



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

ЕВРОСИСТЕМА

Икономически бюлетин

Обзор

брой 2 / 2023



Икономическа, финансова и парична динамика

Обзор

Инфлацията според прогнозите ще остане твърде висока за по-продължителен период от време. Поради това на 16 март 2023 г. Управителният съвет реши да повиши трите основни лихвени проценти на ЕЦБ с по 50 базисни точки в съответствие с решението си да осигури своевременното връщане на инфлацията към средносрочната цел от 2%. Засилената несигурност потвърждава колко е важно Управителният съвет да подхожда въз основа на данните при вземането на решения относно лихвените проценти, които ще се определят от неговата оценка на перспективите за инфлацията предвид постъпващата икономическа и финансова информация, динамиката на базисната инфлация и силата на предавателния механизъм на паричната политика.

Управителният съвет също така заяви, че следи отблизо настоящото напрежение на пазара. Той е готов да реагира при необходимост, за да запази ценовата и финансовата стабилност в еврозоната. Управителният съвет обяви, че банковият сектор в еврозоната е бил устойчив, със силни капиталови и ликвидни позиции. Във всеки случай инструментариумът на политиката на ЕЦБ е изцяло в готовност да осигури ликвидна подкрепа на финансовата система на еврозоната при необходимост, както и да запази гладкото функциониране на предавателния механизъм на паричната политика.

Новите макроикономически прогнози на експертите на ЕЦБ бяха завършени в началото на март, преди да възникне сегашното напрежение на финансовите пазари. Поради това напрежението внася допълнителна несигурност в оценките на инфлацията и растежа в базисния сценарий. Преди тези последни събития прогнозата за траекторията на общата инфлация в базисния сценарий беше вече ревизирана надолу главно поради по-малкия от предвижданията принос на енергийните цени. Сега експертите на ЕЦБ предвиждат инфлацията да бъде средно около 5,3% през 2023 г., 2,9% през 2024 г. и 2,1% през 2025 г. В същото време базисният ценови натиск остава силен. Инфлацията, без енергия и храни, продължи да се повишава през февруари и експертите на ЕЦБ очакват тя да бъде средно 4,6% през 2023 г., което е по-високо от предвиденото в прогнозите от декември. Впоследствие се очаква тя да спадне до 2,5% през 2024 г. и до 2,2% през 2025 г. с отслабване на натиска за повишаването ѝ, предизвикан от предишни сътресения в предлагането и новото отваряне на икономиката, и с все по-силното потискане на търсенето поради затегнатата парична политика.

Прогнозите в базисния сценарий за растежа през 2023 г. бяха ревизирани до средно 1,0% в резултат както на спада на цените на енергията, така и на по-

голямата устойчивост на икономиката спрямо предизвикателствата в международната среда. След това експертите на ЕЦБ очакват растежът да продължи и да достигне 1,6% през 2024 г., както и през 2025 г., подкрепян от стабилен пазар на труда, подобряване на доверието и възстановяване на реалните доходи. Същевременно увеличението на растежа през 2024 г. и 2025 г. е по-слабо от предвиденото през декември поради затягането на паричната политика.

Икономическа активност

Глобалната икономическа активност остана слаба в началото на годината, но краткосрочните перспективи се подобриха, подкрепени от възобновяването на икономическите дейности в Китай и запазващата се устойчивост на пазарите на труда, наблюдавана в развитите икономики. Отслабването на затрудненията в доставките продължава да подкрепя световната търговия, а базисният ценови натиск остава силен въпреки спада на общата инфлация. В този контекст перспективите за глобалния растеж през 2023 г. и 2024 г., включени в макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ за еврозоната от март 2023 г., бяха ревизирани нагоре в сравнение с макроикономическите прогнози на експертите на Евросистемата от декември 2022 г. Въпреки че възстановяването на икономиката на Китай ще подпомогне световния растеж тази година, глобалната икономическа активност остава сравнително слаба, като темповете на растеж са все още под историческите средни стойности за целия прогнозен период от 2023 г. до 2025 г. Прогнозите за световната търговия също бяха ревизирани нагоре с цел да отразят възстановяването на икономиката на Китай и по-нататъшното облекчаване на ограниченията в световните вериги за доставки. Има явни признаци, че инфлацията, измерена чрез индекса на потребителските цени (ИЦП), вече е достигнала своята най-висока стойност през 2022 г., въпреки че ценовият натиск в световната икономика остава висок. Забавянето на инфлацията (дезинфлацията) се засилва с намаляването на прекъсванията в доставките, спадащите енергийни цени и синхронизираното затягане на паричната политика по света. Въпреки това устойчивите пазари на труда и силният растеж на заплатите, особено в големите развити икономики, показват, че базисният инфлационен натиск в световната икономика остава силен и че процесът на дезинфлация ще бъде постепенен.

