



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

ЕВРОСИСТЕМА

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

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

*Очаква се икономическото възстановяване в еврозоната да продължи. Прогнозира се реалният БВП да се повиши с 1,5% през 2015 г., с 1,7% през 2016 г. и с 1,9% през 2017 г. Общите перспективи остават като цяло непроменени в сравнение с предишните прогнози, но перспективите за вътрешното търсене са по-добри, докато тези за външното търсене са по-слаби. Очаква се инфлацията да се повиши през прогнозния период, достигайки 1,6% през 2017 г. Прогнозите за инфлацията са ревизирани леко надолу, главно в отражение на по-ниските цени на петрола.*

**Очаква се редица благоприятни условия да продължат да подпомагат обусловеното от вътрешното търсене възстановяване през 2016 г. и 2017 г.** Нерестриktivната позиция на паричната политика на ЕЦБ продължава да се предава към икономиката, както сочат известното допълнително облекчение на условията за предоставяне на кредити, обратът в обема на кредитите в последно време и понижаването на ефективния обменен курс на еврото. Ниските цени на петрола би трябвало да подпомагат потреблението и инвестициите; освен това вътрешното търсене ще бъде благоприятствано от известно отхлабване на фискалната политика, включително и заради неотдавнашния приток на бежанци, тъй като се очаква той да доведе до допълнително потребление на сектор *Държавно управление* и трансфери към домакинствата. Тъй като необходимостта от намаляване на задлъжнялостта на частния сектор се очаква да се понижи, през следващите години се предвижда вътрешното търсене да се засили посредством принципа на инвестиционния акселератор. В допълнение към това продължаващото подобрене на пазара на труда би трябвало да подпомогне потреблението. От друга страна се очаква подкрепата за икономическата дейност в еврозоната като резултат от възстановяването в световен мащаб да остане по-слаба, основно поради слабия растеж в икономиките от възникващите пазари.

**Предвижда се ХИПЦ инфлацията да нарасне до 1,0% през 2016 г. и до 1,6% през 2017 г.** Динамиката на компонента енергоносители на ХИПЦ инфлацията се очаква да играе значителна роля за формирането на ХИПЦ инфлацията през прогнозния период. Силен възходящ базов ефект в края на годината, както и през втората половина на 2016 г., в съчетание с допуснатото повишение на цените на петрола (в съответствие с цените на фючърсите) до 2017 г. се прогнозира да доведат до значително повишаване на компонента енергоносители на ХИПЦ инфлацията от настоящите му отрицателни стойности. В допълнение към това се предвижда ХИПЦ инфлацията без компонентите енергоносители и храни постепенно да се засили през прогнозния период. Очаква се нарастване на заплатите и на нормата на печалба да тласне базисната инфлация нагоре, докато икономическото възстановяване набира инерция. Освен това значителното понижаване на курса на еврото би трябвало да продължи да се предава към ХИПЦ инфлацията.

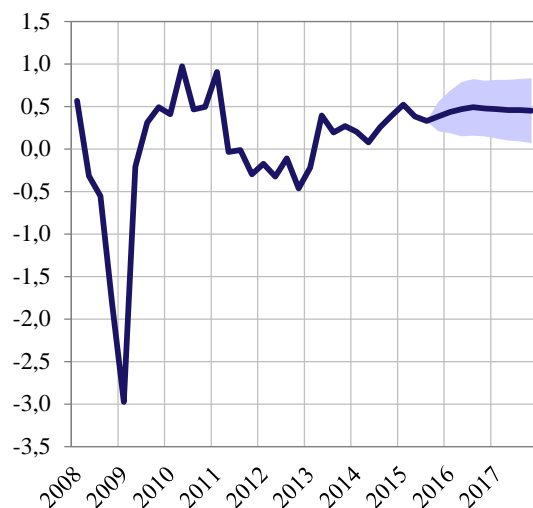
<sup>1</sup> Макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата осигуряват входящи данни за изготвяне на оценката на Управителния съвет за икономическата динамика и рисковете за ценовата стабилност. Информация за прилаганите процедури и техники се намира на уебсайта на ЕЦБ в „Ръководство за макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата“ (*A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*), ЕЦБ, юни 2001 г. Крайната дата за технически допускания като тези за цените на петрола и обменните курсове е 12 ноември 2015 г. (вж. Каре 3). Крайната дата за включване на друга информация в настоящите прогнози е 19 ноември 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.

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

(тримесечни данни)

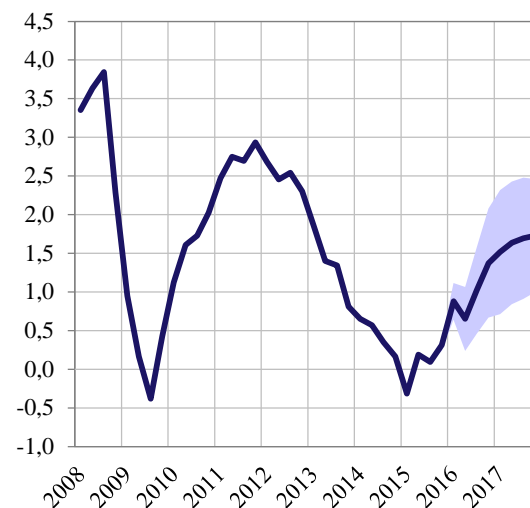
### Реален БВП в еврозоната<sup>2)</sup>

(процентно изменение на тримесечна база)



### ХИПЦ в еврозоната

(процентно изменение на годишна база)



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

2) Календарно изгледани данни.

