



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

ЕВРОСИСТЕМА

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ПРОГНОЗИ НА ЕКСПЕРТИ НА ЕВРОСИСТЕМАТА ЗА ЕВРОЗОНАТА – ЮНИ 2015 Г.¹

1. ПЕРСПЕКТИВИ ЗА ЕВРОЗОНАТА: ОБЗОР И ОСНОВНИ ХАРАКТЕРИСТИКИ

Юнските прогнози потвърждават перспективите за възстановяване в еврозоната. Според предварителната оценка на Евростат през първото тримесечие на 2015 г. реалният БВП се е повишил с 0,4 %, а последните данни от конюнктурни анкети показват продължаване на цикличното възстановяване. Отвъд краткосрочния хоризонт остават налице факторите, обуславящи очакваното устойчиво икономическо възстановяване.

Външни фактори ще подпомогнат перспективите за икономическата активност. Въпреки слабото повишаване на цените на петрола, очакваното им – все още ниско – равнище продължава да подпомага както частното потребление, така и бизнес инвестициите. Освен това външното търсене на стоки и услуги, произведени в еврозоната, се очаква да се засили в известна степен през прогнозния период. Външното търсене е подкрепено главно от по-силния растеж на развитите икономики, докато прогнозата за икономиките с възникващи пазари донякъде е смекчена.

Очаква се въведените наскоро мерки по паричната политика на ЕЦБ да подпомогнат съвкупното търсене. Лихвените проценти по банковите кредити намаляха още повече в резултат от разширената програма на ЕЦБ за закупуване на активи, цените на акциите се повишиха съществено, а обменният курс осезаемо се понижи. Следователно съвкупното търсене и по-специално образуването на основен капитал и износьт се очаква да бъдат повлияни благоприятно от нерестриктивната позиция на паричната политика. Предвижда се въведените наскоро нестандартни мерки по паричната политика да подкрепят съвкупното търсене и посредством канала на ребалансиране на портфейлите, както и посредством ефекта върху доверието.

Вътрешното търсене би следвало да бъде благоприятно повлияно и от други фактори. Позицията на фискалната политика, измерена като изменение на циклично изгладеното първично бюджетно салдо, се очаква да бъде в общи линии неутрална през прогнозния период, за разлика от рестриктивната позиция, наблюдавана до 2013 г. Условието за предоставяне на кредити продължиха да се подобряват, за което свидетелстват резултатите от последното проучване на банковото кредитиране в еврозоната, показващи нетно облекчаване на кредитните стандарти и условията за кредитиране. През 2014 г. дългът на нефинансовите предприятия (измерен като процент от БВП) намаля още малко, продължавайки наблюдаваната от 2012 г. насам тенденция. Изглежда, че домакинствата също са отбелязали известен напредък в намаляването на своята задлъжнялост, особено в държавите със сравнително високо дългово бреме. В допълнение към това се очаква, че процесът на корекции на жилищния пазар е приключил в много държави, за което свидетелства оттласкването от дъното на цените на жилищата.

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 настоящите прогнози е 20 май 2015 г. Тези макроикономически прогнози обхващат периода 2015–2017 г. Прогнози с толкова дълъг хоризонт са изложени на много висока несигурност и това трябва да се има предвид при тълкуването им. Вж. статията „Оценка на макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата“ (*An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections*) в изданието на *Месечен бюлетин* на ЕЦБ от май 2013 г.

Все така са налице обаче структурни ограничения. Дългът на публичния сектор продължава да нараства, макар и с по-слаб темп, и се очаква да се задържи на високо равнище в някои държави. Динамиката на пазара на труда, макар и да се подобрява като цяло, ще остане неблагоприятно повлияна от високата структурна безработица в някои държави. Освен това опасенията относно потенциала за дългосрочен растеж и относно бавния напредък в осъществяването на структурните реформи, оставащата значителна ненатовареност на производствените мощности и все още високото равнище на корпоративния дълг в някои държави, ще продължат да потискат инвестиционните разходи.

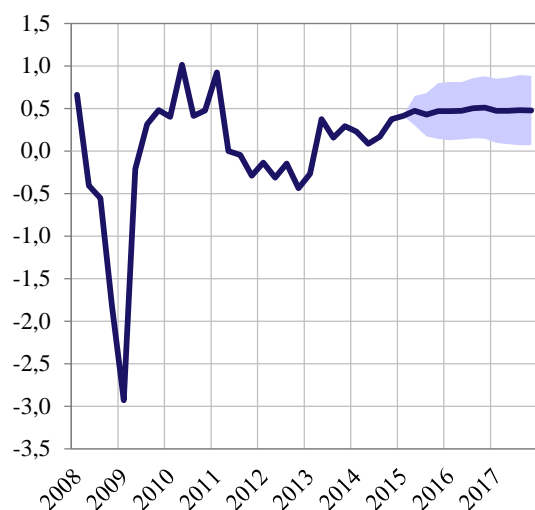
Като цяло се прогнозира растежът на реалния БВП да се увеличи съществено: от 0,9 % през 2014 г. до 1,5 % през 2015 г., 1,9 % през 2016 г. и 2,0 % през 2017 г. За разлика от това темпът на потенциален растеж на производството се оценява на около 1 % за прогнозния период, тъй като приносите на труда и капитала се очаква да останат слаби. Поради това отрицателното отклонение на БВП от потенциалното му ниво се предвижда да се стесни значително към края на периода, за който се отнасят прогнозите.

