



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

*Икономическото възстановяване в еврозоната се очаква да продължи, макар и с малко по-слаб темп на растеж, отколкото се предвиждаше в прогнозите от юни 2016 г. Съществена низходяща ревизия на външното търсене, свързана най-вече със значително по-слабото търсене на вносни стоки в Обединеното кралство след референдума за членството в ЕС, се предвижда да отслаби прираста на износа на еврозоната. До този момент обаче гласуването за напускане на ЕС не се е отразило осезаемо на нагласите и на показателите за несигурност в еврозоната, така че перспективите за икономическо възстановяване остават в общи линии незасегнати. През периода, за който се отнасят прогнозите, нерестриктивната позиция на паричната политика, все още сравнително ниските цени на петрола, подобряващите се условия на трудовия пазар и постигнатият напредък в намаляването на задлъжнялостта във всички сектори би трябвало да подпомогнат нарастване на вътрешното търсене в условия на постепенно икономическо възстановяване в глобален мащаб. В годишен план се очаква реалният БВП да отбележи прираст от 1,7% през 2016 г. и 1,6% през 2017 г. и 2018 г.*

*Очаква се ХИПЦ инфлацията да бъде на средно равнище от 0,2% през 2016 г., забавяна съществено от негативен принос на ХИПЦ инфлацията на енергоносителите, свързан с предходното рязко поевтиняване на петрола. С отзвучаването на този ефект в началото на 2017 г. се предвижда ХИПЦ инфлацията да нарасне значително до 1,2% през същата година. Очаква се през прогнозния период продължаващото икономическо възстановяване и намаляването на неизползвания икономически капацитет постепенно да тласнат нагоре ХИПЦ инфлацията без компонентите енергоносители и храни и това да допринесе за по-нататъшно покачване на общата инфлация до 1,6% през 2018 г.*

<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/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 11 август 2016 г. (вж. Каре 2). Крайната дата за включване на друга информация в тези прогнози е 18 август 2016 г., с изключение на информацията за Германия и Испания, за които са включени данните за БВП, оповестени съответно на 24 август и 25 август. 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.

## 1 Реална икономика

**Възстановяването на икономическата активност в еврозоната се очаква да продължи.** През 2015 г. БВП на еврозоната беше ревизиран значително нагоре поради голяма възходяща ревизия на БВП на Ирландия, която от своя страна отразяваше най-вече реструктуриране на големи международни предприятия, довело до съществено нарастване на нивото на капиталови активи в тази държава. Ревизията се изразява в промяна на нивото на БВП, но не е свързана с по-силна базисна тенденция на растеж в еврозоната или в ирландската икономика. Според последната оценка на Евростат, през второто тримесечие на 2016 г. прирастът на реалния БВП се е нормализирал на равнище от 0,3% след 0,5% през първото тримесечие с отслабването на благоприятното въздействие на някои временни фактори. Въпреки резултата от референдума в Обединеното кралство нагласите на предприятията и потребителите в еврозоната остават сравнително устойчиви, а показателите за волатилност на финансовите пазари и за цялостна макроикономическа несигурност се задържат на ниско ниво (вж. Каре 1). Тези показатели сочат устойчив икономически растеж в краткосрочен план.

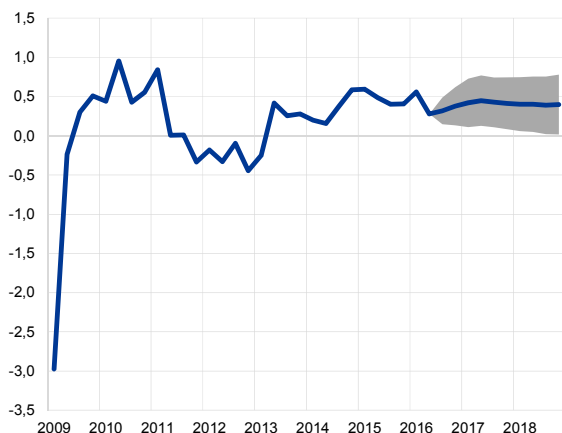
### Графика 1

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

(тримесечни данни)

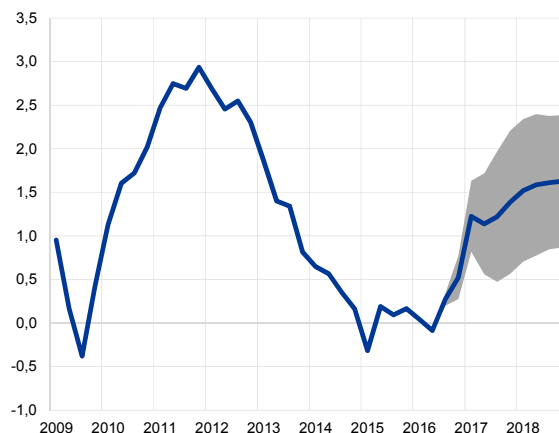
##### Реален БВП на еврозоната<sup>2)</sup>

(процентно изменение на тримесечна база)



##### ХИПЦ на еврозоната

(процентно изменение на годишна база)



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

2) Календарно изгледени данни.

