



# Март 2016 г. Макроикономически прогнози на експерти на ЕЦБ за еврозоната<sup>1</sup>

## 1 Перспективи за еврозоната: обзор и основни характеристики

*Икономическото възстановяване в еврозоната се предвижда да продължи, макар и по-бавно от очакваното преди. По-слабият темп отразява отслабващия глобален растеж и засилването на ефективния обменен курс на еврото. В средногодишен план се прогнозира реалният БВП да се увеличи с 1,4% през 2016 г., 1,7% през 2017 г. и 1,8% през 2018 г. След нов рязък спад в цените на петрола прогнозата за ХИПЦ инфлацията е ревизирана надолу – до равнище от 0,1% през 2016 г. Корекцията за 2017 г. е по-умерена – до 1,3%. Очаква се инфлацията да продължи да се повишава, достигайки 1,6% през 2018 г.*

**Перспективите за растежа на реалния БВП в краткосрочен план отслабнаха поради засилването на неблагоприятни фактори в последно време.** Тези фактори са свързани с неблагоприятна динамика в глобалната икономическа активност, особено в икономиките от възникващите пазари, засилване на ефективния обменен курс на еврото и повишаване на несигурността, намиращо отражение в повишена волатилност на финансовите пазари. Като се вземе предвид и влошаването на доверието на бизнеса и потребителите през януари и февруари, краткосрочната перспектива за растежа на реалния БВП се е влошила спрямо прогнозите от декември.

**Въпреки това се очаква редица благоприятстващи фактори да подпомогнат продължаването на икономическото възстановяване.**

Нерестриктивната позиция на паричната политика на ЕЦБ, подсилена допълнително през декември 2015 г. с обявяването на още мерки по паричната политика, продължава да се предава към икономиката. Очаква се през 2016 г. частното потребление да бъде подкрепено от неотдавнашното допълнително

---

<sup>1</sup> Макроикономическите прогнози на експерти на ЕЦБ допринасят 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 15 февруари 2016 г. (вж. Каре 2). Крайната дата за включване на друга информация в настоящите прогнози е 25 февруари 2016 г.

Тези макроикономически прогнози обхващат периода 2016–2018 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.

рязко поевтиняване на петрола и от продължаващото подобрене на условията на трудовия пазар. Глобалното възстановяване също би трябвало да допринесе за постепенно засилване на инвестициите, отчасти в резултат от ефекта на акселератора. Вътрешното търсене също така ще бъде благоприятствано от известно разхлабване на фискалната политика, свързано отчасти с притока на бежанци.

**Движението на общата инфлация през прогнозния период се очаква да бъде силно обусловено от профила на компонента енергоносители на ХИПЦ инфлацията.** Като се има предвид по-нататъшното рязко поевтиняване на петрола през последните месеци, предвижда се ХИПЦ на енергоносителите да бъде отрицателна през 2016 г., но през 2017 г. да достигне положителни стойности вследствие на силни възходящи базови ефекти и на допусканото поскъпване на петрола, отразено в кривата на цените на петролните фючърси. Същевременно ХИПЦ инфлацията без храните и енергоносителите се очаква да се повишава постепенно през следващите години, успоредно с отразяването на подобрието на условията на пазара на труда и намаляването на свободния икономически капацитет в по-високи заплати и по-голяма норма на печалбата. В допълнение към това, проявяващото се със забавяне въздействие от силното поевтиняване на еврото в предишни периоди, косвените ефекти от допусканото поскъпване на енергийните и неенергийните суровини, както и отслабващите низходящи ефекти от поевтиняването им в миналото се очаква да подпомогнат нарастването на ХИПЦ инфлацията без храните и енергоносителите.

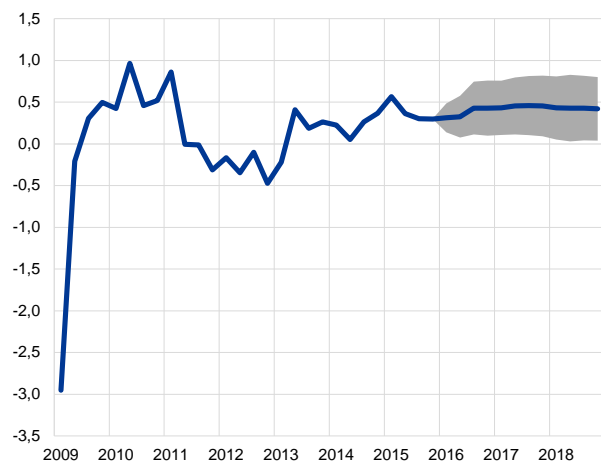
## Графика 1

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

(тримесечни данни)