Икономиката на еврозоната остана в застой през четвъртото тримесечие на 2022 г., като по този начин беше избегнато очакваното по-рано свиване. Частното вътрешно търсене обаче рязко спадна. Високата инфлация, преобладаващата несигурност и по-строгите условия за финансиране влошиха частното потребление и инвестициите, които спаднаха съответно с 0,9% и 3,6%. Съгласно базисния сценарий икономиката вероятно ще се възстанови през следващите тримесечия. Промисленото производство ще се увеличи с по-нататъшното подобряване на условията за доставки, продължаващото възстановяване на доверието и с приключване на големите неизпълнени поръчки от фирмите. Повишаващите се заплати и намаляващите енергийни

цени частично ще компенсират загубата на покупателна способност, която много домакинства понасят в резултат от високата инфлация. Това от своя страна ще подпомогне потребителските разходи. Освен това пазарът на труда остава силен въпреки отслабването на икономическата активност. Заетостта нарасна с 0,3% през четвъртото тримесечие на 2022 г., а равнището на безработица остана на историческото си дъно от 6,6% през януари 2023 г.

С повишаване на сигурността на енергийните доставки, енергийните цени значително се понижиха, доверието се подобри и активността би трябвало да се повиши в известна степен в краткосрочен план. По-ниските цени на енергията в момента осигуряват известно намаляване на разходите, особено в енергоемките отрасли, а затрудненията в доставките в световен мащаб до голяма степен са отстранени. Очаква се да продължи процесът по възстановяване на равновесието на енергийния пазар и реалните доходи да се подобрят. С нарастването и на външното търсене и при условие, че настоящото напрежение на финансовите пазари намалее, се очаква растежът на производството да се възстанови от средата на 2023 г., подкрепян от стабилен пазар на труда. Въпреки това, процесът на нормализиране на политиката на ЕЦБ и по-нататъшното повишаване на лихвените проценти, очаквано от пазарите, все повече ще се пренасят към реалната икономика, с допълнителни забавящи ефекти, произтичащи от последното затягане на условията за предоставяне на кредити. Това, заедно с постепенното оттегляне на фискалната подкрепа и някои запазващи се опасения относно рисковете за енергийните доставки през следващата зима, ще окаже неблагоприятно влияние върху икономическия растеж в средносрочен план. Като цяло, средногодишният растеж на реалния БВП се очаква значително да се забави – до 1,0% през 2023 г. (от 3,6% през 2022 г.), след което да се повиши до 1,6% през 2024 г. и през 2025 г. В сравнение с макроикономическите прогнози на експертите на Евросистемата от декември 2022 г. прогнозата за растежа на БВП бе ревизирана нагоре с 0,5 процентни пункта за 2023 г. вследствие на отчетените изненадващи положителни данни през втората половина на 2022 г. и подобрената краткосрочна перспектива. За 2024 г. и 2025 г. тя беше ревизирана надолу съответно с 0,3 процентни пункта и 0,2 процентни пункта, тъй като затягането на условията за финансиране и неотдавнашното поскъпване на еврото неутрализират изцяло положителния ефект на по-ниската инфлация върху доходите и доверието.

Според прогнозите на експертите на ЕЦБ от март 2023 г. фискалните перспективи за еврозоната се очаква да се подобрят през прогнозния период. След значителния спад, прогнозиран за 2022 г., бюджетният дефицит на еврозоната се очаква да продължи да намалява до известна степен през 2023 г. и по-значително през 2024 г. (до 2,4 % от БВП), а през 2025 г. да остане непроменен. Понижението на бюджетното салдо в края на прогнозния период спрямо 2022 г. се обяснява с подобряването на първичното бюджетно салдо, коригирано спрямо фазата на икономическия цикъл, и с по-добър циклически компонент, докато лихвените плащания постепенно нарастват като дял от БВП през прогнозния период. Очаква се дългът на еврозоната да продължи да се понижава, макар и по-бавно след 2022 г., до малко под 87% от БВП до 2025 г.

