРУДА

Реалният БВП се свива с 0,3% в еврозоната през четвъртото тримесечие на 2011 г. Според последни данни от проучвания съществуват признаци за стабилизиране на икономическата активност, макар и все още на ниско ниво. През 2012 г. се очаква икономиката на еврозоната постепенно да се възстановява. Перспективите за икономическата активност следва да бъдат подкрепени от външното търсене, от много ниските краткосрочни лихвени проценти в еврозоната и от всички мерки, предприемани за насърчаване на правилното функциониране на финансовия сектор в еврозоната. Все пак продължаващото напрежение на пазарите на държавен дълг в еврозоната и отражението му върху условията за предоставяне на кредити, както и процесът на корекция на балансите във финансовия и в нефинансовите сектори се очаква да продължат да забавят инерцията на базовия растеж.

Тази оценка намира отражение и в макроикономическите прогнози за еврозоната на експертите на ЕЦБ от март 2012 г., в които се предвижда годишен растеж на реалния БВП между -0,5% и 0,3% през 2012 г. и между 0,0% и 2,2% през 2013 г. В сравнение с макроикономическите прогнози на експерти от Евросистемата от декември 2011 г. диапазоните са изместени малко надолу. Прогнозата остава изложена на риск от надценяване на растежа.

### 5 ПУБЛИЧНИ ФИНАНСИ

Последните данни от статистиката на правителствените финанси сочат продължаващ спад на бюджетните дефицити в еврозоната като цяло и по-бавен темп на натрупване на държа-

вен дълг. Налице са и първи признаци, че напредъкът по отношение на фискалната консолидация и усилията за укрепване рамката на ЕС за фискално и икономическо управление допринасят за намаляване на напрежението на пазарите на държавен дълг в уязвимите страни от еврозоната. Независимо от това нагласите на финансовите пазари остават несигурни. Ето защо правителствата на държавите от еврозоната трябва да продължат да прилагат всеобхватни стратегии за фискална консолидация и да спазват всички свои ангажменти, поети с Пакта за стабилност и растеж. В този смисъл Европейският семестър от 2012 г. следва да бъде използван за строго прилагане на механизма за засилен фискален надзор.

Каре

**МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ПРОГНОЗИ НА ЕКСПЕРТИ НА ЕЦБ ЗА ЕВРОЗОНАТА**

Въз основа на информацията, налична към 23 февруари 2012 г., експерти на ЕЦБ изготвиха прогнози за макроикономическото развитие в еврозоната<sup>1</sup>. Според прогнозите интервалът на средногодишния растеж на реалния БВП ще бъде между -0,5% и 0,3% през 2012 г. и между 0,0% и 2,2% през 2013 г. Прогнозира се инфлацията да бъде между 2,1% и 2,7% през 2012 г. и между 0,9% и 2,3% през 2013 г.

**Технически допускания за лихвените проценти, обменните курсове, цените на суровините и фискалната политика**

Техническите допускания за лихвените проценти и за цените както на енергоносителите, така и на неенергийните суровини се основават на пазарни очаквания към 16 февруари 2012 г. (крайна дата).

Допускането за краткосрочните лихвени проценти е от чисто техническо естество. Краткосрочните лихвени проценти се измерват чрез тримесечния *EURIBOR*, като пазарните очаквания се извеждат от фючърсните цени. Според този метод средното равнище на краткосрочните лихвени проценти е 0,9% както за 2012 г., така и за 2013 г. Пазарните очаквания за номиналната доходност на 10-годишните държавни облигации в еврозоната са за средно равнище от 4,6% през 2012 г. и 5,0% през 2013 г. Очаква се както краткосрочните, така и дългосрочните лихвени проценти по банкови кредити за нефинансовия частен сектор в еврозоната да намаляват през следващите тримесечия, отразявайки движението на лихвите на форуърдните пазари и постепенното прехвърляне на промените в пазарните лихвени проценти върху лихвите по кредити, като дългосрочните лихвени проценти да достигнат най-ниското си ниво в средата на 2012 г., а краткосрочните – в края на 2012 г. Макар че се очаква условията за предоставяне на кредити за еврозоната като цяло да бъдат благоприятствани от мерките на паричната политика на Евросистемата, те все пак се предвижда да останат в общи линии относително строги.

