



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

ЕВРОСИСТЕМА

12 2014

МЕСЕЧЕН БЮЛЕТИН

ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

01 | 2014

02 | 2014

03 | 2014

04 | 2014

05 | 2014

06 | 2014

07 | 2014

08 | 2014

09 | 2014

10 | 2014

11 | 2014

12 | 2014

МЕСЕЧЕН БЮЛЕТИН ДЕКЕМВРИ ИЗВАДКА

Това е последният брой на *Месечен бюлетин* на ЕЦБ. Той ще бъде заменен от новия *Икономически бюлетин*, който от януари 2015 г., с оглед на оповестената промяна в графика на заседанията на Управителния съвет, ще има шестседмична периодичност и ще бъде публикуван две седмици след всяко заседание на Управителния съвет по паричната политика.



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

ЕВРОСИСТЕМА



МЕСЕЧЕН БЮЛЕТИН ДЕКЕМВРИ 2014 г. ИЗВАДКА

За художественото оформление на всички издания на ЕЦБ през 2014 г. е използван мотив от банкнотата с номинал 20 евро.

© Европейска централна банка, 2014

Адрес

60640 Франкфурт на Майн
Германия

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 3 декември 2014 г.

ISSN 1830-6063 (онлайн)

Каталожен номер (ЕС): QB-AG-14-012-EN-N
(пълното издание на английски език, онлайн)

СЪДЪРЖАНИЕ

УВОД

5

РАЗВИТИЕ НА ИКОНОМИКАТА И ФИНАНСИТЕ

Конспект по глави 1–5

9

Макроикономически прогнози на експерти на Евросистемата
за еврозоната – декември 2014 г.

13



УВОД



Въз основа на редовния си икономически и паричен анализ и в съответствие със своя ориентир за паричната политика на заседанието си на 4 декември 2014 г. Управителният съвет взе решение да не променя основните лихвени проценти на ЕЦБ. Що се отнася до нестандартните мерки на паричната политика, Евросистемата започна закупуването на обезпечени облигации и обезпечени с активи ценни книжа. Продължителността на тези програми за закупуване ще бъде най-малко две години. Втората целева операция по дългосрочно рефинансиране ще бъде проведена скоро и ще бъде последвана от други шест операции до юни 2016 г. В съвкупността си мерките ще повлияят съществено върху баланса на Евросистемата, който се очаква да се доближи до размерите си от началото на 2012 г.

През следващите месеци мерките допълнително ще смекчат позицията на паричната политика в общ план, ще подкрепят ориентира на Управителния съвет за основните лихвени проценти на ЕЦБ и ще подчертаят наличието на значими и нарастващи различия между основните развити икономики, що се отнася до цикъла на паричната политика. Актуалните макроикономически прогнози за еврозоната обаче сочат по-ниска инфлация, съчетана с по-нисък прираст на реалния БВП и сдържана парична динамика.

В този контекст в началото на следващата година Управителният съвет отново ще направи оценка на постигнатото парично стимулиране, нарастването на баланса и перспективите за ценовата динамика. Той ще направи оценка и на общото въздействие на неотдавнашната динамика на цените на петрола върху средносрочната тенденция при инфлацията в еврозоната. Ако бъде необходимо да се предприемат по-нататъшни действия по отношение на рисковете от твърде продължителен период на ниска инфлация, Управителният съвет остава единодушен в ангажимента си да приложи допълнителни нестандартни инструменти в рамките на своя мандат. Това би означавало в началото на следващата година промяна на размера, темпа и състава на мерките. В отговор на искането на Управителния съвет, експертите на ЕЦБ и съответните комитети на Евросистемата ускориха техническата подготовка за допълнителни мерки, които при необходимост биха могли да се приложат своевременно. Всички мерки на паричната политика са насочени към поддържане на твърдото стабилизиране на инфлационните очаквания в средносрочен до дългосрочен план, в съответствие с целта на Управителния съвет за поддържане на темпа на инфлация под, но близо до 2%, както и допринасят за връщането на темпа на инфлация към това равнище.

Що се отнася до икономическия анализ, през третото тримесечие на тази година реалният БВП в еврозоната се повиши с 0,2% на тримесечна база. Това е в съответствие с предишни показатели за отслабване на инерцията на растежа в еврозоната, водещо до низходяща корекция в актуалните прогнози за перспективите за прираста на реалния БВП в еврозоната. Последните данни и информация от конюнктурни анкети до ноември потвърждават тази картина на по-слаб растеж през предстоящия период. Същевременно се запазва перспективата за умерено икономическо възстановяване. От една страна, вътрешното търсене би трябвало да бъде подпомогнато от мерките на паричната политика, от продължаващото подобряване на финансовите условия, от отбелязания напредък във фискалната консолидация и структурните реформи, както и от значително по-ниските цени на енергоносителите, подкрепящи реалния разполагаем доход. Наред с това търсенето на износ следва да бъде повлияно благоприятно от възстановяването в глобален план. От друга страна, възстановяването вероятно все така ще бъде забавяно от високото равнище на безработица, значителната ненатовареност на производствените мощности и необходимото коригиране на балансите в публичния и частния сектор.

Тези елементи са отразени в макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата за еврозоната от декември 2014 г., които предвиждат годишно нарастване на реалния БВП с 0,8% през 2014 г., 1,0% през 2015 г. и 1,5% през 2016 г. В сравнение с макроикономическите прогнози на експерти на ЕЦБ от септември 2014 г. прогнозите за прираста на реалния БВП са коригирани в значителна степен надолу. Направени са низходящи корекции на прогнозите за вътрешното търсене и нетния износ.

Рисковете пред икономическата перспектива за еврозоната са низходящи. По-специално слабата инерция на растежа в еврозоната, както и засилените геополитически рискове имат потенциала да доведат до отслабване на доверието и особено – на частните инвестиции. В допълнение към това недостатъчният напредък при структурните реформи в държави от еврозоната представлява основен риск за влошаване на икономическите перспективи.

Според предварителната оценка на Евростат годишната ХИПЦ инфлация в еврозоната през ноември 2014 г. е 0,3% спрямо 0,4% през октомври. В сравнение с предходния месец това отразява основно по-силно понижение на инфлацията на цените на енергоносителите и малко по-слабо годишно увеличение на цените на услугите. Като се вземат предвид настоящите условия на много нисък темп на инфлация, важно е да се направи оценка на общото въздействие на неотдавнашната динамика на цените на петрола върху средносрочните тенденции при инфлацията и да се предотврати пренасянето върху инфлационните очаквания и формирането на заплатите.

На фона на неотдавнашната динамика на цените на петрола, от съществено значение е да се напомни, че предвижданията и прогнозите се основават на технически допускания, особено за цените на петрола и обменните курсове. Въз основа на наличната информация към средата на ноември, към момента на приключването на макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата за еврозоната от декември 2014 г. се предвижда годишната ХИПЦ инфлация да достигне 0,5% през 2014 г., 0,7% през 2015 г. и 1,3% през 2016 г. В сравнение с макроикономическите прогнози на експерти на ЕЦБ от септември 2014 г. стойностите са коригирани значително надолу. Тези корекции отразяват основно по-ниските цени в евро на петрола и въздействието на низходящите корекции на перспективата за растеж, но те все още не включват поевтиняването на петрола през последните няколко седмици след крайната дата на прогнозите. През следващите месеци би могло да се наблюдава възобновена низходяща динамика на годишния темп на ХИПЦ инфлация, с оглед на неотдавнашното допълнително поевтиняване на петрола.

Управителният съвет ще продължи да следи внимателно рисковете пред перспективите за ценовата динамика в средносрочен план. В този контекст той ще съсредоточи вниманието си по-специално върху възможните последици от забавената динамика на растежа, геополитическите събития, динамиката на обменния курс и цените на енергоносителите, както и отражението на мерките на паричната политика върху икономиката. Управителният съвет също така ще бъде особено бдителен по отношение на общото въздействие на неотдавнашната динамика на цените на петрола върху средносрочната тенденция при инфлацията в еврозоната.

Що се отнася до паричния анализ, данните за октомври 2014 г. подкрепят оценката за забавен базисен прираст на широките пари (М3), като годишният темп на прираст през октомври е на равнище 2,5%, без промяна спрямо септември. Годишният прираст на М3 все така

е подпомаган от неговите най-ликвидни компоненти, като тесният паричен агрегат M1 отбелязва годишен темп на растеж от 6,2% през октомври.