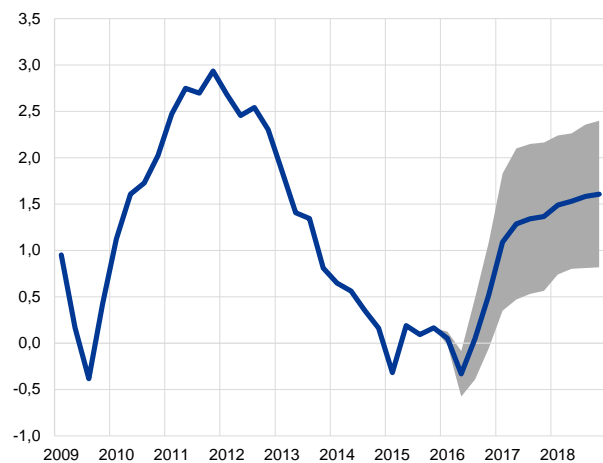
#### Реален БВП на еврозоната<sup>2)</sup>

(процентно изменение на тримесечна база)



#### ХИПЦ на 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 изгледени данни.

**Възстановяването на икономическата активност в еврозоната се очаква да продължи, макар и малко по-бавно от очакваното преди.** Реалният БВП запази умерения си темп на растеж през последното тримесечие на 2015 г., отбелязвайки нарастване с 0,3% спрямо предходното тримесечие. Актуалните показатели за доверието на потребителите и бизнеса отбелязват спад, но все пак сочат продължаващ умерен растеж на икономическата активност през първата половина на 2016 г.

**Предвижда се през 2016 г. частните потребителски разходи да бъдат силно благоприятствани от ниските цени на петрола.** Допускането за цените на петрола в щатски долари е за средно равнище от 34,9 щ.д./барел през 2016 г. – с 33% по-ниско от допускането в декемврийските прогнози (вж. Каре 1). Номиналният разполагаем доход би следвало да нараства през прогнозния период, подпомаган от устойчив растеж на заетостта и покачващ се растеж на номиналното възнаграждение на наето лице, като се очаква положителен принос и от други лични доходи. Предвижда се нарастването на реалния разполагаем доход да се забави през 2017 г. с прогнозираното засилване на инфлацията на цените на енергоносителите. През целия период на прогнозите ниските цени на финансиране и умереното покачване на нетното благосъстояние на домакинствата, подсилени от въведения наскоро от ЕЦБ пакет от мерки по паричната политика, следва да подпомогнат частното потребление. Като цяло годишният прираст на частното потребление се предвижда да отбележи нарастване от 1,6% през 2015 г. до 1,9% през 2016 г., след което да се забави до 1,8% и 1,6% съответно през 2017 г. и 2018 г.

## Каре 1

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

---

**В сравнение с декемврийските прогнози главните промени в техническите допускания се изразяват в значително по-ниски деноминирани в щатски долари цени на петрола, повишение с 5% на ефективния обменен курс на еврото и по-ниски краткосрочни и дългосрочни пазарни лихвени проценти.**

## Технически допускания

	март 2016 г.				декември 2015 г.		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Тримесечен EURIBOR (проценти годишно)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Доходност на десетгодишни държавни облигации (проценти годишно)	1,2	1,2	1,4	1,7	1,2	1,4	1,7
Цена на петрола (щ.д./барел)	52,5	34,9	41,2	44,9	53,8	52,2	57,5
Цени на неенергийни суровини, в щатски долари (годишно процентно изменение)	-19,9	-14,8	3,0	4,7	-18,7	-5,2	4,1
Обменен курс щатски долар/евро	1,11	1,11	1,12	1,12	1,11	1,09	1,09
Номинален ефективен обменен курс на еврото (EER38) (годишно процентно изменение)	-7,1	4,8	0,2	0,0	-7,1	0,1	0,0

### Техническите допускания за лихвените проценти и за цените на суровините се основават на пазарните очаквания към 15 февруари 2016 г. (крайна дата).

Краткосрочните лихвени проценти се отнасят до тримесечния EURIBOR, като пазарните очаквания се извеждат от фючърските лихви. По тази методология средното равнище на краткосрочните лихвени проценти е -0,3% за 2016 г. и 2017 г. и -0,2% за 2018 г. Пазарните очаквания за номиналната доходност на 10-годишните държавни облигации в еврозоната са за средно равнище от 1,2% през 2016 г., 1,4% през 2017 г. и 1,7% през 2018 г.<sup>2</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 съставните лихвени проценти по банкови кредити за нефинансовия частен сектор в еврозоната да отбележат известно понижаване през 2016 г., да останат в общи линии без промяна през 2017 г. и леко да се повишат през 2018 г. Що се отнася до цените на суровините, трендът на фючърските пазари през двуседмичния период, приключващ на крайната дата 15 февруари, дава основание да се допусне поевтиняване на суровия петрол тип „Брент“ от 52,5 щ.д./барел през 2015 г. до 34,9 щ.д./барел през 2016 г., след което да настъпи повишение до 41,2 щ.д./барел през 2017 г. и 44,9 щ.д./барел през 2018 г. В съпоставка с декемврийските прогнози това е със 17 щ.д. по-ниско за 2016 г. и с 16 щ.д. по-ниско за 2017 г. Цените на неенергийните суровини в щатски долари се предвижда да спаднат значително през 2016 г. и да се повишат леко през 2017 г. и 2018 г.<sup>3</sup> Допуска се, че двустранните обменни курсове ще останат непроменени през прогнозния период – на средните равнища от двуседмичния период, завършващ на крайната дата 15 февруари. Това означава среден