Що се отнася до цените на суровините, трендът на фючърсните пазари през двуседмичния период, приключващ на крайната дата, дава основание да се определят очаквани средни цени на суровия петрол тип „Брент“ от 115,1 щ.д./барел през 2012 г. и 110,2 щ.д./барел през 2013 г. Очаква се цените на неенергийните суровини в щатски долари<sup>2</sup> да намалят с 3,1% през 2012 г. и впоследствие да се повишат с 3,8% през 2013 г. Двустранните обменни курсове се очаква да останат непроменени през прогнозния период – на средните равнища от двуседмичния период, завършващ на крайната дата 16 февруари 2012 г. Това предполага

1 Макроикономическите прогнози на експерти на ЕЦБ допълват тези на експерти на Евросистемата, изготвяни на всеки шест месеца съвместно от експерти на ЕЦБ и на националните централни банки от еврозоната. Използваните техники съответстват на техниките за разработването на прогнози от експерти на Евросистемата, описани в „Ръководство за макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата“ (*A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*), ЕЦБ, юни 2001 г., публикувано на уебсайта на ЕЦБ. Поради степента на несигурност, свързана с тези прогнози, резултатите за всяка отделна променлива са представени в интервал. Интервалите се основават на разликите между реалните резултати и предишни прогнози за определен брой години. Широчината на интервалите е двойният размер на средните абсолютни стойности на тези разлики. Използваният метод, 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 също се намира на уебсайта на ЕЦБ.

2 Допусканията за цените на петрола и на храните се основават на цените на фючърсите до края на периода, за който се отнасят прогнозите. Приема се, че цените на другите суровини ще следват фючърсите до първото тримесечие на 2013 г., след което ще се развиват в синхрон с глобалната икономическа активност.



обменен курс *щатски долар/евро* на равнище 1,31 през 2012 г. и 1,32 през 2013 г. Предвижда се спад на ефективния обменен курс на еврото с 4,0% през 2012 г. и задържането му без изменение през 2013 г. Допусканията на фискалната политика се основават на националните бюджетни програми на отделните държави от еврозоната към 22 февруари 2012 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.

### Допускания по отношение на международната среда

Растежът на реалния БВП в световен план (извън еврозоната), който според оценките е бил 4,1% през 2011 г., се очаква да намалее до 3,8% през 2012 г. и да се повиши до 4,3% през 2013 г. През втората половина на 2011 г. забавянето в глобален мащаб е свързано главно с отслабване на реалните доходи поради поскъпването на суровините, както и с повишената несигурност и засиленото нежелание за поемане на риск, водещи до напрежение на глобалните финансови пазари. Все пак актуалните данни, особено за САЩ, показват, че в началото на годината е настъпило известно циклично стабилизиране. Тази оценка е подкрепена по-специално от начални признаци на стабилизиране при показателите за доверието на бизнеса и потребителите, както и от леко смекчаване на условията на глобалните финансови пазари. Все пак перспективите за растеж в средносрочен план остават умерени, особено в развитите икономики, главно поради продължаващата необходимост от коригиране на балансите, която възпира растежа. В този смисъл, въпреки напредъка в ребалансирането на задлъжнялостта на частния сектор, в няколко развити икономики равнището на дълг на домакинствата остава повишено. Нещо повече, свиването на публичните разходи с цел възстановяване на устойчиво бюджетно салдо също ограничава вътрешното търсене в редица развити икономики. Обратно, при икономиките на възникващи пазари се очаква през прогнозния период растежът да продължи с много по-бърз темп, отколкото при развитите икономики. Все пак се предвижда леко забавяне в икономиките на възникващи пазари да отслаби натиска към прегряване, наблюдаван по-рано в някои ключови страни от тази група (напр. Китай). Като цяло се очаква страните с възникващи пазари в Азия да продължат тенденцията към плавно приземяване, докато в страните от Централна и Източна Европа се предвижда растежът да се забави. Вследствие на оживлението в глобален мащаб оценката е за 4,3% нарастване на външното търсене към еврозоната през 2012 г. и 6,5% през 2013 г.

### Прогнози за растежа на реалния БВП

През 2011 г. отслабва инерцията на растежа на реалния БВП в еврозоната, като през четвъртото тримесечие се отбелязва спад в икономическата активност. Забавянето ѝ в хода на 2011 г. отразява, наред с всичко останало, забавянето в глобален мащаб, високите цени на суровините и неблагоприятното въздействие на кризата с държавния дълг в еврозоната върху доверието на потребителите и бизнеса, както и влошаването на условията за предоставяне на кредити и по-нататъшното затягане на фискалната позиция в някои държави от еврозоната. Очаква се тези неблагоприятни фактори да продължат да възпрепятстват икономическата активност през първата половина на 2012 г., макар че те все повече ще бъдат смекчавани от благоприятното влияние на засилващото се външно търсене, по-ниския ефективен обменен курс и подкрепящата роля на стандартните и нестандартните мерки на паричната политика. В перспектива, при условие че финансовата криза не се засили отново,