Графика 1 Макроикономически прогнози¹⁾

(тримесечни данни)

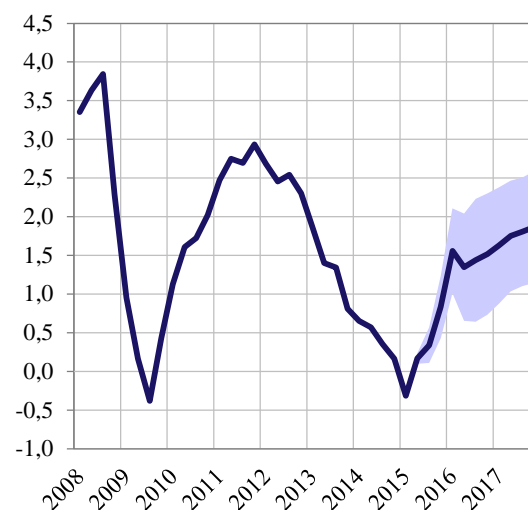
Реален БВП в еврозоната²⁾

(процентно изменение на тримесечна база)



ХИПЦ в еврозоната

(процентно изменение на годишна база)



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

2) Календарно изгладени данни.

Оценката за ХИПЦ инфлацията е, че през януари 2015 г. тя се е оттласнала от дъното, бавно покачвайки се през последните няколко месеца. Главната движеща сила на това покачване е отслабването на низходящия натиск от ХИПЦ инфлацията на енергоносителите в резултат от повишаване на деноминирани в щатски долари цени на петрола. Наред с това възходящ натиск оказва повишената ХИПЦ инфлация на цените на храните в отражение на поскъпването на хранителните суровини. Въздействието на тази възходяща динамика на цените на суровините беше подсилено от спада на обменния курс на еврото. В противовес на това ХИПЦ инфлацията без компонентите енергоносители и храни остана потисната през последните няколко месеца и все още не проявява признаци на покачване. Засега нарастващ ценови натиск при ХИПЦ без компонентите енергоносители и храни се наблюдава само в ранните етапи на ценовата верига, по-специално в цените на вноса, като вътрешните цени на производител все още остават незасегнати.

Като цяло прогнозата е ХИПЦ инфлацията да продължи да нараства в хода на 2015 г. и да достигне средна стойност за цялата година от 0,3 %. Очаква се в течение на годината възходящите базови ефекти заедно с очакваното поскъпване на петрола, отразено във фючърните пазари (вж. каре 2), да доведат до по-слабо изразена негативна динамика на ХИПЦ инфлацията на енергоносителите. ХИПЦ инфлацията без компонентите енергоносителите и храни се предвижда постепенно да се засилва в хода на 2015 г. Намаленият свободен капацитет на пазара на труда и в икономиката като цяло се очаква да намери отражение в укрепване на растежа на заплатите и на нормата на печалба. Нещо повече, по-ниският обменен курс на еврото и косвените ефекти от очакваното поскъпване на енергийните и неенергийните суровини следва да допринесат за покачване на ХИПЦ инфлацията без компонентите енергоносителите и храни.

Общата инфлация се очаква да продължи да нараства – до 1,5 % през 2016 г. и 1,8 % през 2017 г. – в резултат от по-нататъшното намаляване на свободния икономически капацитет и от положителен външен ценови натиск. Това очаквано нарастване от своя страна отразява забавени ефекти от канала на обменния курс, както и възходящата крива на петролните фючъри. ХИПЦ инфлацията без компонентите енергоносителите и храни се очаква също да продължи да се увеличава, достигайки 1,7 % през 2017 г.

2. РЕАЛНА ИКОНОМИКА

През прогнозния период се предвижда широкообхватно циклично възстановяване на икономическата активност в еврозоната. През първото тримесечие на 2015 г. тя запази наблюдаваната в края на миналата година инерция. Анкетните проучвания показват продължаващо циклично възстановяване в средата на 2015 г. Положителната перспектива отразява по-специално очакването благоприятно въздействие върху икономическата активност да упражнят поевтиняването на еврото от средата на 2014 г. насам, ниските лихвени проценти, обусловени отчасти от програмата за закупуване на активи, и положителният ефект на поевтиняването на енергоносителите върху доходите.