<sup>2</sup> Допускането за номиналната доходност на десетгодишните държавни облигации в еврозоната се основава на среднопретеглената 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. Средовете между доходността на държавните облигации в отделните държави и съответната средна доходност за еврозоната се приемат за постоянни за целия прогнозен период.

<sup>3</sup> 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 първото тримесечие на 2017 г., след което ще се развият в синхрон с глобалната икономическа активност.

обменен курс от 1,11 щатски долара за евро през 2016 г. и 1,12 щатски долара за евро през 2017 г. и 2018 г., спрямо 1,09 щатски долара за евро в декемврийските прогнози. Допуска се, че през прогнозния период ефективният обменен курс на еврото (спрямо 38 търговски партньори) ще се повиши с 5%.

---

**Очаква се тенденциите в нормата на спестяване на домакинствата да бъдат обусловени главно от изглаждането на потреблението, свързано с динамиката на цените на петрола.** Прогнозира се нормата на спестяване да се повиши през 2016 г. в отражение на поетапно пренасяне на свързаното с цените на петрола нарастване на реалните доходи към потребителските разходи. Очаква се този ефект да отслабне частично през 2017 г. Прогнозата е след това нормата на спестяване да се задържи относително постоянна през остатъка от прогнозния период. Плоската като цяло норма на спестяване отразява противоположни динамики в държавите от еврозоната. В някои държави все още високата безработица, повишените равнища на брутния дълг и въздействието на много ниските лихвени проценти върху пенсионните спестявания се очаква да поддържат известен натиск за повишаване на спестяванията. В други се очаква да преобладава низходящ натиск върху спестяванията. На първо място, постепенно намаляващата безработица би трябвало да доведе до по-ниски предпазни спестявания, позволявайки на домакинствата да предприемат големи покупки, които преди това може би са били отлагани. На второ място, налице е тенденция много ниските приходи от лихви да правят спестяванията непривлекателни посредством ефекта на интертемпоралното заместване.

**Прогнозира се ускоряване на жилищните инвестиции в еврозоната, макар и от много ниско изходно равнище.** Очаква се възстановяването при жилищните инвестиции да бъде подпомогнато от устойчив растеж на реалния разполагаем доход и от много ниски лихви по ипотечните кредити. В допълнение към това процесите на корекции на жилищните пазари в някои държави, изглежда, са приключили и перспективите за цените на жилищата са се подобрили. Въпреки това в много държави високите равнища на дълг на домакинствата вероятно ще възпрепятстват силно нарастване на жилищните инвестиции. Като цяло, като се има предвид очакваното им скромно възстановяване, през 2018 г. жилищните инвестиции вероятно все още ще бъдат с около 20% под върховото си ниво от 2007 г.

**Очаква се бизнес инвестициите да отбележат слабо възстановяване.** В краткосрочен план перспективите за бизнес инвестициите се очаква да бъдат неблагоприятно повлияни от волатилността на финансовите пазари в последно време и от отслабването на икономическия растеж в икономиките от възникващите пазари. Все пак редица фактори би следвало постепенно да подпомогнат инвестициите. Подчертано нерестриктивната позиция на паричната политика, ефектът на акселератора в контекста на прогнозираното засилване на търсенето, необходимостта от модернизиране на

производствения капитал след няколко години на слаби инвестиции, експанзионистичните фискални мерки в определени държави и увеличаването на нормата на печалба в условията на вече 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. Съотношението дълг-собствен капитал дори е намаляло значително спрямо върховите стойности, достигнати по време на финансовата криза, и се задържа доста под средното равнище в ретроспективен план. 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-нисък потенциален растеж на производството.