**В годишен план се очаква реалният БВП да отбележи прираст от 1,7% през 2016 г. и 1,6% през 2017 г. и 2018 г.** Предвижда се устойчивото вътрешно търсене все така да бъде основен фактор за прираста на реалния БВП, подкрепено по-специално от нерестриktivната позиция на паричната политика на ЕЦБ и подкрепяща фискална политика през 2016 г. Прогнозата за растежа

на износа е той да се ускори в известна степен благодарение на очакваното постепенно икономическо възстановяване в глобален план, но да изостава от растежа на вноса, а негативният принос на нетната търговия да отслабва постепенно през прогнозния период.

## Карте 1

Въздействие на резултата от референдума в Обединеното кралство за членството в ЕС върху икономическите перспективи за еврозоната

---

**Очаква се решението на Обединеното кралство да напусне Европейския съюз да окаже неблагоприятно въздействие върху икономиката на еврозоната, главно по линия на търговските връзки, тъй като перспективата за икономиката на Обединеното кралство е ревизирана значително надолу.** В момента базисният сценарий за Обединеното кралство е изграден около предвиждането за продължително нарастване на несигурността, възпрепятстващо икономическата активност. Очаква се прирастът на БВП на Обединеното кралство да се забави осезаемо през втората половина на 2016 г. и през 2017 г. Предвиждането е това отслабване на прираста на БВП да бъде обусловено от значителен спад на инвестициите и забавен растеж на частното потребление. Допускането е, че несигурността, свързана с изхода от търговските преговори, ще има допълнително негативно въздействие върху показателите за търговията, тъй като е възможно фирмите да се въздържат от сключване на нови дългосрочни търговски споразумения, докато не се изяснят бъдещите взаимоотношения между Обединеното кралство и Европейския съюз. По тази причина и в отражение на понижения обменен курс на британската лира вносът в Обединеното кралство е ревизиран значително надолу за прогнозния период в сравнение с прогнозите от юни 2016 г. Растежът на износа от Обединеното кралство също е ревизиран надолу, но с по-малко, тъй като се очаква той да бъде отчасти подпомогнат от поевтиняването на британската лира в ефективно изражение. Предвижда се икономическата активност в Обединеното кралство да отбележи известно възстановяване през 2018 г. вследствие на експанзионистична парична политика.

**Очаква се неблагоприятно въздействие върху икономическата активност в еврозоната главно по линия на понижаване на износа.** Като се вземат предвид и негативните ефекти на разпространение в световен мащаб, гласуването за напускане на ЕС ще има значителен понижаваш ефект върху външното търсене на стоки и услуги от еврозоната през прогнозния период, съвкупно в размер на около 1,3 процентни пункта. Неблагоприятното въздействие от пониженото външно търсене върху растежа на реалния БВП варира в различните държави от еврозоната, отразявайки различията в търговските връзки с Обединеното кралство. В добавка към това въздействие върху търговията, има и специфични за всяка държава ефекти върху обменния курс, свързани с гласуването за напускане на ЕС. Те произтичат от поевтиняването на британската лира спрямо еврото след референдума в Обединеното кралство. Все пак, за всички държави от еврозоната с изключение на Ирландия поскъпването на еврото спрямо британската лира е повече от компенсирано от поевтиняването му спрямо други основни валути в ефективно изражение. В допълнение към това, от референдума насам настъпиха значителни низходящи ревизии на дългосрочните лихвени проценти, които може би отразяват промени в очакванията за бъдещата парична политика в еврозоната и

глобално. Тези два фактора отслабват неблагоприятното въздействие на гласуването за напускане на ЕС върху перспективите за растеж на еврозоната.

**Прогнозата за растежа в еврозоната включва и допълнителни понижаващи въздействия в отделни държави.** Те са свързани например с неблагоприятен ефект върху доверието в някои страни с тесни връзки с Обединеното кралство, както и с отслабване на туризма и негативни тенденции на пазара на недвижими имоти в редица държави. Освен това, тъй като низходящата ревизия на перспективите за растеж в Обединеното кралство произтича главно от доста по-слабата инвестиционна динамика, тя ще засегне в по-голяма степен онези търговски партньори, които доставят на Обединеното кралство инвестиционни стоки.

**С гласуването за напускане на ЕС са свързани значителни низходящи рискове за прогнозите за еврозоната.** Преговорите между Обединеното кралство и Европейския съюз може да се окажат по-трудни от очакваното и това да влоши допълнително перспективите за търговията. Една продължителна несигурност може тепърва да доведе до влошаване на доверието и понижаване на икономическата активност през прогнозния период. Пониженото търсене от Обединеното кралство на жилищни имоти в чужбина може също да окаже негативно влияние върху динамиката на жилищните инвестиции в определени икономики в еврозоната. Междувременно в някои държави от еврозоната се забелязват възходящи рискове, свързани с пренасочването на финансови услуги или потоци на преки чуждестранни инвестиции от Обединеното кралство към инвестиране вместо това в държавата по произход или други държави от еврозоната.