Годишният темп на изменение на кредитите за нефинансови предприятия (коригиран с продажбата и секюритизацията на кредити) е -1,6% през октомври спрямо -1,8% през септември, отчитайки постепенно възстановяване от най-ниската си стойност от -3,2% през февруари. Средно за последните месеци нетното изплащане отбелязва известен спад спрямо рекордно високото си равнище преди година. Кредитирането за нефинансови предприятия продължава да отразява забавеното взаимодействие с бизнес цикъла, кредитния риск, фактори, свързани с предлагането на кредити, и продължаващото коригиране на балансите във финансовия и нефинансовия сектор. Годишният темп на прираст на кредитите за домакинствата (коригиран с продажбата и секюритизацията на кредити) е 0,6% през октомври спрямо 0,5% през септември. Приложените мерки на паричната политика и завършването на цялостната оценка от ЕЦБ следва допълнително да подкрепят стабилизирането на кредитните потоци.

В обобщение, съпоставката на резултатите на икономическия анализ със сигналите от паричния анализ потвърждава необходимостта внимателно да се наблюдават рисковете, свързани с перспективите за ценовата динамика в средносрочен план, както и необходимостта от готовност за допълнително засилване на степента на нерестриктивност на паричната политика при необходимост.

Паричната политика е съсредоточена върху поддържането на ценова стабилност в средносрочен план и нейната нерестриктивна позиция допринася за подпомагането на икономическата активност. Все пак, за да се засили инвестиционната активност, да се насърчи създаването на работни места и да се повиши растежът на производителността, е необходим решителен принос от други области на политиките. По-специално в редица държави е необходимо да се ускори решителното осъществяване на реформи на продуктивния и трудовия пазар; нужни са и действия за подобряване на бизнес средата за фирмите. От съществено значение е ефикасното и надеждно осъществяване на структурните реформи, тъй като това ще повиши очакванията за по-високи доходи и ще насърчи фирмите да увеличат инвестициите сега, ускорявайки икономическото възстановяване. Фискалните политики следва да подкрепят икономическото възстановяване, като същевременно осигурят устойчивост на дълга в съответствие с Пакта за стабилност и растеж, който запазва ролята си на котва на доверието. Всички държави следва да използват наличните възможности за постигане на комплекс от фискални политики, които в по-голяма степен благоприятстват растежа. Планът за инвестиции за Европа, който Европейската комисия обяви на 26 ноември 2014 г., също ще допринесе за възстановяването.

Този брой на *Месечен бюлетин* съдържа една статия – „Макроикономически прогнози на експерти на Евросистемата за еврозоната – декември 2014 г.“.

РАЗВИТИЕ НА ИКОНОМИКАТА И ФИНАНСИТЕ

КОНСПЕКТ ПО ГЛАВИ I–5

I ЕВРОЗОНА – ВЪНШНА СРЕДА

Световната икономика продължава постепенно да се съживява. След подчертано сдържаната си динамика в началото на годината инерцията на растежа укрепна в някои развити икономики, подпомагана от намаляващите пречки и от нерестриктивната политика. Различията в икономическите перспективи между регионите обаче се задълбочиха, отразявайки в нарастваща степен по-скоро структурни, отколкото циклични фактори, които оказват влияние върху доверието, динамиката на финансовите пазари и мерките по икономическата политика. Показателите от последните проучвания сочат известно забавяне на инерцията на растежа през четвъртото тримесечие. Геополитическите рискове в Украйна и Русия, както и в Близкия изток, остават високи, макар и засега да имат ограничени последствия върху икономическата активност и върху цените на енергоносителите. Световната търговия остана слаба предвид ниските инвестиции в много страни, но се възстанови през третото тримесечие, макар и от ниски нива. През последните месеци инфлацията се понижи в световен план предимно поради резкия спад на цените на петрола. Очаква се натискът за повишаване на инфлацията да остане слаб в среда, характеризираща се със значителни свободни производствени мощности и спадащи цени на основни борсови стоки.

2 ДИНАМИКА НА ПАРИТЕ И РАЗВИТИЕ НА ФИНАНСОВИЯ СЕКТОР

2.1 ПАРИ И КРЕДИТ НА ПФИ

Наличната информация за третото тримесечие и за октомври 2014 г. потвърждава данните за продължаващ потиснат растеж на базисната парична и кредитна динамика в среда, характеризираща се с ниска инфлация. Същевременно растежът на агрегата М3 се възстанови донякъде след резкия спад, регистриран през април. Освен това бяха потвърдени признаците за обрат в динамиката на кредитирането през второто тримесечие (особено при кредитирането за нефинансови предприятия). В този контекст намаляването на несигурността след извършената от ЕЦБ комплексна оценка и най-новите мерки по паричната политика, предприети от нея, се очаква да подкрепят стимулите на банките за предоставяне на кредити и прехвърлянето на благоприятните условия за банково финансиране върху условията за кредитиране. Що се отнася до другите източници на М3, създаването на пари в еврозоната бе подкрепено през третото тримесечие и през октомври от по-нататъшното намаляване на дългосрочните финансови задължения и от процеса на намаляване на неблагоприятното влияние на свитото кредитиране. Натрупването на нетни чуждестранни активи от страна на ПФИ продължи да бъде основният източник за създаване на пари в еврозоната на годишна база въпреки спада в темпа на натрупването. През октомври основните активи на ПФИ отчетоха ново свиване на годишна база, което се дължеше на по-силното им намаляване в държавите, незасегнати от сътресения.

2.2 ФИНАНСОВИ ИНВЕСТИЦИИ НА НЕФИНАНСОВИТЕ СЕКТОРИ И НА ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИТОРИ

Годишният темп на нарастване на общите финансови инвестиции на нефинансовите сектори слабо се ускори през второто тримесечие на 2014 г. Бавният темп на нарастване на финансовите инвестиции се обяснява отчасти с неблагоприятните икономически условия и потиснатата динамика на разполагаемия доход. През второто тримесечие на 2014 г. се ускори годишният темп на растеж на финансовите инвестиции на застрахователните дружества и

пенсионните фондове. През третото тримесечие инвестиционните фондове, особено участващите на облигационните пазари, продължиха да отчитат значителни входящи потоци.

2.3 ЛИХВЕНИ ПРОЦЕНТИ НА ПАРИЧНИЯ ПАЗАР

От края на август до първите дни на декември 2014 г. лихвените проценти на паричния пазар регистрираха допълнително слабо общо понижение вследствие на решенията на Управителния съвет през септември. Понижението им бе прекратявано само временно, при обичайните колебания в края на всеки месец. Междувременно излишъкът от ликвидност намаля, като свиването на непогасения обем по операциите на открития пазар беше само частично компенсирано от леко намаленото ѝ поглъщане от страна на автономни фактори.

2.4 ПАЗАРИ НА ОБЛИГАЦИИ

От края на август до първите дни на декември 2014 г. доходността на дългосрочните държавни облигации с рейтинг *AAA* в еврозоната се понижи вследствие на някои данни за слаба икономическа активност в еврозоната и поради общата несигурност на пазарите относно перспективите за растежа в световен мащаб. Доходността на дългосрочните държавни облигации на САЩ и Япония намаля по-слабо, като отбеляза известна колебливост. Доходността на дългосрочните държавни облигации в страните, засегнати от сътресения, нарасна към средата на октомври в отражение както на несигурността относно перспективата за растежа в световен план, така и на процеси, специфични за отделните страни, но в повечето от тях трендът на доходността се обърна. В несигурността на инвеститорите относно предстоящата динамика на облигационните пазари се наблюдаваха големи колебания през разглеждания период, които доведоха до слаб спад в еврозоната и до нарастване в САЩ и в Япония.

2.5 КАПИТАЛОВИ ПАЗАРИ

От края на август до първите дни на декември 2014 г. цените на акциите претърпяха колебания под влияние на някои разнородни данни за отделните икономически зони и на общата несигурност на пазарите за растежа в световен план. Цените на акциите в еврозоната общо се повишиха в резултат от съживяването, наблюдавано в края на разглеждания период. Цените на акциите в САЩ също регистрираха нетна печалба, подкрепени от публикуваните положителни данни за икономиката на САЩ. Котировките на капиталовите инструменти в Япония рязко се повишиха вследствие решението на централната банка на Япония за още по-голямо облекчаване на условията по паричната политика.