Очаква се частните потребителски разходи да останат основна движеща сила на икономическото възстановяване. Остава благоприятна краткосрочната перспектива за нарастване на реалния разполагаем доход, макар да се очаква инерцията му да бъде донякъде забавена от въздействието на частичното пречупване на спада в цените на енергоносителите. Очаква се впоследствие трудовите доходи да отбележат нарастване в условия на стабилен растеж на заетостта и увеличаващо се номинално възнаграждение на наето лице, а с възстановяването на икономиката се предвижда и нарастване на други лични доходи. Ниските разходи за финансиране и подобряването на условията за финансиране би следвало да подпомогнат частното потребление и – в известна степен – нарастването на нетното благосъстояние на домакинствата, в отражение както на поскъпването на финансовите активи през 2015 г., така и на очакваното по-нататъшно подобрене на условията на жилищните пазари в периода 2016–2017 г. Като цяло се прогнозира годишен растеж на частното потребление от средно 1,7 % през прогнозния период.

Нормата на спестяване се очаква да намалее леко през следващите няколко тримесечия, след като първоначално се повиши с увеличаването на реалния доход, обусловено от движението на петролните цени. Впоследствие противодействащи ефекти в различните страни обуславят в общи линии неизменно равнище на нормата на спестяване през остатъка от прогнозния период. От една страна е налице тенденция много ниските лихвени проценти да правят спестяванията непривлекателни посредством ефекта на интертемпоралното заместване. Освен това в някои държави по-нататъшното нарастване на доверието на потребителите в съчетание с постепенно намаляващата безработица може да доведе до спад на предпазните спестявания. В допълнение е възможно домакинствата все повече да предприемат отлагани преди големи покупки, което би намалило нормата на спестяване. От друга страна, в други държави все още високото равнище на несигурност, свързано с кризата на държавните дългове, както и

високото ниво на безработица и задлъжнялост, се очаква да продължат да упражняват известен натиск за увеличаване на спестяванията.

Осемгодишният период на спад на жилищните инвестиции в еврозоната се очаква да приключи през 2015 г. Перспективата за жилищните инвестиции обаче ще се подобрява едва постепенно под неблагоприятното влияние на продължаваща уязвимост в някои държави. Въпреки това те би следвало с времето да наберат инерция, подпомогнати от устойчиво нарастване на реалния разполагаем доход, много ниски лихвени проценти по ипотечните кредити и облекчаване на условията за финансиране. Това би трябвало да доведе до по-силен прираст на кредитите за домакинствата. Все пак високите равнища на дълг на домакинствата в някои държави и неблагоприятните демографски ефекти в други вероятно ще възпрепятстват едно по-съществено нарастване на жилищните инвестиции.

Предвижда се бизнес инвестициите постепенно да наберат инерция вследствие на програмата за закупуване на активи и цикличното възстановяване. Възстановяването на бизнес инвестициите ще остане умерено в хода на 2015 г., възпирано от повишената несигурност във връзка с кризата на държавните дългове в еврозоната, ниската рентабилност, значителната ненатовареност на производствените мощности и ограниченията в предлагането на кредити в някои държави. Неблагоприятното въздействие на тези фактори обаче се очаква да отслабва в хода на прогнозния период. В допълнение към това през този период цялостният натиск от страна на намаляването на задлъжнялостта на корпоративния сектор в еврозоната би следвало да възпрепятства в по-малка степен от преди бизнес инвестициите. Освен това капиталовите разходи се предвижда да бъдат подпомогнати от засилването на вътрешното и външното търсене, от необходимостта за модернизиране на основния капитал след няколко години на слаби инвестиции, от нерестриktivната позиция на паричната политика и от увеличаването на нормата на печалба. В сравнение с предишните цикли обаче възстановяването на бизнес инвестициите ще бъде възпирано от продължаващата несигурност, финансови затруднения и по-слаби перспективи за потенциалния растеж на производството.

Външното търсене на стоки и услуги, произведени в еврозоната, напоследък е по-слабо от очакваното, отразявайки забавяне в икономиките на възникващи пазари. Прогнозата е то да започне да нараства с умерен темп с възстановяването на икономическата активност в глобален мащаб (вж. каре 1). Очаква се външното търсене да се засили в хода на прогнозния период, но инерцията му далеч да не достигне темпа от преди кризата, както поради по-слабата икономическа активност в световен план, така и поради по-малката глобална еластичност на търговията спрямо растежа на икономическата активност. Нарастването на външното търсене към еврозоната ще прикрие известни различия между държавите в нея, които се дължат на секторни и регионални закономерности в търговията, както и на факта, че някои страни от еврозоната са засегнати по-тежко от други що се отнася до експозиции към Русия, района на ОНД и държавите – износителки на петрол.