## 2. РЕАЛНА ИКОНОМИКА

**Възстановяването на икономическата активност в еврозоната се очаква да продължи, подпомогано все повече от вътрешното търсене през прогнозния период.** През третото тримесечие на 2015 г. реалният БВП нарасна с 0,3%. В перспектива през последните месеци доверието на бизнеса и потребителите остават високи и предполагат стабилен растеж в краткосрочен план. След това редица благоприятни фактори се очаква да подкрепят растежа на реалния БВП през прогнозния период, особено нерестриктивната позиция на паричната политика, известно отхлабване на фискалната политика, ниските цени на петрола и постепенно подобряващите се перспективи за световното търсене, съчетани с нарастващ пазарен дял на износа в отражение на сравнително слабия ефективен обменен курс на еврото.

**Очаква се частните потребителски разходи да останат основната движеща сила на икономическото възстановяване.** През прогнозния период номиналният разполагаем доход би следвало да се повиши, подкрепен от нарастващ трудов доход в условия на стабилен растеж на заетостта и повишаващ се прираст на номиналното възнаграждение на наето лице, както и от увеличаване на други лични доходи. В допълнение към това по-големи трансфери и по-ниски преки данъци ще повишат доходите на домакинствата през 2016 г. Растежът на реалния разполагаем доход се очаква да остане устойчив през 2016 г., след което да започне да губи инерция през 2017 г. поради повишаване на потребителските цени. Ниските разходи за финансиране и нарастващото нетно благосъстояние на домакинствата, и двете подсилени от програмата за закупуване на активи, би следвало да подкрепят частното потребление, въпреки че условията на ниски лихвени проценти също оказват негативно влияние върху разполагаемия доход посредством по-ниските лихвени постъпления. Като цяло прогнозата е за годишен растеж на частното потребление от средно 1,7% през периода 2015–2017 г. след увеличение с 0,8% през 2014 г.

**Нормата на спестяване се очаква да остане като цяло стабилна в краткосрочен план, след което слабо да намалее през 2017 г.** Предвижда се нормата на спестяване леко да нарасне през 2015 г., отразявайки известна инерция в приспособяването на потреблението към свързаното с цената на петрола нарастване на реалния разполагаем доход. През 2016 г. нормата на спестяване се очаква да остане като цяло непроменена, след което слабо да намалее през 2017 г. В определени държави високата безработица и повишените равнища на брутния дълг се предвижда да поддържат известен натиск за повишаване на спестяванията, докато много ниските равнища на лихвените проценти може да доведат до необходимост от допълнителни спестявания в някои държави. Все пак с течение на времето се очаква редица фактори, упражняващи натиск за намаляване на спестяванията, да доминират. На първо място, потреблението на домакинствата би трябвало постепенно да догони увеличението на разполагаемия доход, произтичащо от поевтиняването на петрола. На второ място, постепенно намаляващата безработица би трябвало да доведе до по-ниски предпазни спестявания и да позволи на домакинствата да предприемат големи покупки, които преди това може да са били отлагани. На последно място е налице тенденция много ниските приходи от лихви да правят спестяванията непривлекателни посредством ефекта на интертемпоралното заместване.

**Предвижда се жилищните инвестиции в еврозоната да нараснат, макар и от много ниски равнища.** Ревизираните данни предполагат донякъде по-засилена активност при жилищните инвестиции през първата половина на 2015 г. В перспектива жилищните инвестиции би трябвало да наберат инерция през прогнозния период, подпомогнати от устойчиво нарастване на реалния разполагаем доход, много ниски лихвени проценти по ипотечните кредити и по-облекчени условия за финансиране, подсилени от програмата за закупуване на активи. Това би следвало да доведе до по-силен прираст на кредитите за домакинствата и да подкрепи жилищните инвестиции. Все пак високите равнища на дълг на домакинствата и неблагоприятните демографски ефекти в някои държави от еврозоната вероятно ще възпрепятстват едно по-съществено нарастване на жилищните инвестиции.

**Предвижда се бизнес инвестициите постепенно да наберат инерция, подкрепени от подобряване на условията за финансиране и от цикличното възстановяване.** Нерестриktivната позиция на паричната политика, ефектът на акселератора предвид прогнозираното засилване на вътрешното и външното търсене, необходимостта от модернизирани на основния капитал след няколко години на слаби инвестиции, фискалните мерки в някои държави и увеличаването на нормата на печалба в условията на разполагащ с големи парични наличности сектор на нефинансовите предприятия се предвижда да подпомогнат капиталовите разходи. Освен това цялостният натиск от страна на намаляването на задлъжнялостта на корпоративния сектор в еврозоната би следвало през прогнозния период да възпрепятства бизнес инвестициите в по-малка степен, отколкото в миналото. В повечето държави съотношението дълг/собствен капитал дори е намаляло значително от върховете стойности, достигнати по време на финансовата криза, и се намира на рекордно ниски равнища. Възстановяването на бизнес инвестициите обаче все още ще бъде възпирано от продължаващи финансови затруднения и от високи равнища на задлъжнялост в някои държави, както и от очаквания за по-слаб от преди потенциален растеж на производството.