**Износът извън еврозоната би трябвало да бъде благоприятно повлиян от очаквано възстановяване на търсенето на стоки и услуги, произведени в еврозоната (вж. Каре 2) и от проявяващи се със закъснение ефекти от поевтиняването на еврото в предишни периоди.** След като в последно време отбеляза намаление, износът извън еврозоната се предвижда да се възстановява постепенно през 2016 г. и впоследствие да се ускори, надвишавайки с малко очакваното покачване на външното търсене. Очаква се пазарният дял на износа да се увеличи леко през прогнозния период в резултат от настъпващи със закъснение ефекти от предходно подобряване на конкурентоспособността. Растежът на вноса в еврозоната се очаква да бъде обуславян от вътрешното търсене и да остане малко по-висок от растежа на износа извън еврозоната. Вследствие на това се предвижда излишъкът по текущата сметка да намалее от 3,0% от БВП през 2015 г. и 2016 г. до 2,5% през 2018 г.

**Като цяло се очаква реалният БВП да се повиши с 1,4% през 2016 г., с 1,7% през 2017 г. и с 1,8% през 2018 г.**

## Каре 2

### Международна среда

---

**Динамиката както в развитите икономики, така и в икономиките от възникващите пазари се оказва по-слаба от очакваното в края на 2015 г., потвърждавайки, че набраната инерция на глобалния растеж все още е неустойчива.** След забавянето в края на 2015 г. и началото на 2016 г. прогнозата е глобалната икономическа активност да се засилва постепенно, с умерен темп, в резултат на все още устойчиви перспективи за растеж в най-развитите икономики и на очакваното постепенно отслабване на дълбоките рецесии, наблюдавани в определени големи икономики от възникващите пазари. Благоприятните условия за финансиране и подобряването на условията на трудовите пазари би трябвало да подкрепят перспективата за развитите икономики. Освен това подобряването на нагласите на потребителите в редица основни развити икономики може да бъде свързано с

благоприятни перспективи за растеж. За разлика от това, средносрочната перспектива за икономиките от възникващите пазари остава по-несигурна. В допълнение към забавянето на тренда на растеж в китайската икономика и негативния ефект на разпространение в други икономики от възникващите пазари, особено в Азия, износителите на суровини ще трябва да продължат с макроикономическите корекции, за да се приспособят към поевтиняването им. Нещо повече, тези икономики ще се сблъскат със среда на затегнати външни условия за финансиране вследствие на нормализирането на паричната политика на САЩ, засилената политическа несигурност и нарасналите геополитически напрежения.

**Динамиката на глобалната търговия в последно време е разочароваща; очаква се тя да нараства едва слабо през прогнозния период.** Спрямо световния БВП профилът за вноса в глобален мащаб и търсенето на стоки и услуги, произведени в еврозоната, се предвижда да е доста слаб през прогнозния период. Очаква се прирастът на търсенето на стоки и услуги, произведени в еврозоната, да се повиши от 0,4% през 2015 г. до 2,2% през 2016 г., 3,8% през 2017 г. и 4,1% през 2018 г. За сравнение, през периода 1999-2007 г. средногодишният темп на растеж беше от порядъка на 7,7%.

#### Международна среда

(годишно процентно изменение)

	март 2016 г.				декември 2015 г.		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Световен реален БВП (без еврозоната)	3,1	3,2	3,8	3,9	3,1	3,6	3,9
Световна търговия (без еврозоната) <sup>1)</sup>	0,7	2,2	3,8	4,1	0,5	2,9	3,8
Външно търсене към еврозоната <sup>2)</sup>	0,4	2,2	3,8	4,1	-0,1	2,7	3,8

1) Изчислена като претеглена средна на вноса.

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

**В съпоставка с публикуваните през декември прогнози глобалната икономическа активност е ревизирана надолу, особено за 2016 г.** Външното търсене на стоки и услуги, произведени в еврозоната, също е ревизирано значително надолу за 2016 г.

**Тъй като се очаква реалният растеж на БВП да бъде доста по-висок от потенциалния растеж на производството, отклонението на БВП от потенциалното му ниво се предвижда да се свива устойчиво през прогнозния период.** Прогнозата е потенциалният растеж на производството да се увеличи леко през прогнозния период, до малко над 1%, оставайки доста под равнището си от преди кризата.

**Условията на пазара на труда в еврозоната продължават да се подобряват.** Прогнозира се заетостта да продължи да расте през прогнозния период, макар и с малко по-слаб темп от очакваното преди, главно в отражение на по-бавното икономическо възстановяване. Смята се, че умереността на заплатите и вече проведени реформи на пазара на труда ще подпомогнат нарастването на заетостта през прогнозния период. Очаква се работната сила да се увеличи съществено през прогнозния период, отразявайки продължаващия приток на бежанци и отслабването на ефекти на

обезсърчаване. Темпът на безработица, който през януари 2016 г. спадна до 10,3%, се предвижда да продължи да намалява.