очаква се растежът на реалния БВП да започне леко да се увеличава през втората половина на 2012 г. и да отбележи известно по-нататъшно подобрене през 2013 г., отразявайки постепенното засилване на вътрешното търсене и благоприятното влияние на нетната търговия в резултат от засилване на външното търсене и по-нисък обменен курс. Съживяването на вътрешното търсене би трябвало да бъде подпомогнато от отслабване на инфлацията на цените на енергоносителите и храните, което ще допринесе за реалния разполагаем доход, както и от благоприятното въздействие на много ниските краткосрочни лихвени проценти и от мерките в подкрепа на функционирането на финансовата система. Възстановяването обаче се очаква да бъде забавено, тъй като продължава процесът на фискална консолидация, неблагоприятните кредитни условия вероятно ще се подобряват едва постепенно, а в много сектори е още в ход реструктуриране на балансите. Прогнозира се растежът на реалния БВП да надмине потенциалния си темп в края на прогнозния период и това да доведе до стесняване на отрицателното отклонение на БВП от потенциалното му ниво. Като цяло се очаква възстановяването да бъде бавно. В годишен план се очаква реалният БВП да отбележи нарастване с  $-0,5\%$  –  $0,3\%$  през 2012 г. и  $0,0\%$  –  $2,2\%$  през 2013 г.

Ако разгледаме по-подробно елементите на търсенето, предвижда се растежът на износа извън еврозоната да започне да се засилва през 2012 г. и да набере инерция през 2013 г., отразявайки главно развитието на външното търсене към еврозоната и повишената конкурентоспособност в резултат от по-ниския ефективен обменен курс на еврото. Прогнозата за бизнес инвестициите е те да отбележат спад в краткосрочен план, а през 2013 г. постепенно да се засилят, подпомагани от засилващия се прираст на износа, възстановяването на вътрешното търсене, ниските лихвени проценти и относително устойчивата рентабилност. Очаква се жилищните инвестиции да останат много слаби през цялата 2012 г. и постепенно да нарастват през 2013 г. Макар че продължаващите корекции на жилищния пазар в някои държави все така забавят възстановяването, в други привлекателността на жилищните инвестиции в сравнение с други форми на инвестиции отбелязва известно нарастване на фона на по-високия усещан риск, свързан с алтернативни инвестиции. За държавните инвестиции се допуска спад през 2012 г. и последващо стабилизиране през 2013 г., както се посочва в обявените в редица държави от еврозоната пакети за фискална консолидация.

Оценката за частното потребление е, че през четвъртото тримесечие на 2011 г. то е отбелязало спад. Очаква се то да остане вяло в хода на 2012 г. и след това постепенно да започне да нараства. Прогнозата за прираста на номиналния разполагаем доход е той да бъде забавен отначало от спада в заетостта, а след това – от слабото ѝ нарастване. В допълнение към това се очаква темпът на нарастване както на заплатите, така и на трансферния доход да бъде забавен, отчасти поради затягането на фискалната позиция в редица държави от еврозоната. Реалният разполагаем доход обаче ще се запази във времето, тъй като се очаква да отслабне неблагоприятното въздействие на поскъпването на суровините в предишни периоди. Нормата на спестяване се предвижда леко да намалее до края на периода, за който се отнасят прогнозите. Това отразява очакването, че въпреки сдържаността в нагласите, която благоприятства спестяванията, известно изглаждане на потреблението на фона на неблагоприятно развитие на реалния доход ще отслабва спестяванията през 2012 г. и 2013 г. Ниските лихвени проценти също ще допринесат за спад в нормата на спестяване. Предвижда се нарастването на потреблението на сектор *Държавно управление* в реални измерения да остане слабо през прогнозния период, отразявайки въздействието на обявените в редица държави от еврозоната пакети от мерки за фискална консолидация.

**Таблица А Макроикономически прогнози за еврозоната**

(средногодишно процентно изменение)<sup>1),2)</sup>

|                                                  | 2011 г. | 2012 г.    | 2013 г.    |
|--------------------------------------------------|---------|------------|------------|
| ХИПЦ                                             | 2,7     | 2,1 – 2,7  | 0,9 – 2,3  |
| Реален БВП                                       | 1,5     | -0,5 – 0,3 | 0,0 – 2,2  |
| Потребление на частния сектор                    | 0,2     | -0,7 – 0,1 | 0,0 – 1,6  |
| Потребление на сектор <i>Държавно управление</i> | 0,2     | -0,6 – 0,2 | -0,1 – 1,3 |
| Бруто образуване на основен капитал              | 1,6     | -2,6 – 0,2 | -0,9 – 3,7 |
| Износ (стоки и услуги)                           | 6,4     | 0,1 – 5,1  | 0,7 – 8,1  |
| Внос (стоки и услуги)                            | 4,1     | -1,1 – 3,5 | 0,7 – 7,3  |

1) Прогнозите за реалния БВП и неговите компоненти се отнасят за календарно изгледени данни. Прогнозите за вноса и износа включват търговията в рамките на еврозоната.