**Фискалната позиция, измерена като изменение на циклично изгладеното първично салдо без държавната помощ за финансовия сектор, се очаква да има умерено положителен принос към търсенето през прогнозния период.** След умерено затягане на дискреционните фискални мерки през 2015 г., през 2016 г. се допуска дискреционно отхлабване, докато през 2017 г. се предвижда фискалните мерки да бъдат неутрални.<sup>2</sup> Очаква се растежът на реалните държавни инвестиции да набере известна инерция през 2016 г. и да се ускори допълнително през 2017 г., докато държавното потребление се предвижда да расте с относително висок темп. Предвижда се

<sup>2</sup> Фискалните допускания отразяват информацията, включена в законите за бюджета за 2016 г., както и друга релевантна информация, налична към 19 ноември 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.

притока на бежанци да допринесе за отхлабване на позицията на фискалната политика в еврозоната (вж. Каре 2).

**Търсенето на стоки и услуги, произведени в еврозоната, се очаква да бъде забавено от слаб растеж във възникващите пазари и нисък търговски интензитет на глобалния растеж, но се предвижда постепенно да се възстановява през прогнозния период (вж. Каре 1).** Въпреки че се очаква външното търсене постепенно да се засили през прогнозния период, то ще бъде с бавен темп поради слаб растеж на вноса в икономиките от възникващите пазари. Темпът се предвижда да бъде доста по-бавен, отколкото преди кризата, както поради по-слаба икономическа активност в глобален мащаб, така и поради по-ниска еластичност на световната търговия спрямо растежа, особено в икономиките от възникващите пазари.

**Растежът на износа за страни извън еврозоната би следвало да се засили през прогнозния период.** Предвижда се през прогнозния период растежът на износа за страни извън еврозоната да продължи да изпреварва растежа на външното търсене, като износът е благоприятен от закъснелия ефект от понижаването на ефективния обменен курс на еврото и подобряването на конкурентоспособността. Растежът на вноса от страни извън еврозоната се очаква да остане относително ограничен през прогнозния период вследствие на общо търсене, доминирано от разходни компоненти със слабо вносно съдържание като публично и частно потребление. Предвижда се излишъкът по текущата сметка да се увеличи от 2,4% от БВП през 2014 г. до 3,0% през 2015 г., след което да намалее до 2,9% през 2016 г. и 2,7% през 2017 г.

**Очаква се свиване на отрицателното отклонение на БВП от потенциалното му ниво на фона на умерен потенциален растеж на производството.** Потенциалният растеж на производството се оценява да бъде едва около 1% през прогнозния период, задържайки се категорично под темпа си от преди кризата. При прогноза за растеж на реалния БВП над потенциалния се очаква отрицателното отклонение на БВП от потенциалното му ниво значително да се свие до края на прогнозния период.

## Каре 1

### МЕЖДУНАРОДНА СРЕДА

**Глобалната икономика продължава да следва тенденция на постепенно възстановяване, но темпът на икономически растеж остава умерен.** Показателите за глобалната активност и наличните данни по държави сочат продължаващ умерен растеж в световен план през третото тримесечие на 2015 г. В перспектива, глобалната активност следва да продължи умереното си постепенно, но неравномерно възстановяване, стимулирано от перспективите за устойчив растеж в повечето развити икономики, а перспективите за икономиките от възникващите пазари продължават да са слаби в ретроспективен план. Ниските цени на петрола, благоприятните условия за финансиране, подобряването на условията на пазарите на труда и нарастващото доверие, както и отслабването на неблагоприятните фактори, свързани с намаляването на задлъжнялостта на частния сектор и фискалната консолидация, следва да подкрепят перспективите за развитите икономики. За разлика от това, средносрочната перспектива за икономиките от възникващите пазари е по-разнопосочна. Въпреки че засиленото търсене в развитите икономики следва да подкрепи подобряване на икономическата активност, структурни пречки и макроикономически дисбаланси в няколко големи икономики от възникващите пазари продължават да забавят перспективите за растеж на съответните икономики. Същевременно някои от тези икономики се приспособяват към по-ниските цени на суровините и по-затегнатите условия за външно финансиране с оглед на предстоящото нормализиране на паричната политика в САЩ, а политическата несигурност в някои от тях остава висока. Очаква се глобалният растеж (без еврозоната) постепенно да се засили от 3,1% през 2015 г. до 3,6% през 2016 г. и 3,9% през 2017 г. Това предполага низходяща ревизия от 0,1 процентни пункта за 2015 г. и 0,2 процентни пункта за 2016 г. в сравнение с публикуваните през септември прогнози.

