



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

ЕВРОСИСТЕМА

## МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ПРОГНОЗИ НА ЕКСПЕРТИ НА ЕЦБ ЗА ЕВРОЗОНАТА – СЕПТЕМВРИ 2014 Г.<sup>1</sup>

Последните показатели сочат по-слаби перспективи в краткосрочен план, в условия на слаба динамика на търговията, геополитическо напрежение и несигурност, свързана с процеса на реформи в някои държави от еврозоната. Въпреки това в базовата прогноза продължават да са налице базисни фактори за продължаващо възстановяване. Вътрешното търсене ще бъде облагодетелствано от нерестриктивната позиция на паричната политика, подсилена от стандартните и нестандартните мерки, предприети през юни 2014 г., и по-благоприятните условия за предоставяне на кредити. Базовите прогнози допускат като цяло неутрална фискална позиция след години на значително затягане на фискалната политика. В допълнение, частното потребление ще бъде подкрепено от въздействието на ниските цени на суровините и нарастващите доходи на фона на постепенно подобряване на условията на пазара на труда. Инвестициите ще се облагодетелстват от намалената необходимост от корекции на балансите и от ефекта на догонване след години на слаба активност, като същевременно първоначално се забавят вследствие на значителната ненадовареност на производствените мощности. Благоприятно влияние върху износа ще окаже постепенното възстановяване в глобален мащаб, засилено от ефекта на по-ниския ефективен обменен курс на еврото. Прогнозира се реалният БВП да се повиши с 0,9 % през 2014 г., с 1,6 % през 2015 г. и с 1,9 % през 2016 г. Тъй като тези нива надвишават прогнозирания потенциален растеж, те допринасят за постепенното намаляване на отклонението на БВП от потенциалното му ниво.

Предвижда се ХИПЦ инфлацията в еврозоната да остане ниска в краткосрочен план, на средно равнище 0,6 % през 2014 г. Впоследствие се очаква леко повишение до 1,1 % през 2015 г. и до 1,4 % през 2016 г. Предвиденото повишение на общата инфлация отразява очакваното подобрение на икономическата активност, което води до по-висок растеж на заплатите и печалбите. Също така допусканото повишение на цените на неенергийните суровини и по-общо на цените на вноса в еврозоната, също свързано с по-ниския обменен курс на еврото, се очаква да засили натиска за повишение на цените. Продължаващото непълно използване на икономическия потенциал и допусканото понижаване на цените на петрола в отражение на низходящия тренд на фючърсите обаче отслабват перспективите за инфлацията.

В съпоставка с прогнозите, публикувани в изданието на Месечен бюлетин от юни 2014 г., прогнозата за растежа на реалния БВП през 2014 г. е коригирана надолу с 0,2 процентни пункта в отражение на по-слабите от очакваното резултати през второто тримесечие и по-слабия износ през втората половина на годината. Прогнозите за 2015 г. също са коригирани надолу, основно поради по-малко благоприятния ефект на пренос. За разлика от това прогнозите за 2016 г. са коригирани нагоре с 0,1 процентен пункт, главно поради благоприятното въздействие на подобрените условия за финансиране за частните инвестиции. ХИПЦ инфлацията е коригирана надолу с 0,2 процентни пункта за 2014 г., в отражение на по-ниските от очакваното резултати за ХИПЦ инфлацията през последните няколко месеца. Прогнозата за 2015 г. и 2016 г. е непроменена, тъй като по-слабата от прогнозираното базисна динамика на ХИПЦ инфлацията без енергоносителите като цяло се компенсират от леко по-силното нарастване на ХИПЦ инфлацията на енергоносителите, като се имат предвид допусканията за по-висока цена на петрола и по-нисък обменен курс.

Приетите наскоро от ЕЦБ мерки на политиката са включени в прогнозната база единствено чрез тяхното въздействие върху техническите финансови допускания (пазарни лихвени проценти и цени на акциите, включително обменния курс). Следователно базовата прогноза вероятно ще

<sup>1</sup> Макроикономическите прогнози на експерти на ЕЦБ осигуряват входящи данни за изготвяне на оценката на Управителния съвет за икономическата динамика и рисковете за ценовата стабилност. Информация за прилаганите процедури и техники се намира на уебсайта на ЕЦБ в „Ръководство за макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата“ (A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises), ЕЦБ, юни 2001 г. Крайната дата за включване на актуалната информация в тези прогнози е 21 август 2014 г.

подцени въздействието на пакета от мерки на политиката, тъй като допълнителните канали не са включени (вж. Каре 2).

Статията обобщава макроикономическите прогнози за еврозоната за периода 2014–2016 г. При такъв дълъг прогнозен хоризонт прогнозите са свързани с много висока степен на несигурност.<sup>2</sup> Това трябва да се има предвид при интерпретирането им.

Прогнозите за еврозоната включват за първи път Литва.

## МЕЖДУНАРОДНА СРЕДА

Очаква се през прогнозния период растежът на реалния БВП в световен план (без еврозоната) да се ускори, като се повиши от 3,7 % през 2014 г. до 4,2 % през 2015 г. и до 4,3 % през 2016 г. Въпреки краткосрочната волатилност набраната инерция в развитите икономики извън еврозоната се стабилизира. Активността в икономиките от възникващите пазари също се възстановява, начело със силното ускорение в Китай. Показателите в световен мащаб потвърждават, че растежът се засилва в краткосрочен план. Отвъд краткосрочния хоризонт се очаква засилване на глобалната икономическа активност. Силно нерестриктивните парични политики в развитите икономики продължават да подкрепят финансовите пазари и възстановяването в световен план. Отслабването на неблагоприятните фактори следва да оказва все по-голямо благоприятно въздействие върху развитите икономики в отражение на намаляването на задлъжнялостта на частния сектор, по-малката необходимост от фискална консолидация и подобряването на условията на пазарите на труда. За разлика от това в редица икономики от възникващите пазари затруднения в инфраструктурата, ограничения, свързани с производствените мощности, и макроикономически дисбаланси вероятно ще ограничат потенциала за растеж, докато други икономики от възникващите пазари се приспособяват към по-затегнати финансови условия и към очакваното нормализиране на паричната политика в САЩ.

От края на миналата година набраната инерция при глобалната търговия се е забавила. В перспектива нарастващите инвестиции в развитите икономики извън еврозоната се очаква да спомогнат за постепенното възстановяване на глобалната търговия. Счита се обаче, че структурни фактори също играят роля, включително забавящият се темп на интеграция чрез веригите на предлагането в световен мащаб. Вследствие на това и в съответствие с предходни прогнозни цикли, допускането на прогнозата е за по-малка еластичност на глобалната търговия спрямо икономическата активност в сравнение с наблюдаваното преди глобалната финансова криза. Глобалната търговия (без еврозоната) се очаква да се ускори с 3,9 % през 2014 г., с 5,5 % през 2015 г. и с 5,9 % през 2016 г. Като се има предвид, че търсенето на внос от страна на основните търговски партньори на еврозоната се очаква да се повишава с по-бавен темп, отколкото търсенето от страна на останалата част на света, предвижда се нарастването на външното търсене към еврозоната да бъде малко по-слабо от растежа на търговията в глобален мащаб (вж. Таблица 1).

---

2 Вж. статията „Оценка на макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата“ (*An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections*) в изданието на *Месечен бюлетин* от май 2013 г.