2.6 ФИНАНСОВИ ПОТОЦИ И ФИНАНСОВА ПОЗИЦИЯ НА НЕФИНАНСОВИТЕ ПРЕДПРИЯТИЯ

От юли до октомври 2014 г. реалната цена на финансирането за нефинансови предприятия в еврозоната слабо се понижи. Това се дължеше на намалението на реалната цена на акциите и на краткосрочните банкови кредити, което бе повече от достатъчно за компенсиране на увеличението на реалната цена на пазарното дългово финансиране и на дългосрочните банкови заеми. През третото тримесечие на 2014 г. условията за отпускане на кредити за нефинансовите предприятия нетно бяха облекчени. Такова нетно облекчаване на условията за кредитиране се случва за втори път след второто тримесечие на 2007 г. Общият поток на външното финансиране за нефинансови предприятия според оценките се стабилизира през есента, макар и да остава слаб. Ниският приток отразява спад както в нетното погасяване на кредити от ПФИ от страна на нефинансови предприятия, така и в нетната емисия на ценни книжа от страна на фирмите.

2.7 ФИНАНСОВИ ПОТОЦИ И ФИНАНСОВА ПОЗИЦИЯ НА СЕКТОР „ДОМАКИНСТВА“

През третото тримесечие на 2014 г. условията на финансиране за домакинства в еврозоната се характеризираха с понижаващи се банкови лихвени проценти, макар че продължиха да се наблюдават различия по страни и инструменти. Динамиката при обемите на заемите за домакинства обаче остана потисната, отразявайки няколко фактора: бавно изменение на разполагаемия доход на домакинствата, високи нива на безработица, слаб жилищен пазар, необходимост от коригиране на предишно свръхнатрупване на дълг и несигурност относно икономическите перспективи. Независимо от това оценките за третото тримесечие на 2014 г. сочат, че годишният темп на нарастване на общите заеми на домакинствата се е повишил съвсем слабо през това тримесечие, докато съотношението „дълг на домакинствата/брутен разполагаем доход“ се е стабилизирало.

3 ЦЕНИ И РАЗХОДИ

Според предварителната оценка на Евростат годишната ХИПЦ инфлация в еврозоната бе 0,3% през ноември след 0,4% през октомври. В сравнение с предходния месец тя отразява на годишна база главно значителен спад на цените на енергоносителите и донякъде по-слабо годишно нарастване при цените на услугите. Въз основа на информацията, налична към средата на ноември, по времето, когато приключва изготвянето на макроикономическите прогнози за еврозоната от декември 2014 г. на експертите на Евросистемата, годишната ХИПЦ инфлация се предвижда да достигне 0,5% през 2014 г., 0,7% през 2015 г. и 1,3% през 2016 г. В сравнение с макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ от септември 2014 г. стойностите за инфлацията са ревизирани чувствително надолу, по-значително за 2015 г. Ревизираните прогнози отразяват преди всичко спада в цените на петрола, деноминирани в евро, и въздействието на по-ниската прогнозна стойност за растежа, но не включват спада на петролните цени през седмиците след крайната дата на макроикономическите прогнози.

Рисковете относно прогнозата за динамиката на цените в средносрочен хоризонт ще бъдат внимателно наблюдавани, в частност възможните последици от слабата динамика на растежа, събитията в геополитически план, динамиката на валутния курс и на цените на енергоносителите, а също и отражението на мерките по паричната политика. Особена бдителност следва да бъде проявена по отношение на по-общото въздействие на последните изменения в цените на петрола върху тренда на средносрочната инфлация в еврозоната.

4 ПРОИЗВОДСТВО, ТЪРСЕНЕ И ПАЗАР НА ТРУДА

През третото тримесечие на тази година реалният БВП на еврозоната нарасна на тримесечна база с 0,2%. Това кореспондираше с получените по-рано показатели за отслабваща инерция на растежа в еврозоната, което в последните прогнози доведе до ревизиране надолу на предвиждания растеж на реалния БВП на еврозоната. Последните данни и резултати от проучвания към ноември потвърждават тази картина на по-слаб профил на растежа в следващия период. Същевременно остава в сила прогнозата за известно икономическо съживяване. От една страна, вътрешното търсене следва да бъде подкрепено от мерките по паричната политика, от продължаващото подобряване на финансовите условия, от постигнатия напредък в мерките за фискална консолидация и структурни реформи и от значително по-ниските цени на енергоносителите, подпомагащи реалния разполагаем доход. Освен това търсенето на износа следва да бъде благоприятно повлияно от възстановяването в световен мащаб. От

друга страна, възстановяването може да продължи да бъде спъвано от високата безработица, от значителните свободни производствени мощности и от необходимите корекции на балансите на предприятията от публичния и от частния сектор.

Тези обстоятелства са отразени в макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата за еврозоната от декември 2014 г., които предвиждат годишният растеж на БВП в реално изражение да се увеличи с 0,8% през 2014 г., с 1,0% през 2015 г. и с 1,5% през 2016 г. В сравнение с макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ от септември 2014 г. прогнозата за растежа на реалния БВП беше сериозно ревизирана надолу. Ревизирани надолу бяха и прогнозите за вътрешното търсене и за нетния износ. Рисковете, свързани с икономическите прогнози за еврозоната, са за надценяване.

5 ПУБЛИЧНИ ФИНАНСИ

Според макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата от декември 2014 г. бюджетният дефицит на еврозоната ще продължи да намалява през 2015 г. и 2016 г. главно поради очакваното ѝ икономическо възстановяване. Съотношението на дълга на сектор „държавно управление“ в еврозоната се очаква през 2014 г. да достигне своя връх. В същото време се очаква структурните бюджетни корекции да не бъдат проведени докрай независимо от запазващите се ангажменти на редица държави във връзка с Пакта за стабилност и растеж (ПСР). В перспектива държавите следва да се съсредоточат върху изпълнението на своите ангажменти, като вземат предвид клаузата за гъвкавост съгласно ПСР.

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ПРОГНОЗИ НА ЕКСПЕРТИ НА ЕВРОСИСТЕМАТА ЗА ЕВРОЗОНАТА – ДЕКЕМВРИ 2014 г.¹



Икономическата активност се оказва по-слаба от очакваното в началото на годината, най-вече вследствие на неочаквано съдържания растеж на инвестициите и износа. Прогнозира се, че текущата фаза на умерен растеж ще продължи и през 2015 г. Въпреки това редица подпомагащи външни и вътрешни фактори, сред които и подчертано нерестриктивната позиция на паричната политика в еврозоната – подсилени от приетите през юни и септември 2014 г. стандартни и нестандартни мерки – би трябвало да се проявят през 2015 г., като впоследствие се очаква растежът на реалния БВП в известна степен да засили своя темп. Прогнозира се реалният БВП да се повиши с 0,8 % през 2014 г., с 1,0 % през 2015 г. и с 1,5 % през 2016 г. Тъй като тези нива все повече надвишават равнището на оцененния потенциален растеж, отклонението на БВП от потенциалното му ниво бавно ще намалява през прогнозния период, но ще остане отрицателно през 2016 г. По отношение на перспективите за прираста на реалния БВП бяха направени съществени низходящи корекции в сравнение с прогнозата, която бе публикувана в изданието на Месечен бюлетин от септември 2014 г.

Предвижда се ХИПЦ инфлацията в еврозоната да остане ниска в краткосрочен план и едва постепенно да се повиши през прогнозния период. Прогнозира се нейните средни нива да бъдат 0,5 % през 2014 г., 0,7 % през 2015 г. и 1,3 % през 2016 г. Неотдавнашното понижение на цените на петрола чувствително потисна перспективите за инфлацията в краткосрочен план. Постепенното намаляване на отрицателното отклонение на БВП от потенциалното му ниво и повишаването на външния ценови натиск, подсилен от по-ниския обменен курс на еврото, обаче се очаква да подкрепят повишаване на ХИПЦ инфлацията през прогнозния период. Независимо от това продължаващото непълно използване на икономическия капацитет няма да позволи силно нарастване на инфлацията. В сравнение с публикуваните в изданието на Месечен бюлетин от септември 2014 г. прогнози перспективите за ХИПЦ инфлацията са коригирани чувствително надолу.