**Световната търговия през първата половина на 2015 г. беше изключително слаба, но се очаква да се засили постепенно.** Данните за световната търговия за първата половина на 2015 г. са ревизирани рязко надолу, като сега сочат по-ясно изразено свиване. Въпреки че значителното понижение на вноса в Русия и Бразилия през този период може частично да бъде обяснено с намаляващо вътрешно търсене и понижение на обменния курс, динамиката в други икономики (включително Обединеното кралство, Япония и Китай) изглежда отразява основно „шум“ в данните за търговията. Неотдаващите показатели за търговията предполагат известно стабилизиране за третото тримесечие на 2015 г., но като цяло в краткосрочен план вероятно динамиката ще бъде слаба. В перспектива се очаква световната търговия да се засили постепенно, в съответствие с възстановяването на глобалната активност, но без да успее категорично да възстанови наблюдаваната преди финансовата криза динамика. Като цяло, по отношение на световния БВП профилът за вноса в глобален мащаб и търсенето на стоки и услуги, произведени в еврозоната, се предвижда да е сравнително слаб през прогнозния период. Прирастът на търсенето на стоки и услуги, произведени в еврозоната, се очаква да се повиши от -0,1% през 2015 г. до 2,7% през 2016 г. и 3,8% през 2017 г. В сравнение с публикуваните през септември прогнози, това представлява низходяща ревизия от 1,6 процентни пункта за 2015 г., 0,7 процентни пункта за 2016 г. и 0,3 процентни пункта за 2017 г.

#### Международна среда

(годишно процентно изменение)

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

Бележка: Ревизиите са изчислени въз основа на незакръглени стойности.

1) Изчислена като претеглена средна на вноса.

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

**Подобрението на условията на пазара на труда в еврозоната се очаква да продължи през прогнозния период.** Броят на заетите лица се предвижда да запази силната си инерция през втората половина на 2015 г. Очаква се той да продължи да нараства през 2016 г. и 2017 г., основно вследствие на икономическото възстановяване, фискалните стимули в някои държави, умереността на заплатите, вече осъществените реформи на трудовия пазар и постепенното интегриране на бежанците в него. Прогнозира се, че броят на отработените часове на заето лице леко ще се повиши през прогнозния период, но ще остане доста под равнището от преди кризата. Тази динамика при заетостта предполага засилване на растежа на производителността на труда от 0,3% през 2014 г. до 0,9% през 2017 г., в съответствие с неговите типични проциклични характеристики. Предвижда се работната сила да нарасне по-силно в сравнение с очакваното досега – с 0,5% през 2016 г. и 2017 г., след годишен темп на прираст от 0,2% през 2014 г. и 2015 г., в отражение на продължаващия приток на бежанци (вж. Каре 2) и отслабването на ефектите на обезсърчаване. Нивото на безработица се очаква да се понижи до 10,1% през 2017 г., като все пак остане доста над равнището си от преди кризата (7,5% през 2007 г.).

**В сравнение с публикуваните през септември прогнози перспективите за прираста на реалния БВП са като цяло непроменени.** Малка възходяща ревизия за 2015 г. основно отразява по-силните резултати за второто тримесечие на 2015 г. Липсата като цяло на ревизии за перспективите за 2016 г. и 2017 г. отразява два уравновесяващи се фактора: от една страна по-устойчива перспектива за частното потребление и по-високо потребление на сектор *Държавно управление*, които се дължат, наред с други фактори, на фискални мерки, предприети в отговор на притока на бежанци, и от друга страна по-слаби перспективи за износа поради по-слабо външно търсене.

## ВЪЗДЕЙСТВИЕТО НА ПРИТОКА НА БЕЖАНЦИ ВЪРХУ ИКОНОМИКАТА НА ЕВРОЗОНАТА

**В момента еврозоната е изправена пред безпрецедентен приток на бежанци.** Според върховния комисар на ООН за бежанците до края на ноември 2015 г. около 850 000 бежанци са преминали Средиземно море, което означава потоци, надвишаващи значително наблюдаваните по време на кризата на Балканите в началото на 90-те години на XX век. В сравнение с прогнозите от юни 2015 г., в настоящите прогнози се допуска, че допълнително 2,4 милиона бежанци (по-малко от 1% от населението на еврозоната) вероятно ще пристигнат в еврозоната до 2017 г.

**Оценката на въздействието на притока на бежанци върху реалната икономика и публичните финанси е свързана с много висока степен на несигурност.** Броят на бежанците и профилът на техните професионални квалификации са все още много неясни, а броят на членовете на семействата, които впоследствие ще се присъединят, остава непредвидим. Тяхното разпределение в държавите от еврозоната също остава неясно. В допълнение, националните политики за предоставяне на убежище, които имат макроикономически и фискални последици, са в процес на коригиране.