**Таблица 1 Международна среда**

(годишно процентно изменение)

	Септември 2014				Юни 2014			Корекции след юни 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Световен реален БВП (без еврозоната)	3,7	3,7	4,2	4,3	3,6	4,0	4,1	0,1	0,2	0,2
Световна търговия (без еврозоната) <sup>1)</sup>	3,4	3,9	5,5	5,9	4,3	5,7	5,9	-0,3	-0,2	0,0
Външно търсене към еврозоната <sup>2)</sup>	2,9	3,5	5,0	5,6	3,7	5,2	5,6	-0,3	-0,3	-0,1

Забележка: Корекциите са изчислени въз основа на незакръглени данни.

1) Изчислена като претеглена средна на вноса.

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

В сравнение с макроикономическите прогнози, публикувани в изданието на *Месечен бюлетин* от юни 2014 г., перспективата за растежа в световен план е коригирана нагоре с 0,1 процентен пункт за 2014 г. и с 0,2 процентни пункта за 2015 г. и 2016 г. Тези корекции обаче са от техническо естество и напълно отразяват актуализация на теглата на БВП въз основа на паритета на покупателната способност, използвани за създаване на агрегирани показатели за глобалната активност. Корекцията по-скоро придава по-голяма значимост на по-бързо растящите икономики от възникващите пазари, отколкото променя представянето на ниво държава.<sup>3</sup> Като се изключат ефектите от променените тегла, растежът на глобалния БВП по същество не е коригиран. Външното търсене към еврозоната е коригирано надолу с 0,3 процентни пункта за 2014 г. и 2015 г. и с 0,1 процентен пункт за 2016 г. Тези низходящи корекции отразяват оценка, че световната търговия вероятно ще е по-слаба от очакваното досега, както и по-песимистични перспективи по отношение на търговията с Русия и Украйна (вж. Каре 4).

## Каре 1

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

Техническите допускания за лихвените проценти и за цените на суровините се основават на пазарните очаквания към 13 август 2014 г. (крайна дата). Краткосрочните лихвени проценти се отнасят до тримесечния *EURIBOR*, като пазарните очаквания се извеждат от фючърните цени. Според този метод средното равнище на краткосрочните лихвени проценти е 0,2 % за 2014 г. и 2015 г. и 0,3 % за 2016 г. Пазарните очаквания за номиналната доходност на 10-годишните държавни облигации в еврозоната са за средно равнище от 2,3 % през 2014 г., 2,2 % през 2015 г. и 2,5 % през 2016 г.<sup>1</sup> Като отражение на движението на лихвите на форуърдните пазари и постепенното пренасяне на промените в пазарните лихвени проценти към лихвите по кредити се очаква съставните лихвени проценти по банкови кредити за нефинансовия частен сектор в еврозоната да останат в общи линии стабилни през 2014 г. и 2015 г., а след това леко да се повишат през 2016 г.

По отношение на цените на суровините, въз основа на тренда на фючърните пазари през двуседмичния период, приключващ на крайната дата, се предвижда цената на суровия петрол тип „Брент“ да се понижи от 109,8 щ.д./барел през второто тримесечие на 2014 г. до 102,7 щ.д./барел през 2016 г. Очаква се цените на неенергийните суровини в щатски долари да се понижат значително през 2014 г., да се повишат през 2015 г. и малко по-бързо да нараснат през 2016 г.<sup>2</sup>

3 След публикуването на проучването от 2011 г. на Програмата за международни сравнения за нови референтни стойности на паритета на покупателната способност, МВФ актуализира в своите Перспективи за световната икономика оценката за БВП, изчислен въз основа на паритета на покупателната способност (вж. съответното каре в Перспективи за световната икономика на МВФ от юли 2014 г.).

Двустранните обменни курсове се очаква да останат непроменени през прогнозния период – на средните равнища от двуседмичния период, завършващ на крайната дата 13 август 2014 г. Това предполага обменен курс щатски долар/евро на равнище 1,36 през 2014 г. и 1,34 през 2015 г. и 2016 г.

#### Технически допускания

	Септември 2014				Юни 2014			Корекции след юни 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Тримесечен <i>EURIBOR</i> (проценти годишно)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,2
Доходност на десетгодишни държавни облигации (проценти годишно)	2,9	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	-0,1	-0,4	-0,5
Цена на петрола (щ.д./барел)	108,8	107,4	105,3	102,7	107,2	102,2	98,2	0,2	3,0	4,5
Цени на неенергийни суровини, в щатски долари (годишно процентно изменение)	-5,0	-4,8	0,1	4,4	0,3	1,7	4,6	-5,1	-1,6	-0,2
Обменен курс щатски долар/евро Номинален ефективен обменен курс на еврото ( <i>EER20</i> ) (годишно процентно изменение)	1,33	1,36	1,34	1,34	1,38	1,38	1,38	-1,8	-3,3	-3,3
	3,8	1,4	-0,8	0,0	2,6	0,1	0,0	-1,2	-0,9	0,0

Забележка: Корекциите са изчислени въз основа на незакръглени данни.

Корекциите са представени в проценти за равнищата и за разликите в темповете на растеж, а в процентни пунктове за лихвените проценти и доходността на облигациите.

Допусканията за фискалната политика отразяват одобрените закони за бюджета и допълнителните бюджети на държавите от еврозоната, техните средносрочни проектобюджети и ясно конкретизирани мерки от актуализираните програми за стабилност, налични към 21 август 2014 г. Те включват всички мерки по политиката, които вече са приети от националните парламенти или са достатъчно детайлно разработени от правителствата и е вероятно да преминават през законодателната процедура. Като цяло тези допускания включват средно неголяма степен на фискална консолидация през прогнозния период въз основа на проектобюджетите за 2014 г. и едва ограничена налична информация за 2015 г. и 2016 г. Допусканата фискална консолидация през прогнозния период е значително под наблюдаваната през последните години.

В сравнение с публикуваното в изданието на *Месечен бюлетин* от юни 2014 г. основните промени в техническите допускания включват по-ниски краткосрочни и дългосрочни лихвени проценти в еврозоната, както и по-нисък ефективен обменен курс на еврото. Докато деноминирани в щатски долари цени на петрола са малко по-високи в сравнение с прогнозите от юни, цените на неенергийните суровини са по-ниски.

- 1 Допускането за номиналната доходност на десетгодишните държавни облигации в еврозоната се основава на среднопретеглената доходност на десетгодишните облигации на държавите, претеглена спрямо годишните стойности за БВП и продължена във времето с очаквания тренд, изведен от изчислената от ЕЦБ десетгодишна номинална доходност на всички облигации в еврозоната, като първоначалната разлика между двата статистически реда се поддържа постоянно за целия прогнозен период. Средовете между доходността на държавните облигации в отделните държави и съответната средна доходност за еврозоната се приемат за постоянни за целия прогнозен период.
- 2 Допусканията за цените на петрола и на хранителните суровини се основават на цените на фючърсите до края на периода, за който се отнасят прогнозите. Приема се, че цените на другите неенергийни нехранителни суровини ще следват фючърсите до третото тримесечие на 2015 г., след което ще се развият в синхрон с глобалната икономическа активност. Прогнозите за изкупните цени на селскостопанска продукция в ЕС (в евро), които се използват за прогнозиране на потребителските цени на храните, се основават на иконометричен модел, който взема предвид динамиката при международните цени на хранителните суровини.