---

**Прогнозата за частните потребителски разходи е те да нараснат силно през тази година и след това да останат устойчиви.** Потребителското доверие се задържа доста над средното в ретроспективен план и това предполага по-нататъшен растеж на частното потребление през втората половина на 2016 г. Перспективата за растежа на номиналния разполагаем доход остава положителна в условия на продължаващо нарастване на заетостта, придружено от леко засилване на темпа на растеж на компенсацията на наето лице. Други лични доходи би трябвало да дадат положителен принос за растежа на номиналния разполагаем доход, като цяло в синхрон с динамиката на печалбата. Очаква се темпът на прираст на реалния разполагаем доход да се ускори през 2016 г., след което да загуби инерция от 2017 г. нататък, в отражение най-вече на инфлационната динамика на цените на енергоносителите. Подобряването на условията за банково кредитиране, подпомогнато от мерките на ЕЦБ по паричната политика, би трябвало да подпомогне растежа на частното потребление. Макар че ниските лихвени проценти са се отразили приблизително равностойно на приходите от лихви и разходите за лихви на домакинствата, оставяйки в общи линии непроменен средния нетен приход от лихви на домакинствата в еврозоната, те преразпределят ресурсите от нетните спестители към нетните кредитополучатели. Тъй като последните по принцип имат по-висока пределна склонност към потребление, това преразпределение на приходите и разходите

по лихви би трябвало да подпомогне допълнително съвкупното потребление. Наред с това напредъкът в намаляването на задлъжнялостта също би трябвало да подкрепи растежа на частното потребление. Като цяло годишният прираст на частното потребление се предвижда да бъде средно 1,7% през 2016 г., 1,6% през 2017 г. и 1,5 % през 2018 г.

**Очаква се нормата на спестяване да намалява до средата на 2017 г., а впоследствие да се задържи непроменена.** Оценката за нормата на спестяване е, че се е повишила леко през втората половина на 2015 г. и допълнително през първата половина на 2016 г., отразявайки частично и постепенно предаване към потребителските разходи на нарастването на реалния доход във връзка с цените на петрола. Този възходящ ефект върху нормата на спестяване се очаква да бъде временен, като отслабването му предполага тя да спадне между края на 2016 г. и средата на 2017 г. Прогнозата е след това нормата на спестяване да се задържи на едно равнище през остатъка от прогнозния период, отразявайки няколко противодействащи си фактора. Макар че в някои държави намаляването на безработицата, подобряването на условията за кредитиране и ниските лихвени проценти предполагат спад на нормата на спестяване, в редица уязвими държави необходимостта от намаляване на задлъжнялостта вероятно ще доведе до нейното нарастване.

## Карте 2

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

**В сравнение с юнските прогнози промените в техническите допускания включват малко по-ниски деноминирани в щатски долари цени на петрола, лек спад на ефективния обменен курс на еврото и значително по-ниски дългосрочни пазарни лихвени проценти.**

Технически допускания

|  | септември 2016 г. |      |      |      | юни 2016 г. |      |      |      |
|--|-------------------|------|------|------|-------------|------|------|------|
|  | 2015              | 2016 | 2017 | 2018 | 2015        | 2016 | 2017 | 2018 |
| Тримесечен EURIBOR (проценти годишно)  | 0,0               | -0,3 | -0,4 | -0,4 | 0,0         | -0,3 | -0,3 | -0,3 |
| Доходност на десетгодишни държавни облигации (проценти годишно)                  | 1,2               | 0,7  | 0,6  | 0,8  | 1,2         | 0,9  | 1,1  | 1,4  |
| Цена на петрола (щ.д./барел)   | 52,4              | 42,8 | 47,4 | 50,6 | 52,4        | 43,4 | 49,1 | 51,3 |
| Цени на неенергийните суровини, в щатски долари (годишно процентно изменение)    | -19,9             | -3,0 | 5,3  | 4,2  | -19,9       | -3,3 | 4,3  | 4,6  |
| Обменен курс щатски долар/евро   | 1,11              | 1,11 | 1,11 | 1,11 | 1,11        | 1,13 | 1,14 | 1,14 |
| Номинален ефективен обменен курс на еврото (EER38) (годишно процентно изменение) | -7,1              | 3,6  | -0,1 | 0,0  | -7,1        | 4,2  | 0,2  | 0,0  |