**Макроикономическото въздействие върху предлагането би зависило основно от участието в трудовия пазар и скоростта на навлизане в него.** Като цяло процесът на навлизане на бежанците на официалния трудов пазар в приемащата държава е дълъг. Те трябва първоначално да получат убежище и понякога – разрешителни за работа, да придобият умения по съответния език, както и да им бъдат признати професионалните умения. Въпреки че поради правни и практически ограничения в еврозоната са необходими средно най-малко шест месеца, преди бежанците да навлязат на пазара на труда, налице са големи различия между държавите и на практика може да са необходими няколко години, преди много бежанци да намерят стабилна работа. За базисната прогноза за еврозоната се допуска, че пристигащите чужденци са преобладаващо млади и се конкурират с местните работници в долния край на структурата на разпределение на квалификациите и заплатите. Също така се допуска, че само около една четвърт от всички бежанци ще са станали част от работната сила до края на прогнозния период.

**Краткосрочното до дългосрочно макроикономическо въздействие на притока на бежанци се осъществява чрез каналите на търсенето и предлагането.** Първоначално положителен шок при търсенето посредством по-високо частно и публично потребление би довел до увеличение на цените и производството, подкрепен от сравнително ниски спестявания и голяма склонност към потребление сред бежанците. Силата на този шок може също така да зависи от размера на паричните преводи на бежанците към родните им държави. Същевременно икономиката в някои държави може да бъде засегната неблагоприятно от влошаване на доверието сред потребителите и бизнеса. Това би могло да се дължи на опасения, че бежанците ще се интегрират за сметка на перспективите на местните лица за навлизане на пазара на труда – до такава степен, че бежанците да не заемат незаети работни места, а туристическият сектор в южноевропейските държави, в които има голям брой бежанци, да бъде засегнат неблагоприятно. С навлизането на пазара на труда на някои бежанци компенсацията на наето лице и производителността могат да бъдат потиснати вследствие на нарастващия брой нискоквалифицирани и нископлатени работници. В краткосрочен план обаче инфлацията може всъщност да се повиши в сравнение с базисната прогноза, която не включва въздействието на допълнителните бежанци, поради по-засилено вътрешно търсене, по-ниска производителност и по-високи цени на наемите за жилища. Впоследствие тенденцията на нарастване при предлагането на труд и заетостта би насърчила по-нататъшния растеж чрез по-силни жилищни инвестиции и частно потребление. Също така в дългосрочен план това може да окаже благоприятно въздействие върху потенциалния растеж на производството.

**Въздействието върху заетостта, производството и цените е различно в отделните държави и като цяло е вероятно то да бъде умерено в базисната прогноза за еврозоната.** Бюджетните ефекти обаче ще бъдат значителни. Бюджетният ефект от притока на бежанци се очаква да отрази държавните разходи за храна и настаняване, прехвърляне на парични средства за бежанци и



в по-малка степен – увеличени държавни разходи, свързани, наред с другото, с разходи за образование, за здравеопазване и по-общо за интеграция. Очакваните краткосрочни бюджетни ефекти отразяват факта, че независимо от някои признаци за допълнителни жилищни нужди, няма данни за значителни допълнителни държавни инвестиции. Притокът на бежанци се очаква да допринесе за по-нерестриктивна фискална позиция в еврозоната в сравнение с предходните прогнози. Бюджетното въздействие върху публичните финанси се очаква да продължи през целия прогнозен период в най-силно засегнатите държави. С изключение на няколко страни, където допълнителните (ограничени) разходи, свързани с приемането на бежанци, се очаква да бъдат покрити посредством промяна на приоритетите за разходите или чрез резерви, такива разходи се предвижда да увеличат дефицита на сектор *Държавно управление*, не на последно място като се има предвид, че Пактът за стабилност и растеж позволява известна гъвкавост в това отношение. В дългосрочен план фискалното въздействие може да стане по-благоприятно, в зависимост преди всичко от времевата рамка и от броя на бежанците, които навлизат на пазара на труда.

### Карта 3

#### ТЕХНИЧЕСКИ ДОПУСКАНИЯ ЗА ЛИХВЕНИТЕ ПРОЦЕНТИ, ОБМЕННИТЕ КУРСОВЕ И ЦЕНЕТЕ НА СУРОВИНЕТЕ

В сравнение с прогнозите, публикувани през септември, промените в техническите допускания включват по-ниски деноминирани в щатски долари цени на петрола и на неенергийните суровини, малко поскъпване на ефективния обменен курс на еврото и по-ниски лихвени проценти в еврозоната.

Техническите допускания за лихвените проценти и за цените на суровините се основават на пазарните очаквания към 12 ноември 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., -0,2% за 2016 г. и -0,1% за 2017 г. Пазарните очаквания за номиналната доходност на 10-годишните държавни облигации в еврозоната са за средно равнище от 1,2% през 2015 г., 1,4% през 2016 г. и 1,7% през 2017 г.<sup>1</sup> Като отражение на движението на лихвите на форуърдните пазари и постепенното пренасяне на промените в пазарните лихвени проценти към лихвите по кредити се очаква средните лихвени проценти по кредити за нефинансовия частен сектор в еврозоната да останат като цяло стабилни през 2016 г., след което леко да се повишат в през 2017 г. Щцо се отнася до цените на суровините, трендът на фючърските пазари през двуседмичния срок, приключващ на крайната дата 12 ноември, дава основание да се очаква поскъпване на суровия петрол тип „Брент“ от 45 щ.д./барел до 52,2 щ.д./барел през 2016 г. и 57,5 щ.д./барел през 2017 г. Цените на неенергийните суровини в щатски долари се предвижда да следват тенденция към повишаване.<sup>2</sup> Двустранните обменни курсове се очаква да останат непроменени през прогнозния период – на средните равнища от двуседмичния период, завършващ на крайната дата 12 ноември. Това предполага обменен курс 1,09 щ.д./евро през прогнозния период.