## ПРОГНОЗИ ЗА РАСТЕЖА НА РЕАЛНИЯ БВП

Икономическото възстановяване в еврозоната се забави през второто тримесечие на 2014 г. след четири тримесечия умерен растеж. Слабата активност през второто тримесечие изглежда частично отразява неблагоприятното въздействие на редица еднократни фактори. Първо, активността през първото тримесечие беше под въздействието на необичаен възходящ ефект вследствие на малкия брой празнични дни (тъй като цялостният период на Великденската училищна ваканция попадна във второто тримесечие), както и на топлата зима, която стимулира строителството. Нито един от тези възходящи ефекти през първото тримесечие не е обхванат в достатъчна степен от сезонното или календарното изглаждане. Приключването им през второто тримесечие доведе до отслабване на растежа. Второ, неблагоприятните календарни ефекти, свързани с по-големия от обичайното брой на сливания на празничните дни с уикендите в периодите на официалните празници в много държави от еврозоната, може да са довели до намаляване на броя на реалните работни дни през месец май – фактор, който не е обхванат от календарното изглаждане.

Що се отнася до втората половина на 2014 г., въпреки че показателите за доверието все още са на равнище близо до дългосрочните средни равнища, отслабването им в последно време сочи доста умерено нарастване на активността в краткосрочен план. Влошаването на данните от конюнктурни анкети се извършва на фона на неотдавнашното засилване на геополитическото напрежение (вж. Каре 4) заедно с несигурността, свързана с процеса на икономически реформи в някои държави от еврозоната. Като цяло прогнозата предполага доста умерено засилване на активността през втората половина на 2014 г., по-слабо от очакваното досега.

Разгледано отвъд краткосрочния хоризонт и ако се допусне, че напрежението в глобален мащаб няма да се повиши, се предвижда постепенно засилване на растежа на реалния БВП през прогнозния период. Растежът на реалния БВП се очаква да се повиши през 2015 г. и 2016 г., като разликите в растежа между държавите се предвижда да намалее благодарение на напредъка в преодоляването на фрагментацията на финансовите пазари, по-малките различия в насоката на фискалните политики и положителното въздействие върху активността от проведени в миналото структурни реформи в редица държави. Прогнозираното повишаване на активността ще бъде подкрепено основно от засилване на вътрешното търсене вследствие на нерестриктивната позиция на паричната политика, допълнително подсилена от наскоро приетите стандартни и нестандартни мерки, като цяло неутрална фискална позиция след години на значително затягане на фискалната политика, както и възстановяване на неутралните условия за предоставяне на кредити. В допълнение нарастването на реалния разполагаем доход, произтичащо от благоприятното въздействие на ниската инфлация на цените на суровините и по-високия растеж на заплатите, следва да окаже благоприятно влияние върху частното потребление. Частните жилищни и нежилищни инвестиции следва да са подкрепени от намаляващото неблагоприятно въздействие от необходимостта от корекции на балансите и от ефекта на догонване след години на слаби инвестиции. Освен това активността ще бъде подкрепяна във все по-голяма степен и от постепенното засилване на външното търсене, подпомогнато от неотдавнашното понижение на ефективния обменен курс на еврото и от подобряването на конкурентоспособността в минали периоди. Въпреки това редица фактори продължават да забавят напредъка към по-бърз растеж. Неблагоприятното въздействие на високото ниво на безработица в някои държави върху перспективите за частното потребление се очаква да намалее само постепенно през прогнозния период, като ненатовареността на производствените мощности в някои държави и вероятно – затруднения с предлагането на работна сила в други държави се очаква да продължат да забавят инвестиционните разходи. Освен това продължаващото геополитическо напрежение влошава краткосрочните перспективи за инвестициите и износа. В средногодишен план се очаква реалният БВП да се увеличи с 0,9 % през 2014 г., 1,6 % през 2015 г. и 1,9 % през 2016 г. Тази тенденция на растеж отразява устойчиво нарастващ принос на вътрешното търсене в съчетание с малък положителен принос на нетния износ.

Ако се разгледат по-подробно компонентите на търсенето, износът извън еврозоната се очаква да се ускори към края на 2014 г. и в хода на 2015 г. в отражение на постепенното засилване на външното търсене към еврозоната и благоприятното въздействие на неотдавнашното поевтиняване на еврото. Напрежението в последно време между ЕС и Русия като цяло има

ограничено въздействие върху външното търсене към еврозоната и износа на еврозоната, но някои държави със сравнително силни търговски връзки с Русия биха могли да бъдат засегнати в по-значителна степен. Пазарният дял на износа на еврозоната се предвижда да намалее незначително през прогнозния период, макар и при доста разнопосочни динамики в отделните държави от еврозоната, отразяващи различните тенденции при конкурентоспособността и различните търговски модели. Прогнозира се износът в рамките на еврозоната да се повишава малко по-бавно от износа извън нея поради все още сравнително слабото вътрешно търсене в еврозоната.

Прогнозата за бизнес инвестициите е при тях постепенно да настъпи оживление в хода на прогнозния период, подпомогнато от засилване на вътрешното и външното търсене в контекст на насложил се необходимост от заместващи инвестиции, от много ниското равнище на лихвените проценти и очакваното подобро въздействие върху лихвените проценти на кредитите в някои държави, от повишаване на печалбите и от известно подобрене при ефектите, свързани с предоставяне на кредити. Все пак неблагоприятното въздействие от по-ниския тренд на растежа и по-нататъшното реструктуриране на балансите на предприятията в някои държави от еврозоната възпрепятстват по-силното възстановяване на бизнес инвестициите. В края на прогнозния период равнището на бизнес инвестициите се очаква все още да е с 6 % по-ниско от това преди кризата, като са налице значителни различия между държавите от еврозоната.

Предвижда се жилищните инвестиции постепенно да нараснат през втората половина на 2014 г., след което да наберат инерция през 2015 г. с възстановяването на активността в условия на ниски лихви по ипотечните кредити и подобрени условия за кредитиране, както и с постепенното намаляване на необходимостта от корекции. В някои държави обаче корекциите на жилищните пазари и/или все още слабият растеж на реалния разполагаем доход продължават да забавят жилищното строителство. Очаква се държавните инвестиции да останат слаби през целия прогнозен период вследствие на продължителното ограничаване на разходите в няколко държави от еврозоната, което неутрализира по-експанзионистичния профил на публичните инвестиции в други държави.

Заетостта, измерена чрез броя на зетите, се повишава леко през първата половина на 2014 г. Растежът на заетостта обаче се очаква да остане слаб през втората половина на 2014 г., след което умерено да се повиши през 2015 г. и 2016 г. Очакваното нарастване на заетостта отразява възстановяването на активността, възходящия ефект от забавения растеж на заплатите в миналото и положителното въздействие на реформите на пазара на труда, които са засилили гъвкавостта и подкрепили създаването на работни места в частния сектор, особено в някои държави, където се наблюдава напрежение. Допълнителни съкращения в публичния сектор в някои държави обаче ще влошат като цяло растежа на заетостта. Работната сила се предвижда да нарасне умерено през прогнозния период вследствие на имиграцията, като постепенното подобряване на условията на пазара на труда стимулира участието на определени сегменти на населението. Нивото на безработица през последните месеци отбеляза лек спад, основно в отражение на обрата при заетостта. Очаква се то да се понижи допълнително през прогнозния период, но да остане значително по-високо в сравнение с наблюдаваните преди кризата нива. Производителността на труда (измерена като произведена продукция на наето лице) се предвижда да се подобри, отразявайки очакваното засилване на растежа на реалния БВП и забавената реакция на заетостта спрямо динамиката на икономическата активност.