Това се дължи главно на отрицателния диференциал на лихвения процент и темпа на растеж, които напълно неутрализират продължаващите първични дефицити. Въпреки това, през 2025 г. съотношението на дефицита, както и на дълга към БВП се очакват да останат над равнищата отпреди пандемията. В сравнение с декемврийските прогнози предвижданията за бюджетното салдо бяха ревизирани нагоре за 2023–2025 г., макар и незначително в края на прогнозния период, докато за лихвените плащания бяха увеличени за 2024 г. и 2025 г. Съотношението на дълга към БВП беше ревизирано надолу, отразявайки главно подобрението в траекторията на първичното бюджетно салдо.

Правителствените мерки за фискална подкрепа за предпазване на икономиката от въздействието на високите енергийни цени трябва да бъдат временни, целенасочени и съобразени със запазването на стимулите за намаляване на потреблението на енергия. Тъй като цените на енергията падат и рисковете около енергийните доставки намаляват, е важно тези мерки да започнат да се отменят бързо и синхронизирано. Мерките, които не отговарят на тези принципи, вероятно ще изострят инфлационния натиск в средносрочен план, което изисква по-силен отговор на паричната политика. Освен това, в съответствие с рамката за икономическо управление на ЕС и както е посочено в Насоките на Европейската комисия от 8 март 2023 г., фискалната политика следва да бъде ориентирана към повишаване на производителността на икономиката на еврозоната и към постепенно намаляване на високия публичен дълг. Политиката за повишаване на капацитета за доставки на еврозоната, особено в енергийния сектор, могат да спомогнат за намаляване на ценовия натиск в средносрочен план. За тази цел правителствата трябва бързо да приложат своите планове за инвестиции и структурни реформи в рамките на програмата „Следващо поколение ЕС“. Реформата на рамката за икономическо управление на ЕС следва да приключи бързо.

Инфлация

Инфлацията се понижи до 8,5% през февруари. Забавянето ѝ се дължи на нов рязък спад в енергийните цени. От друга страна, инфлацията при цените на храните се повиши допълнително до 15,0%, като предишното нарастване на разходите за енергия и за други суровини за производството на храни все още се отразява върху потребителските цени.

Освен това натискът от страна на базисните цени остава силен. Инфлацията, без енергия и храни, се повиши до 5,6% през февруари, а другите показатели за базисната инфлация също останаха високи. Инфлацията при неенергийните промишлени стоки се ускори до 6,8% през февруари, което отразява най-вече забавените ефекти от предходните затруднения в доставките и високите енергийни цени. Инфлацията в сектора на услугите, която се повиши до 4,8% през февруари, продължава да се дължи и на постепенното пренасяне на предишните увеличения на разходите за енергия, на незадоволеното търсене от повторното отваряне на икономиката и нарастващите заплати.

Натискът върху заплатите се засили поради стабилните пазари на труда и служителите, които се стремят да възстановят част от покупателната способност, загубена вследствие на високата инфлация. Освен това много предприятия успяха да повишат нормата си на печалба в сектори при ограничено предлагане и възобновено търсене. В същото време повечето измерители на очакванията за инфлацията в дългосрочен план понастоящем са за около 2%, въпреки че те изискват по-продължително наблюдение, особено с оглед на неотдаващите колебания в пазарните инфлационни очаквания.

Рязкото преустройство на енергийните пазари доведе до значителен спад на натиска върху цените и сега се очаква инфлацията да спада с по-бързи темпове. Инфлацията при енергоносителите, която достигна най-високата си стойност от над 40% миналата есен, трябва да стане с отрицателна стойност през втората половина на 2023 г. поради спадането на цените на суровините под нивата, наблюдавани последно преди руската инвазия в Украйна, силните базови ефекти и по-силния обменен курс на еврото. По-благоприятните перспективи за цените на енергийните суровини предполагат, че фискалните мерки ще имат по-малка роля за понижаване на енергийните цени през 2023 г., а с прекратяването на мерките сега се очаква по-слабо възстановяване на инфлацията при енергийните цени през 2024 г.