Каре 1

МЕЖДУНАРОДНА СРЕДА

В началото на 2015 г. глобалният растеж се забави, като световната икономика продължи да следва път на умерено, но неравномерно възстановяване с по-нататъшно раздалечаване в динамиката на развитите икономики и икономиките на възникващи пазари. В перспектива се очаква растежът на реалния БВП в световен план (без еврозоната) да се ускори в хода на прогнозния период, като се повиши от 3,4 % през 2015 г. до малко над 4 % през периода 2016–2017 г. Измежду факторите, които следва да подпомогнат глобалния растеж, поевтиняването на петрола през изминалата година се очаква да има благотворно влияние върху държавите – вносителки на петрол. Нерестриktivните финансови условия в развитите икономики също би следвало да подпомогнат търсенето в световен план, независимо от предвиджданото затягане на паричната политика в САЩ. Освен това отслабва въздействието на неблагоприятните фактори, които възпираха растежа в няколко от развитите икономики от финансовата криза насам – намаляването на съотношението на ливъридж на частния сектор, фискалната консолидация и

неблагоприятните условия на пазара на труда. Това създава основа за по-устойчиво възстановяване в тези икономики. В противовес на това перспективите за икономиките на възникващи пазари отслабнаха, продължавайки наблюдаваното през последните години забавяне. В редица икономики на възникващи пазари трайни макроикономически дисбаланси все повече ограничават потенциала за растеж. Други такива икономики се приспособяват към по-ниските цени на суровините и към очакваното нормализиране на паричната политика в развитите икономики.

Растежът на световната търговия се забави осезаемо в началото на 2015 г., но се очаква да се засили в хода на прогнозния период. Растежът на световната търговия (без еврозоната) се предвижда да се увеличи от 2 % през 2015 г. до около 5 % през 2016 г. и 2017 г. Все пак през периода, за който се отнасят прогнозите, еластичността на търговията спрямо икономическата активност се очаква да се задържи под равнището си от преди кризата, отразявайки растеж на световния БВП, в чийто състав търговията играе по-малка роля.

В сравнение с публикуваните през март експертни прогнози тази за икономическата активност в световен мащаб е коригирана надолу за 2015 г. в отражение на по-слабите краткосрочни перспективи. Прогнозата за външното търсене на стоки и услуги, произведени в еврозоната, също е коригирана надолу, особено за 2015 г., поради очаквания по-нисък внос от някои основни икономики на възникващи пазари, особено Русия.

Международна среда

(годишно процентно изменение)

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

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.

Постепенно нарастване на външното търсене и по-ниският обменен курс на еврото би следвало да подпомогнат растежа на износа през прогнозния период и пазарният дял на износа да се увеличи. Растежът на вноса в еврозоната се очаква постепенно да се ускори в хода на прогнозния период в резултат от засилването на общото търсене в еврозоната. Предвижда се излишъкът по текущата сметка да отбележи лек спад, достигайки 2,0 % от БВП през 2017 г.

Условията на пазара на труда в еврозоната се очаква да продължат да се подобряват през целия прогнозен период. В хода на 2014 г. заетостта продължи да се възстановява, набирайки скорост през първото тримесечие на 2015 г. Наблюдаваното в момента възстановяване остава по-силно, отколкото предполага еластичността на заетостта спрямо цялостната активност в ретроспективен план, вероятно в отражение на положителното въздействие на умереността на заплатите и неотдашните реформи на пазара на труда. Оценката е, че броят на зетите лица ще продължи да нараства съществено през прогнозния период, като процесът ще бъде обусловен главно от икономическото възстановяване, а в някои държави ще бъде също така подпомогнат от фискални стимули и вече осъществени реформи на трудовия пазар. Прогнозира се, че броят на отработените часове на зето лице леко ще нарасне, но все пак ще остане доста под равнището от преди кризата. Очаква се работната сила да се увеличи едва умерено, възпрепятствана от ефект на обезсърчаване поради все още висока безработица в някои държави и от неблагоприятни демографски фактори в други.

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

В сравнение с прогнозите, публикувани през март, промените в техническите допускания включват значително по-високи деноминирани в щатски долари цени на петрола, понижаване на обменния курс на еврото и малко по-високи дългосрочни лихвени проценти в еврозоната.

Техническите допускания за лихвените проценти и за цените на суровините се основават на пазарните очаквания към 12 май 2015 г. (крайна дата). Краткосрочните лихвени проценти се отнасят до тримесечния EURIBOR, като пазарните очаквания се извеждат от фючърските лихви. Според този метод средното равнище на краткосрочните лихвени проценти е 0,0 % за 2015 г. и 2016 г. и 0,2 % за 2017 г. Пазарните очаквания за номиналната доходност на 10-годишните държавни облигации в еврозоната са за средно равнище от 1,3 % през 2015 г., 1,7 % през 2016 г. и 1,9 % през 2017 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 понижаване през 2015 г., след което леко да се повишат в хода на 2016 г. и 2017 г. Що се отнася до цените на суровините, трендът на фючърските пазари през двуседмичния период, приключващ на крайната дата 12 май, дава основание да се очаква поевтиняване на суровия петрол тип „Брент“ от 98,9 щ.д./барел през 2014 г. до 63,8 щ.д./барел през 2015 г. и последващо поскъпване до 71,0 щ.д./барел през 2016 г. и 73,1 щ.д./барел през 2017 г. Цените на неенергийните суровини в щатски долари се предвижда да се понижат значително през 2015 г. и да се повишат през 2016 г. и 2017 г.² Двустранните обменни курсове се очаква да останат непроменени през прогнозния период – на средните равнища от двуседмичния период, завършващ на крайната дата 12 май. Това предполага обменен курс 1,12 щ.д./евро през прогнозния период.