2) Данните се отнасят за еврозоната, включваща Естония. Средногодишното процентно изменение на ХИПЦ за 2011 г. е базирано на състав на еврозоната, който през 2010 г. вече включва Естония.

Прирастът на износа извън еврозоната се очаква постепенно да набере инерция до края на периода, за който се отнасят прогнозите. Очакванията за вноса от страни извън еврозоната е той да нараства по-бързо от съвкупното търсене, като цяло в унисон с историческите закономерности. В отражение на малко по-силното нарастване на износа се очаква нетната търговия да даде положителен, макар и намаляващ принос за прираста на реалния БВП през прогнозния период.

### Прогнози за цените и разходите

Според предварителната оценка на Евростат през февруари 2012 г. общата ХИПЦ инфлация е била 2,7% след средна стойност от 2,7% през 2011 г. Прогнозата е през следващите тримесечия тя да намалява. Средният темп на общата ХИПЦ инфлация се очаква да бъде в интервала 2,1% – 2,7% през 2012 г. и 0,9% – 2,3% през 2013 г. Забавянето се дължи предимно на намаляване на приноса на цените на енергоносителите, тъй като оценката е цените на суровия петрол постепенно да спадат през прогнозния период, а въздействието на нарастването им в предишни периоди постепенно да отзвучава. Нарастването на компонента цени на храните в ХИПЦ инфлацията също се предвижда да отслабне през 2012 г. и 2013 г. Това отразява допускането, че цените на продоволствените суровини би трябвало да се запазят стабилни през следващите няколко тримесечия. И накрая, ХИПЦ инфлацията без компонентите храни и енергоносители се очаква да остане като цяло стабилна до края на прогнозния период. Макар че се очаква вътрешният ценови натиск, произтичащ от бавното нарастване на вътрешното търсене и съдържаната динамика на разходите за труд, да бъде слаб, той би трябвало да бъде в общи линии компенсирани от възходящото въздействие на предвидените увеличения на косвените данъци и административно определяните цени.

В по-подробен план външният ценови натиск е нараснал в известна степен през последните месеци, главно поради обезценяването на еврото, което е довело, наред с всичко останало, до по-високи цени на суровините в евро. Очаква се това да упражни възходящ натиск върху дефлатора на вноса през следващите тримесечия. Все пак се очаква тези фактори да бъдат изцяло компенсирани от низходящи базови ефекти, дължащи се най-вече на повишения в цените на суровините през 2011 г. Ето защо годишният темп на нарастване на дефлатора на вноса се очаква да отслабне в началото на 2012 г., а през 2013 г. да се понижи допълнително. Що се отнася до вътрешния ценови натиск, темпът на нарастване на компенсацията на наето лице се очаква да се забави през 2012 г., тъй като влошаващите се условия на трудовия пазар упражняват натиск за понижаване. След това прогнозата е годишният темп на прираст на компенсацията на наето лице постепенно да започне да нараства, подкрепян от

засилването на икономическата активност. Годишният темп на нарастване на разходите за труд на единица продукция се очаква да остане в общи линии стабилен през 2012 г. и 2013 г. Предвижда се нарастването на нормата на печалба да бъде слабо през 2012 г. в отражение на вълното съвкупно търсене. През 2013 г. се очаква малко по-висок растеж на нормата на печалба, в синхрон с подобряващите се перспективи за икономическата активност. Повишаването на административно определяните цени се очаква да допринесе значително за ХИПЦ инфлацията през целия прогнозен период, отразявайки продължаващата фискална консолидация в редица държави от еврозоната. Влиянието на косвените данъци също се очаква да бъде съществено през 2012 г. и 2013 г.

