



Септември 2017 г. Макроикономически прогнози на експерти на ЕЦБ за еврозоната¹

Икономическият растеж в еврозоната се предвижда да продължи през прогнозния период с темп на нарастване, надхвърлящ значително потенциала. След върхова за периода след кризата стойност от 2,2% през 2017 г. годишният прираст на реалния БВП се очаква да бъде средно около 1,8% през 2018 г. и 2019 г. Прогнозира се подчертано нерестриктивната позиция на паричната политика, вече отбелязаният напредък в намаляването на задлъжнялостта във всички сектори и продължаващото подобрене на пазара на труда да поддържат вътрешното търсене. Същевременно се очаква икономическото възстановяване в глобален план да подпомага износа от еврозоната въпреки поскъпването на еврото в последно време.

Очаква се водещата инфлация да намалее в краткосрочен план под въздействието най-вече на базови ефекти в компонента енергоносители, след което отново да се повиши и през 2019 г. да достигне 1,5%. Макар и възпирана от неотдавнашното повишение на обменния курс на еврото, базисната инфлация се предвижда да нараства постепенно с течение на времето, следвайки очакваното усвояване на неизползвания икономически капацитет.

1

Реална икономика

Благоприятните показатели за нагласите сочат, че икономическото възстановяване ще остане силно.

През второто тримесечие на 2017 г. реалният БВП отбеляза нарастване с 0,6%, обусловено от силен принос от страна на вътрешното търсене. През последните месеци условията на пазара

¹ Настоящите макроикономически прогнози на експерти на ЕЦБ допринасят за изготвяне на оценката на Управителния съвет за икономическата динамика и рисковете за ценовата стабилност. Прогнозите, разработени от експерти на ЕЦБ или на Евросистемата, не се одобряват от Управителния съвет, нито пък отразяват непременно възгледите му относно перспективите за еврозоната. Информация за прилаганите процедури и техники се намира на уебсайта на ЕЦБ в „Ръководство за макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата/ЕЦБ“ (A guide to Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises), ЕЦБ, юли 2016 г. Крайната дата за технически допускания като тези за цените на петрола и обменните курсове е 14 август 2017 г. (вж. Каре 1). Крайната дата за включване на друга информация в тези прогнози е 21 август 2017 г., с изключение на включените тримесечни национални сметки на Испания с крайна дата 24 август.

Тези макроикономически прогнози обхващат периода 2017–2019 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.

Вж. <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> за версия на базисните данни в таблиците и графиките в удобен за използване формат.

на труда продължават да се подобряват, като равнището на безработица спада по-бързо от очакваното. Тъй като се очаква темпът на нарастване на износа в известна степен да се нормализира след отбелязаните високи стойности в началото на 2017 г., прирастът на реалния БВП би трябвало да се забави леко в краткосрочен план, но да остане доста над потенциала в съответствие с високото равнище на нагласите на бизнеса и потребителите.

В средносрочен план перспективата за растежа ще продължи да бъде обуславяна от вътрешното търсене, подкрепяно от благоприятните условия за финансиране и подобряващите се условия на пазара на труда.

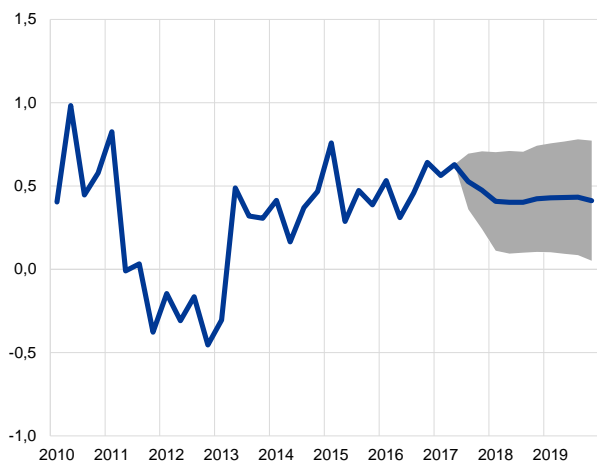
Отвъд краткосрочния хоризонт се очаква редица благоприятни фактори да продължат да подпомагат частното потребление и инвестиционните разходи през прогнозния период. Подчертано нерестриктивната позиция по паричната политика на ЕЦБ продължава да се пренася към икономиката и очакванията за бъдещите пазарни лихвени проценти (така, както са заложи в техническите допускания за настоящите прогнози) остават ниски през прогнозния период. Кредитирането за частния сектор продължава да нараства, стимулирано от ниските лихвени проценти и благоприятните кредитни условия на банките. Би трябвало частното потребление да бъде подпомогнато от продължаващото подобрене на условията на трудовия пазар. Бизнес инвестициите ще продължат да се възстановяват, в отражение отчасти на засилване на нормата на печалба в контекст на отслабнала необходимост от намаляване на задлъжнялостта и нарастващ натиск от страна на търсенето. Жилищните инвестиции ще бъдат подкрепяни от положителните перспективи за доходите, благоприятните условия за финансиране и ниската доходност на алтернативни инвестиции. Благоприятни външни фактори също би следвало да подпомагат растежа със засилването на глобалната икономическа активност и съответното подобрене на външното търсене към еврозоната.