**Техническите допускания за лихвените проценти и за цените на суровините се основават на пазарните очаквания към 11 август 2016 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 краткосрочните лихвени проценти е -0,3% за 2016 г. и -0,4% за 2017 г. и 2018 г. Пазарните очаквания за номиналната доходност на 10-годишните държавни облигации в еврозоната са за средно равнище от 0,7% през 2016 г., 0,6% през 2017 г. и 0,8% 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 понижение през 2016 г., да се понижат още малко през 2017 г. и да се повишат незначително през 2018 г. Що се отнася до цените на суровините, трендът на фючърсните пазари, изчислен според средната стойност през двуседмичния период, приключващ на крайната дата 11 август, дава основание да се допусне поевтиняване на суровия петрол тип „Брент“ от 52,4 щ.д./барел през 2015 г. до 42,8 щ.д./барел през 2016 г., след което да настъпи повишение до 47,4 щ.д./барел през 2017 г. и 50,6 щ.д./барел през 2018 г. В съпоставка с юнските прогнози това е с 1 щ.д. по-ниско средно за прогнозния период. Цените на неенергийните суровини в щатски долари се предвижда да спаднат леко през 2016 г. и да се повишат през 2017 г. и 2018 г.<sup>3</sup> Двустранните обменни курсове се очаква да останат непроменени през прогнозния период – на средните равнища от двуседмичния период, завършващ на крайната дата 11 август. Това означава среден обменен курс от 1,11 щатски долара през прогнозния период спрямо 1,14 щатски долара за евро в юнските прогнози. Въпреки значителното обезценяване на британската лира спрямо еврото след референдума в Обединеното кралство ефективният обменен курс на еврото (спрямо 38 търговски партньора) е 0,5% по-слаб през 2016 г. и 0,9% по-нисък през 2017 г. и 2018 г. в сравнение с допусканията в юнските прогнози.

---

**Жилищните инвестиции в еврозоната се очаква да отбележат леко възстановяване.** Предвижданото ускорено нарастване на номиналния разполагаем доход и много ниските лихвени проценти по ипотечните кредити се очаква да подпомогнат устойчиво съживяване на жилищните инвестиции. За това свидетелстват също нарастващият брой на разрешенията за строеж и нарастващото търсене на кредити за покупка на жилища на фона на подобрени условия за отпускане на кредити от банките. В допълнение към това процесите на корекции на жилищните пазари в някои държави, изглежда, са приключили и цените на жилищата са започнали да се повишават. Все пак високата безработица и високите равнища на дълг на домакинствата в някои държави,

---

<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. Спредовете 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 третото тримесечие на 2017 г., след което ще се развият в синхрон с глобалната икономическа активност.

както и неблагоприятни демографски ефекти ограничават нарастването на жилищните инвестиции.

**Очаква се бизнес инвестициите да продължат да се възстановяват.**

Предвижда се редица фактори да допринесат за възстановяване на инвестициите: доверието продължава да се подобрява въз основа на благоприятни очаквания за производството и обрат в очакванията за продажните цени; натоварването на производствените мощности нарасна над дългосрочното си средно ниво; условията за финансиране и банково кредитиране се подобриха значително, подпомогнати от нестандартните мерки по паричната политика на ЕЦБ; вътрешното търсене се очаква да остане устойчиво, а външното – да се засили; възникна потребност от модернизиране на основния капитал след няколко години слаби инвестиции; нормата на печалба се очаква да се засили в условия на вече разполагащ с изобилни парични наличности сектор на нефинансовите предприятия. Нещо повече, силното възстановяване на цените на акциите, наблюдавано през последните години, и умереното нарастване на дълговото финансиране сведоха коефициента на ливъридж (съотношението дълг/общи активи) в сектора на нефинансовите предприятия до почти безпрецедентно ниско равнище. Възстановяването на бизнес инвестициите обаче ще бъде все пак забавяно от нееластичността на трудовия пазар и на пазара на стоки и услуги, както и от очакванията за по-нисък от преди потенциален растеж на производството.

**Износът извън еврозоната е засегнат много неблагоприятно от низходящата ревизия на външното търсене на стоки и услуги от еврозоната, до голяма степен свързана с отслабналите перспективи за Обединеното кралство.**

Външното търсене се очаква да се ускори едва незначително от средата на 2016 г. нататък в синхрон с възстановяването на икономическата активност в глобален мащаб, обусловено главно от икономиките от възникващите пазари. Въпреки това прогнозният темп на нарастване на външното търсене ще остане доста под равнището си от преди кризата. Произтичащото от това неблагоприятно въздействие върху износа извън еврозоната се смекчава само отчасти от благоприятния ефект от по-слабия ефективен обменен курс на еврото. Като цяло износът извън еврозоната се очаква да се засили едва незначително от втората половина на 2016 г. нататък. Пазарният дял на износа се очаква да се увеличи незначително в краткосрочен план в резултат от по-слабия обменен курс на еврото, след което да се задържи без промяна. Предвижда се нарастването на вноса от държави извън еврозоната да остане сравнително ограничено през прогнозния период. Прогнозата е вносът да нараства в съответствие с историческата си еластичност спрямо общото търсене, но все пак малко по-бързо от износа. Излишъкът по текущата сметка съответно се очаква да намалее до 3,3% през 2018 г.

### Каре 3

#### Международна среда

**Очаква се глобалната икономическа активност постепенно да се засилва.** Гласуването за напускане на ЕС представлява материализирането на низходящ риск, влошаващ и без това слабите перспективи в глобален мащаб. Макар че волатилността на световните финансови пазари след референдума в Обединеното кралство продължи кратко, съдържана отчасти от очакванията за допълнителна нерестриктивност на политиките, перспективите за Обединеното кралство се влошиха и това оказва неблагоприятно въздействие върху световното търсене. Нещо повече, въпреки някои плахи признаци, че икономическата активност в големи икономики от възникващите пазари – износителки на суровини, е започнала да се оттласква от дъното, световните показатели сочеха слаб глобален растеж още преди референдума в Обединеното кралство. В перспектива възстановяването в глобален план се очаква да остане много постепенно. Нерестриктивните политики би трябвало да подпомогнат перспективите за растеж в развитите икономики, а постепенното отзвучаване на дълбоките рецесии в големи икономики от възникващите пазари, по-специално в Русия и Бразилия, би трябвало да тласкат напред глобалния растеж, компенсирайки структурното забавяне в Китай.