Технически допускания

	юни 2015 г.				март 2015 г.			Корекции след март 2015 г. ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Тримесечен EURIBOR (проценти годишно)	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Доходност на десетгодишни държавни облигации (проценти годишно)	2,0	1,3	1,7	1,9	1,2	1,4	1,6	0,1	0,3	0,3
Цена на петрола (щ.д./барел)	98,9	63,8	71,0	73,1	58,5	66,8	70,7	9,0	6,3	3,4
Цени на неенергийни суровини, в щатски долари (годишно процентно изменение)	-6,2	-13,6	2,9	4,9	-11,0	2,6	4,8	-2,6	0,3	0,0
Обменен курс щатски долар/евро	1,33	1,12	1,12	1,12	1,14	1,13	1,13	-1,8	-1,5	-1,5
Номинален ефективен обменен курс на еврото (EER19) (годишно процентно изменение)	0,6	-9,5	-0,2	0,0	-7,9	-0,2	0,0	-1,6	0,0	0,0

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

1 Допускането за номиналната доходност на десетгодишните държавни облигации в еврозоната се основава на среднопретеглената доходност на десетгодишните облигации на държавите, претеглена спрямо годишните стойности за БВП и продължена във времето с очаквания тренд, изведен от изчислената от ЕЦБ десетгодишна номинална доходност на всички облигации в еврозоната, като първоначалната разлика между двата статистически реда се поддържа постоянна за целия прогнозен период. Средовете между доходността на държавните облигации в отделните държави и съответната средна доходност за еврозоната се приемат за постоянни за целия прогнозен период.

- 2 Допусканията за цените на петрола и на хранителните суровини се основават на цените на фючърсите до края на периода, за който се отнасят прогнозите. Приема се, че цените на другите неенергийни нехранителни суровини ще следват фючърсите до второто тримесечие на 2016 г., след което ще се развият в синхрон с глобалната икономическа активност. Прогнозите за изкупните цени на селскостопанска продукция в ЕС (в евро), които се използват за прогнозиране на потребителските цени на храните, се основават на иконометричен модел, който взема предвид динамиката при международните цени на хранителните суровини.

Очаква се равнището на безработица да се понижи, но все пак да остане високо в ретроспективен план. Броят на безработните се очаква да намалее с около 2,8 млн. души през прогнозния период, като достигне най-ниското си равнище от средата на 2009 г. насам, оставяйки обаче с около 4,5 млн. души над равнището от преди кризата. Спадът отразява низходящото въздействие на нарастващата заетост, компенсирано донякъде от възходящ натиск от нарастването на работната сила, макар и в значително по-малка степен от преди. Процентът на безработица се очаква да се понижи съществено през прогнозния период и да достигне 10,0 % през 2017 г.

Перспективата за растежа остава като цяло непроменена в съпоставка с предишните прогнози. Само прогнозата за растежа на реалния БВП през 2017 г. е коригирана леко надолу поради по-слаб растеж на частните инвестиции.

3. ЦЕНИ И РАЗХОДИ

Прогнозира се ХИПЦ инфлацията да бъде на средно равнище от 0,3 % през 2015 г. и да се увеличи до 1,5 % през 2016 г. и 1,8 % през 2017 г. Очаква се тя да нараства в хода на 2015 г., тласкана нагоре от компонента енергоносители поради възходящи базови ефекти и от допускането за поскъпване на петрола, отразено във фючърните пазари, както и от поевтиняването на еврото от средата на 2014 г. насам, от допускането за поскъпване на неенергийните суровини и от растящия вътрешен ценови натиск в резултат от икономическото възстановяване. През 2016 г. и 2017 г. общата инфлация би следвало да се повиши още със засилването на вътрешния ценови натиск поради устойчиво стесняване на отклонението на БВП от потенциалното му ниво и с очакването за продължаващ възходящ ценови натиск отвън, особено посредством забавени ефекти от поевтиняването на еврото.

Цените на суровините и динамиката на обменния курс са важни двигатели на повишаването на инфлацията. Поевтиняването на енергоносителите и неенергийните суровини през по-голямата част от последните две години, както и поскъпването на еврото в периода до началото на 2014 г. оказаха значителен натиск за понижаване на ХИПЦ инфлацията и до голяма степен обясняват нейния рязък спад до много ниски равнища в близкото минало. Обратът от низходяща към възходяща външна ценова динамика се очаква да подпомага нарастването на инфлацията до 2017 г. Натиск за покачване на цените би следвало да произтича от очакваното поскъпване на енергоносителите и неенергийните суровини, за което свидетелстват кривите на фючърсите, в хода на прогнозния период. Понижаването на обменния курс на еврото от средата на 2014 г. насам също ще допринесе за тенденцията за повишаване на инфлацията и, като се има предвид същественото забавяне на ефекта от движението на обменния курс върху инфлацията, наблюдаваната в последно време възходяща външна ценова динамика се очаква да допринесе за повишаване на инфлацията до края на прогнозния период. Все пак, въз основа на данни от някои проучвания на отслабване с времето на отражението на обменния курс върху инфлацията в еврозоната се очаква възходящият ефект от поевтиняването на еврото да бъде по-слаб от наблюдаваните в предишни случаи.