## Технически допускания

	декември 2015 г.				септември 2015 г.			Ревизии след септември 2015 г. <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Тримесечен EURIBOR (проценти годишно)	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2
Доходност на десетгодишни държавни облигации (проценти годишно)	2,0	1,2	1,4	1,7	1,3	1,6	1,8	-0,1	-0,2	-0,1
Цена на петрола (щ.д./барел)	98,9	53,8	52,2	57,5	55,3	56,1	60,9	-2,7	-6,9	-5,6
Цени на неенергийни суровини, в щатски долари (годишно процентно изменение)	-8,6	-18,7	-5,2	4,1	-19,7	-4,6	4,4	1,0	-0,7	-0,4
Обменен курс щатски долар/евро	1,33	1,11	1,09	1,09	1,11	1,10	1,10	0,3	-1,0	-1,0
Номинален ефективен обменен курс на еврото (EER38) (годишно процентно изменение)	2,4	-7,1	0,1	0,0	-7,8	0,3	0,0	0,7	-0,2	0,0

1) Ревизиите са изчислени въз основа на незакръглени данни и са представени в проценти за равнищата, разлики за темповете на растеж и 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. 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 2016 г., след което ще се развият в синхрон с глобалната икономическа активност.

### 3. ЦЕНИ И РАЗХОДИ

През последните няколко месеца ХИПЦ инфлацията остана близо до нулата. Ниското равнище на общата инфлация отразява засиления низходящ натиск от цените на енергоносителите, свързан с неотдавнашното поевтиняване на петрола. Същевременно ХИПЦ инфлацията без компонента енергоносители леко се повиши през последните месеци. Това отразява нарастване на темпа на инфлация при цените на храните и неенергийните промишлени суровини. Темпът на инфлация на последните се е повишил вследствие на силното поевтиняване на еврото. За разлика от това, въпреки известната волатилност, инфлацията при цените на услугите практически е без промяна през последните няколко месеца, в отражение на умерения вътрешен ценови натиск.

**Прогнозира се ХИПЦ инфлацията да бъде на средно равнище от 0,1% през 2015 г., след което да се увеличи до 1,0% през 2016 г. и 1,6% през 2017 г.** ХИПЦ на енергоносителите се очаква да окаже силно влияние върху профила на ХИПЦ инфлацията през прогнозния период. Значителни възходящи базови ефекти и допусканото поскъпване на петрола (според фючърсните пазари) се предвижда да доведат до значително увеличение на ХИПЦ на енергоносителите. ХИПЦ инфлацията без компонента енергоносители се очаква да се засили постепенно в съответствие с нарастването на вътрешния ценови натиск при постепенно стесняване на отклонението на БВП от потенциалното му ниво. Също така се очакват възходящи ефекти върху ХИПЦ инфлацията без компонента енергоносители вследствие на значителното поевтиняване на еврото и на непреките ефекти от допусканото поскъпване на суровините през прогнозния период. Същевременно въздействието на административно определяните цени и промените в косвените данъци върху инфлацията се очаква да остане ограничено.



**Някои от основните фактори за повишението на инфлацията през прогнозния период се очаква да бъдат поевтиняването на еврото, възходящите базови ефекти, свързани с цената на петрола, и допусканото увеличение на цените на суровините.** След години на низходящ външен ценови натиск се предвижда цените на вноса да се повишат и да засилят ХИПЦ инфлацията през прогнозния период. Годишният темп на растеж на дефлатора на вноса се предвижда да нарасне от -2,0% през 2015 г. до 0,4% през 2016 г. и 1,8% през 2017 г. Важен фактор за това нарастване е значителното отслабване на обменния курс на еврото, като този ефект се пренася върху вътрешните цени чрез цените на вноса със закъснение и се очаква той да окаже въздействие върху вътрешните цени също и през 2016 г. и 2017 г. Освен това цените на енергоносителите и неенергийните суровини ще повишат вносната инфлация и инфлацията на потребителските цени в еврозоната през периода.

**Засилването на вътрешния ценови натиск също се очаква да допринесе за нарастването на ХИПЦ инфлацията, по-специално към края на прогнозния период.** Очакваните продължаващо икономическо възстановяване и засилване на търсенето следва да окажат въздействие за допълнително подобрене на условията на трудовия пазар и ценообразуващата възможност на предприятията. При тези условия се очаква заплатите и нормата на печалба да нараснат и да засилят вътрешния ценови натиск.