Графика 1
Макроикономически прогнози¹⁾

(тримесечни данни)

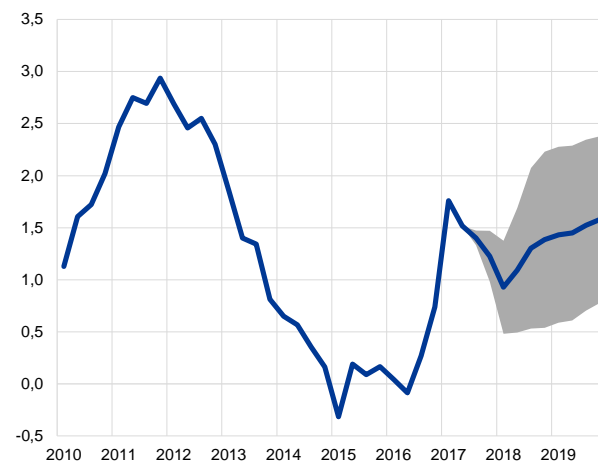
Реален БВП на еврозоната²⁾

(процентно изменение на тримесечна база)



ХИПЦ на еврозоната

(процентно изменение на годишна база)



1) Интервалите около централните прогнози 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 е достъпна на уебсайта на ЕЦБ.

2) Календарно изгладени данни.

Предвижда се частното потребление да остане силно през прогнозния период. Последните показатели за доверието на потребителите, които остават доста над дългосрочните си средни стойности, сочат устойчиви потребителски разходи в краткосрочен план, подпомагани и от продължаващото подобрене на условията на трудовия пазар. В средносрочен план се предвижда частното потребление да се развива в общи линии успоредно на прираста на реалния разполагаем доход.

Очаква се растежът на номиналния разполагаем доход да се засилва през прогнозния период, въпреки че нарастване на инфлацията вероятно ще има сдържаш ефект върху прираста на реалната покупателна способност на домакинствата. Приносът на brutните трудови възнаграждения за растежа на номиналния разполагаем доход се очаква да остане сравнително стабилен през прогнозния период, като по-слабото нарастване на заетостта бъде в общи линии компенсирано от засилване на темпа на растеж на компенсацията на наето лице. Прогнозира се благоприятен прираст на други лични доходи в отражение на положителна динамика на печалбите и доходите от собственост. Макар че в последно време растежът на реалния разполагаем доход се забави, очаква се той да набере известно ускорение и да се задържи силен през прогнозния период.

Растежът на частното потребление би трябвало да бъде подпомогнат и от подобряващите се условия за банково кредитиране, подкрепени от мерките на ЕЦБ по паричната политика, и от постигнатия напредък в намаляването на задлъжнялостта. Макар че ниските лихвени проценти са засегнали както приходите от лихви, така и разходите за лихви на домакинствата, те имат тенденция да преразпределят ресурсите от нетните спестители към нетните кредитополучатели. Тъй като последните по принцип имат по-висока пределна склонност към потребление, това преразпределение би трябвало да допринесе за съвкупното частно потребление. Освен това постигнатият напредък в намаляването на задлъжнялостта също следва да подкрепи потреблението.

Нормата на спестяване на домакинствата се очаква да се задържи в общи линии без промяна през прогнозния период. Зад тази като цяло стабилна норма на спестяване на равнище еврозона се крият противодействащи си фактори. Натискът за понижаване се дължи на намаляващата безработица (която обуславя по-ниско равнище на предпазните спестявания), подобряващите се условия за кредитиране и ниските лихвени проценти, докато натискът за повишаване произтича от продължаващата необходимост от намаляване на brutната задлъжнялост и от изглаждането на потреблението на фона на цикличния растеж.

Капе 1

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

В сравнение с прогнозите от юни 2017 г. техническите допускания включват значително покачване на ефективния обменен курс на еврото и малко по-ниски лихвени проценти.

Техническите допускания за лихвените проценти и за цените на суровините се основават на пазарните очаквания към 14 август 2017 г. (крайна дата). Краткосрочните лихвени проценти се отнасят до тримесечния EURIBOR, като пазарните очаквания се извеждат от фючърсните лихви. Според този метод средното равнище на тези краткосрочни лихвени проценти е -0,3% за 2017 г., -0,3% за 2018 г. и -0,1% за 2019 г. Пазарните очаквания за номиналната доходност на 10-годишните държавни облигации в еврозоната са за средно равнище от 1,1% през 2017 г., 1,3% през 2018 г. и 1,6% през 2019 г.² В сравнение с прогнозите от юни 2017 г. пазарните очаквания за краткосрочните и дългосрочните лихвени проценти са ревизирани надолу с 10-20 базисни пункта.