Очаква се подобряващите се условия на пазара на труда да засилят растежа на работната заплата. Прогнозира се, че продължаващото нарастване на заетостта и намаляването на безработицата ще подпомогнат постепенното ускоряване на растежа на компенсацията на заето лице, от 1,5 % през 2014 г. до 2,3 % през 2017 г.

Засилването на растежа на заплатите е забавено от редица фактори. Сред тях са остатъчният застои на пазара на труда и продължаващият процес на корекции на разходната конкурентоспособност в някои държави от еврозоната. Освен това е вероятно структурните

реформи на пазара на труда, които бяха предназначени да подпомогнат растежа на заетостта и бяха осъществени по време на кризата в някои държави от еврозоната, да забавят засилването на растежа на заплатите в хода на продължаващото възстановяване. Макар че темпът на нарастване на заплатите се очаква да бъде умерен, предвижда се низходящото въздействие върху тях от страна на вторични ефекти от поевтиняването на петрола в предишни периоди да бъде ограничено. Това отразява факта, че системите за автоматично индексирание на заплатите се прилагат главно при възходящи ценови корекции, а освен това подобни схеми бяха временно прекратени или ограничени в някои от държавите, които са ги въвели.

Предвижда се нарастването на разходите за труд на единица продукция да отбележи едва слабо засилване през периода на възстановяване на икономиката. Ценовият натиск от нарастването на заплатите се очаква да бъде частично компенсиран от цикличното засилване на производителността до 2017 г. Предвижда се нарастването на разходите за труд на единица продукция да се увеличи до 1,3 % през 2017 г.

Таблица 1 Макроикономически прогнози за еврозоната¹⁾

(годишно процентно изменение)

	юни 2015 г.				март 2015 г.			Корекции след март 2015 г. ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Реален БВП ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,0	1,5	1,9	2,1	0,0	0,0	-0,1
		[1,2 - 1,8] ^{4) 5)}	[0,8 - 3,0] ^{4) 5)}	[0,7 - 3,3] ^{4) 5)}	[1,1 - 1,9] ⁴⁾	[0,8 - 3,0] ⁴⁾	[0,9 - 3,3] ⁴⁾			
Потребление на частния сектор	1,0	1,9	1,6	1,6	1,8	1,6	1,6	0,1	0,0	0,0
Потребление на сектор Държавно управление	0,7	0,7	0,7	0,8	1,0	0,6	0,8	-0,3	0,2	0,0
Бруто образуване на основен капитал	1,2	1,9	3,5	3,9	1,7	4,1	4,6	0,1	-0,6	-0,7
Износ ⁶⁾	3,8	4,2	5,4	5,6	4,1	5,1	5,5	0,1	0,2	0,1
Внос ⁶⁾	4,1	4,8	5,8	5,9	4,3	5,5	5,8	0,5	0,3	0,1
Заетост	0,6	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0
Темп на безработица (% от работната сила)	11,6	11,1	10,6	10,0	11,1	10,5	9,9	0,0	0,1	0,0
ХИПЦ	0,4	0,3	1,5	1,8	0,0	1,5	1,8	0,3	0,0	-0,1
		[0,2 - 0,4] ⁴⁾	[0,9 - 2,1] ⁴⁾	[1,0 - 2,6] ⁴⁾	[-0,3 - 0,3] ⁴⁾	[0,8 - 2,2] ⁴⁾	[1,0 - 2,6] ⁴⁾			
ХИПЦ без компонента енергоносители	0,7	0,9	1,4	1,7	0,8	1,4	1,8	0,0	-0,1	0,0
ХИПЦ без компонентите енергоносители и храни	0,8	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,0	0,0
ХИПЦ без компонентите енергоносители, храни и промени в косвените данъци ⁷⁾	0,7	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,1	0,0
Разходи за труд на единица продукция	1,2	0,8	0,7	1,3	1,1	1,0	1,2	-0,3	-0,3	0,1
Компенсация на наето лице	1,5	1,4	1,7	2,3	1,7	2,0	2,3	-0,3	-0,3	0,0
Производителност на труда	0,3	0,6	1,0	1,0	0,6	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1
Бюджетно салдо на сектор Държавно управление (% от БВП)	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	-2,3	-1,9	-1,5	0,2	0,1	0,1
Структурно бюджетно салдо (% от БВП) ⁸⁾	-1,8	-1,7	-1,7	-1,4	-1,8	-1,7	-1,7	0,1	0,1	0,3
Брутен дълг на сектор Държавно управление (% от БВП)	92,0	91,5	90,2	88,4	91,4	89,8	87,9	0,1	0,4	0,6
Салдо по текущата сметка (% от БВП)	2,2	2,1	2,0	2,0	2,7	2,5	2,4	-0,6	-0,4	-0,4

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

2) Корекциите са изчислени въз основа на незакръглени стойности.