**Световната търговия остава слаба.** Цикличните неблагоприятни фактори в икономиките от възникващите пазари, особено в страните – износителки на суровини, където инвестициите спаднаха рязко, възпрепятстват световната търговия през последните тримесечия. С отзвучаването на тези сътресения световният внос би следвало да отбележи известно възстановяване през идните тримесечия. В средносрочен план прогнозата допуска еластичност на световната търговия спрямо глобалния растеж на ниво около 1 – доста под равнището от преди кризата. Външното търсене на стоки и услуги от еврозоната се очаква да се увеличи от 1,6% през 2016 г. до 2,6% през 2017 г. и 3,5% през 2018 г.

#### Международна среда

(годишно процентно изменение)

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

1) Изчислена като претеглена средна на вноса.

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

**В сравнение с прогнозите от юни 2016 г. предвижданията за глобалната икономическа активност и външното търсене на стоки и услуги от еврозоната са ревизирани надолу.** Низходящата ревизия на външното търсене на стоки и услуги от еврозоната в размер на 0,4 процентни пункта, 0,9 процентни пункта и 0,5 процентни пункта съответно за 2016 г., 2017 г. и 2018 г. отразява на първо място очакванията за по-слаб растеж на вноса от Обединеното кралство и глобалния ефект на разпространение от това.



**Очаква се устойчиво свиване на отрицателното отклонение на БВП от потенциалното му ниво в еврозоната през целия прогнозен период, отразяващо едва умерен растеж на потенциалното производство.** Според оценката, растежът на потенциалното производство ще се повиши леко през прогнозния период, но ще остане много под темпа си от около 1,7% от преди кризата. Слабият растеж на потенциалното производство отразява предимно доста нисък принос на капитала след продължителния период на много слаби инвестиции. Приносът на труда се предвижда да се подобри през прогнозния период, отразявайки нарастването на населението в трудоспособна възраст в контекста на притока на бежанци и увеличаващо се участие на работната сила, отчасти в резултат от вече проведени структурни реформи. Въпреки това обаче приносът на труда ще остане малко по-нисък спрямо средното равнище от преди кризата поради застаряването на населението. За разлика от това, очакваният принос от общата факторна производителност в общи линии съвпада с равнището от преди кризата.

**Условията на пазара на труда в еврозоната би следвало да продължат да се подобряват през прогнозния период.** Прогнозира се по-нататъшно нарастване на заетостта през прогнозния период, макар и малко по-слабо, отколкото през последните тримесечия. В краткосрочен план това отразява процес на нормализация с отзвучаването на някои временни благоприятстващи фактори, а за остатъка от прогнозния период отразява предимно допускането, че недостигът на квалифицирана работна сила ще стане по-силно въздействащ фактор в някои части на еврозоната. Равнището на безработица се очаква да намалява, макар и по-бавно, отколкото през 2015 г. Нарастването на работната сила, отразяващо притока на бежанци и ефекта на насърчаване на връщането на трудовия пазар, се очаква да неутрализира донякъде въздействието на нарастващата заетост върху нивото на безработица. Тази динамика при заетостта предполага засилване на растежа на производителността на труда от 0,4% през 2016 г. до 0,9% през 2018 г., в отражение на обичайните проциклични характеристики.

**В съпоставка с прогнозите от юни 2016 г. перспективите за растеж на реалния БВП са ревизирани леко надолу за целия прогнозен период.** Това се дължи главно на неблагоприятния ефект от низходящата ревизия на външното търсене на износ от еврозоната, което се компенсирало само отчасти от благоприятното въздействие от по-ниските дългосрочни лихвени проценти, по-слабия ефективен обменен курс на еврото и някои допълнителни фискални стимули.

## 2

### Цени и разходи

**Прогнозира се ХИПЦ инфлацията да бъде на средно равнище от 0,2% през 2016 г. и да се увеличи осезаемо до 1,2% и 1,6% съответно през 2017 г. и 2018 г.** Отзвучаването на силния низходящ ефект от предходен спад в цените на петрола се очаква да доведе до значително нарастване на общата

инфлация в началото на 2017 г., до 1,2% през първото тримесечие. Въз основа на кривата на петролните фючърси се очаква приносът на ХИПЦ инфлацията на енергоносителите в общата инфлация да нарасне от -0,6 процентни пункта през 2016 г. до около 0,1 – 0,2 процентни пункта през 2017 г. и 2018 г., допринасяйки 0,7 процентни пункта към увеличението на общата инфлация между 2016 г. и 2017 г.