**Перспективата за растежа на реалния БВП е ревизирана надолу спрямо декемврийските прогнози.** Ревизията отразява комплексното неблагоприятно въздействие на по-слабото външно търсене на стоки и услуги от еврозоната и повишаването на обменния курс на еврото върху растежа на износа, както и влиянието на засилената волатилност на финансовите пазари и по-слабите показатели за нагласите по отношение на краткосрочните перспективи. В своята съвкупност тези неблагоприятни ефекти повече от неутрализират благоприятното въздействие на по-ниските цени на петрола и въведените наскоро допълнителни мерки по паричната политика върху вътрешното търсене.

### 3

## Цени и разходи

**Според предварителната оценка на Евростат (оповестена след крайната дата за включване на актуална информация в прогнозите), през февруари 2016 г. ХИПЦ инфлацията е на равнище от -0,2% – с 0,3 процентни пункта по-ниско, отколкото през ноември 2015 г., отразявайки спад във всички основни компоненти.** Значителният отрицателен принос от 0,8 процентни пункта от страна на компонента енергоносители на ХИПЦ инфлацията, свързан с рязкото поевтиняване на петрола в последно време, се предвижда да продължи да забавя съществено общата инфлация през 2016 г., за която прогнозата за годината е за средно ниво от 0,1%. ХИПЦ инфлацията без храните и енергоносителите се очаква да нарасне леко през 2016 г. до 1,1% спрямо 0,8% през 2015 г., макар и да остане доста слаба вследствие на косвени ефекти от по-ниските цени на петрола, неотдавнашното повишение на ефективния обменен курс на еврото и оставащия свободен икономически капацитет.

**Базови ефекти от цените на суровините обуславят до голяма степен очакваното силно покачване на ХИПЦ инфлацията, до 1,3% през 2017 г.** След като резкият спад в цените на петрола и енергоносителите отпадне от съпоставката на годишна база, възходящи базови ефекти и допусканото по-нататъшно поскъпване на суровините се очаква да доведат до по-висок външен ценови натиск през 2017 г.

**Растежът на заплатите засега е слаб, но би трябвало да се засили постепенно през прогнозния период.** Макар че високата безработица и niskият растеж на производителността досега ограничаваха растежа на заплатите, очаква се през прогнозния период продължаващото нарастване на заетостта да намали свободния капацитет на пазара на труда. Нещо повече, прогнозираното засилване на инфлацията също би трябвало да допринесе за нарастване на заплатите, най-вече към края на прогнозния период. Темпът на



растеж на заплатите обаче се очаква да остане съдържан, отразявайки и все така слабия растеж на производителността.

**Нормата на печалба би трябвало да бъде благоприятно повлияна от продължаващото икономическо възстановяване и от по-ниската цена на петрола.** Предвижданите за следващите години по-нататъшно засилване на вътрешното търсене и намаляване на неизползвания икономически капацитет се очаква да подобрят ценообразуващата възможност на предприятията и това да се отрази положително на нормата им на печалба. Освен това се очаква нормата на печалба да бъде все така благоприятствана от непредвидени печалби в резултат от поевтиняването на петрола през 2016 г.

**В отражение на нарастващия вътрешен ценови натиск се прогнозира ХИПЦ инфлацията да продължи да се повишава до 1,6% през 2018 г.**

**В съпоставка с декемврийските прогнози перспективата за ХИПЦ инфлацията е ревизирана надолу, особено за 2016 г.** Низходящата ревизия на прогнозата за инфлацията до голяма степен се дължи на значително по-слабия външен ценови натиск, свързан по-специално с далеч по-ниските от очакваното цени на петрола, и малко по-силния от допусканото ефективен обменен курс на еврото. В допълнение към това по-умереното от предвиденото преди нарастване на заплатите също допринася за низходящата ревизия.

## 4 Фискални перспективи

**Очаква се фискалната позиция да бъде експанзионистична през периода до 2017 г. и да стане по-неутрална през 2018 г.** Фискалната позиция се измерва като изменение на циклично изгладеното първично салдо без държавната помощ за финансовия сектор. Експанзионистичната фискална позиция за периода до 2017 г. е свързана главно с намаляване на преките данъци в някои държави и с разходи във връзка с бежанците.

**През прогнозния период се предвижда бюджетният дефицит на сектор Държавно управление да се стабилизира на равнище около 2% от БВП, а съотношението дълг/БВП леко да намалее.** Благоприятното влияние на цикличния компонент и на по-ниските плащания по лихви върху бюджетното салдо вероятно ще бъде неутрализирано, особено за 2016 г., от разхлабването на позицията на фискалната политика. През периода до 2018 г. постепенното редуциране на държавния дълг се очаква да бъде подпомогнато главно от благоприятния диференциал темп на растеж – лихвен процент с оглед на прогнозата за икономическо възстановяване и на допускането за ниски лихвени проценти. Малки първични излишъци също би трябвало да повлияят благоприятно върху прогнозното развитие на дълга.