- 3) Календарно изгладени данни.
- 4) Интервалите в прогнозите се основават на разликите между реалните резултати и предишните прогнози за определен брой години. Широчината на интервалите е двойният размер на средните абсолютни стойности на тези разлики. Използваният метод за изчисляване на интервалите, включващ корекции за извънредни събития, е описан в „Нова процедура за съставянето на прогнозните интервали от експертите на Евросистемата и ЕЦБ“ (*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*), ЕЦБ, декември 2009 г., която се намира на уебсайта на ЕЦБ.
- 5) Интервалите на прогнозите на експерти на Евросистемата за растежа на реалния БВП през 2015 г., 2016 г. и 2017 г. бяха коригирани след първоначалното публикуване на документа на 3 юни 2015 г.
- 6) Включително търговията в рамките на еврозоната.
- 7) 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.
- 8) Изчислено като държавно бюджетно салдо без преходните ефекти на икономическия цикъл и предприетите от правителствата временни мерки (за подхода на ЕСЦБ вж. *поредица „Работни материали“*, № 77, ЕЦБ, септември 2001 г., и *поредица „Работни материали“*, № 579, ЕЦБ, януари 2007 г.). Прогнозата за структурното салдо не е извлечена въз основа на съвкупен измерител на отклонението на БВП от потенциалното му ниво. Съгласно методологията на ЕСЦБ цикличните компоненти се изчисляват отделно за различните статии за приходи и разходи. За повече информация вж. карето *Cyclical adjustment of the government budget balance* в изданието на *Месечен бюлетин на ЕЦБ* от март 2012 г. и карето *The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position* в изданието на *Месечен бюлетин* на ЕЦБ от септември 2014 г.

Прогнозата е нормата на печалбата да се увеличава с напредването на икономическото възстановяване. След период на ниски норми на печалбата през последните години се очаква те да отбележат нарастване през прогнозния период със засилването на производителността и укрепването на икономическата активност, подпомагайки възможността на предприятията за влияние върху определянето на цените. Очаква се въпреки това реформите на пазарите на стоки и услуги, осъществени по време на кризата, да продължат да забавят растежа на нормата на печалбата в периода на възход. Засилената конкуренция на световните и вътрешните пазари на стоки и услуги също може да забави или отслаби цикличното нарастване на нормата на печалба в съпоставка с наблюдаваните в ретроспективен план закономерности.

В сравнение с прогнозите, публикувани през март, прогнозата за ХИПЦ инфлацията е коригирана нагоре за 2015 г., а за 2016 г. и 2017 г. остава като цяло без промяна. Възходящата корекция за 2015 г. отразява възходящите ефекти от неотдавнашното поскъпване на петрола в евро в съпоставка с предишните прогнози.

4. ФИСКАЛНИ ПЕРСПЕКТИВИ

Фискалната позиция, измерена като изменение на циклично изгладеното първично салдо, се очаква като цяло да е неутрална през прогнозния период. Това отразява умерен растеж на държавните разходи спрямо тренда на растежа на номиналния БВП, който се предвижда в общи линии да се компенсира от намаляването на данъците в някои държави. Положителното въздействие на автоматичните фискални стабилизатори върху вътрешното търсене ще намалее с течение на времето, успоредно с възстановяването на икономиката.²

Съотношенията на дефицита на сектор Държавно управление и на дълга се очаква да намаляват през прогнозния период. Понижението на съотношението на дефицита на сектор Държавно управление към БВП се дължи изцяло на цикличното подобрене на икономиката на еврозоната и на намаляващите разходи за лихви. В противовес на това се предвижда структурното първично бюджетно салдо да остане като цяло без промяна през прогнозния период, отразявайки неутралната като цяло позиция на фискалната политика. Смята се, че съотношението на дълга на сектор Държавно управление към БВП е достигнало върховата си стойност през 2014 г. и ще намалява в течение на прогнозния период вследствие на подобряващото се бюджетно салдо, засилването на икономическия растеж и ниските лихвени проценти.

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

В сравнение с публикуваните през март прогнози очакваното развитие на бюджетното салдо на сектор *Държавно управление* е малко по-благоприятно, докато перспективата за дълга е леко влошена. Лекото подобрене в салдото на сектор *Държавно управление* се дължи главно на по-нататъшното намаляване на разходите по държавните заеми. Прогнозата за съотношението на държавния дълг е коригирана нагоре, основно поради ефекта на деноминатора, свързан с по-ниския номинален БВП.

Каре 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 каре се разглежда несигурността, свързана с цените на петрола и обменните курсове, както и чувствителността на прогнозите по отношение на тези променливи.