**ХИПЦ инфлацията без компонентите енергоносители и храни се предвижда да нараства с бавното намаляване на неизползвания икономически капацитет.** Подобряването на условията на пазара на труда, което намира отражение в осезаем спад на равнището на безработица, се очаква да стимулира постепенно нарастване на заплатите през прогнозния период. В условия на продължаващо икономическо възстановяване допълнителна подкрепа за общата инфлация се очаква да дойде и по линия на подобряване на възможността за формиране на цените от предприятията и свързаното с това нарастване на нормата на печалба. Отслабването на потискащите косвени ефекти от ценовата динамика на енергоносителите и неенергийните суровини би трябвало също да допринесе за очакваното увеличение на ХИПЦ инфлацията без компонентите енергоносители и храни. Възходящи ефекти могат да се очакват също от нарастващ глобален ценови натиск в по-общ план, но постепенното отслабване на възходящия натиск от предходното обезценяване на еврото се очаква да забави засилването на ХИПЦ инфлацията без компонентите енергоносители и храни през прогнозния период. Като цяло се прогнозира ХИПЦ инфлацията без енергоносителите и храните да бъде на средно равнище от 0,9% през 2016 г. и да се увеличи до 1,3% и 1,5% съответно през 2017 г. и 2018 г.

**Външният ценови натиск ще допринесе за засилване на инфлацията, като се очаква инфлацията на цените на вноса да достигне положителна стойност през 2017 г. след продължителен четиригодишен период на отрицателен годишен темп на изменение.** Предвижда се дефлаторът на вноса да продължи да намалява през 2016 г., но през 2017 г. и 2018 г. да започне отново да расте. Основен елемент на обрата при ценовия натиск на вноса е допусканото поскъпване на суровините и по-специално на петрола, каквото сочат кривите на фючърсите, след рязкото поевтиняване през предишните години. Силни възходящи базови ефекти също играят важна роля в обрата при годишния темп на изменение на дефлатора на вноса между 2016 г. и 2017 г. Наред с тези фактори постепенното нарастване на глобалния инфлационен натиск в по-общ план, намиращ отражение например в прогнозата за увеличение на световната инфлация на потребителските цени, би трябвало да допринесе за нарастването на външния ценови натиск в еврозоната.

**Намаляването на неизползвания капацитет на трудовия пазар и нарастващата обща инфлация се очаква да допринесат за засилване на растежа на заплатите през 2017 г. и 2018 г.** Въпреки непрекъснатото намаляване на неизползвания капацитет на трудовия пазар през последните

години растежът на заплатите досега остава в общи линии стабилен. Наред с неизползвания капацитет и ниската инфлация, фактори, които вероятно продължават да потискат растежа на заплатите в условията на протичащо икономическо възстановяване, са продължаващите процеси на корекция във всички държави, насочени към възстановяване или поддържане на ценовата конкурентоспособност и подсилени от осъществените през кризата реформи на трудовия пазар. В допълнение към това, създадени са нови работни места, по-специално в сектори с ниска производителност на труда и съответно ниско равнище на заплатите. Чрез структурни ефекти това намалява съвкупното нарастване на заплатите. В хода на прогнозния период значението на такива съдържащи ефекти за заплатите се очаква да поотслабне, а неизползваният капацитет на пазара на труда да намалее още и това да позволи нарастване на компенсацията на наето лице от 1,2% през 2016 г. до 1,8% през 2017 г. и 2,2% през 2018 г.

**Очаква се показателят норма на печалба да бъде благоприятно повлиян от продължаващото икономическо възстановяване през прогнозния период.** През 2015 г. нормата на печалба беше стимулирана от слабата динамика на разходите за труд и от рязкото поевтиняване на петрола. Изглежда, това не се е предало в пълна степен към потребителските цени. С очакваното отзвучаване на този ефект през 2016 г. темпът на растеж на показателя норма на печалба се очаква да намалее. Все пак предвижданото циклично подобрение на икономическата активност през прогнозния период се очаква да продължи да оказва благотворно въздействие върху възможността на предприятията за ценообразуване и съответно върху нормата на печалба, въпреки възпиращия ефект от нарастващите разходи за труд.

**В сравнение с прогнозите от юни 2016 г. перспективите за ХИПЦ инфлацията са като цяло непроменени за прогнозния период.**

### 3 Фискални перспективи

**Прогнозата за фискалната позиция е тя да бъде експанзионистична през 2016 г., а през 2017 г. и 2018 г. да стане неутрална.** Фискалната позиция се измерва като изменение на циклично изгладеното първично салдо без държавната помощ за финансовия сектор. През 2016 г. експанзионистичната фискална позиция е обусловена главно от дискреционни фискални мерки, докато недискреционните фактори играят по-малка роля и са свързани, наред с всичко останало, с леко намаление на неданъчните приходи.