По-късно темпът на инфлация при другите компоненти на хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ) се очаква да започне малко да се забавя, тъй като верижният натиск, свързан с прехвърлянето на разходите, особено по отношение на инфлацията на храните, както и продължаващите ефекти от предишните затруднения в доставките и възстановяването на икономическите дейности все още ще действат в краткосрочен план. Очаква се общата инфлация да спадне под 3,0 % до края на 2023 г. и да се стабилизира до 2,9% през 2024 г., след което допълнително да се забави до целевото равнище за инфлация от 2,0% през третото тримесечие на 2025 г., достигайки средно 2,1% за годината. За разлика от общата инфлация базисната инфлация, измерена чрез ХИПЦ, без енергия и храни, ще бъде средно по-висока през 2023 г., отколкото през 2022 г., отразявайки забавените ефекти, свързани с косвеното влияние както на предходните високи енергийни цени, така и на предишното силно обезценяване на еврото, които ще преобладават в краткосрочен план. Ефектите върху базисната инфлация от неотдаващите понижения на енергийните цени и последното поскъпване на еврото ще се усетят едва по-късно през прогнозния период. Очакваният спад на инфлацията в средносрочен план също отразява постепенното въздействие на нормализирането на паричната политика. Независимо от това, затегнатите пазари на труда и ефектът от инфлационните компенсации предполагат, че заплатите се очаква да нараснат с темпове, значително над историческите средни стойности, и до края на прогнозния хоризонт да бъдат в реално изражение на равнища, близо до тези от първото тримесечие на 2022 г. В сравнение с прогнозите от декември 2022 г. общата инфлация беше ревизирана надолу през прогнозния период (с 1,0 процентен пункт за 2023 г., с 0,5 процентни пункта за 2024 г. и с 0,2 процентни пункта за 2025 г.).

Значителната корекция надолу за 2023 г. се дължи на големите изненадващи понижения, свързани с инфлацията на енергоносителите през последните месеци и много по-ниските допускания за енергийните цени, частично компенсирани от неочакваните по-високи данни за инфлацията, измерена с ХИПЦ, изключваща енергия и храни. За 2024 г. и 2025 г. корекциите надолу са свързани с по-слабо въздействие върху инфлацията на енергоносителите от преустановяването на фискалните мерки, по-силно отслабване на косвените ефекти и нарастващо пренасяне на последното поскъпване на еврото.

Оценка на рисковете

Рисковете, свързани с перспективите за икономически растеж, клонят към понижаването му. Постоянно повишеното напрежение на финансовите пазари би могло да затегне повече от очакваното и по-обхватно кредитните условия и да влоши доверието. Неоправданата война на Русия срещу Украйна и нейния народ продължава да представлява значителен риск за отслабване на икономиката и би могла отново да тласне нагоре разходите за енергия и храна. Възможно е допълнително забавяне на растежа в еврозоната, ако световната икономика отслабва по-рязко от очакваното. Компаниите обаче биха могли да се приспособят по-бързо към сложната международна среда и заедно с отзвучаването на енергийния шок биха подпомогнали по-високия от очаквания в момента растеж.

Рисковете за по-висока инфлация включват съществуващия верижен натиск, който в краткосрочен план все още може да тласне цените на дребно още по-нагоре от очакваното. Вътрешни фактори, като постоянното покачване на инфлационните очаквания над целевото равнище на Управителния съвет или по-високо от предвиденото увеличение на заплатите и нормата на печалбата, биха могли да повишат инфлацията, включително в средносрочен план. Освен това, по-силно от очакваното възстановяване на икономиката на Китай би дало нов тласък за повишаване на цените на суровините и на външното търсене. Рисковете за понижаване на инфлацията включват постоянно засиленото напрежение на финансовите пазари, което би могло да ускори дезинфлацията. Освен това спадащите енергийни цени биха могли да предизвикат намаляване на натиска от страна на базисната инфлация и заплатите. Отслабването на търсенето, включително поради по-голямо забавяне на банковото кредитиране или по-силно от прогнозираното предаване на паричната политика, също би допринесло за по-нисък ценови натиск от предвиденото, особено в средносрочен план.