**В сравнение с публикуваните през декември прогнози фискалните перспективи са леко влошени.** Бюджетното салдо на сектор *Държавно управление* е ревизирано леко надолу за 2015 г. вследствие на влиянието на по-ниския номинален БВП, като тази низходяща ревизия ще се пренесе и в периода 2016–2017 г. Прогнозата за съотношението дълг/БВП е за повишаването му през прогнозния период, в отражение на малко по-нисък първичен излишък и – особено през 2015–2016 г. – по-слабо благоприятен диференциал темп на растеж – лихвен процент, дължащ се на низходящата ревизия на инфлацията и номиналния растеж на БВП.

**Таблица 1**

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

(годишно процентно изменение)

	март 2016 г.				декември 2015 г.		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Реален БВП <sup>1)</sup>	1,5	1,4	1,7	1,8	1,5	1,7	1,9
		[1,0 - 1,8] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,7] <sup>2)</sup>	[0,6 - 3,0] <sup>2)</sup>	[1,4 - 1,6] <sup>2)</sup>	[1,1 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,9] <sup>2)</sup>
Потребление на частния сектор	1,6	1,9	1,8	1,6	1,6	1,9	1,7
Потребление на сектор <i>Държавно управление</i>	1,4	1,5	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0
Бруто образуване на основен капитал	2,5	2,7	3,6	3,3	2,3	2,8	3,8
Износ <sup>3)</sup>	4,8	3,0	4,3	4,6	4,8	4,0	4,8
Внос <sup>3)</sup>	5,4	4,6	5,3	5,1	5,3	4,8	5,3
Заетост	1,1	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Темп на безработица (% от работната сила)	10,9	10,4	10,2	9,9	11,0	10,5	10,1
ХИПЦ	0,0	0,1	1,3	1,6	0,1	1,0	1,6
		[-0,2 - 0,4] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,4] <sup>2)</sup>	[0,1 - 0,1] <sup>2)</sup>	[0,5 - 1,5] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,3] <sup>2)</sup>
ХИПЦ без компонента енергоносители	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,3	1,5
ХИПЦ без компонентите енергоносители и храни	0,8	1,1	1,3	1,6	0,9	1,3	1,6
ХИПЦ без компонентите енергоносители, храни и промени в косвените данъци <sup>4)</sup>	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,3	1,6
Разходи за труд на единица продукция	0,9	1,1	0,9	1,2	0,9	0,9	1,2
Компенсация на наето лице	1,3	1,5	1,9	2,1	1,4	1,5	2,1
Производителност на труда	0,4	0,4	0,9	0,9	0,5	0,7	0,9
Бюджетно салдо на сектор <i>Държавно управление</i> (% от БВП)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8
Структурно бюджетно салдо (% от БВП) <sup>5)</sup>	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-1,9
Брутен дълг на сектор <i>Държавно управление</i> (% от БВП)	91,1	90,8	90,0	89,2	91,1	90,1	88,9
Салдо по текущата сметка (% от БВП)	3,0	3,0	2,6	2,5	3,0	2,9	2,7

1) Календарно изгладени данни.

2) 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.

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. *пореждане „Работни материали“*, № 77, ЕЦБ, септември 2001 г., и *пореждане „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.

### Каре 3

#### Анализ на чувствителността и анализ на сценарий

---

**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 каре се разглежда несигурността, свързана с някои ключови базисни допускания, и чувствителността на прогнозите по отношение на тези допускания. Карето включва освен това и сценарий за възможното въздействие върху растежа и инфлацията в еврозоната от по-остър и синхронизиран спад на растежа в икономиките от възникващите пазари.

#### 1) Алтернативна динамика на цените на петрола

**Алтернативните модели за цените на петрола предвиждат тези цени да се повишат малко по-бързо през прогнозния период, отколкото сочат фючърсите.** Техническите допускания за динамиката на цените на петрола, на които се основава базисната прогноза и които се извеждат от фючърските пазари, предвиждат поскъпване на петрола с 40% от първото тримесечие на 2016 г. до четвъртото тримесечие на 2018 г. Комплекс от алтернативни модели, използван от експертите на ЕЦБ<sup>4</sup> за прогнозиране на петролните цени през прогнозния период, в момента сочи по-високи цени от тези в техническите допускания. Това би било в съзвучие или с по-изразено възстановяване на световното търсене на петрол в средносрочен план, или с известно отслабване на предлагането на петрол в резултат от по-малки инвестиции в петролния сектор и съответно намаляване на капацитета на някои държави за добив на петрол в отговор на поевтиняването му в последно време. Осъществяването на такава алтернативна динамика, при която до 2018 г. цената на петрола би била с 11,6% 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 около 0,1 – 0,2 процентни пункта през 2016 г., 2017 г. и 2018 г.).