Тази статия обобщава макроикономическите прогнози за еврозоната за периода 2014–2016 г. При такъв дълъг прогнозен хоризонт прогнозите са свързани с много висока степен на несигурност.² Това трябва да се има предвид при интерпретирането им. Следва също да се подчертае, че неотдавнашните нестандартни мерки на паричната политика са взети предвид в тези прогнози, само доколкото те вече са повлияли финансови променливи, докато допълнителни трансмисионни канали не са включени. Това означава, че въздействието на пакетите от мерки на паричната политика най-вероятно е подценено в базисната прогноза.

МЕЖДУНАРОДНА СРЕДА

Предвижда се възстановяването в световен план да продължи да набира сила, макар и 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 4,2 % през 2016 г. Очаква се обаче възстановяването да остане неравномерно в отделните региони. След доста потиснатата стопанска активност в началото на 2014 г., инерцията на растежа в някои развити икономики извън еврозоната като цяло се стабилизира. В противовес инерцията на растежа на нововъзникващите пазари като цяло остава слаба, с известни различия в отделните региони. Отвъд краткосрочния

¹ Макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата осигуряват входящи данни 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 ноември 2014 г.

² 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.

хоризонт би трябвало да се наблюдава постепенно засилване на глобалната икономическа активност, но въпреки това се очаква възстановяването да остане умерено. Въпреки че някои основни развити икономики са положително повлияни от отслабването на неблагоприятните фактори, поради нарастването на структурните предизвикателства и затягането на финансовите условия е малко вероятно нововъзникващите икономики да се върнат към регистрираните преди кризата темпове на растеж.

През първата половина на годината набраната инерция в световната търговия остана слаба. Очаква се обаче, че след като е достигнал най-ниската си точка през второто тримесечие, през прогнозния период темпът на растеж на световната търговия ще се ускори, като се повиши от 2,7 % през 2014 г. до 5,2 % през 2016 г. (в световен мащаб без еврозоната). В края на прогнозния период се прогнозира неговата еластичност към световната икономическа активност да остане под регистрираните преди световната криза нива. Като се има предвид, че търсенето на вносни стоки и услуги от страна на основните търговски партньори на еврозоната се очаква да се повишава с по-бавен темп, отколкото търсенето от страна на останалата част на света, предвижда се нарастването на външното търсене на стоки и услуги, произведени в еврозоната, да бъде малко по-слабо от растежа на търговията в глобален мащаб (вж. таблица 1).

Таблица 1 Международна среда

(годишно процентно изменение)

	Декември 2014				Септември 2014			Корекции след септември 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Световен реален БВП										
(без еврозоната)	3,7	3,6	4,0	4,2	3,7	4,2	4,3	-0,1	-0,1	-0,1
Световна търговия										
(без еврозоната) ¹⁾	3,4	2,7	3,9	5,2	3,9	5,5	5,9	-1,2	-1,6	-0,7
Външно търсене към еврозоната ²⁾	2,9	2,3	3,4	4,9	3,5	5,0	5,6	-1,2	-1,6	-0,6

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.

В съпоставка с макроикономическите прогнози, публикувани в изданието на *Месечен бюлетин* от септември 2014 г., перспективите за растежа в световен мащаб са леко коригирани надолу, докато перспективите за външното търсене на стоки и услуги, произведени в еврозоната, са коригирани надолу по-чувствително. Корекциите в перспективите за външното търсене на стоки и услуги, произведени в еврозоната, отразяват по-слабите данни и низходящата корекция в тренда на повишаване на еластичността на световната търговия спрямо икономическата активност в посока на постигане на дългосрочното ѝ равнище, за да се вземат предвид грешки в предишните прогнози.

Карта 1

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

Техническите допускания за лихвените проценти и за цените на суровините се основават на пазарните очаквания към 13 ноември 2014 г. (крайна дата). Краткосрочните лихвени проценти се отнасят до тримесечния *EURIBOR*, като пазарните очаквания се извеждат от фючърните цени. Според този метод средното равнище на краткосрочните лихвени проценти е 0,2 % за 2014 г. и 0,1 % за 2015 г. и 2016 г. Пазарните очаквания за номиналната доходност на 10-годишните държавни облигации в еврозоната са за средно равнище от 2,0 % през 2014 г., 1,8 % през 2015 г. и 2,1 % през 2016 г.¹ 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 2014 г. и 2015 г., а след това леко да се повишат през 2016 г.

По отношение на цените на суровините, въз основа на тренда на фючърните пазари през двуседмичния период, приключващ на крайната дата 13 ноември, се предвижда цената на суровия петрол тип „Брент“ да се понижи от 102,6 щ.д./барел през третото тримесечие на 2014 г. до 85,6 щ.д./барел през 2015 г., а след това да се повиши до 88,5 щ.д./барел през 2016 г. Очаква се цените на неенергийните суровини в щатски долари да се понижат значително през 2014 г. и 2015 г. и да се повишат през 2016 г.²

Двустранните обменни курсове се очаква да останат непроменени през прогнозния период – на средните равнища от двуседмичния период, завършващ на крайната дата 13 ноември 2014 г. Това означава обменен курс от 1,33 щатски долара за евро през 2014 г. и 1,25 щатски долара за евро през 2015 г. и 2016 г.

Технически допускания

	Декември 2014				Септември 2014			Корекции след септември 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Тримесечен <i>EURIBOR</i> (проценти годишно)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,1
Доходност на десетгодишни държавни облигации (проценти годишно)	2,9	2,0	1,8	2,1	2,3	2,2	2,5	-0,2	-0,4	-0,4
Цена на петрола (щ.д./барел)	108,8	101,2	85,6	88,5	107,4	105,3	102,7	-5,7	-18,8	-13,8
Цени на неенергийни суровини, в щатски долари (годишно процентно изменение)	-5,0	-6,3	-4,8	3,8	-4,8	0,1	4,4	-1,5	-4,9	-0,6
Обменен курс щатски долар/евро	1,33	1,33	1,25	1,25	1,36	1,34	1,34	-1,9	-6,7	-6,7
Номинален ефективен обменен курс на еврото (<i>EER20</i>) (годишно процентно изменение)	3,8	0,5	-2,8	0,0	1,4	-0,8	0,0	-0,9	-2,0	0,0

Забележка: Корекциите са изчислени въз основа на незакръглени данни.

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

Допусканията за фискалната политика отразяват изпълнението на държавните бюджети през 2014 г., информацията, която се съдържа в законопроектите или в приетите закони за държавните бюджети за 2015 г., представените проектобюджети в контекста на Европейския семестър и

националните средносрочни бюджетни програми, налични към 20 ноември 2014 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. Като цяло информацията за изпълнението на държавните бюджети за 2014 г. и на планираните за 2015 г. фискални мерки предполага като цяло неутрална дискреционна фискална политика на равнище еврозона. Мерките за фискална консолидация в някои страни до голяма степен са компенсирани от намаляването на преките данъци в няколко държави и увеличаването на разходите.

В сравнение с публикуваното в изданието на *Месечен бюлетин* от септември 2014 г. промените в техническите допускания включват значително по-ниски деноминирани в щатски долари цени на петрола и на неенергийните суровини, понижени на ефективния обменен курс на еврото и по-ниски краткосрочни и дългосрочни лихвени проценти в еврозоната.

- 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 постоянно за целия прогнозен период. Спредовете 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 фючърсите до края на периода, за който се отнасят прогнозите. Приема се, че цените на другите неенергийни нехранителни суровини ще следват фючърсите до четвъртото тримесечие на 2015 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.

ПРОГНОЗИ ЗА РАСТЕЖА НА РЕАЛНИЯ БВП

Икономическата динамика напоследък не потвърди очакваното в началото на тази година възстановяване. През второто и третото тримесечие на 2014 г. беше отбелязано едва леко повишение на реалния БВП, след като временните фактори, които дадоха тласък на икономическата активност през първото тримесечие, изчерпиха своето действие. На фона на потиснатата динамика на световната търговия регистрираната икономическа активност е по-слаба от очакваното, увеличавайки загрижеността за перспективите за вътрешния растеж, за което вероятно допринасят и застоят в процеса на икономически реформи в някои държави, продължаващото геополитическо напрежение и по-слабият от прогнозирания подем в жилищните инвестиции в някои страни.