Що се отнася до цените на суровините, трендът на фючърсните пазари, изчислен според средната стойност през двуседмичния период, приключващ на крайната дата 14 август, дава основание да се очаква поскъпване на суровия петрол тип „Брент“ от 44,0 щ.д./барел през 2016 г. до 51,8 щ.д./барел през 2017 г., 52,6 щ.д./барел през 2018 г. и 53,1 щ.д./барел през 2019 г. Този тренд означава, че в сравнение с прогнозите от юни 2017 г. цените на петрола в щатски долари са по-високи с 0,5% през 2017 г., 2,3% през 2018 г. и 3,0% през 2019 г. Цените на неенергийните суровини в щатски долари се допуска да се повишат съществено през 2017 г. и малко по-умерено впоследствие.³

Двустранный обменни курсове се очаква да останат непроменени през прогнозния период – на средните равнища от двуседмичния период, завършващ на крайната дата 14 август. Това означава среден обменен курс от 1,13 щатски долара за евро през 2017 г. и 1,18 щатски долара за евро през периода 2018–2019 г. спрямо 1,09 щатски долара за евро в прогнозите от юни 2017 г. Допускането за ефективния обменен курс на еврото (спрямо 38 търговски партньори) е с 2,1% по-високо за 2017 г. и с приблизително 4,4% по-високо за периода 2018–2019 г. спрямо допускането в прогнозите от юни 2017 г.

² Допускането за номиналната доходност на десетгодишните държавни облигации в еврозоната се основава на среднопотеглената доходност на десетгодишните референтни 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.

³ Допусканията за цените на петрола и на хранителните суровини се основават на цените на фючърсите до края на прогнозния период. Приема се, че цените на другите неенергийни нехранителни суровини ще следват фючърсите до третото тримесечие на 2018 г., след което ще се развият в синхрон с глобалната икономическа активност.

Технически допускания

	септември 2017 г.				юни 2017 г.			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Тримесечен EURIBOR (проценти годишно)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Доходност на десетгодишни държавни облигации (проценти годишно)	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,2	1,5	1,8
Цена на петрола (щ.д./барел)	44,0	51,8	52,6	53,1	44,0	51,6	51,4	51,5
Цени на неенергийните суровини, в щатски долари (годишно процентно изменение)	-3,9	9,0	5,4	4,2	-3,9	6,4	2,0	4,5
Обменен курс щатски долар/евро	1,11	1,13	1,18	1,18	1,11	1,08	1,09	1,09
Номинален ефективен обменен курс на еврото (EER38) (годишно процентно изменение)	3,8	2,3	2,6	0,0	3,7	-0,4	0,3	0,0

Възстановяването на жилищните инвестиции се очаква да продължи.

През последните няколко тримесечия жилищните инвестиции се повишиха отчетливо в много държави от еврозоната. За това допринесоха благоприятните условия за финансиране, пренасочването на портфейлите към жилищния пазар в условията на ниска доходност по алтернативни възможности за дългосрочни инвестиции и продължаващото подобряване на условията на трудовия пазар. В допълнение към това, изглежда са приключили процесите на корекции на жилищните пазари в повечето държави от еврозоната.

Основополагащите условия за по-нататъшно възстановяване на жилищните инвестиции продължават да са налице за прогнозния период. Все пак се очаква известна загуба на инерция, отразяваща напредналия етап на цикъла на жилищния пазар и отслабващото въздействие на стимулите в някои държави, продължаващата необходимост от намаляване на задлъжнялостта в други държави и неблагоприятни демографски тенденции.

Прогнозира се бизнес инвестициите да продължат да се възстановяват през прогнозния период.

Очаква се те да бъдат подпомогнати от редица фактори: бизнес доверието остава повишено въз основа на много благоприятни производствени очаквания и поръчки; натоварването на производствените мощности продължи да нараства над средните равнища от преди кризата; условията за финансиране се очаква да останат много благоприятни през целия прогнозен период; налице е потребност от модернизирани производствения капитал след няколко години слаби инвестиции; нормата на печалба се очаква да се повиши в условия на вече разполагащ с изобилни парични наличности сектор на нефинансовите предприятия. Освен това коефициентът на ливъридж в сектора на нефинансовите предприятия е спаднал в контекст на поскъпване на активите и скромнен растеж на дълговото финансиране във всички държави от еврозоната. Същевременно се очаква редица фактори да продължат да оказват неблагоприятно влияние върху перспективата за бизнес инвестициите. Сред тях са очакванията за по-слаб потенциален растеж на производството и ограниченията върху посредническия капацитет на банките в някои държави.