#### 2) Алтернативни тенденции на обменния курс

**Анализът на чувствителността включва две алтернативни спрямо базисния сценарий 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 15 февруари 2016 г. Тази тенденция предполага постепенно обезценяване на еврото спрямо щатския долар до обменен курс от 1,00 щ.д./евро през 2018 г., който е 10,8% 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 1,24 щ.д./евро през 2018 г., който е 11,2% над базисното допускане за същата година. Съответните

---

<sup>4</sup> Вж. съчетанието на четири модела, представено в статията „Прогнозиране на цените на петрола“ (*Forecasting the price of oil*), *Икономически бюлетин*, брой 4, ЕЦБ, 2015 г.

допускания за номиналния ефективен обменен курс на еврото отразяват исторически закономерности, като промените в обменния курс щатски долар/евро отразяват промени в ефективния обменен курс с еластичност около 52%. В случая на обезценяване допускането води до постепенно низходящо отклонение на ефективния обменен курс на еврото от базисното равнище, достигащо до 5,8% под него през 2018 г. При този сценарий средните резултати от редица макроикономически експертни модели 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 2016 г., 2017 г. и 2018 г. В случая на поскъпване допускането води до постепенно възходящо отклонение на ефективния обменен курс на еврото от базисното равнище, достигащо до 5,5% над него през 2018 г. При този сценарий средните резултати от редица макроикономически експертни модели сочат по-нисък растеж на реалния БВП (с 0,1 – 0,3 процентни пункта) и по-ниска ХИПЦ инфлация (с 0,1 – 0,4 процентни пункта) през 2016 г., 2017 г. и 2018 г.

### 3) Сценарий на синхронизиран спад в икономиките от възникващите пазари

**Перспективите за растежа в икономиките от възникващите пазари се влошиха през последните месеци и низходящите рискове за прогнозите за глобалния растеж се засилиха.** Все пак базисният сценарий на настоящите прогнози съдържа допускането за постепенно, бавно възстановяване на икономическата активност в икономиките от възникващите пазари през прогнозния период. При тези условия беше конструиран сценарий, за да се анализира въздействието на по-рязко, синхронизирано забавяне в икономиките от възникващите пазари върху растежа на реалния БВП и върху ХИПЦ инфлацията в еврозоната.

**Допускането в сценария е, че забавянето е предизвикано от внезапен рязък спад на темпа на растеж в Китай при реализиране на рискове за финансовата стабилност и отслабване на доверието на китайските потребители и бизнес в резултат от отлив на капитал.** Този сценарий на „твърдо приземяване“ за Китай би довел до по-силно проявяване на вътрешните дисбаланси в тази държава, придружено от забавяне на инвестициите и съответно нарастване на безработицата. В допълнение към това при този сценарий растежът на потребителските разходи в Китай би се забавил съществено. Влошаващите се финансови условия и по-слабата перспектива в Китай са моделирани да се разпространят в други икономики от възникващите пазари, които биха били засегнати посредством прекия канал на търговията и посредством допусканото повишаване на несигурността в глобален мащаб. При този сценарий глобалната несигурност е апроксимирана от временно повишение с 10 процентни пункта на VIX<sup>5</sup>, като това повишение отзвучава постепенно в хода на прогнозния период. Допуска се също така предполагаемото поевтиняване на акциите в Китай да доведе до спад на цените на акциите в глобален мащаб. По-изразеното забавяне в икономиките от възникващите пазари е моделирано така, че да включва по-ниски цени на суровините през прогнозния период. Допуска се също, че китайското правителство смекчава „твърдото приземяване“, като оставя юана да поевтинее. Приема се, че поради ефекти на

---

<sup>5</sup> VIX е измерител на имплицитната волатилност на цените на опциите по индекса S&P 500, изчисляван от Чикагската борса за опции (Chicago Board Options Exchange).

зараза това ще доведе до обезценяване на валутите на икономиките от възникващите пазари. В резултат на това при този сценарий щатският долар, йената и еврото отбелязват поскъпване в номинално ефективно изражение. Поскъпването на тези три валути от своя страна оказва неблагоприятно влияние върху износа на Съединените щати, Япония и еврозоната, пораждайки допълнителен низходящ натиск върху инфлацията в тези райони, предимно поради по-ниските цени на вноса.