**Таблица 2 Макроикономически прогнози за еврозоната<sup>1)</sup>**

(годишно процентно изменение)

	Септември 2014				Юни 2014			Корекции след юни 2014 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Реален БВП <sup>3)</sup>	-0,4	0,9	1,6	1,9	1,0	1,7	1,8	-0,2	-0,1	0,1
		[0,7 - 1,1] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,6] <sup>4)</sup>	[0,6 - 3,2] <sup>4)</sup>	[0,6 - 1,4] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>4)</sup>	[0,5 - 3,1] <sup>4)</sup>			
Потребление на частния сектор	-0,6	0,7	1,4	1,6	0,7	1,5	1,6	0,0	-0,1	0,0
Потребление на сектор Държавно управление	0,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0
Бруто образуване на основен капитал	-2,6	1,1	3,1	3,9	1,7	3,1	3,5	-0,6	0,0	0,4
Износ <sup>5)</sup>	1,7	3,1	4,5	5,3	3,6	4,8	5,3	-0,5	-0,3	0,0
Внос <sup>5)</sup>	0,7	3,5	4,5	5,3	3,6	4,8	5,5	-0,1	-0,4	-0,2
Заетост	-0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	0,5	0,7	0,0	0,1	0,0
Темп на безработица (% от работната сила)	11,9	11,6	11,2	10,8	11,8	11,5	11,0	-0,2	-0,2	-0,3
ХИПЦ	1,4	0,6	1,1	1,4	0,7	1,1	1,4	-0,2	0,0	0,0
		[0,5 - 0,7] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,7] <sup>4)</sup>	[0,7 - 2,1] <sup>4)</sup>	[0,6 - 0,8] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,7] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,2] <sup>4)</sup>			
ХИПЦ без компонента енергоносители	1,4	0,8	1,3	1,6	1,0	1,3	1,6	-0,2	-0,1	0,0
ХИПЦ без компонентите енергоносители и храни	1,1	0,9	1,2	1,5	1,0	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
ХИПЦ без компонентите енергоносители, храни и промени в косвените данъци <sup>6)</sup>	1,0	0,8	1,2	1,5	0,9	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
Разходи за труд на единица продукция	1,2	1,0	0,8	1,1	0,9	0,7	1,1	0,1	0,0	0,0
Компенсация на наето лице	1,6	1,6	1,8	2,2	1,6	1,9	2,2	0,0	-0,1	0,1
Производителност на труда	0,4	0,6	1,0	1,1	0,7	1,1	1,0	-0,1	-0,1	0,1
Бюджетно салдо на сектор Държавно управление (% от БВП)	-3,0	-2,6	-2,4	-1,9	-2,5	-2,3	-1,9	-0,1	0,0	0,0
Структурно бюджетно салдо (% от БВП) <sup>7)</sup>	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9	0,0	0,0	0,0
Брутен дълг на сектор Държавно управление (% от БВП)	92,7	93,9	93,1	91,5	93,4	92,6	91,1	0,5	0,5	0,4
Салдо по текущата сметка (% от БВП)	2,4	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,8	-0,3	-0,3	-0,4

1) Литва е включена в прогнозите в прогнозите за 2015 г. Средногодишното процентно изменение за 2015 г. е базирано на състав на еврозоната, който през 2014 г. вече включва Литва. Прогнозата за променливите в националните сметки се основава на стандарта *ESA 95*.

2) Корекциите са изчислени въз основа на незакръглени стойности.

3) Календарно изгледени данни.

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

5) Включително търговията в рамките на еврозоната.

6) Подиндексът се основава на оценки за действителното въздействие на косвените данъци. Възможно е да се различава от данните на Евростат, които се основават на допускане за пълно и незабавно пренасяне на въздействието от данъците върху ХИПЦ.

7) Изчислено като държавно бюджетно салдо без преходните ефекти на икономическия цикъл и предприетите от правителствата временни мерки. Изчислението следва подхода на ЕСЦБ към циклично изгледените бюджетни салда (вж. *Boutheyllain, C. et al., Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach*, поредица „Работни материали“, № 77, ЕЦБ, септември 2001 г.) и дефиницията на ЕСЦБ за временни мерки (вж. *Kremer, J. et al., A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances*, 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 справка, също във връзка с методологията на Комисията, вж. карето *Cyclical adjustment of the government budget balance* в изданието на *Месечен бюлетин* от март 2012 г. и карето *The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position* в настоящото издание на *Месечен бюлетин*.

Растежът на частното потребление се очаква да се повиши през прогнозния период, следвайки плътно нарастването на реалния разполагаем доход. Растежът на реалния разполагаем доход се предвижда да бъде подкрепен от по-високите трудови доходи в отражение на нарастването на заетостта и по-високия растеж на заплатите, от по-слабото неблагоприятно въздействие от страна на фискалната консолидация, от нарастващия принос на други лични (основно свързани с печалба) доходи, както и от ниските цени на суровините. Нормата на спестяване се очаква да остане стабилна. Това отразява противоположни ефекти: от една страна от низходящото въздействие на по-ниските лихвени проценти и постепенното понижаване на безработицата, което води до намаляваща необходимост от буферни спестявания, и от друга – от възходящите ефекти вследствие на по-малко наложителното намаляване на спестяванията в някои държави, като нарастващият разполагаем доход благоприятства потреблението. Потреблението на сектор *Държавно управление* се очаква да се увеличава умерено през прогнозния период.

Вносът от страни извън еврозоната се предвижда да нараства умерено през прогнозния период. Той остава ограничен от слабия растеж на общото търсене в еврозоната и известно низходящо въздействие, произтичащо от неотдавнашното поевтиняване на еврото. Очаква се нетната търговия да допринесе в умерена степен за растежа на реалния БВП през прогнозния период. Излишъкът по текущата сметка се предвижда да остане като цяло стабилен на ниво от 2,4 % от БВП през 2016 г.

В съпоставка с макроикономическите прогнози, публикувани в изданието на *Месечен бюлетин* от юни 2014 г. прогнозата за растежа на реалния БВП през 2014 г. е коригирана надолу с 0,2 процентни пункта, основно в отражение на по-слабите от очакваното резултати през второто тримесечие. В допълнение, в условия на засилено геополитическо напрежение въздействието на по-слабото световно търсене върху износа и в по-малка степен – по-слабите инвестиции предполагат низходяща корекция на активността през втората половина на 2014 г. Прогнозата за 2015 г. е коригирана надолу с 0,1 процентен пункт главно в отражение на по-слабия ефект на пренос. Прогнозата за 2016 г. е коригирана нагоре с 0,1 процентен пункт основно поради положителното въздействие върху частните инвестиции вследствие на по-благоприятните условия за финансиране, подкрепени от целевите операции по дългосрочно рефинансиране.

## ПРОГНОЗИ ЗА ЦЕНИТЕ И РАЗХОДИТЕ

Според предварителната оценка на Евростат общата ХИПЦ инфлация е 0,3 % през август 2014 г. Слабият понастоящем темп на инфлация отразява понижение на цените на енергоносителите и храните, както и забавената динамика при цените на неенергийните промишлени стоки и услугите.