**Намаляването на свободния капацитет на пазара на труда се предвижда да доведе до посилен растеж на номиналното възнаграждение на наето лице.** Очаква се обаче растежът на заплатите да остане сравнително умерен. Факторите, които ограничават растежа на компенсацията на наето лице по време на настоящото икономическо възстановяване, включват оставащия свободен капацитет на пазара на труда и сегашните условия на ниска инфлация. Също така се очаква текущите процеси на корекции, насочени към засилване на ценовата конкурентоспособност в някои държави от еврозоната, да окажат ограничаващ ефект върху растежа на заплатите. В допълнение, структурните реформи на пазара на труда, приложени по време на кризата, и потенциално сдържаното ограничаване на заплатите, свързано с проявяваща се низходяща нееластичност на номиналните заплати по време на кризата, са фактори, които могат да забавят растежа на заплатите по време на текущото възстановяване. Растежът на разходите за труд на единица продукция се очаква да продължи да се задържа около актуалните ниски равнища до началото на 2017 г., като прогнозираното циклично нарастване на производителността компенсира постепенната възходяща тенденция при растежа на заплатите. Впоследствие стабилизирането на растежа на производителността, в съчетание с допълнително повишение на заплатите, предполага засилване на растежа на разходите за труд на единица продукция през 2017 г.

**Прогнозата е нормата на печалбата да се засилва с напредването на икономическото възстановяване.** По-нататъшно подобрене на търсенето и намаляването на свободния икономически капацитет се очаква да подкрепят ценообразуващата възможност на предприятията и продължаването на наскоро наблюдаваното възстановяване на нормата на печалба през прогнозния период. Непредвидените печалби, свързани със силното поевтиняване в миналото на петрола и суровините, и поевтиняването на еврото поради стратегии на ценообразуване спрямо пазара от страна на износителите, допринесоха за неотдавнашното възстановяване на печалбите. От друга страна, смекчаващ ефект върху нормата на печалба се очаква от структурните реформи на продуктовите пазари, извършени по време на и след кризата, като се очаква те да са засилили конкуренцията на някои пазари. Като цяло, след продължителна слаба динамика през последните няколко години, нормата на печалба се очаква да се възстановява през прогнозния период и да се повишава средно с около 0,5% всяка година между 2015 г. и 2017 г.

**В сравнение с публикуваните през септември прогнози перспективите за ХИПЦ инфлацията са ревизирани леко надолу.** Основна причина за низходящата ревизия е по-слабият външен ценови натиск, свързан с по-ниски от очакваното цени на петрола.

#### 4. ФИСКАЛНИ ПЕРСПЕКТИВИ

**Очаква се държавното бюджетно салдо да се подобрява.** Постепенното подобрене на съотношението държавно бюджетно салдо/БВП се дължи отчасти на цикличното подобрене и отчасти на намаляващите разходи по лихви, като се предвижда структурното първично салдо да се влоши до известна степен през 2016 г. и да остане стабилно през 2017 г. След повишение до 2014 г. съотношението държавен дълг/БВП се предвижда да започне да намалява от 2015 г. нататък.

**В сравнение с публикуваните през септември прогнози фискалните перспективи като цяло са непроменени.** Бюджетното салдо на сектор *Държавно управление* е ревизирано леко нагоре за 2015 г. и леко надолу за 2017 г. в отражение на промени в степента на фискална консолидация. Траекторията на дълга е по-благоприятна през прогнозния период вследствие на по-благоприятен диференциал между растежа и лихвения процент и положителен ефект от корекцията между дефицита и дълга.

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

(годишно процентно изменение)

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

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) Ревизиите са изчислени въз основа на незакръглени стойности.

3) Календарно изгладени данни.

4) Интервалите в прогнозите се основават на разликите между действителните 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 ЕЦБ 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 ЕЦБ цикличните компоненти се изчисляват отделно за различните компоненти на приходите и разходите. 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.

## Каре 4

### АНАЛИЗ НА ЧУВСТВИТЕЛНОСТТА

**Прогнозите се основават в значителна степен на технически допускания по отношение на развитието на определени основни променливи.** Като се има предвид, че някои от тези променливи могат да окажат голямо въздействие върху прогнозите за еврозоната, изследване на чувствителността им спрямо 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 2016 г. и 2017 г. в сравнение с прогнозираните въз основа на фючърсите.** Техническите допускания за динамиката на цените на петрола, на които се основава базисната прогноза и които се извеждат от фючърните пазари, предвиждат поскъпване на петрола в хода на прогнозния период (вж. Каре 3). Тази тенденция е в съответствие с известно възстановяване на търсенето на петрол в световен мащаб, свързано с ускорението на световната икономика, и с леко отслабване на растежа на предлагането на петрол. Алтернативните модели, използвани от експертите на ЕЦБ<sup>1)</sup> за прогнозиране на петролните цени през прогнозния период, в момента сочат малко по-високи цени от тези в техническите допускания. Това би било в унисон с още по-изразено възстановяване на световното търсене на петрол в средносрочен план и/или с по-силно отслабване на предлагането на петрол в резултат от по-слаби инвестиции в петролния сектор и съответно намаляване на капацитета на някои държави за добив на петрол в отговор на поевтиняването му в последно време. Въздействието на такава алтернативна динамика, при която до 2017 г. цената на петрола би се повишила с малко по-силен темп и би била с 5,8% по-висока в сравнение с базисната прогноза, би отслабило в известна степен растежа на реалния БВП (намаление с 0,1 процентен пункт през 2017 г.) и същевременно би предизвикало малко по-бързо нарастване на ХИПЦ инфлацията през 2016 г. и 2017 г. (повишение с около 0,1 процентни пункта).