1) Алтернативна тенденция на цените на петрола

Алтернативни модели за цените на петрола показват малко по-високи негови цени през 2017 г. Техническите допускания предвиждат увеличение на цените на петрола през прогнозния период (вж. каре 2). Тази тенденция е в съответствие с възстановяването на търсенето на петрол в световен мащаб, в условия на засилване на глобалната икономика и лек спад на предлагането на петрол вследствие на недостатъчни инвестиции и намален капацитет за производство на петрол в някои държави производителки. Експертите на Евросистемата използват редица алтернативни модели, за да прогнозират цените на петрола през периода, за който се отнасят прогнозите. Тези модели включват а) „коригиран за риск“ модел за фючърсите – статистически модел, който коригира прогнозната грешка при фючърсите, като регулира варираща във времето премия за риск, свързана с икономическата активност в САЩ; б) модел за стойност под риск по методите на Бейс (BVAR модел) – емпиричен модел, който се основава на данни, свързани с основни показатели за петрола (производство на петрол и петролни запаси) и с икономическата активност в световен план; и в) динамичен стохастичен модел на общото равновесие (DSGE) – теоретически модел, отчитащ дългосрочната динамика на петролния пазар.¹ Равнопретеглената средна прогнозна цена на петрола, изчислена по тези три модела, заедно с цената, изведена от фючърните пазари в базовата прогноза, понастоящем показва малко по-ниска цена на петрола през 2015 г. и 2016 г. спрямо базовото равнище. За 2017 г. обаче този комплекс от модели показва малко по-стръмно покачване на петролните цени, в синхрон с намаляването на капацитета за производство на петрол в някои страни. Въздействието на тази алтернативна динамика върху растежа на реалния БВП и инфлацията за 2015 г. и 2016 г. е много ограничено, докато за 2017 г. то сочи малко по-нисък растеж и малко по-висока ХИПЦ инфлация (+0,1 процентни пункта).

2) Алтернативна тенденция на обменния курс

По-нататъшно поевтиняване на еврото би могло да бъде обусловено от очаквания за раздалечаване на позициите по паричната политика в еврозоната и САЩ. Подобен сценарий би означавал продължителен период на ниски лихвени проценти в еврозоната и по-бързо възходящо движение към нормализация при паричната политика на САЩ. Алтернативната тенденция при еврото, която предполага допълнително обезценяване, е изведена от 25-ия персентил на разпределението на функцията, осигурена от базираните на опции риск-неутрални плътности за обменния курс щ.д./евро на 12 май 2015 г. Тази тенденция предполага постепенно обезценяване на еврото спрямо щатския долар до обменен курс от 1,03 през 2017 г., който е 8,2 % под базисното допускане за същата година. Съответните допускания за номиналния ефективен обменен курс на еврото отразяват исторически закономерности, като промените в обменния курс щ.д./евро отразяват промени в ефективния обменен курс с еластичност около 52 %. Това води до

постепенно низходящо отклонение на ефективния обменен курс на еврото от базовото равнище, достигащо до 4,3 % под него през 2017 г. При този сценарий резултатите от редица макроикономически модели на експертите 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., 2016 г. и 2017 г.

1 Повече подробности в Manescu, C. и Van Robays, I., *Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance*, поредица „Работни материали“, № 1735, ЕЦБ, 2014.

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 допусканията за фискални, финансови и външни променливи, включително цените на петрола и на другите суровини. И накрая, съществуват различия в методите за календарно изглаждане при различните прогнози (вж. таблицата). Както показва таблицата, повечето от наличните в момента прогнози на други институции са близки до точковата прогноза на юнските прогнози на експерти на Евросистемата и са изцяло в рамките на диапазона им (посочен в таблицата в скоби).

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

(годишно процентно изменение)

	Дата на публикуване	Растеж на БВП			ХИПЦ инфлация		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Прогнози на експертите на Евросистемата	юни 2015 г.	1,5 [1,2-1,8] ¹⁾	1,9 [0,8-3,0] ¹⁾	2,0 [0,7-3,3] ¹⁾	0,3 [0,2-0,4]	1,5 [0,9 -2,1]	1,8 [1,0-2,6]
Европейска комисия Барометър за еврозоната (Euro Zone Barometer)	май 2015 г.	1,5	1,9	-	0,1	1,5	-
Консенсусни икономически прогнози (Consensus Economics Forecasts)	май 2015 г.	1,5	1,9	1,6	0,1	1,2	1,6
Преглед на професионалните прогнозици (Survey of Professional Forecasters)	май 2015 г.	1,5	1,8	1,6	0,1	1,2	1,5
МВФ	април 2015 г.	1,4	1,7	1,8	0,1	1,2	1,6
		1,5	1,6	-	0,1	1,0	-

Източници: Европейски икономически прогнози на Европейската комисия, пролет 2015 г.; МВФ: Перспективи за световната икономика, април 2015 г.; Консенсусни икономически прогнози; MJEconomics; ЕЦБ – Преглед на професионалните прогнозици.

Забележки: Макроикономическите прогнози на експертите на Евросистемата и ЕЦБ 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.

1) Интервалите на прогнозите на експерти на Евросистемата за растежа на реалния БВП през 2015 г., 2016 г. и 2017 г. бяха коригирани след първоначалното публикуване на документа на 3 юни 2015 г.

© Европейска централна банка, 2015 г.

Адрес: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Germany

Пощенски адрес: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Телефон: +49 69 1344 0

Факс: +49 69 1344 6000

Уебсайт: <http://www.ecb.europa.eu>

Всички права запазени.

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