Каре 2

Международна среда

Световната икономика продължава да нараства със стабилен темп. След временно отслабване на инерцията в началото на годината производствени данни и анкети сочат възобновено засилване на растежа на реалния БВП в глобален мащаб през второто тримесечие. Показателите за доверието на бизнеса и потребителите свидетелстват, че нагласите остават оптимистични. Въпреки засилването на доходността на дългосрочните облигации през последните седмици финансовите условия в развитите икономики остават благоприятни, подкрепяни от нерестриктивната парична политика. Финансовите пазари в икономиките от възникващите пазари остават устойчиви и капиталовите потоци към тези икономики са стабилни. В по-далечна перспектива се очаква умерено ускоряване на икономическата активност в глобален мащаб. Перспективата за развитите икономики е за продължаващо циклично възстановяване при постепенно затваряне на отклонението на БВП от потенциалното му ниво. За нарастването на икономическата активност допринасят паричните и фискалните политики, макар че очакванията за фискални стимули в Съединените щати бяха ревизирани надолу след промяна в политическия дебат. При икономиките от възникващите пазари растежът ще остане устойчив в държавите вносителки на суровини като Индия и Китай, а в държавите износителки на суровини се очаква икономическата активност да се отгласне от дъното след дълбоката рецесия в техните икономики. Прогнозира се нарастване на глобалната икономическа активност (без еврозоната) с 3,7% през 2017 г. и с 3,8% през периода 2018–2019 г. Засилването на икономическата активност от 2016 г. насам в общи линии отразява постепенното отзвучаване на дълбоките рецесии в икономиките на държави износителки на суровини. В сравнение с прогнозите от юни 2017 г. растежът на световния реален БВП остава в общи линии непроменен, като са внесени низходящи корекции за Съединените щати (след преразглеждане на допусканията за бъдещи фискални стимули), които са компенсирани от очаквания за по-изразена устойчивост в икономиките от възникващите пазари.

Международна среда

(годишно процентно изменение)

	септември 2017 г.				юни 2017 г.			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Световен реален БВП (без еврозоната)	3,2	3,7	3,8	3,8	3,2	3,5	3,8	3,8
Световна търговия (без еврозоната) ¹⁾	1,1	5,3	3,8	3,8	0,9	4,4	3,8	3,9
Външно търсене към еврозоната ²⁾	1,6	4,7	3,4	3,5	1,3	3,7	3,4	3,5

1) Изчислена като претеглена средна на вноса.

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

Изненадващо голямо нарастване на световната търговия в началото на 2017 г. В перспектива се предвижда световната търговия да се засили в синхрон с глобалната икономическа активност в средносрочен план. Външното търсене към еврозоната се очаква да се увеличи с 4,7% през 2017 г., 3,4% през 2018 г. и 3,5% през 2019 г. В сравнение с прогнозите от юни 2017 г. е налице ревизия нагоре с 1,1 процентни пункта за 2017 г., главно в отражение на по-високите данни от първото тримесечие.

Износът от еврозоната се очаква да бъде забавен от загуба на конкурентоспособност в резултат от неотдавнашното поскъпване на еврото. Подпомаган от силното външно търсене и от поевтиняването на еврото през втората половина на 2016 г. и началото на 2017 г., износът от еврозоната нарасна силно през първото тримесечие на 2017 г. В перспектива се очаква той да се увеличава със силен темп през целия прогнозен период в отражение на стабилно външно търсене както от развитите икономики, така и от икономиките от възникващите пазари. Въпреки това се очаква износът от еврозоната да бъде засегнат неблагоприятно от по-силния обменен курс на еврото през прогнозния период и това да доведе до низходяща преоценка на развитието на пазарния дял на износа, който понастоящем се прогнозира да намалее с 1,1 процентни пункта в рамките на прогнозния хоризонт. За разлика от износа вносът в еврозоната се очаква да бъде благоприятстван от малко по-положителната динамика на вътрешното търсене и от по-силния обменен курс на еврото, отслабвайки донякъде общия принос на нетната търговия за икономическия растеж.

В условия на умерен потенциален растеж все още наличният неизползван икономически капацитет се очаква да бъде усвоен в рамките на прогнозния хоризонт. За разлика от сравнително силния растеж на реалния БВП, потенциалното производство се очаква да нарасне с малко над 1% през прогнозния период. Съдържаният темп на растеж на потенциалното производство отразява предимно доста нисък принос на основния капитал след продължителния период на безпрецедентно слаби инвестиции. Предвижда се трудът все така да има положителен принос за потенциалния растеж, свързан най-вече с нарастване на участието на работната сила в резултат от вече извършени структурни реформи. Въпреки това приносът на труда ще остане малко под средното равнище от преди кризата в условия на отслабващ принос от страна на населението в трудоспособна възраст. Приносът на общата факторна производителност също се очаква да бъде малко под предкризисното равнище.

Протичащото подобряване на условията на пазара на труда се предвижда да продължи през прогнозния период. По брой на наетите лица заетостта се е увеличила с 0,4% през първото тримесечие на 2017 г. и според оценките е нараснала със сходен темп през второто тримесечие на годината. Наблюдаваният в последно време засилен растеж на заетостта има широка основа в различните държави, но може отчасти да бъде отдаден на временни благоприятни фактори (като например мерки за фискални стимули в някои държави от еврозоната). Тъй като се очаква въздействието на тези фактори постепенно да отслабва, се прогнозира известно забавяне на нарастването на заетостта, включително поради нарастващ недостиг в предлагането на квалифицирана работна ръка.