След като през второто тримесечие на 2014 г. общата ХИПЦ инфлация отбеляза темп от 0,6 %, очакванията са за леко допълнително понижение до 0,4 % през третото тримесечие, след което да настъпи повишение до 0,7 % през последното тримесечие на 2014 г. Предвижда се ХИПЦ инфлацията да се засили постепенно през прогнозния период до темп от 1,5 % през четвъртото тримесечие на 2016 г. Намаляването на отрицателното отклонение на БВП от потенциалното му равнище в условия на все по-трайно възстановяване, водещо до нарастване на заплатите и печалбите, следва да окаже известно възходящо въздействие върху инфлацията. В допълнение по-високите цени на неенергийните суровини и на вноса на еврозоната, подсилени от по-ниския обменен курс на еврото, се очаква да подкрепят нарастването на потребителските цени в еврозоната. Все пак, инфлацията до 2016 г. се предвижда да бъде ограничавана от продължаващото непълно използване на икономическия потенциал, като отрицателното отклонение на БВП от потенциалното му ниво се очаква да се стесни само частично до 2016 г., което предполага много слаба динамика на заплатите и нормата на печалба, както и от допусканото поевтиняване на петрола, отразено на фючърните пазари.



По-специално, инфлацията на цените на енергоносителите се очаква да има категорично отрицателна стойност през третото тримесечие на 2014 г., след което през останалата част от прогнозния период да остане около нулата. Въздействието върху потребителските цени на енергията от страна на леко низходящия тренд на кривата на фючърсите за цените на суровия петрол частично се компенсира през прогнозния период от възходящи ефекти на фактори като поевтиняването на еврото и динамиката на цените при други енергийни компоненти. Като цяло се предвижда цените на енергоносителите да имат нулев принос към ХИПЦ инфлацията през прогнозния период, което е значително по-ниско от добавената средна стойност от 0,5 процентни пункта в периода 1999–2013 г. Динамиката при този компонент на ХИПЦ следователно обяснява в голяма степен по-умерените перспективи за инфлацията през прогнозния период в сравнение с наблюдаваната динамика през първите 15 години на паричния съюз.

Инфлацията на цените на храните се очаква да остане близо до нулата през третото тримесечие на тази година, но да се повиши силно през следващите тримесечия до средата на 2015 г., когато силното неблагоприятно въздействие на метеорологичните условия върху цените на непреработените храни и низходящите базови ефекти следва да отслабнат. Впоследствие прогнозата за инфлацията на цените на храните е тя да продължи да се покачва постепенно и да достигне темп от 2,0 % в края на прогнозния период. Допълнителното повишение на инфлацията на цените на храните отразява допусканото нарастване на изкупните цени на селскостопанска продукция в ЕС в съответствие с постепенното засилване на икономическото възстановяване. Като цяло се очаква цените на храните да имат принос от 0,2 процентни пункта към ХИПЦ инфлацията през прогнозния период – това е по-ниско от добавената средна стойност от 0,5 процентни пункта в периода 1999–2013 г., което също допринася за сравнително умерените перспективи за инфлацията.

ХИПЦ инфлацията без храните и енергоносителите се очаква да е достигнала най-ниската си точка на ниво от 0,8 % между последното тримесечие на 2013 г. и третото тримесечие на 2014 г. През прогнозния период се предвижда тя да се покачва постепенно с ускоряването на възстановяването при стесняване на ножицата на брутният продукт и по-силния растеж на заплатите и печалбите. Този измерител на базисната инфлация се очаква да достигне стойност от 1,5 % през последното тримесечие на 2016 г. Приносът на този компонент на ХИПЦ в общата ХИПЦ инфлация също е по-малък от средната стойност и възлиза на 0,8 процентни пункта през прогнозния период, в сравнение с дългосрочната средна стойност от 1,1 процентни пункта.

Увеличението на косвените данъци, предвидено в плановете за фискална консолидация, се очаква да допринесе в малка степен (с около 0,1 процентен пункт) за покачване на ХИПЦ инфлацията през 2014 г. Като се има предвид липсата на информация за одобрени фискални мерки през останалата част от прогнозния период, приносът на косвените данъци понастоящем се очаква да е незначителен през 2015 г. и 2016 г. (в сравнение със средната стойност в ретроспективен план от 0,2 %).

Външни фактори, свързани с цените, са оказали значително низходящо въздействие върху неотдавнашната динамика на ХИПЦ инфлацията. Годишният растеж на дефлатора на вноса се понижи рязко от 2,4 % през 2012 г. до -2,0 % през първото тримесечие на 2014 г. Това понижение отразява ниските цени в световен мащаб вследствие на забавен глобален растеж, поскъпването на еврото в миналото и поевтиняването на петрола и непетролните суровини. Значителният външен низходящ ценови натиск се очаква да приключи през втората половина на 2014 г., когато се предвижда повратна точка за годишния растеж на дефлатора на вноса. През прогнозния период се очаква нарастване на годишния темп на изменение на дефлатора на вноса до началото на 2015 г., след което през останалата част от прогнозния период да последва като цяло стабилен растеж от около 1,4 % – темп, близък до дългосрочната средна стойност. Увеличението на темпа на растеж на дефлатора на вноса отразява допусканото повишение на цените в световен мащаб, като се има предвид укрепването на глобалната икономика, очакваното поскъпване на неенергийните суровини и по-ниския обменен курс на еврото.

Що се отнася до вътрешния ценови натиск, постепенното подобряване на условията на трудовия пазар в еврозоната се очаква да доведе до известно повишаване на компенсацията на наето лице.

Разходите за труд на единица продукция се очаква да се понижат през първите две години на прогнозния период – до 1,0 % през 2014 г. и до 0,8 % през 2015 г., след което да се повишат леко до 1,1 % през 2016 г. Понижението на разходите за труд на единица продукция през първите две години на прогнозния период е вследствие на умерената динамика на компенсацията на наето лице в съчетание със засилването на растежа на производителността на труда. През 2016 г. разходите за труд на единица продукция се очаква да се възстановят леко поради повишаване на компенсацията на наето лице на фона на общ застои при растежа на производителността. Тази тенденция отразява забавената реакция на прираста на заплатите и заетостта спрямо икономическото възстановяване, като се има предвид значителното и само бавно намаляване на непълното използване на икономическия потенциал на пазарите на труда в еврозоната.

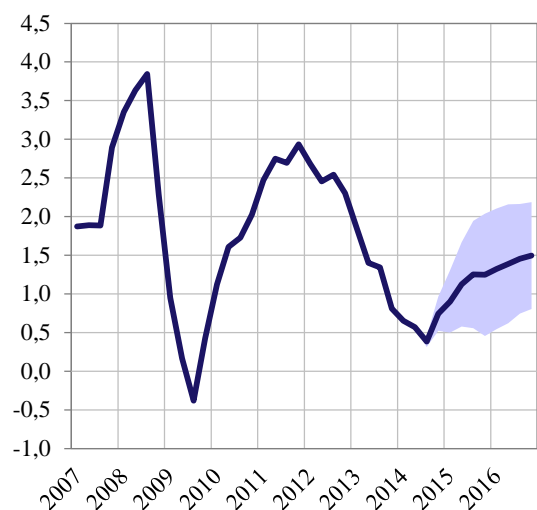
Нормата на печалба (измерена като разликата между дефлатора на БВП по факторна себестойност и растежа на разходите за труд на единица продукция) се очаква да се понижи леко през 2014 г. Впоследствие се предвижда тя да се засили постепенно, подкрепена от цикличния подем на икономиката.