Предвижда се темпът на растеж на реалния БВП да остане слаб в краткосрочен план. Въздействието на неблагоприятните фактори, които потиснаха растежа в началото на годината, ще продължи да оказва влияние върху него през следващите няколко тримесечия. За това сочат показателите за доверието на бизнеса и потребителите, които бележат спад от пролетта, като техните нива сега показват продължаващо, но едва слабо повишение на икономическата активност в краткосрочен план. По-специално, очаква се частната инвестиционна активност да остане ниска в началото на 2015 г.

Въпреки това няколко основни икономически показателя остават положителни и подкрепят очаквания подем през 2015 г. и след това. Нерестриktivната позиция на парична политика и подобреното функциониране на трансмисионния процес на паричната политика, допълнително засилено от предприетите напоследък от ЕЦБ стандартни и нестандартни мерки – като цяло неутрална фискална позиция след години на значително затягане на фискалната политика, както и известно подобрене в условията на кредитиране – следва да се отразят благоприятно на вътрешното търсене. Освен това положителен ефект върху частното потребление следва да окаже повишаването на реалния разполагаем доход вследствие по-специално на благоприятното въздействие на понижението в цените на суровините, но също така и на повишаването, макар и скромно, на темпа на нарастване на заплатите и заетостта и, в контекста на подобряване на прираста на печалбата, увеличаването на други лични доходи (включително разпределените

печалби). В допълнение през прогнозния период общата активност ще бъде подкрепяна във все по-голяма степен от благоприятното въздействие, което оказва постепенното засилване на външното търсене върху износа, допълнително подсилено от ефекта на понижаването на обменния курс на еврото.

Прогнозира се обаче възстановяването да остане слабо в ретроспективен план вследствие на въздействието на редица фактори, които продължават да забавят растежа в средносрочен план. Очаква се продължаващата необходимост от коригиране на балансите в частния и публичния сектор да намалее едва постепенно през прогнозния период. Освен това потискащият ефект на високото ниво на безработицата в някои държави върху частното потребление се очаква да отслабне едва постепенно, докато ненатовареността на производствените мощности в някои държави ще продължи да задържа инвестиционните разходи. В средногодишен план се прогнозира реалният БВП да се увеличи с 0,8 % през 2014 г., 1,0 % през 2015 г. и 1,5 % през 2016 г.

Разглеждайки по-подробно компонентите на търсенето, разходите за частно потребление запазват умерената си инерция през периода благодарение на повишаването на реалния разполагаем доход. След няколко години ясно изразена слабост реалният разполагаем доход ще ускори темпа си благодарение на по-високите трудови доходи (отразяващи увеличаването на заетостта и малко по-високия темп на нарастване на заплатите), по-големия принос на другите лични (основно свързани с печалбата) доходи и ниските цени на суровините. Нарастващото нетно благосъстояние на домакинствата и ниските разходи за финансиране също ще подкрепят частното потребление.

Нормата на спестяване се очаква да остане без промяна, запазвайки рекордно ниското си равнище в ретроспективен план. Това отразява противоположни въздействия. От една страна, много ниските нива на лихвените проценти и постепенно намаляващото ниво на безработица ще окажат низходящо въздействие. От друга страна са налице възходящи ефекти, тъй като повишаването на разполагаемия доход в някои държави намалява необходимостта от използване на спестяванията за потребление. Наблюдаваното отслабване на доверието на потребителите може да засили мотива за поддържане на буферни спестявания. Освен това в някои държави натискът за намаляване на задлъжнялостта на домакинствата остава висок, което оказва допълнителен положителен ефект върху нормата на спестяване.

Перспективите за жилищните инвестиции остават потиснати. Очаква се жилищните инвестиции да наберат известна инерция през 2015 г. с възстановяването на икономическата активност в условия на ниски нива на лихвите по ипотечните кредити и подобрени условия за кредитиране, както и с постепенното намаляване на необходимостта от корекции на жилищния пазар. В някои държави обаче корекциите на жилищните пазари и/или все още слабият растеж на реалния разполагаем доход продължават да забавят жилищното строителство. Освен това в някои страни благоприятното въздействие на безпрецедентно ниските нива на лихвите по ипотечните кредити изглежда е по-слабо от очакваното.

Редица фактори следва да подкрепят бизнес инвестициите, а именно прогнозираното постепенно засилване на вътрешното и външното търсене, много ниското равнище на лихвените проценти, необходимостта от модернизиране на производствения капитал след няколко години на слаби инвестиции, подобрението в условията за кредитиране, както и известно засилване на нормата на печалба с възстановяването на икономическата активност. В допълнение към това се очаква постепенно отслабване на неблагоприятното въздействие, породено от необходимостта от намаляване на задлъжнялостта в корпоративния сектор след спада в съотношението на дълга към БВП през последните години. Въпреки това нивата на дълга остават високи, поради което необходимостта от намаляване на задлъжнялостта може да продължи да забавя растежа.

Очаква се в близко бъдеще бизнес инвестициите да останат сравнително ниски. Въпреки споменатите по-горе благоприятстващи фактори, напоследък доверието на бизнеса намалява. Въздействието на някои негативни фактори изглежда оказва силно въздействие върху бизнес инвестициите, по-специално все още неблагоприятните, макар и подобряващи се, условия за финансиране в някои държави, опасенията във връзка с бавния темп на структурните реформи в

определени страни, както и продължаващото геополитическо напрежение. Освен това несигурността относно перспективите за търсенето оказва влияние върху бизнес инвестициите.

С възстановяването на икономическата активност в световен мащаб се очаква умерено нарастване на външното търсене на стоки и услуги, произведени в еврозоната. Износът на еврозоната ще се повиши умерено през втората половина на 2014 г., като цяло в съответствие с външното търсене. Прогнозира се износът да се ускори през 2015 г. в отражение на постепенното засилване на външното търсене и благоприятното въздействие от поевтиняването на еврото напоследък. Очаква се пазарният дял на износа да остане като цяло без промяна до края на прогнозния период. Вносът от страни извън еврозоната ще отбележи само умерено повишение през прогнозния период, отразявайки слабото нарастване на търсенето в еврозоната и по-ниския обменен курс на еврото. Прогнозира се нетният износ да има положителен, макар и скромнен, принос към растежа на реалния БВП в края на прогнозния период. Излишъкът по текущата сметка ще се увеличи през периода, достигайки 2,4 % от БВП през 2016 г.

Напоследък се отбелязва сравнително бързо и отчетливо нарастване на темпа на растеж на заетостта. Заетостта започна да се възстановява още от средата на 2013 г. насам, намирайки отражение първоначално в броя на отработените часове, а след това и в броя на зетите лица. През второто тримесечие на 2014 г. броят на зетите лица се повиши с 0,4 % на годишна база в сравнение с 0,8 % растеж на реалния БВП. Това сравнително бързо възстановяване изглежда отразява възходящия ефект от забавения растеж на заплатите в миналото и, вероятно, положителното въздействие на неотдавнашните реформи на пазара на труда. Тези реформи – например чрез по-голяма децентрализация на договарянето на работните заплати, по-слаба защита на трудовата заетост и по-гъвкава организация на работа – изглежда водят до сравнително по-бързо и по-силно отражение на динамиката в производството върху заетостта спрямо наблюдаваното в исторически план, макар и с някои съществени различия между отделните държави.

Условията на пазара на труда в еврозоната се очаква да се подобрят леко до края на прогнозния период. Очаква се броят на зетите лица да продължи да се възстановява с умерен темп през втората половина на 2014 г. и се предвижда като цяло да запази тази инерция през останалата част от прогнозния период. Възстановяването в заетостта отразява продължаващата тенденция на сравнително бърза и силна реакция спрямо оживлението в икономическата активност. Очаква се числеността на работната сила да нарасне умерено вследствие на имиграцията, като постепенното подобряване на условията на пазара на труда стимулира участието на определени сегменти на населението. Равнището на безработица се очаква да се понижи допълнително през прогнозния период, но да остане значително по-високо в сравнение с регистрираното преди кризата.