Поради цикличния характер на нарастването на производителността на труда се очаква то да се засили в средносрочен план. Все по-голямото оползотворяване на капитала и работната сила в контекста на намаляващ неизползван капацитет, нарастването на броя отработени часове на заето лице

и известно увеличение на общата факторна производителност показват устойчиво укрепване на нарастването на производителността.

Очаква се равнището на безработица да продължи да се понижава. През второто тримесечие на 2017 г. равнището на безработица спадна до 9,2%. Това е най-ниското ниво, наблюдавано от март 2009 г. насам. В перспектива се предвижда броят на безработните да продължи съществено да намалява. Нивото на безработица се очаква да се понижи до 8,1% през 2019 г., но да остане над равнището си от преди кризата (7,5% през 2007 г.).

В сравнение с прогнозите от юни 2017 г. растежът на реалния БВП е ревизиран нагоре за 2017 г., а след това остава като цяло непроменен. Корекцията нагоре за 2017 г. е свързана главно с неотдавнашните изненадващо по-високи данни за БВП. В по-общ план подобрената перспектива за вътрешното търсене, която е в синхрон с благоприятната нагласа на бизнеса и потребителите и с по-ниските лихвени проценти, в общи линии се неутрализира от негативното въздействие върху износа от загубата на ценова конкурентоспособност заради скорошното поскъпване на еврото.

2

Цени и разходи

Очаква се през прогнозния период ХИПЦ инфлацията да има V-образен профил, като базови ефекти, свързани с инфлацията на енергоносителите, я тласкат надолу в краткосрочен план, а след това отстъпват място на постепенно възстановяване на базисната инфлация. Водещата ХИПЦ инфлация се предвижда да бъде на средно равнище от 1,5% през 2017 г., да спадне до 1,2% през 2018 г. и да нарасне до 1,5% през 2019 г. Базови ефекти предполагат значителен спад в приноса на енергийния компонент на ХИПЦ инфлацията за водещата инфлация между 2017 г. и 2018 г. Допусканото, макар и незначително, поскъпване на петрола през остатъка от прогнозния период, отразено в кривата на петролните фючърси, би трябвало да доведе до известно обратно покачване на ХИПЦ инфлацията на енергоносителите през 2019 г. Неотдавнашното възстановяване при компонента храни на ХИПЦ инфлацията се очаква като цяло да се запази през прогнозния период, в отражение, наред с всичко останало, на малко по-високо допускане за нарастването на цените на хранителните суровини. Очаква се през прогнозния период продължаващото икономическо възстановяване постепенно да тласне нагоре ХИПЦ инфлацията без компонентите енергоносители и храни. Ключов фактор за това повишение ще бъде очакваното нарастване на разходите за труд с намаляването на свободния капацитет на трудовия пазар.

Счита се, че през следващите години подобряването на условията на пазара на труда ще бъдат главният източник на нарастване на вътрешния ценови натиск. Прирастът на компенсацията на наето лице се прогнозира да се повиши от 1,5% през 2017 г. до 2,3% през 2019 г. Като се има предвид очакваното циклично засилване в растежа на производителността, предвижда

се прирастъ на разходите за труд на единица продукция да се увеличава малко по-слабо, нараствайки от 0,8% през 2017 г. до 1,4% през 2019 г. Намалването на неизползвания капацитет на пазара на труда в еврозоната и нарастването на недостига на трудов ресурс в някои нейни части се считат за важни фактори, обуславящи това ускоряване на растежа на заплатите. Освен това може да се очаква също неотдавнашното съществено засилване на водещата инфлация с течение на времето да доведе до по-голямо нарастване на номиналните заплати в държави от еврозоната, където процесът на формиране на заплатите включва ретроспективна индексация или елементи на очаквания. В допълнение към това се очаква редица от факторите, които в момента възпират нарастването за заплатите, постепенно да отзвучават. Сред тях са необходимостта в някои държави от умереност на заплатите с цел възвръщане на ценовата конкурентоспособност, както и натрупаното съдържане на заплатите, свързано с ограничаващата низходяща негъвкавост на номиналните заплати по време на кризата. Наред с това се очаква да изтече срокът на мерки за намаляване на социалноосигурителните вноски.

Предвижда се разширяване на нормата на печалба през прогнозния период. В началото на 2017 г. нормата на печалба бе отслабена от поскъпването на петрола и въздействието му върху цената на факторите на производство, както и върху условията за търговия в по-общ план. С отслабването на тези възпиращи ефекти се очаква нормата на печалба да бъде благоприятно повлияна от продължаващото икономическо възстановяване, като същевременно бъде донякъде ограничавана в рамките на прогнозния период от засилващия се растеж на разходите за труд на единица продукция.