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

(тримесечни данни)

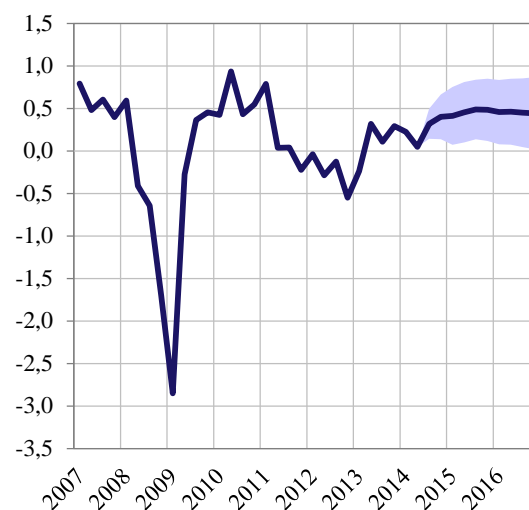
**ХИПЦ в еврозоната**

(процентно изменение на годишна база)



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

(процентно изменение на тримесечна база)



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

2) Календарно изгледени данни.

В сравнение с макроикономическите прогнози, публикувани в изданието на *Месечен бюлетин* от юни 2014 г., прогнозата за общата ХИПЦ инфлация е коригирана надолу с 0,2 процентни пункта за 2014 г., основно поради по-ниската от очакваното инфлация през последните няколко месеца. За 2015 г. и 2016 г. прогнозата за ХИПЦ инфлацията не е коригирана. Това отразява като цяло компенсирането на низходящите корекции при ХИПЦ без енергоносителите и възходящите корекции при енергийния компонент на ХИПЦ. Що се отнася до първите, неотдавнашните послаби от очакваното резултати за инфлацията се предвижда да доведат до по-трайна по-ниска базисна динамика на ХИПЦ инфлацията без енергоносителите, в сравнение с предишни прогнози. Същевременно допусканията за по-скъп петрол и по-нисък обменен курс водят до възходяща корекция на енергийния компонент на ХИПЦ.

## ФИСКАЛНИ ПЕРСПЕКТИВИ

Въз основа на представените в Каре 1 допускания се предвижда дефицитът на сектор *Държавно управление* в еврозоната да намалее постепенно от 3,0 % от БВП през 2013 г. до 1,9 % през 2016 г. Това намаление отразява главно фазата на икономическия цикъл. Структурното салдо се очаква да се подобри в известна степен през прогнозния период вследствие на мерките за фискална консолидация в някои държави от еврозоната и очакваното оттегляне на държавната помощ за финансовия сектор. Продължаващият умерен растеж на държавните разходи се предвижда да компенсира изцяло понижението на преките данъци в редица държави. При настоящите допускания за фискалната политика структурното подобрене обаче би продължило при доста по-слаб темп, отколкото през последните години. Прогнозата е съотношението на brutния държавен дълг към БВП в еврозоната да достигне върхова стойност от 93,9 % през 2014 г., след което да намалее до 91,5 % през 2016 г.

### Каре 2

#### ВЛИЯНИЕ НА ОБЯВЕНИТЕ ПРЕЗ ЮНИ 2014 Г. МЕРКИ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА НА ЕЦБ ВЪРХУ ПРОГНОЗИТЕ

Пакетът от мерки на паричната политика, обявен на 5 юни 2014 г., представлява широк набор от мерки, някои от които са с незабавно приложение (понижение на основните лихвени проценти на ЕЦБ и продължаване на тръжните процедури с фиксиран лихвен процент и пълно разпределение), други влизат в сила от септември 2014 г. (целеви операции по дългосрочно рефинансиране – ЦОДР), а други все още не са уточнени и определени до крайната дата на настоящите прогнози (окончателни покупки на обезпечени с активи ценни книжа – ОАЦК).

При тези условия избраният подход в прогнозите е да се даде възможност на мерките на политиката да окажат въздействие върху базовата прогноза до степен, до която въздействат върху основаните на пазара технически финансови допускания (а именно пазарни лихвени проценти и цени на акции, включително обменен курс). Въздействието на промените в тези допускания се очаква да е в съответствие с историческите закономерности, т.е. не е извършена корекция въз основа на преценка на стандартната рамка на моделиране за извличане на допускания относно ефектите, свързани с лихвените проценти по кредитите и предоставянето на кредити, или на друг аспект на извличане на прогнозната база.

Много допълнителни потенциални канали не са обхванати в прогнозната база. Това включва например отражението на облекченията при разходите за финансиране за банките върху техните лихвени проценти по кредитите, благоприятните условия за кредитиране и използването на средства от ЦОДР за закупуване на активи. Следователно като цяло прогнозната база вероятно ще подцени въздействието на пакета от мерки на политиката, което представлява ясен възходящ риск за базовите прогнози за растежа и инфлацията.

### Каре 3

#### АНАЛИЗ НА ЧУВСТВИТЕЛНОСТТА

Прогнозите се основават в значителна степен на технически допускания по отношение на развитието на определени основни променливи. Като се има предвид, че някои от тези променливи могат да окажат голямо въздействие върху прогнозите за еврозоната, чувствителността на последните по отношение на алтернативни тенденции на тези базисни допускания може да спомогне за анализиране на рисковете, свързани с прогнозите. В това каре се разглежда несигурността, свързана с трите основни базисни допускания и чувствителността на прогнозите по отношение на тези допускания.<sup>1</sup>

## 1) Алтернативна тенденция на цените на петрола

Допусканията за цените на петрола в настоящите прогнози на експерти на ЕЦБ са изведени от пазарните очаквания, измерени чрез цените на петролните фючърси, предвиждащи поевтиняване на петрола през прогнозния период (вж. Каре 1). Остава обаче несигурността, свързана с този профил.

Очакваното поевтиняване на петрола може да отразява мнението на пазара, че намаляването на производството на петрол в редица държави от *ОПЕС* в последно време поради политическа нестабилност или геополитическо напрежение отчасти ще се възстанови и/или ще бъде компенсирано с увеличен добив на шистов нефт в САЩ. Поскъпване на петрола обаче е възможно при неочаквани геополитически събития в основни държави – производителки на петрол (напр. Русия) в краткосрочен и средносрочен план или при по-силно възстановяване на световната икономика в средносрочен план.

Като цяло, в контекста на възстановяване в световен мащаб, изглежда, са възможни по-високи цени на петрола от допусканото в базовата прогноза. Ето защо в този анализ на чувствителността се разглежда нарастваща възходяща корекция на тренда на петролните фючърси.<sup>2</sup> Допускането на алтернативния сценарий е за цени на петрола, надхвърлящи с 3 %, 6 % и 10 % фючърните цени съответно за 2014 г., 2015 г. и 2016 г. Въз основа на макроикономическите модели на експерти на ЕЦБ по-високите цени на петрола биха предизвикали ХИПЦ инфлация, която е с 0,1–0,2 процентни пункта над базовата прогноза за 2015 г. и 2016 г. Същевременно поскъпването на петрола би забавило прираста на реалния БВП, който би бил по-нисък с 0,1 процентен пункт през 2015 г. и 2016 г.