Финансови и парични условия

Пазарните лихвени проценти нараснаха значително през седмиците след заседанието на Управителния съвет през февруари. При повишението обаче настъпи рязък обрат в навечерието на срещата през март в условията на сериозно напрежение на финансовите пазари. Банковите кредити за фирми от

еврозоната станаха по-скъпи. Кредитирането на фирми допълнително отслабна поради по-ниското търсене и по-строгите условия за предоставяне на кредити. Кредитирането на домакинствата също стана по-скъпо, особено поради по-високите лихвени проценти по жилищните кредити. Това увеличение на разходите по заеми и произтичащото от него намаляване на търсенето, заедно с по-затегнатите кредитни стандарти, доведоха до по-нататъшно забавяне на растежа на кредитите за домакинствата. На фона на тази по-слаба кредитна динамика темпът на нарастване на парите рязко се забави, задвижван от най-ликвидните им компоненти.

Решения, свързани с паричната политика

Въз основа на текущата си оценка Управителният съвет взе решение да повиши трите основни лихвени процента на ЕЦБ с по 50 базисни точки. Съобразно това, лихвеният процент по основните операции по рефинансиране и лихвените проценти по пределното кредитно улеснение и депозитното улеснение ще бъдат повишени съответно до 3,50%, 3,75% и 3,00%, считано от 22 март 2023 г.

Портфейлът по програмата за закупуване на активи (*APP*) намалява с премежени и предвидими темпове, тъй като Евросистемата не реинвестира всички погашения по главниците на ценни книжа с настъпващ падеж. Спадът ще възлиза средно на 15 млрд. евро на месец до края на юни 2023 г., а следващият му темп ще бъде определен с течение на времето. По отношение на Програмата за изкупуване на активи в условията на извънредна ситуация, причинена от пандемия (*PEPP*) Управителният съвет възнамерява да реинвестира погашенията по главници на ценни книжа с настъпващ падеж, придобити по нея, поне до края на 2024 г. Във всеки случай бъдещото изчерпване на портфейла на *PEPP* ще се управлява така, че да се избегне намеса в съответната позиция по паричната политика. Ето защо Управителният съвет ще продължи да прилага гъвкав подход при реинвестиране на постъпленията от книгата при настъпване на падежа им от портфейла по *PEPP*, за да противодейства на рисковете, свързани с пандемията, за трансмисионния механизъм на паричната политика.

Докато банките погасяват средствата, заети при целевите операции по дългосрочното финансиране, Управителният съвет ще подлага редовно на оценка как целевите операции по кредитиране допринасят за неговата позиция по паричната политика.

Заклучение

В обобщение, инфлацията се прогнозира да остане много висока за твърде продължителен период от време. Ето защо на заседанието си през март Управителният съвет реши да повиши трите основни лихвени проценти на ЕЦБ с по 50 базисни точки в съответствие с решението си да гарантира

своевременното връщане на инфлацията към средносрочно целево равнище от 2%.

Засилената несигурност подчертава значението на подход, основаващ се на данните, при вземане на решения относно лихвените проценти, които ще се определят от оценката на Управителния съвет на перспективите за инфлацията в контекста на постъпващите икономически и финансови данни, динамиката на базисната инфлация и силата на предавателния механизъм на паричната политика.

Управителният съвет има готовност да внесе корекции във всички свои инструменти в рамките на мандата си, за да осигури връщането на инфлацията към целевото равнище от 2% в средносрочен план и да запази гладкото функциониране на предавателния механизъм на паричната политика.

© Европейска централна банка, 2023

Пощенски адрес 60640 Frankfurt am Main, Germany
Телефон +49 69 1344 0
Уебсайт www.ecb.europa.eu

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

Изпълнителният съвет на ЕЦБ носи отговорност за съставянето на този бюлетин. Националните централни банки на държавите – членки на ЕС извън еврозоната, превеждат и публикуват само „Обзора“, поместван в броевете на бюлетина, издавани през март, юни, септември и декември на съответната година.

Статистическите данни, включени в този брой, са към 15 март 2023 г.

Специалната терминология е разяснена в [ECB glossary](#) (само на английски език).

PDF - ISSN 2363-3573, QB-BQ-22-001-BG-N