### Основни допускания за сценария

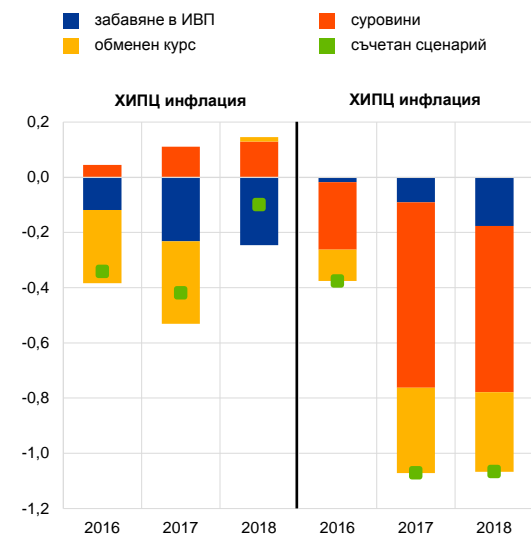
	2016	2017	2018
Вътрешно търсене в Китай	-2,3	-4,7	-3,0
Глобални фондови пазари	-20,0	-20,0	-20,0
Обезценяване на валутите на Китай и ИВП спрямо валутите на развити икономики	-5,0	-10,0	-10,0
Номинален ефективен обменен курс на еврото	1,1	2,8	2,8
Цена на петрола (щ.д./барел)	-8,8	-26,0	-37,8

Източник: Експерти на ЕЦБ

Забележки: Изчислени като процентно отклонение от базисното равнище, освен за вътрешното търсене в Китай, което е изчислено като отклонение в процентни пунктове от базисния темп на растеж. Китайският индекс на борсовите цени спада с 40% спрямо базисното си равнище. ИВП означава „икономики от възникващите пазари“.

### Отражение върху растежа на реалния БВП и ХИПЦ инфлацията в еврозоната

(отклонение в процентни пунктове от базисния растеж)



Източник: Експерти на ЕЦБ

Забележки: Сценариите са приложени в различни модели. Приема се, че паричната политика е екзогенна. ИВП означава „икономики от възникващите пазари“.

### При този сценарий и растежът на реалния БВП, и ХИПЦ инфлацията в еврозоната биха били по-ниски спрямо базисния сценарий.

Данни от различни макроикономически модели на експерти на ЕЦБ показват, че забавяне на икономическата активност в икономиките от възникващите пазари би довело до понижено външно търсене на стоки и услуги, произведени в еврозоната, а това би забавило растежа на реалния БВП и ХИПЦ инфлацията в еврозоната през 2017 г. и 2018 г. Свързаните с това по-ниски цени на суровините (петролни и непетролни) вследствие на спад в икономиките от възникващите пазари би стимулирало икономическата активност в еврозоната вследствие на нарастване на реалния доход на домакинствата и по-високи печалби на предприятията. Същевременно по-ниски цени на суровините биха оказали силен низходящ натиск върху ХИПЦ инфлацията в

еврозоната. И накрая, поскъпване на еврото спрямо юана и други валути на икономиките от възникващите пазари би упражнило допълнителен низходящ натиск върху икономиката и цените в еврозоната. В обобщение, синхронизирано забавяне в икономиките от

възникващите пазари, предизвикано от Китай, би породило съществени низходящи рискове за базисните прогнози по отношение както на растежа на реалния БВП, така и на ХИПЦ инфлацията в еврозоната.

## Карте 4

### 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, повечето от наличните в момента прогнози на други институции показват по-висок прираст на реалния БВП и по-висока инфлация за 2016 г., но не се различават съществено от точковата прогноза на мартенските прогнози на експерти на ЕЦБ за 2017 г. и 2018 г. 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		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Прогнози на експертите на ЕЦБ	март 2016 г.	1,4 [1,0-1,8]	1,7 [0,7-2,7]	1,8 [0,6-3,0]	0,1 [-0,2-0,4]	1,3 [0,6-2,0]	1,6 [0,8-2,4]
Европейска комисия	февруари 2016 г.	1,7	1,9	-	0,5	1,5	-
ОИСР	февруари 2016 г. / ноември 2015 г.	1,4	1,7	-	0,9	1,3	-
Барометър за еврозоната (Euro Zone Barometer)	февруари 2016 г.	1,7	1,8	1,6	0,5	1,4	1,7
Консенсусни икономически прогнози (Consensus Economics Forecasts)	февруари 2016 г.	1,6	1,7	-	0,5	1,5	-
Анкета на професионалните прогностици (Survey of Professional Forecasters)	януари 2016 г.	1,7	1,8	1,7	0,7	1,4	1,6
МВФ	януари 2016 г. / октомври 2015 г.	1,7	1,7	-	1,0	1,3	-

Източници: Икономическа прогноза на Европейската комисия, зима 2016 г.; МВФ – Перспективи за световната икономика, актуализация януари 2016 г. (БВП); МВФ – Перспективи за световната икономика, октомври 2015 г. (ХИПЦ инфлация); Икономически прогнози на ОИСР – актуализация февруари 2016 г. (БВП); Икономически прогнози на ОИСР, ноември 2015 г. (ХИПЦ инфлация); Консенсусни икономически прогнози; MJEconomics; ЕЦБ – Анкета на професионалните прогностици.

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, 2016

Пощенски адрес: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Телефон: +49 69 1344 0

Уебсайт: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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