## 2) Алтернативна тенденция на обменния курс

Прогнозната база допуска непроменен ефективен обменен курс на еврото до края на периода. Отслабване на еврото обаче би произтекло от влошаващите се очаквания за растежа и инфлацията в еврозоната в сравнение с икономиката на САЩ и от очакванията за различна позиция на паричната политика в двете икономики, което предполага пазарни очаквания за продължителен период на ниски лихвени проценти в еврозоната и по-бързо нормализиране в САЩ. Алтернативната тенденция при еврото, която предполага по-силно понижение, е изведена от 25-ия персентил на разпределението на функцията на основана на опции риск-неутрална плътност за обменния курс евро/щ.д. на 13 август 2014 г. Тази тенденция предполага постепенно понижение на еврото спрямо щатския долар до обменен курс от 1,24 през 2016 г., който е 7,4 % под базисното допускане. Съответните допускания за номиналния ефективен обменен курс на еврото отразяват исторически закономерности, като промените в обменния курс евро/щ.д. отразяват промени в ефективния обменен курс с еластичност около 52 %. Това води до постепенно отклонение на ефективния обменен курс на еврото от базовото равнище, за да достигне 3,9 % под равнището през 2016 г.

В такъв случай резултатите от макроикономическите модели на експерти на ЕЦБ сочат по-висок растеж на реалния БВП (0,1–0,3 процентни пункта през 2015 г. и 2016 г.) и по-висока ХИПЦ инфлация през 2015 г. и 2016 г. (0,2–0,3 процентни пункта).

## 3) Допълнителна фискална консолидация

Както е посочено в Каре 1, допусканията за фискалната политика включват всички мерки на политиката, които вече са приети от националните парламенти или са детайлно разработени от правителствата и е вероятно да преминат през законодателната процедура. При повечето държави мерките, включени в базовата прогноза, не успяват да постигнат изискванията за фискална консолидация по корективните и предпазните мерки на Пакта за стабилност и растеж. Ангажиментът тези изисквания да бъдат спазени като цяло е отразен в програмите за стабилност за 2014 г. и в документите на програмите на ЕС-МВФ. Базисните мерки за постигане на тези цели обаче често или липсват, или не са достатъчно конкретизирани. Съответно те не се вземат предвид в базовата прогноза, особено за периода 2015–2016 г., който в повечето държави не е обхванат в

текущите бюджети. Ето защо е не само необходимо, но и вероятно до 2016 г. повечето правителства да приемат допълнителни мерки за фискална консолидация в сравнение с взетите предвид в прогнозната база.

#### Допускания, върху които се основава анализът на фискалната чувствителност

Отправната точка на анализа на фискалната чувствителност е „фискалната ножица“ между бюджетните цели на правителствата и базовите бюджетни прогнози. Използват се специфични за всяка държава условия и информация относно размера и състава, за да се измери вероятната допълнителна фискална консолидация. По-специално, конкретната за всяка държава информация има за цел да отрази по-скоро несигурността, свързана с фискалните цели, вероятността за допълнителни мерки за фискална консолидация с въздействие върху съвкупното търсене, отколкото други фактори за намаляване на дефицита и свързаните с това ефекти на макроикономическата обратна връзка.

Въз основа на този подход допълнителната консолидация в еврозоната е оценена като много ограничена (по-малко 0,1 % от БВП) през 2014 г., като оценката е за вероятни допълнителни мерки през 2015 г. (около 0,3 % от БВП) и по-малко количество допълнителни мерки през 2016 г. (около 0,1 % от БВП), при което допълнителните консолидационни мерки биха възлизали съвкупно на около 0,4 % от БВП в края на 2016 г. Що се отнася до състава на фискалните мерки, анализът на чувствителността си поставя за цел да обхване специфичните по държава и време профили на най-вероятните допълнителни мерки за консолидация. В тази процедура, на съвкупно равнище на еврозоната оценката за фискалната консолидация е, че тя клони към разходната страна на бюджета, но същевременно включва увеличение на косвените данъци, като през 2016 г. са вероятни мерки за стимулиране посредством намаляване на преките данъци и социалноосигурителните вноски.

#### Макроикономическо въздействие на допълнителната фискална консолидация

В таблицата по-долу са обобщени резултатите от симулираното в анализа на фискалната чувствителност въздействие върху растежа на реалния БВП и ХИПЦ инфлацията в еврозоната, като е използван „новият модел за ЕЦБ за цялата еврозона“ (*New Area-Wide Model, NAWM*<sup>3</sup>).

Въздействието върху прираста на реалния БВП от страна на допълнителната фискална консолидация е ограничено през 2014 г., но се счита, че съответно през 2015 г. и 2016 г. то ще е около -0,2 процентни пункта. Оценката за въздействието на ХИПЦ инфлацията е около 0,1 процентен пункт през 2015 г.

В този смисъл настоящият анализ сочи известни низходящи рискове за базовата прогноза за растеж на реалния БВП, особено за 2015 г. и 2016 г., тъй като не всички предвиждани мерки за фискална консолидация са включени в базовата прогноза. Същевременно за инфлацията има неголеми възходящи рискове, тъй като според оценката допълнителната консолидация би произтекла отчасти от увеличение на косвените данъци.

Следва да се изтъкне, че този анализ на фискалната чувствителност е съсредоточен изключително върху потенциалните краткосрочни ефекти от вероятна допълнителна фискална консолидация. Макар дори и добре разработените мерки за фискална консолидация често да оказват негативни краткосрочни ефекти върху растежа на реалния БВП, те упражняват положително дългосрочно въздействие върху икономическата активност, което не проличава във времеви хоризонт на настоящия анализ.<sup>4</sup> Поради това резултатите от този анализ не следва да се тълкуват като поставяне под съмнение на необходимостта от допълнителни усилия за фискална консолидация през прогнозния период. Напротив, необходими са по-нататъшни усилия за консолидация, за да се възстановят стабилните публични финанси в еврозоната. Без такава консолидация съществува риск да бъде неблагоприятно засегната цената на държавния дълг. Нещо повече, възможен е негативен ефект върху доверието, който да възпрепятства икономическото възстановяване.

## Оценка на макроикономическото въздействие на допълнителна фискална консолидация върху растежа на реалния БВП и върху ХИПЦ инфлацията в еврозоната

(% от БВП)

	2014	2015	2016
Държавни бюджетни цели <sup>1)</sup>	-2,4	-1,8	-1,1
Базисни фискални прогнози	-2,6	-2,4	-1,9
Допълнителна фискална консолидация (съвкупно) <sup>2)</sup>	0,0	0,3	0,4
Ефект от допълнителната фискална консолидация (в процентни пунктове) <sup>3)</sup>			
Растеж на реалния БВП	0	-0,2	-0,2
ХИПЦ инфлация	0	0,1	0

1) Номинални цели, включени в последните документи за програмите на ЕС-МВФ за съответните държави и актуализираните програми за стабилност за 2014 г. на останалите държави.

2) Анализът на чувствителността се основава на оценки на експерти на ЕЦБ.

3) Отклонение от базовата прогноза в процентни пунктове за растежа на реалния БВП и ХИПЦ инфлацията (и двете на годишна база). За симулацията на макроикономическото въздействие е използван „нов модел за цялата еврозона“ на ЕЦБ (*New Area-Wide Model*).

1 Всички симулации са извършени при допускането за непроменена политика и постоянни стойности за всички други променливи, свързани с техническите допускания и международната среда на еврозоната.

2 За подробно описание на модела, използван за извеждане на тази възходяща корекция, вж. *Pagano, P. and Pisani, M., "Risk-adjusted forecasts of oil prices", The B.E. Journal of Macroeconomics, Vol. 9, Issue 1, Art. 24, 2009.*

3 За описание на „нов модел за цялата еврозона“ (*New Area-Wide Model*) вж. *Christoffel K., Coenen G. and Warne A., The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis*, поредица „Работни материали“, № 944, ЕЦБ, октомври 2008 г.