Външният ценови натиск се увеличи значително през последните тримесечия и се очаква да поддържа известна възходяща инерция и до края на прогнозния период. Предвижда се след четиригодишен спад годишният темп на прираст на цените на вноса да стане положителен през 2017 г. Този обрат през 2017 г. се дължи главно на възобновеното поскъпване на петрола и неенергийните суровини от 2016 г. насам. Очакваното впоследствие забавяне на темпа на растеж отразява както отслабването на динамиката на цените на суровините, така и низходящото въздействие от неотдавнашното поскъпване на еврото. В по-общ план базисният глобален инфлационен натиск се очаква да се засилва постепенно през прогнозния период с нарастването на глобалните производствени разходи в синхрон с намаляването на неизползвания капацитет в световен мащаб. Все пак, като се имат предвид все още високото равнище на свободни производствени мощности в глобален план и глобалният натиск за конкурентоспособност, това не се очаква да окаже съществен възходящ натиск върху цените на вноса в еврозоната.

В сравнение с публикуваните през юни 2017 г. прогнози перспективите за ХИПЦ инфлацията са ревизирани леко надолу. Поскъпването на обменния курс на еврото от предишните прогнози насам оказва низходящ натиск върху ХИПЦ инфлацията. Що се отнася до базисната инфлация, този низходящ

натиск донякъде се компенсира от подобрената перспектива за вътрешното търсене в еврозоната (вж. Каре 3).

Каре 3

Оценка на въздействието на скорошното поскъпване на еврото върху перспективата за инфлацията в еврозоната

Номиналният обменен курс на еврото се повиши през последните няколко месеца и десетдневната му средна стойност на крайната дата за целите на настоящите прогнози (14 август 2017 г.) беше с 4,4% над равнището от допусканията в прогнозите от юни 2017 г. В това каре се разглеждат факторите, които би следвало да се вземат предвид при оценка на въздействието на неотдавнашното покачване на обменния курс върху перспективата за инфлацията в еврозоната.

Макар и да са обект на значителна нееднородност, еластичностите на стандартния модел като цяло показват, че сътресение в обменния курс с наблюдавания през последните месеци размер би имало немаловажен ефект върху перспективата за инфлацията в еврозоната.⁴ Тези еластичности обаче са валидни само за сътресение в обменния курс, което се дължи на външни причини. За разлика от това неотдавнашното поскъпване на еврото вероятно до голяма степен е било предизвикано от подобренията се още повече перспектива за икономическия растеж в еврозоната, която от своя страна отразява подобрени перспективи за вътрешното търсене. Това трябва да се вземе предвид, когато се прави оценка на въздействието на покачването на обменния курс в последно време върху перспективата за инфлацията.

В прогнозите от септември 2017 г. цялостният ефект от по-високия обменен курс върху инфлацията се счита за отчетливо по-слаб, отколкото предвиждат еластичностите на стандартния модел, които по принцип се отнасят за екзогенно сътресение в обменния курс. Скорошни емпирични проучвания отчитат ендогенния характер на динамиката на обменния курс и илюстрират зависимостта от сътресения при въздействието на тази динамика върху инфлацията⁵. По-специално, реакцията на цените към изменение в обменния курс може да бъде различна според базисния характер на сътресението, което поначало е предизвикало промяната в обменния курс, тъй като то може да отразява различни трансмисионни канали. Когато поскъпването на курса е предизвикано изцяло от благоприятно сътресение в търсенето, емпиричните оценки показват дори възходящ ценови натиск посредством засилена перспектива за вътрешното търсене. Тъй като очакванията за по-благоприятен икономически растеж, които отразяват подобрени перспективи за вътрешното търсене, са ключова движеща сила, обуславяща неотдавнашното поскъпване на еврото, съдържащият ефект от това поскъпване върху инфлацията би трябвало да бъде значително по-слаб, отколкото ако би се дължал на чисто екзогенно сътресение в обменния курс, чието въздействие отчитат еластичностите на стандартния модел.

⁴ Вижте например статията „Отражение на обменния курс върху инфлацията в еврозоната“ (*Exchange rate pass-through into euro area inflation*), *Икономически бюлетин*, брой 7, ЕЦБ, 2016 г.

⁵ Вж. например Shambaugh, J., *A new look at pass-through*, *Journal of International Money and Finance*, том. 27, брой 4, стр. 560-591, юни 2008 г.; Forbes, K., Hjortsøe, I. и Nenova, T., *The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through*, *Discussion Paper*, № 43, Bank of England, External MPC Unit, ноември 2015 г.; и Ciccarelli, M. и Osbat, C., *Low inflation in the euro area: Causes and consequences*, *Тематични материали*, № 181, ЕЦБ, януари 2017 г.