**През прогнозния период се предвижда дефицитът на сектор Държавно управление и съотношението на дълга да следват низходяща тенденция.** През 2016 г. по-ниските лихвени плащания и подобрението при цикличния компонент повече от компенсират влошаването на циклично изгладеното първично салдо. От 2017 г. до 2018 г. по-нататъшното намаление на лихвените плащания и подобрение както при цикличния компонент, така и при първичното

салдо, предполагат по-нататъшен спад на бюджетния дефицит. Постепенното редуциране на държавния дълг през прогнозния период е 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 юни прогнози фискалните перспективи са в общи линии непроменени що се отнася до коефициента на дефицита и по-благоприятни по отношение на коефициента на дълга.** Прогнозира се също така съотношението дълг/БВП да бъде по-ниско през прогнозния период, в отражение по-специално на възходящата ревизия на номиналния БВП на Ирландия за 2015 г., която намали съотношението дълг/БВП за еврозоната с около 0,4% от БВП.

**Таблица 1**

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

(годишно процентно изменение)

|  | септември 2016 г. |                           |                           |                           | юни 2016 г. |                           |                           |                           |
|--|-------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|-------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
|  | 2015              | 2016                      | 2017                      | 2018                      | 2015        | 2016                      | 2017                      | 2018                      |
| Реален БВП <sup>1)</sup>   | 1,9               | 1,7                       | 1,6                       | 1,6                       | 1,6         | 1,6                       | 1,7                       | 1,7                       |
|  |                   | [1,5 - 1,9] <sup>2)</sup> | [0,7 - 2,5] <sup>2)</sup> | [0,4 - 2,8] <sup>2)</sup> |             | [1,3 - 1,9] <sup>2)</sup> | [0,7 - 2,7] <sup>2)</sup> | [0,5 - 2,9] <sup>2)</sup> |
| Потребление на частния сектор  | 1,7               | 1,7                       | 1,6                       | 1,5                       | 1,7         | 1,9                       | 1,7                       | 1,5                       |
| Потребление на сектор <i>Държавно управление</i>                                       | 1,4               | 1,7                       | 0,9                       | 1,0                       | 1,3         | 1,5                       | 0,8                       | 0,9                       |
| Бруто образуване на основен капитал  | 2,9               | 3,1                       | 3,3                       | 3,3                       | 2,7         | 3,2                       | 3,4                       | 3,3                       |
| Износ <sup>3)</sup>  | 6,1               | 2,6                       | 3,7                       | 4,1                       | 5,2         | 3,2                       | 4,2                       | 4,4                       |
| Внос <sup>3)</sup>   | 6,1               | 3,3                       | 4,4                       | 4,7                       | 6,0         | 4,7                       | 4,7                       | 4,8                       |
| Заетост  | 1,1               | 1,3                       | 0,8                       | 0,7                       | 1,0         | 1,1                       | 0,9                       | 0,9                       |
| Темп на безработица<br>(% от работната сила)   | 10,9              | 10,1                      | 9,9                       | 9,6                       | 10,9        | 10,2                      | 9,9                       | 9,5                       |
| ХИПЦ   | 0,0               | 0,2                       | 1,2                       | 1,6                       | 0,0         | 0,2                       | 1,3                       | 1,6                       |
|  |                   | [0,1 - 0,3] <sup>2)</sup> | [0,6 - 1,8] <sup>2)</sup> | [0,8 - 2,4] <sup>2)</sup> |             | [0,1 - 0,3] <sup>2)</sup> | [0,6 - 2,0] <sup>2)</sup> | [0,7 - 2,5] <sup>2)</sup> |
| ХИПЦ без компонента енергоносители   | 0,9               | 0,9                       | 1,2                       | 1,5                       | 0,9         | 0,9                       | 1,2                       | 1,6                       |
| ХИПЦ без компонентите енергоносители и храни   | 0,8               | 0,9                       | 1,3                       | 1,5                       | 0,8         | 1,0                       | 1,2                       | 1,5                       |
| ХИПЦ без компонентите енергоносители, храни и промени в косвените данъци <sup>4)</sup> | 0,8               | 0,9                       | 1,2                       | 1,5                       | 0,8         | 0,9                       | 1,2                       | 1,5                       |
| Разходи за труд на единица продукция   | 0,4               | 0,8                       | 1,0                       | 1,3                       | 0,8         | 0,8                       | 1,0                       | 1,3                       |
| Компенсация на наето лице  | 1,3               | 1,2                       | 1,8                       | 2,2                       | 1,3         | 1,3                       | 1,8                       | 2,2                       |
| Производителност на труда  | 0,9               | 0,4                       | 0,7                       | 0,9                       | 0,6         | 0,5                       | 0,8                       | 0,9                       |
| Бюджетно салдо на сектор <i>Държавно управление</i><br>(% от БВП)                      | -2,1              | -1,9                      | -1,7                      | -1,5                      | -2,1        | -1,9                      | -1,7                      | -1,4                      |
| Структурно бюджетно салдо (% от БВП) <sup>5)</sup>                                     | -1,6              | -1,9                      | -1,8                      | -1,6                      | -1,6        | -1,9                      | -1,8                      | -1,6                      |
| Брутен дълг на сектор <i>Държавно управление</i><br>(% от БВП)                         | 90,3              | 89,5                      | 88,4                      | 87,0                      | 90,7        | 90,0                      | 89,0                      | 87,4                      |
| Салдо по текущата сметка<br>(% от БВП)   | 3,2               | 3,5                       | 3,4                       | 3,3                       | 3,2         | 2,9                       | 2,8                       | 2,8                       |

1) Календарно изгледени данни.