4 За подробен анализ на макроикономическото въздействие на фискалната консолидация вж. статията *Fiscal multipliers and the timing of consolidation, Месечен бюлетин, ЕЦБ, април 2014 г.*

### Карта 4

## ПОСЛЕДИЦИ ОТ НАПРЕЖЕНИЕТО МЕЖДУ ЕС И РУСИЯ ЗА ПЕРСПЕКТИВИТЕ ЗА ТЪРГОВИЯТА НА ЕВРОЗОНАТА

Засилването на геополитическото напрежение и свързаният с това спад на доверието може напоследък да са оказали отрицателно въздействие върху активността в еврозоната. В базовата прогноза се допуска, че неотдавнашното напрежение между ЕС и Русия има единствено много слаби неблагоприятни последици за търговията на еврозоната. Външното търсене към еврозоната и износьт на еврозоната се очаква да бъдат засегнати главно чрез два канала.

Първо, перспективите за икономиката на Русия са се влошили, което води до понижаване на вътрешното търсене и вноса на Русия през прогнозния период, в сравнение с публикуваните прогнози в изданието на *Месечен бюлетин* от юни 2014 г., с неблагоприятни последици за външното търсене към еврозоната и износа на еврозоната. Нарастващото напрежение в Украйна предизвиква допълнителни, основно финансови санкции от страна на ЕС и САЩ спрямо Русия. След свиване на БВП на Русия с 0,3 % на тримесечна основа през първото тримесечие на 2014 г. активността през следващите тримесечия се очаква да остане много слаба вследствие на слабите инвестиции, частично в резултат от повишението на лихвените проценти от централната банка на Русия, много по-строгите външни и вътрешни условия за финансиране, изтичането на капитали и засилената несигурност. Освен това частното потребление се очаква да се забави поради несигурната перспектива за икономиката и по-ниския реален разполагаем доход вследствие на повисоката инфлация, дължаща се и на обезценяването на рублата. Влошаването на вътрешното търсене на Русия забавя растежа на БВП и на вноса на Русия през прогнозния период, което предполага низходяща корекция на руския внос, в сравнение с предходните прогнози. Тъй като делът на Русия във външното търсене към еврозоната е около 4,5 %, низходящият тренд на руския

внос леко понижава външното търсене към еврозоната с около 0,1 процентен пункт до края на 2016 г., в сравнение с предходните прогнози.

Второ, Русия наложи ембарго над вноса на определени хранителни продукти с произход от страните, които са наложили санкции на руски лица и предприятия, включително внос на храни от еврозоната. Това ембарго от страна на Русия засяга около 2 % от общия внос на стоки и услуги на Русия, което допълнително забавя растежа на нейния внос през прогнозния период. За да се отчетат ефектите от тези ограничения на вноса, се допуска, че около една трета от вноса с наложено ембарго може незабавно да се замени от други доставчици от чужбина. Останалата част се допуска да доведе до леко свиване на прираста на руския внос в края на 2014 г. и началото на 2015 г. Това съответства на понижение от по-малко от 0,1 процентен пункт на външното търсене към еврозоната до началото на 2015 г., в сравнение с предходните прогнози.

Въпреки че неблагоприятното въздействие върху външното търсене към еврозоната вероятно ще бъде малко, за някои отделни държави от еврозоната влиянието ще бъде по-голямо, в зависимост от търговските им връзки с Русия. В допълнение, неотдавнашното напрежение изглежда е довело до спад в бизнес доверието в еврозоната.

По отношение на тези прогнози е необходимо да се вземат предвид определени условия. Неблагоприятният ефект върху износа на еврозоната вследствие на ембаргото на Русия може да е по-голям от посочения чрез низходящата корекция на външното търсене, тъй като ембарговите мерки са насочени специално към еврозоната и някои държави от ОИСР и това не е обхванато от търговските дялове, които са фиксирани. Следователно е по-вероятно износет на еврозоната да се понижи в по-голяма степен, отколкото се очаква. От друга страна, държавите от еврозоната може да успеят да намерят алтернативни експортни пазари, като по този начин смекчат въздействието на ембаргото.

И накрая, както бе посочено в изданието на *Месечен бюлетин* от юни 2014 г. (вж. карето „Експозиция на еврозоната към кризата в Украйна“), по-нататъшно засилване на напрежението в района може да предизвика допълнителни санкции спрямо Русия и ответни мерки от страна на Русия спрямо ЕС. В този случай въздействието върху активността и инфлацията в еврозоната е вероятно да бъде по-голямо.

## Карте 5

### ПРОГНОЗИ НА ДРУГИ ИНСТИТУЦИИ

Редица международни организации и институции от частния сектор са публикували прогнози за еврозоната. Тези прогнози обаче не са напълно съпоставими помежду си или с макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ, тъй като са завършени по различно време. Освен това те използват различни (отчасти неуточнени) методи за формулиране на допускания за бюджетни, финансови и външни променливи, включително цените на петрола и на други суровини. И накрая, съществуват различия в методите за календарно изглаждане при различните прогнози (вж. таблицата по-долу).

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

(годишно процентно изменение)

	Дата на публикуване	Растеж на БВП			ХИПЦ инфлация		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Прогнози на експертите на ЕЦБ	септември 2014	0,9 [0,7-1,1]	1,6 [0,6-2,6]	1,9 [0,6-3,2]	0,6 [0,5-0,7]	1,1 [0,5-1,7]	1,4 [0,7-2,1]
Европейска комисия	май 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
ОИСР	май 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Барометър за еврозоната (Euro Zone Barometer)	август 2014	1,0	1,5	1,7	0,6	1,1	1,5
Консенсусни икономически прогнози (Consensus Economics Forecasts)	август 2014	1,0	1,5	1,6	0,6	1,1	1,5
Преглед на професионалните прогнозици (Survey of Professional Forecasters)	август 2014	1,0	1,5	1,7	0,7	1,2	1,5
МВФ	юли 2014	1,1	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Източници: Икономическа прогноза на Европейската комисия, пролет 2014 г.; МВФ – Перспективи за световната икономика, актуализация юли 2014 г. (БВП); МВФ – Перспективи за световната икономика, април 2014 г.; Икономически прогнози на ОИСР, май 2014 г.; Консенсусни икономически прогнози; *MJEconomics*; ЕЦБ – Преглед на професионалните прогнозици.

Забележки: Макроикономическите прогнози на експерти на 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.

Според наличните в момента прогнози, направени от други институции, през 2014 г. растежът на реалния БВП в еврозоната се очаква да бъде малко по-висок от посоченото в прогнозите на експерти на ЕЦБ. Прогнозите за растежа на реалния БВП през 2015 г. и 2016 г. са сходни или малко по-ниски от тези на експертите на ЕЦБ. Що се отнася до инфлацията, прогнозите на повечето други институции сочат стойности на средногодишната ХИПЦ инфлация през 2014 г. и 2015 г., близки или малко по-високи от прогнозираните от експерти на ЕЦБ. За ХИПЦ инфлацията през 2016 г. другите налични прогнози предвиждат тя да бъде средно между 1,3 % и 1,5 % спрямо 1,4 % в прогнозите на експерти на ЕЦБ. Понастоящем всички налични прогнози за 2015 г. и 2016 г. попадат в диапазоните на прогнозите на експертите на ЕЦБ, посочени в таблицата.

© Европейска централна банка, 2014

Адрес: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Germany

Пощенски адрес: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Germany

Телефон: +49 69 1344 0

Факс: +49 69 1344 6000

Уебсайт: <http://www.ecb.europa.eu>

Всички права запазени.

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