3 Фискални перспективи

Очаква се бюджетната позиция да остане като цяло неутрална средно през прогнозния период. Позицията на фискалната политика се измерва като изменение на циклично изгладеното първично салдо без държавната помощ за финансовия сектор. През 2017 г. тази позиция е повлияна от оттласкване на държавните инвестиции след ниското им равнище, наблюдавано през 2016 г., и еднократно плащане в Германия към производителите на ядрена енергия (около 0,2% от вътрешния БВП)⁶. Тази като цяло неутрална позиция отразява взаимно неутрализиращи се ефекти от страната на разходите и от страната на приходите.

През прогнозния период се предвижда коефициентите на бюджетния дефицит и държавния дълг да следват низходяща тенденция. Фискалната прогноза предвижда постепенно намаляване на бюджетния дефицит през периода, главно благодарение на подобрение в цикличния компонент и намаление на лихвените плащания. Циклично изгладеното първично бюджетно салдо остава в общи линии непроменено. Съотношението държавен дълг/БВП се очаква да запази низходящата си тенденция през прогнозния период, за което допринасят подобрението на първичното салдо и благоприятният диференциал лихвен процент/темп на растеж.⁷

В сравнение с прогнозите от юни 2017 г. перспективата за бюджетния дефицит остава в общи линии непроменена, а за съотношението на дълга е малко по-ниска, като това отразява главно по-благоприятния диференциал лихвен процент/темп на растеж през 2017 г.

⁶ Вследствие на решение на конституционния съд, според което въведеният за периода 2011–2016 г. данък върху горивото за реакторите противоречи на конституцията.

⁷ Диференциалът се изчислява като разликата между номиналния ефективен лихвен процент по държавния дълг и темпа на растеж на номиналния БВП.

Таблица 1

Макроикономически прогнози за еврозоната¹⁾

(годишно процентно изменение)

	септември 2017 г.				юни 2017 г.			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Реален БВП	1,8	2,2	1,8	1,7	1,7	1,9	1,8	1,7
		[2,1 - 2,3] ²⁾	[1,0 - 2,6] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾		[1,6 - 2,2] ²⁾	[0,8 - 2,8] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾
Частно потребление	2,0	1,7	1,8	1,5	1,9	1,5	1,6	1,4
Потребление на сектор <i>Държавно управление</i>	1,8	1,2	1,2	1,1	1,8	1,2	1,2	1,1
Бруто образуване на основен капитал	4,1	4,0	3,9	3,1	3,6	3,7	3,4	3,0
Износ ³⁾	3,2	4,7	3,7	3,8	2,8	4,8	4,3	4,1
Внос ³⁾	4,5	5,2	4,6	4,2	4,0	5,2	4,6	4,3
Заетост	1,4	1,5	1,0	0,8	1,4	1,4	1,0	0,9
Темп на безработица (% от работната сила)	10,0	9,1	8,6	8,1	10,0	9,4	8,8	8,3
ХИПЦ	0,2	1,5	1,2	1,5	0,2	1,5	1,3	1,6
		[1,4 - 1,6] ²⁾	[0,6 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾		[1,4 - 1,6] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾
ХИПЦ без компонента енергоносители	0,9	1,2	1,3	1,5	0,9	1,2	1,4	1,6
ХИПЦ без компонентите енергоносители и храни	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,7
ХИПЦ без компонентите енергоносители, храни и промени в косвените данъци ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,5	0,8	1,1	1,4	1,7
Разходи за труд на единица продукция	0,8	0,8	1,2	1,4	0,9	1,1	1,3	1,5
Компенсация на наето лице	1,2	1,5	2,0	2,3	1,3	1,7	2,1	2,4
Производителност на труда	0,4	0,7	0,8	0,9	0,3	0,5	0,8	0,9
Бюджетно салдо на сектор <i>Държавно управление</i> (% от БВП)	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
Структурно бюджетно салдо (% от БВП) ⁵⁾	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3
Брутен дълг на сектор <i>Държавно управление</i> (% от БВП)	89,1	87,5	86,0	84,2	89,2	87,9	86,4	84,7
Салдо по текущата сметка (% от БВП)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,4	2,8	2,8	2,9

1) Данните за реалния БВП и компонентите са календарно изгладени.

2) 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 е достъпна на уебсайта на ЕЦБ.

3) Включително търговията в рамките на еврозоната.

4) 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.

5) 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 потенциала. 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.

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 силно 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 отношение се разглежда несигурността, свързана с някои ключови базисни допускания, и чувствителността на прогнозите по отношение на тези променливи.