### Съпоставка с прогнозите от декември 2011 г.

В сравнение с макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата, публикувани в изданието на *Месечен бюлетин* от декември 2011 г., интервалите за прираста на реалния БВП в еврозоната за 2012 г. и 2013 г. са коригирани леко надолу. Низходящата корекция отразява главно въздействието на по-ниското външно търсене, по-високите цени на петрола, допълнителната фискална консолидация и малко по-затегнатите условия за предоставяне на кредити, независимо от по-ниските краткосрочни и дългосрочни лихвени проценти и по-високите цени на фондовия пазар. Що се отнася до ХИПЦ-инфлацията, прогнозните интервали както за 2012 г., така и за 2013 г. са малко по-високи от посочените в прогнозите от декември 2011 г., в отражение най-вече на по-високите цени на енергоносителите и по-ниския обменен курс на еврото, но отчасти също и заради повишаването на цените на храните и косвените данъци.

Таблица Б Съпоставка с прогнозите от декември 2011 г.

(средногодишно процентно изменение)

|                               | 2012 г.    | 2013 г.   |
|-------------------------------|------------|-----------|
| Реален БВП – декември 2011 г. | -0,4 – 1,0 | 0,3 – 2,3 |
| Реален БВП – март 2012 г.     | -0,5 – 0,3 | 0,0 – 2,2 |
| ХИПЦ – декември 2011 г.       | 1,5 – 2,5  | 0,8 – 2,2 |
| ХИПЦ – март 2012 г.           | 2,1 – 2,7  | 0,9 – 2,3 |

### Съпоставка с прогнозите на други институции

Съществуват редица прогнози за еврозоната, направени от международни организации и институции от частния сектор (таблица В). 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 (и отчасти неуточнени) методи за формулиране на допускания за фискални, финансови и външни променливи, включително цените на петрола и на други суровини. И накрая, съществуват различия в методите за календарно изглаждане при различните прогнози.

Според наличните в момента прогнози на други организации и институции се очаква растежът на реалния БВП в еврозоната да бъде в интервала -0,5% – 0,2% през 2012 г. и 0,8% – 1,4% през 2013 г., като и в двата случая това е в рамките на интервала, предвиден от експертите на ЕЦБ. Що се отнася до инфлацията, според наличните прогнози средногодиш-

ният темп на ХИПЦ инфлацията ще бъде между 1,5% и 2,1% през 2012 г., което е близо до или под долната граница на интервала в прогнозите на експертите на ЕЦБ. За 2013 г. наличните прогнози са ХИПЦ инфлацията да бъде между 1,2% и 1,7%, което е в рамките на интервала в прогнозите на експертите на ЕЦБ.

**Таблица В Съпоставка на прогнозите за растежа на реалния БВП и ХИПЦ инфлацията в еврозоната**

(средногодишно процентно изменение)

|                                                                                     | Дата на публикуване                | Растеж на БВП |           | ХИПЦ инфлация |           |
|-------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------|---------------|-----------|---------------|-----------|
|                                                                                     |                                    | 2012 г.       | 2013 г.   | 2012 г.       | 2013 г.   |
| ОИСР                                                                                | ноември 2011 г.                    | 0,2           | 1,4       | 1,6           | 1,2       |
| Европейска комисия                                                                  | февруари 2012 г. / ноември 2011 г. | -0,3          | 1,3       | 2,1           | 1,6       |
| МВФ                                                                                 | януари 2012 г. / септември 2011 г. | -0,5          | 0,8       | 1,5           |           |
| Преглед на професионалните прогнозици ( <i>Survey of Professional Forecasters</i> ) | февруари 2012 г.                   | -0,1          | 1,1       | 1,9           | 1,7       |
| Консенсусни икономически прогнози ( <i>Consensus Economics Forecasts</i> )          | февруари 2012 г.                   | -0,3          | 0,9       | 2,0           | 1,7       |
| Прогнози на експерти на ЕЦБ                                                         | март 2012 г.                       | -0,5 – 0,3    | 0,0 – 2,2 | 2,1 – 2,7     | 0,9 – 2,3 |

Източници: Междинна прогноза на Европейската комисия, февруари 2012 г. за данните за 2012 г. и Европейска икономическа прогноза, есен 2011 г. за данните за 2013 г.; МВФ: Актуализирани перспективи за световната икономика, януари 2012 г. за растежа на реалния БВП и Перспективи за световната икономика, септември 2011 г. за инфлацията; Икономически прогнози на ОИСР, ноември 2011 г.; Консенсусни икономически прогнози и ЕЦБ – Преглед на професионалните прогнозици.

Забележка: Макроикономическите прогнози на експерти на ЕЦБ, както и прогнозите на ОИСР, представят календарно изгледени годишни темпове на растеж, докато Европейската комисия и МВФ представят годишни темпове на растеж, които не са изгледени спрямо броя на работните дни на година. Другите прогнози не уточняват дали включват календарно изгледени или неизгледени данни.



ISSN 1561 0136



9 771561 013006