В сравнение с макроикономическите прогнози, публикувани в изданието на *Месечен бюлетин* от септември 2014 г., прогнозата за растежа на реалния БВП за 2014–2016 г. е коригирана надолу с 1,0 процентен пункт. Корекцията се дължи на по-слабите перспективи за износа, тъй като перспективите за външното търсене на стоки и услуги, произведени в еврозоната, са коригирани чувствително надолу, отразявайки по-слабите данни и корекцията надолу в тренда на повишаване на еластичността на световната търговия спрямо икономическата активност в посока на постигане на дългосрочното ѝ равнище. Низходящата корекция по отношение на растежа се дължи на свиването на бизнес инвестициите с оглед на спада в доверието напоследък и нарастващата загриженост за перспективите за вътрешния растеж. Жилищните инвестиции също са чувствително ревизирани надолу с оглед на по-силната необходимост от оставащи корекции на пазарите на жилищни имоти в някои държави и на факта, че въздействието на рекордно ниските лихви по ипотечните кредити изглежда е било надценено в предишните прогнози. Частното потребление също е ревизирано в посока надолу, отразявайки низходящите корекции в прираста на компенсацията на наето лице и по-ниските от очакваните подлежащи на разпределение печалби, които отразяват като цяло влошените икономически условия.

Неотдавнашните нестандартни мерки на паричната политика са включени в базисната прогноза единствено чрез тяхното въздействие върху вече наблюдаваните данни и чрез тяхното въздействие върху пазарно основаните технически финансови допускания, а именно чрез пазарните лихвени

проценти и цените на акциите, а също така и чрез обменния курс. Поради това базисната прогноза може да подцени благоприятното въздействие на неотдавнашните нестандартни мерки на паричната политика, тъй като не са включени допълнителните канали (вж. каре 2).

Таблица 2 Макроикономически прогнози за еврозоната¹⁾

(годишно процентно изменение)

Темп на безработица (% от работната сила)	11,9	11,6	11,2	10,9	11,6	11,2	10,8	0,0	0,0	0,2
ХИПЦ	1,4	0,5	0,7	1,3	0,6	1,1	1,4	-0,1	-0,4	-0,1
	[0,5 - 0,5] ⁴⁾ [0,2 - 1,2] ⁴⁾ [0,6 - 2,0] ⁴⁾ [0,5 - 0,7] ⁴⁾ [0,5 - 1,7] ⁴⁾ [0,7 - 2,1] ⁴⁾									
ХИПЦ без компонента енергоносители	1,4	0,8	1,1	1,3	0,8	1,3	1,6	0,0	-0,2	-0,2
ХИПЦ без компонентите енергоносители и храни	1,1	0,8	1,0	1,3	0,9	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
ХИПЦ без компонентите енергоносители, храни и промени в косвените данъци ⁶⁾	1,0	0,7	1,0	1,3	0,8	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
Разходи за труд на единица продукция	1,3	1,1	1,1	0,8	1,0	0,8	1,1	0,1	0,4	-0,3
Компенсация на наето лице	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	1,8	2,2	0,0	-0,3	-0,4
Производителност на труда	0,4	0,5	0,4	1,0	0,6	1,0	1,1	-0,1	-0,6	-0,1
Бюджетно салдо на сектор Държавно управление (% от БВП)	-2,9	-2,6	-2,5	-2,2	-2,6	-2,4	-1,9	0,0	-0,1	-0,3
Структурно бюджетно салдо (% от БВП) ⁷⁾	-2,3	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-0,2	-0,1	-0,1
Брутен дълг на сектор Държавно управление (% от БВП)	90,8	92,0	91,8	91,1	93,9	93,1	91,5	-1,9	-1,3	-0,4
Салдо по текущата сметка (% от БВП)	2,0	2,1	2,2	2,4	2,3	2,3	2,4	-0,1	0,0	0,0

1) Литва е включена в прогнозите за 2015 г. и 2016 г. Средногодишното процентно изменение 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. *пореждане „Работни материали“*, № 77, ЕЦБ, септември 2001 г., и *пореждане „Работни материали“*, № 579, ЕЦБ, януари 2001 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.

Каре 2

ВКЛЮЧВАНЕ В ПРОГНОЗИТЕ НА НЕОТДАВНАШНИТЕ НЕСТАНДАРТНИ МЕРКИ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

Обявените на 5 юни и 4 септември 2014 г. пакети от мерки на паричната политика за облекчаване на кредитирането представляват набор от нестандартни мерки на политиката, които се изпълняват чрез кредитни операции, по-специално целеви операции по дългосрочно рефинансиране, и

окончателни операции, а именно програма за изкупуване на обезпечени с активи ценни книжа и програма за закупуване на обезпечени облигации.

Въздействието на тези мерки върху перспективите за растежа и инфлацията е отразено в базисната прогноза само доколкото те вече са засегнали финансови променливи, най-вече лихвените проценти, цените на акциите и на обменния курс на еврото. Вследствие на този технически подход определени допълнителни потенциални канали не са обхванати в базисната прогноза. Това включва например прекия канал на прехвърляне, свързан с намаляването на разходите за финансиране за банките от еврозоната вследствие на тези мерки. Вторият канал, който не е включен в базисната прогноза, е каналът на ребалансиране на портфейлите, който отразява факта, че големите инжекции на ликвидност, свързани с всяка от трите мерки на политиката, биха могли да увеличат стимулите за намаляване на държаните от инвеститорите излишни парични наличности чрез закупуване на алтернативни финансови инструменти, различни от закупените от централната банка, увеличавайки по този начин цената чрез наддаване – и по този начин намалявайки доходността.

Следователно като цяло базисната прогноза вероятно ще подцени въздействието на пакетите от мерки на паричната политика, което представлява възходящ риск за базисните прогнози за растежа и инфлацията.

ПРОГНОЗИ ЗА ЦЕНЕТЕ И РАЗХОДИТЕ

Според предварителната оценка на Евростат общата ХИПЦ инфлация е 0,3 % през ноември 2014 г. Слабият понастоящем темп на инфлация отразява понижените цени на енергоносителите, свързани с неотдавнашното поевтиняване на суровия петрол, ниската инфлация на цените на храните, както и умерената динамика при цените на неенергийните промишлени стоки и услугите.

В близко бъдеще се очаква ХИПЦ инфлацията да остане ниска. Впоследствие се предвижда да се засили само постепенно до края на прогнозния период и да достигне темп от 1,4 % през четвъртото тримесечие на 2016 г. През прогнозния период се очаква постепенното стесняване на отрицателното отклонение на БВП от потенциалното му ниво и повишението на външния ценови натиск да доведат до нарастване на ХИПЦ инфлацията. Засилването на външния ценови натиск отразява по-специално преминаването от низходящ към възходящ натиск, произтичащ от цените на суровините и от ефекта на понижаване на обменния курс на еврото в миналото.

Продължаващото непълно използване на икономическия капацитет в еврозоната и допусканата умерена динамика на цените на суровините ще възпрепятстват едно по-значително повишение на инфлацията в еврозоната. Отрицателното отклонение на БВП от потенциалното му ниво се предвижда да се стесни само частично до 2016 г., което предполага слабо увеличение на заплатите и на нормата на печалба. Като цяло ХИПЦ инфлацията се очаква да остане много ниска, като достигне стойности от 0,5 % през 2014 г., 0,7 % през 2015 г. и 1,3 % през 2016 г. ХИПЦ инфлацията без компонентите енергоносители и храни се предвижда да достигне 0,8 %, през 2014 г., 1,0 % през 2015 г. и 1,3 % през 2016 г.

Външният ценови натиск понастоящем отслабва перспективите за инфлацията, но се очаква той да се повиши през прогнозния период, в отражение на очакваното засилване на търсенето в световен мащаб, на по-ниския обменен курс на еврото, както и през 2016 г. – поради очаквано повишение на цените на суровините. Външната ценова динамика допълнително засили низходящия ценови натиск в еврозоната в последно време. Бавният растеж в световен мащаб, поевтиняването на петрола и непетролните суровини и поскъпването на еврото в миналото доведоха до понижение на цените на вноса на еврозоната през 2013 г. и 2014 г. В перспектива, с отслабването на тези ефекти, през 2016 г. се очаква дефлаторът на вноса от държави извън еврозоната да се повиши.