#### 2) Алтернативна тенденция на обменния курс

**Налице са възходящи и низходящи рискове спрямо тенденцията на ефективния обменен курс на еврото.** Низходящите рискове произтичат основно от нарастващата разлика в позициите на паричната политика от двете страни на Атлантика. По-специално допълнително засилване на нерестриктивността на паричната политика в еврозоната и повишаване лихвения процент по федералните фондове в САЩ биха оказали допълнителен низходящ натиск върху еврото. За разлика от това, възходящите рискове за обменния курс на еврото биха могли да произтекат от

нарастващите опасения за растежа в икономиките от възникващите пазари, по-специално Китай. Последвалото засилване на волатилността на пазара може да доведе до поскъпване на еврото поради закриването на големи позиции от типа *carry trade*.

**За да се илюстрират свързаните с прогнозите рискове, този анализ на чувствителността включва две алтернативни тенденции на обменния курс на еврото.** Първата се основава на 25-ия перцентил на разпределението на функцията, осигурена от базираните на опции риск-неутрални плътности за обменния курс щатски долар/евро на 12 ноември 2015 г. Тази тенденция предполага постепенно обезценяване на еврото спрямо щатския долар до обменен курс от 0,99 щ.д./евро през 2017 г., който е 8,1% под базисното допускане за същата година. Втората тенденция се основава на 75-ия перцентил на същото разпределение и предполага постепенно поскъпване на еврото спрямо щатския долар до обменен курс от 1,18 щ.д./евро през 2017 г., който е 8,9% над базисното допускане за същата година. Съответните допускания за номиналния ефективен обменен курс (НЕОК-38) отразяват исторически закономерности, като промените в обменния курс щатски долар/евро съответстват на промени в ефективния обменен курс с еластичност около 52%. В случай на поевтиняване това води до постепенно низходящо отклонение на НЕОК-38 от базисното допускане до ниво, което е 4,3% под базисното за 2017 г. В случай на поскъпване допусканото възходящо отклонение на НЕОК-38 достига до ниво, което е 4,5% над базисното допускане за 2017 г.

**И при двата сценария резултатите от редица експертни макроикономически модели сочат относително силно въздействие върху растежа на реалния БВП и ХИПЦ инфлацията през 2016 г. и 2017 г.** Резултатите за поевтиняването на еврото сочат по-висока ХИПЦ инфлация (с повишение между 0,1 и 0,3 процентни пункта през 2016 г. и между 0,3 и 0,5 процентни пункта през 2017 г.) и по-висок растеж на реалния БВП (с повишение между 0,1 и 0,2 процентни пункта през 2016 г. и между 0,2 и 0,3 процентни пункта през 2017 г.). Резултатите за поскъпването на еврото са подобни, но с обратен знак.

1) Вж. комбинацията на четири модела, представена в статията „Прогнозиране на цените на петрола“ (*Forecasting the price of oil*), *Икономически бюлетин*, брой 4, ЕЦБ, 2015 г.

## Карте 5

### ПРОГНОЗИ НА ДРУГИ ИНСТИТУЦИИ

**Редица международни организации и институции от частния сектор са публикували прогнози за еврозоната.** Тези прогнози обаче не са напълно съпоставими помежду си или с макроикономическите прогнози на експертите на 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 не се различават съществено от точковата прогноза на декемврийските 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	декември 2015 г.	1,5 [1,4-1,6]	1,7 [1,1-2,3]	1,9 [0,9-2,9]	0,1 [0,1-0,1]	1,0 [0,5-1,5]	1,6 [0,9-2,3]
Европейска комисия	ноември 2015 г.	1,6	1,8	1,9	0,1	1,0	1,6
ОИСР	ноември 2015 г.	1,5	1,8	1,9	0,1	0,9	1,3
Барометър за еврозоната (Euro Zone Barometer)	ноември 2015 г.	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
Консенсусни икономически прогнози (Consensus Economics Forecasts)	ноември 2015 г.	1,5	1,8	1,6	0,1	1,1	1,5
Анкета на професионалните прогностици (Survey of Professional Forecasters)	ноември 2015 г.	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
МВФ	октомври 2015 г.	1,5	1,6	1,7	0,2	1,0	1,3

Източници: Европейска икономическа прогноза на Европейската комисия, есен 2015 г.; МВФ – Перспективи за световната икономика, октомври 2015 г.; Икономически перспективи на ОИСР, ноември 2015 г.; Консенсусни икономически прогнози; *M/Economics*; и ЕЦБ – Анкета на професионалните прогностици.

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.

© Европейска централна банка, 2015

Пощенски адрес: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Телефон: +49 69 1344 0

Уебсайт: <http://www.ecb.europa.eu>

Всички права запазени.

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