1) Алтернативна динамика на цените на петрола

Алтернативните модели за цените на петрола показват риск тези цени да бъдат по-високи през прогнозния период, отколкото сочат петролните фючърси. Техническите допускания за динамиката на цените на петрола, върху които се основава базисната прогноза и които се извеждат от фючърските пазари, предвиждат лека възходяща тенденция в профила на петролните цени, като цената на барел суров петрол тип „Брент“ да се повиши до около 53 щатски долара до края на 2019 г. Тази тенденция, изведена от петролните фючърси, е в синхрон с умереното възстановяване на търсенето на петрол в световен мащаб – сценарий, свързан с известно засилване на глобалното икономическо възстановяване. Що се отнася до факторите, свързани с предлагането, удължаването на споразумението между държавите от ОПЕК и основните производители извън ОПЕК не е довело до съществено нарастване в кривата на петролните фючърси, вероятно поради все още високото, макар и намаляващо, равнище на петролни запаси и поради опасения, че е възможно някои от най-големите производители на петрол да се отклонят от споразумението. Освен това стабилното нарастване на добива на шистов нефт в Съединените щати отчасти компенсира съкращаването на добива от конвенционалните производители. Комбинирането на алтернативни модели, използвани от експертите на Евросистемата⁸ за прогнозиране на петролните цени през прогнозния период, в момента сочи малко по-висок тренд на цените в сравнение с техническите допускания. Възможно е такъв тренд да отразява неочаквани бъдещи проблеми в предлагането в краткосрочен и дългосрочен план. Това от своя страна може да доведе до по-бързо от очакваното доближаване до равновесието между предлагане и търсене и съответно до по-високи цени на петрола. Реализирането на алтернативна динамика на цената на петрола, при която до 2019 г. тя би била с 3,8% по-висока в сравнение с базисната прогноза, би отслабило незначително растежа на реалния БВП и същевременно би предизвикало малко по-бързо нарастване на ХИПЦ инфлацията (с 0,1 процентни пункта през 2019 г.).

2) Алтернативна тенденция на обменния курс

Този анализ на чувствителността изследва с илюстративна цел механичното въздействие при сценарий на по-висок обменен курс на еврото спрямо базисния сценарий. С илюстративна цел алтернативен сценарий за обменния курс на еврото се основава на 75-ия перцентил на разпределението на функцията, осигурена от базираните на опции риск-неутрални плътности за обменния курс щатски долар/евро на 14 август 2017 г. Тази тенденция предполага постепенно поскъпване на еврото спрямо щатския долар до обменен курс от 1,31 щ.д./евро през 2019 г., който е около 11% над базисното допускане за същата година. Съответните допускания за номиналния ефективен обменен курс на еврото отразяват исторически закономерности, като промените в обменния курс щатски долар/евро съответстват на промените в ефективния обменен курс с еластичност от около 52%. Това

⁸ 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.

допускане води до постепенно възходящо отклонение на ефективния обменен курс на еврото от базисното равнище, достигащо до около 6% над него през 2019 г. При този сценарий средните резултати от редица макроикономически експертни модели сочат растеж на реалния БВП, по-нисък с 0,3 процентни пункта през 2018 г. и 2019 г. ХИПЦ инфлацията би била по-ниска с 0,4 процентни пункта и 0,5 процентни пункта съответно през 2018 г. и 2019 г. Следва да се отбележи, че тази оценка на въздействието върху растежа и инфлацията се отнася само за случая на изцяло екзогенно сътресение във валутния курс (вж. Каре 3).

Каре 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 ЕЦБ, 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, наличните в момента прогнози на други институции за растежа на реалния БВП и ХИПЦ инфлацията са като цяло в рамките на интервала около прогнозите на ЕЦБ (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		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Прогнози на експертите на ЕЦБ	септември 2017 г.	2,2 [2,1-2,3]	1,8 [1,0-2,6]	1,7 [0,6-2,8]	1,5 [1,4-1,6]	1,2 [0,6-1,8]	1,5 [0,7-2,3]
Европейска комисия	май 2017 г.	1,7	1,8	–	1,6	1,3	–
ОИСР	юни 2017 г.	1,8	1,8	–	1,7	1,4	–
Барометър за еврозоната □ (Euro Zone Barometer)	август 2017 г.	2,0	1,8	1,5	1,6	1,4	1,7
Консенсусни икономически прогнози (Consensus Economics Forecasts)	август 2017 г.	2,0	1,8	1,4	1,5	1,3	1,7
Анкета на професионалните прогностици (Survey of Professional Forecasters)	юли 2017 г.	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,6
МВФ	юли 2017 г.	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5	1,7

Източници: Европейска икономическа прогноза на Европейската комисия, пролет 2017 г.; МВФ – доклад по страни по член IV, 25 юли 2017 г.; Икономически перспективи на ОИСР, юни 2017 г.; Консенсусни икономически прогнози, август 2017 г.; MJEconomics за Барометър на еврозоната, август 2017 г.; и ЕЦБ – Анкета на професионалните прогностици, юли 2017 г.
Забележки: Макроикономическите прогнози на експертите на Евросистемата и ЕЦБ, както и прогнозите на ОИСР представят календарно изгладени годишни темпове на растеж, докато Европейската комисия и МВФ представят годишни темпове на растеж, които не са изгладени спрямо броя на работните дни на година. Другите прогнози не уточняват дали включват календарно изгладени или неизгладени данни.

© Европейска централна банка, 2017 г.

Пощенски адрес: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Телефон: +49 69 1344 0

Website: www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-4547 (pdf)

EU catalogue No QB-CE-17-002-BG-N (pdf)