Подобряването на условията на пазара на труда и намаляването на неизползвания икономически капацитет се предвижда да доведат до умерено нарастване на вътрешния ценови натиск през прогнозния период. Очаква се прирастът на компенсацията на наето лице да се повиши леко през

периода, но да остане нисък, като се имат предвид процесите на корекции и забавения растеж на заплатите в редица държави от еврозоната. Нискоинфлационната среда също допринася за съдържаните перспективи по отношение на заплатите. През прогнозния период се очаква разходите за труд на единица продукция да намалее в малка степен. Това се дължи на факта, че лекото повишаване на прираста на компенсацията на наето лице е изцяло компенсирано от по-силния растеж на производителността. Умерената динамика на разходите за труд на единица продукция е една от причините за очаквания слаб вътрешен ценови натиск до края на прогнозния период.

Нормата на печалба (измерена като разликата между дефлатора на БВП по факторна себестойност и растежа на разходите за труд на единица продукция) се очаква да се понижи през 2014 г., да се стабилизира през 2015 г. и да се повиши през 2016 г. в резултат на засилването на икономическата активност и по-специално – на забавянето на динамиката на разходите за труд на единица продукция.

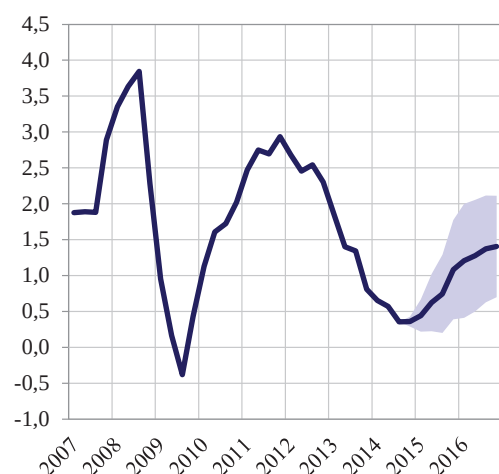
В сравнение с макроикономическите прогнози, публикувани в изданието на *Месечен бюлетин* от септември 2014 г., прогнозата за общата инфлация е коригирана надолу с 0,1 процентни пункта за 2014 г., с 0,4 процентни пункта за 2015 г. и с 0,1 процентни пункта за 2016 г. Това отразява основно по-ниските цени в евро на петрола, известна низходяща неочаквана динамика по отношение на неотдавнашни данни за неенергийните компоненти и въздействието на коригираната надолу перспектива за растежа. За 2016 г. въздействието частично се компенсира от по-силен възходящ ефект на ХИПЦ инфлацията на енергоносителите поради по-слабия обменен курс и повишението на цените на петролните фючърси, в сравнение с прогнозите от септември. ХИПЦ инфлацията без храните и енергоносителите също е коригирана надолу, в отражение на по-слабата динамика на заплатите и нормата на печалба, както и непрекия преносен ефект на неотдавнашното обезценяване на обменния курс.

Графика 1 Макроикономически прогнози¹⁾

(тримесечни данни)

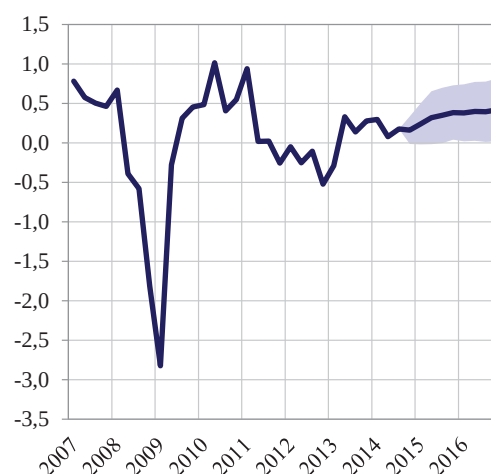
ХИПЦ в еврозоната

(процентно изменение на годишна база)



Реален БВП в еврозоната²⁾

(процентно изменение на тримесечна база)



1) Интервалите около централните прогнози 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.

2) Календарно изгледени данни.

ФИСКАЛНИ ПЕРСПЕКТИВИ

Ориентацията на фискалната политика като цяло ще бъде неутрална през прогнозния период. Позицията на фискалната политика, изразена като изменение на циклично изгладеното първично салдо, се очаква през 2014–2015 г. да е слабо експанзионистична, а през 2016 г. – неутрална, за разлика от значителното затягане, наблюдавано през предходните години.

Съотношението на дефицита на сектор *Държавно управление* се очаква постепенно да намалее през прогнозния период. Това понижение ще бъде подкрепено от подобряването на цикличната позиция на икономиката в еврозоната. Предвижда се структурното бюджетно салдо да отбележи едва леко подобрение през прогнозния период, в отражение на неутралната като цяло фискална политика. Съотношението на държавния дълг ще започне да намалява от 2015 г. вследствие на наблюдаваното напоследък подобрение при първичното салдо и по-благоприятната разлика между лихвения процент по държавния дълг и растежа.

В съпоставка с фискалните прогнози, публикувани в изданието на *Месечен бюлетин* от септември 2014 г., перспективите за дефицита и динамиката на дълга са леко влошени в резултат на по-малко благоприятните макроикономически перспективи и лекото смекчаване на дискреционната фискална политика. Низходящите корекции на съотношението дълг/БВП се дължат основно на въвеждането на новите статистически стандарти ЕСС 2010.

Карте 3

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 карте се разглежда несигурността, свързана с трите основни базисни допускания и чувствителността на прогнозите по отношение на тези допускания.¹

1) Алтернативна тенденция на цените на петрола

Допусканията за цените на петрола в настоящите прогнози на експерти на Евросистемата са изведени от пазарните очаквания, измерени чрез цените на петролните фючърси. Към крайната дата 13 ноември, въз основа на тренда на цените на петрола на фючърсните пазари през предходния двуседмичен период, се предвижда цената на суровия петрол тип „Брент“ да се понижи от 102,6 щ.д./барел през третото тримесечие на 2014 г. до 85,6 щ.д./барел през 2015 г., след което да се повиши до 88,5 щ.д./барел през 2016 г. След крайната дата обаче цените на петрола и на петролните фючърси се понижиха допълнително в условия на голямо предлагане и слабо търсене на петрол, по-специално след като на 27 ноември 2014 г. ОПЕКС взе решение да поддържа текущите нива на производство. Към 2 декември 2014 г., въз основа на цените на петролните фючърси се допуска цената на суровия петрол тип „Брент“ да се понижи до 73,2 щ.д./барел през 2015 г. и да се повиши до 78,1 щ.д./барел през 2016 г., т.е. до равнища, които са с 14,5 % и 11,7 % по-ниски от тези в базисната прогноза.

Въз основа на макроикономическите модели на експерти на Евросистемата се предвижда алтернативната тенденция на цените на петрола да доведе до ХИПЦ инфлация в еврозоната, която е с 0,4 процентни пункта под базисната прогноза за 2015 г. и с 0,1 процентни пункта под тази за 2016 г. Същевременно алтернативната тенденция на цените на петрола би подкрепила прираста на реалния БВП с около 0,1 процентни пункта през 2015 г. и 2016 г.

2) Алтернативна тенденция на обменния курс

Базисната прогноза допуска непроменен ефективен обменен курс на еврото до края на периода. Отслабване на еврото обаче би произтекло от влошаващите се перспективи за растеж в еврозоната в сравнение с икономиката на САЩ и от очакванията за различна позиция на паричната политика в двете икономики, което предполага пазарни очаквания за продължителен период на ниски лихвени проценти в еврозоната и по-бързо нормализиране в САЩ. Алтернативната тенденция при еврото, която предполага по-силно понижение, е изведена от 25-ия персентил на разпределението на функцията на основана на опции риск-неутрална плътност за обменния курс евро/щ.д. на 13 ноември 2014 г. Тази тенденция предполага постепенно обезценяване на еврото спрямо щатския долар до обменен курс от 1,17 през 2016 г., който е 6,1 % под базисното допускане. Съответните допускания за номиналния ефективен обменен курс на еврото отразяват исторически закономерности, като промените в обменния курс евро/щ.д. отразяват промени в ефективния обменен курс с еластичност около 52 %. Това води до постепенно отклонение на ефективния обменен курс на еврото от базовото равнище, за да достигне 3,2 % под равнището през 2016 г. При този сценарий резултатите от различни макроикономически модели на експерти на Евросистемата 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. и 2016 г.