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

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

**Алтернативните модели за цените на петрола показват риск тези цени да се повишат малко по-бързо през прогнозния период, отколкото сочат фючърсите.** Техническите допускания за динамиката на цените на петрола, върху които се основава базисната прогноза и които се извеждат от фючърските пазари, предвиждат тенденция на поскъпване, като цената на барел суров петрол тип „Брент“ да достигне 51,6 щатски долара до края на 2018 г. Такава тенденция е в съответствие с умереното възстановяване на търсенето на петрол в световен мащаб – сценарий, свързан с ускоряване на глобалното икономическо възстановяване и с леко намаляване на предлагането на петрол. Комплекс от алтернативни модели, използван от експертите на ЕЦБ<sup>4</sup> за предвиждане на петролните цени през прогнозния период, в момента сочи по-високи цени през 2017 г. и 2018 г. от тези в техническите допускания. Това може да се реализира вследствие на по-силно възстановяване на световното търсене на петрол в резултат от по-силно от очакваното ускоряване на световната икономика и/или вследствие на по-изразено намаляване на предлагането на петрол поради по-ниски инвестиции в сектора и съответно намаляване на капацитета за производство на петрол в някои държави производителки. Реализирането на алтернативна динамика, при която до 2018 г. цената на петрола би била с 11% 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 пр. п. през 2017 г. и 0,3 пр. п. през 2018 г.).

#### 2) Алтернативна тенденция на обменния курс

**Този анализ на чувствителността изследва с илюстративна цел въздействието при сценарий на по-нисък обменен курс на еврото спрямо базисния сценарий.** Рисковете за обезценка на обменния курс на еврото произтичат основно от разликата в позициите на паричната политика от двете страни на Атлантика. По-специално, допълнително засилване на нерестриktivността на паричната политика в еврозоната и по-ранно от очакваното повишаване на лихвения процент по федералните фондове в САЩ биха могли да окажат допълнителен низходящ натиск върху еврото. Алтернативният сценарий за обменния курс на

---

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

еврото 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 11 август 2016 г. Тази тенденция предполага постепенно обезценяване на еврото спрямо щатския долар до обменен курс от 1,04 щ.д./евро през 2018 г., който е 6,3% под 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 отразяват промени в ефективния обменен курс с еластичност около 50%. Това допускане води до постепенно низходящо отклонение на ефективния обменен курс на еврото от равнището на базисната прогноза, достигащо до 3,3% 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 – 0,2 процентни пункта) и по-висока ХИПЦ инфлация (с 0,1 – 0,2 процентни пункта) през 2017 г. и 2018 г.

## 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 изцяло 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 |           |           |
|--|--------------------------------|---------------|-----------|-----------|---------------|-----------|-----------|
|  |                                | 2016          | 2017      | 2018      | 2016          | 2017      | 2018      |
| Прогнози на експертите на ЕЦБ  | септември 2016 г.              | 1,7           | 1,6       | 1,6       | 0,2           | 1,2       | 1,6       |
|  |                                | [1,5-1,9]     | [0,7-2,5] | [0,4-2,8] | [0,1-0,3]     | [0,6-1,8] | [0,8-2,4] |
| Европейска комисия   | май 2016 г.                    | 1,6           | 1,8       | -         | 0,2           | 1,4       | -         |
| ОИСП   | юни 2016 г.                    | 1,6           | 1,7       | -         | 0,2           | 1,2       | -         |
| Барометър за еврозоната (Euro Zone Barometer)                              | август 2016 г.                 | 1,5           | 1,3       | 1,6       | 0,3           | 1,3       | 1,6       |
| Консенсусни икономически прогнози (Consensus Economics Forecasts)          | август 2016 г.                 | 1,5           | 1,2       | 1,6       | 0,2           | 1,3       | 1,6       |
| Анкета на професионалните прогностици (Survey of Professional Forecasters) | юли 2016 г.                    | 1,5           | 1,4       | 1,6       | 0,3           | 1,2       | 1,5       |
| МВФ  | юли (БВП)/април (ХИПЦ) 2016 г. | 1,6           | 1,4       | 1,6       | 0,4           | 1,1       | 1,3       |

Източници: Европейски икономически прогнози на Европейската комисия, пролет 2016 г., май 2016 г. (през юли 2016 г. Европейската комисия публикува два сценария, отразяващи въздействието от резултата от референдума в Обединеното кралство върху икономическите перспективи за еврозоната; те показват растеж на БВП в еврозоната от 1,6% през 2016 г. и 1,5% през 2017 г. при умерения сценарий, а в неблагоприятния

сценарий – 1,5% през 2016 г. и 1,3% през 2017 г.); МВФ – Перспективи за световната икономика, актуализация юли 2016 г. (БВП); МВФ – Перспективи за световната икономика, април 2016 г. (ХИПЦ); Икономически прогнози на ОИСР, юни 2016 г.; Консенсусни икономически прогнози, август 2016 г.; MJEconomics за Барометър за еврозоната, август 2016 г.; ЕЦБ – Анкета на професионалните прогностици, юли 2016 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, 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.