3) Допълнителна фискална консолидация

Както е посочено в каре 1, допусканията за фискалната политика включват всички мерки на политиката, които вече са приети от националните парламенти или са детайлно разработени от правителствата и е вероятно да преминат през законодателната процедура. При повечето държави мерките, включени в базисната прогноза, не успяват да постигнат изискванията за фискална консолидация по корективните и предпазните мерки на Пакта за стабилност и растеж. Ангажиментът тези изисквания да бъдат спазени като цяло е отразен в програмите за стабилност за 2014 г. и в документите на програмите на ЕС–МВФ. Базисните мерки за постигане на тези цели обаче често или липсват, или не са достатъчно конкретизирани. По тази причина те не са взети предвид в базисната прогноза. Ето защо е не само необходимо, но и вероятно до 2016 г. редица правителства да приемат допълнителни мерки за фискална консолидация в сравнение с взетите предвид в базисната прогноза.

Допускания, върху които се основава анализът на фискалната чувствителност

Отправната точка на анализа на фискалната чувствителност е „фискалната ножица“ между бюджетните цели на правителствата и базовите бюджетни прогнози. Използват се специфични за всяка държава условия и информация относно размера и състава, за да се измери вероятната допълнителна фискална консолидация. По-специално, конкретната за всяка държава информация има за цел да отрази несигурността, свързана с фискалните цели, вероятността за допълнителни мерки за фискална консолидация с въздействие върху съвкупното търсене, за разлика от други фактори, водещи до намаляване на дефицита, и свързаните с това ефекти на макроикономическата обратна връзка.

Въз основа на този подход оценката е за вероятни допълнителни мерки за фискална консолидация през 2015 г. и 2016 г., които въздействат върху търсенето, при което допълнителната консолидация би възлизала съвкупно на приблизително 0,2 % от БВП до края на 2016 г. Цо се отнася до състава на фискалните мерки, анализът на чувствителността си поставя за цел да обхване специфичните по държава и време профили на най-вероятните допълнителни мерки за консолидация. В тази процедура на съвкупно равнище на еврозоната оценката за фискалната консолидация е, че тя клони леко към разходната страна на бюджета.

Макроикономическо въздействие на допълнителната фискална консолидация

В таблицата по-долу са обобщени резултатите от симулираното в анализа на фискалната чувствителност въздействие върху растежа на реалния БВП и ХИПЦ инфлацията в еврозоната, като е използван „новият модел за ЕЦБ за цялата еврозона“ (*New Area-Wide Model, NAWM3*²).

Въздействието на допълнителната фискална консолидация върху прираста на реалния БВП е ограничено през 2014 г. и 2015 г., но се счита, че през 2016 г. то ще е около -0,1 процентни пункта. Очаква се въздействието върху ХИПЦ инфлацията да е незначително през целия прогнозен период.

В този смисъл настоящият анализ сочи умерени низходящи рискове за базисната прогноза за растеж на реалния БВП през 2016 г., тъй като не всички предвиждани мерки за фискална консолидация са включени в базисната прогноза. Същевременно са налице незначителни рискове, свързани с прогнозата за инфлацията.

Оценка на макроикономическото въздействие на допълнителна фискална консолидация върху растежа на реалния БВП и върху ХИПЦ инфлацията в еврозоната

(% от БВП)

	2014	2015	2016
Държавни бюджетни цели ¹⁾	-2,7	-2,2	-1,7
Базисни фискални прогнози	-2,6	-2,5	-2,2
Допълнителна фискална консолидация (съвкупно) ²⁾	0,0	0,0	0,2
Ефект от допълнителната фискална консолидация (в процентни пунктове) ³⁾			
Растеж на реалния БВП	0	0	-0,1
ХИПЦ инфлация	0	0	0

1) Номинални цели, включени в последните документи по програмите на ЕС–МВФ за съответните държави; за останалите държави – включени в проектобюджетите или одобрените закони за бюджета за 2015 г. или актуализираните програми за стабилност за 2014 г.

2) Анализът на чувствителността се основава на оценки на експерти на Евросистемата.

3) Отклонения от базисната прогноза в процентни пунктове за растежа на реалния БВП и ХИПЦ инфлацията (и двете на годишна база). За симулацията на макроикономическото въздействие е използван „нов модел за цялата еврозона“ на ЕЦБ (*New Area-Wide Model*).

Следва да се изтъкне, че този анализ на фискалната чувствителност е съсредоточен изключително върху потенциалните краткосрочни ефекти от вероятна допълнителна фискална консолидация. Макар дори и добре разработените мерки за фискална консолидация често да оказват негативни краткосрочни ефекти върху растежа на реалния БВП, те упражняват положително дългосрочно въздействие върху икономическата активност, което не проличава във времеви хоризонт на настоящия анализ.³ Поради това резултатите от този анализ не следва да се тълкуват като поставяне под съмнение на необходимостта от допълнителни усилия за фискална консолидация през прогнознния период. Напротив, необходими са по-нататъшни усилия за консолидация, за да се възстановят стабилните публични финанси в еврозоната. Без такава консолидация съществува риск да бъде неблагоприятно засегнато формирането на цената на държавния дълг. Нещо повече, възможен е негативен ефект върху доверието, който да възпрепятства икономическото възстановяване.

1 Всички симулации са извършени при допускането за непроменена политика и постоянни стойности за всички други променливи, свързани с техническите допускания и международната среда на еврозоната.

2 За описание на „нов модел за цялата еврозона“ (*New Area-Wide Model*) вж. Christoffel K., Coenen G. и Warne A., *The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis*, поредица „Работни материали“, № 944, ЕЦБ, октомври 2008 г.

3 За подробен анализ на макроикономическото въздействие на фискалната консолидация вж. статията *Fiscal multipliers and the timing of consolidation*, Месечен бюлетин, ЕЦБ, април 2014 г.

Карта 4

ПРОГНОЗИ НА ДРУГИ ИНСТИТУЦИИ

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

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

(годишно процентно изменение)

	Дата на публикуване	Растеж на БВП			ХИПЦ инфлация		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Прогнози на експертите на Евросистемата	декември 2014	0,8	1,0	1,5	0,5	0,7	1,3
		[0,7 - 0,9]	[0,4 - 1,6]	[0,4 - 2,6]	[0,5 - 0,5]	[0,2 - 1,2]	[0,6 - 2,0]
Европейска комисия	ноември 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,8	1,5
ОИСР	ноември 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,6	1,0
Барометър за еврозоната (Euro Zone Barometer)	ноември 2014	0,8	1,2	1,6	0,5	0,9	1,3
Консенсусни икономически прогнози (Consensus Economics Forecasts)	ноември 2014	0,8	1,1	1,5	0,5	0,9	1,3
Преглед на професионалните прогнози (Survey of Professional Forecasters)	ноември 2014	0,8	1,2	1,5	0,5	1,0	1,4
МВФ	октомври 2014	0,8	1,3	1,7	0,5	0,9	1,2

Източници: Европейска икономическа прогноза на Европейската комисия, есен 2014 г.; МВФ – Перспективи за световната икономика, октомври 2014 г.; Икономически перспективи на ОИСР, ноември 2014 г.; Консенсусни икономически прогнози; MJEconomics; и ЕЦБ – Преглед на професионалните прогнози.

Забележки: Макроикономическите прогнози на експертите на Евросистемата, 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, през 2014 г. растежът на реалния БВП в еврозоната се очаква да бъде същият като този в прогнозите на експертите на Евросистемата. Прогнозите за стойностите на растежа на реалния БВП през 2015 г. и 2016 г. са сходни или малко по-високи от посочените от експертите на Евросистемата. През 2014 г. средногодишната ХИПЦ инфлация се очаква да остане същата като тази в прогнозите на експертите на Евросистемата. Прогнозите на повечето други институции за ХИПЦ инфлацията през 2015 г. са за стойности, които са малко по-високи от тези на експертите на Евросистемата. За ХИПЦ инфлацията през 2016 г. другите налични прогнози предвиждат тя да бъде средно между 1,0 % и 1,5 % спрямо 1,3 % в прогнозите на експерти на Евросистемата. Понастоящем всички налични прогнози за 2015 г. и 2016 г. попадат в диапазоните на прогнозите на експертите на Евросистемата, които са посочени в таблицата.

