



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА
ЕВРОСИСТЕМА

Икономически бюлетин

Обзор

брой 2 / 2022



Икономическа, финансова и парична динамика

Обзор

Руската инвазия в Украйна ще окаже съществено влияние върху икономическата активност и инфлацията чрез по-високите цени на енергийните и на борсовите стоки, нарушаването на международната търговия и отслабването на доверието. Мащабът на тези последици ще зависи от развитието на конфликта, въздействието на текущите санкции и евентуални бъдещи мерки.

Влиянието на руско-украинската война трябва да се оценява в контекста на стабилните базови условия за икономиката на еврозоната, подпомогнати от широката подкрепа на политиката. Възстановяването на икономиката е стимулирано от отслабващия ефект на варианта „омикрон“ на коронавируса (COVID-19). Затрудненията в доставките показва някои признаци, че намаляват, а пазарът на труда продължи да се подобрява. При базисния сценарий в макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ от март 2022 г., който включва първоначална оценка на последиците от войната, прогнозата за растежа на реалния БВП беше ревизирана надолу в краткосрочен хоризонт като резултат от конфликта.

Инфлацията продължи изненадващо да се засилва поради неочаквано високите енергийни разходи. Повишението на цените обхваща всички сектори. Базисният сценарий за инфлацията в новите прогнози на експертите беше съществено ревизиран нагоре. Дългосрочните инфлационни очаквания по редица мерки отново се установиха на нивото на инфлационната цел на ЕЦБ. Управителният съвет смята, че съществува голяма вероятност инфлацията да се стабилизира около целевото равнище от 2% в средносрочен хоризонт.

В алтернативни сценарии за икономическите и финансовите последици от войната икономическата активност би могла да отслабне значително при порязко поскъпване на енергийните и борсовите стоки и при по-сериозно влошаване на условията на търговия и на нагласите. Инфлацията може да стане значително по-висока в близко бъдеще. Въпреки това всички сценарии още предвиждат тя постепенно да се понижава и да се установи на ниво около 2% – целевата инфлация за 2024 г.

Въз основа на актуализирана оценка на перспективите за инфлацията и предвид несигурната обстановка Управителният съвет преразгледа графика за нетните покупки на активи по APP за следващите месеци. Месечно нетните покупки на активи по APP ще възлязат на 40 млрд. евро през април, на 30 млрд. евро през май и на 20 млрд. евро през юни. Калибрирането на нетните покупки за третото тримесечие ще зависи от постъпващите данни и ще отразява променящата се оценка на Управителния съвет за перспективите. Ако

данните подкрепят очакването, че в средносрочна перспектива инфлацията няма да намалее дори и след края на нетните покупки на активи, Управителният съвет ще преустанови през третото тримесечие нетните покупки на активи по APP. Ако средносрочната перспектива за инфлацията се промени и финансовите условия станат несъвместими с по-нататъшното напредване към целта от 2%, Управителният съвет остава в готовност да преразгледа графика си за нетни покупки на активи по отношение на време, размер и/или продължителност. Всякакви корекции на основните лихвени проценти на ЕЦБ ще се извършват след преустановяването на нетните покупки на активи по APP и ще бъдат постепенни. Траекторията на основните лихвени проценти ще продължи да се определя от ориентира на Управителния съвет и от стратегическия му ангажимент да стабилизира инфлацията на 2% в средносрочен план. Съответно Управителният съвет очаква основните лихвени проценти на ЕЦБ да останат на сегашните си равнища, докато се увери, че инфлацията достига 2% доста преди края на прогнозния хоризонт и трайно през останалата част от него, и прецени, че реализираният напредък при базисната инфлация е достатъчен, за да съответства на стабилизирането на инфлацията на 2% в средносрочен план. Освен това Управителният съвет препотвърди другите мерки по паричната си политика.

Икономическа активност

Световната икономика се развиваше с устойчиви темпове през 2021 г. въпреки неблагоприятните фактори, свързани с възобновяването на пандемията от коронавирус, и затрудненията в доставките. Показателите от проучванията показват продължаващо засилване на икономическата активност през първото тримесечие на 2022 г. Войната между Русия и Украйна обаче поражда значителна несигурност за иначе стабилните глобални перспективи. Неотдавнашните проучвания за икономическата активност показват, че от януари до февруари инерцията на растежа се е засилила, тъй като пандемията и натискът от страна на предлагането са отслабнали. Въпреки това поради икономическите последици от войната и постепенната отмяна на политическите стимули прогнозите за глобалния растеж бяха преразгледани надолу спрямо тези от декември, по-специално за 2022 г. и 2023 г. Растежът на световния БВП в реално изражение (без еврозоната) се очаква да нарасне с 6,3% през 2021 г., като се предвижда темпът му да се забави до 4,1% през 2022 г. и до 3,6% през 2023 г. и 2024 г. Растежът на външното търсене в еврозоната се очаква да се понижи от 9,9% през 2021 г., до 4% през 2022 г., 3,2% през 2023 г. и 3,6% през 2024 г. Сравнявайки с глобалния внос, външното търсене в еврозоната е по-тежко засегнато от конфликта поради сравнително големия дял в търговията на еврозоната на Русия и страните от Централна и Източна Европа, които са особено силно изложени на неблагоприятните последици от конфликта. В сравнение с предишните прогнози темпът на растеж на външното търсене в еврозоната остана без промяна за 2022 г., като влиянието на инвазията напълно компенсира положителния остатъчен ефект от 2021 г., а за 2023 г. и 2024 г. той бе ревизиран надолу. Очаква се през 2022 г. затрудненията в

доставките да започнат да намаляват и до 2023 г. да бъдат изцяло преодолени. Експортните цени на конкурентите на еврозоната бяха ревизирани нагоре за 2022 г. и 2023 г., тъй като по-високите цени на борсовите стоки, затрудненията в доставките и възстановяващото се търсене съвпаднаха. Въпреки че бъдещото развитие на пандемията остава важен рисков фактор, който засяга базисните прогнози за глобалната икономика, войната между Русия и Украйна сериозно засилва несигурността. Така нареченият опашен, или остатъчен риск (*tail risk*) от надценяване, свързан с допълнителна ескалация, може да бъде значителен и да попречи на глобалното възстановяване, като същевременно засили инфлационния натиск.

Войната между Русия и Украйна ще окаже съществено влияние върху икономическата активност в еврозоната чрез по-високите цени на енергийните и на борсовите стоки, нарушаването на международната търговия и отслабване на доверието. Въпреки това базовите условия са стабилни и са подкрепени от мащабна помощ по линия на паричната политика. Икономиката отбеляза 5,3% растеж през 2021 г., като в края на годината БВП се завърна на предпандемичното си равнище. Растежът обаче се забави до 0,3% в последното тримесечие на 2021 г. и се очаква да остане слаб и през първото тримесечие на 2022 г. Перспективите за икономиката ще зависят от хода на руско-украинската война, от влиянието на икономическите и финансовите санкции и от други мерки. Същевременно други фактори, които пречат на растежа, вече отслабват. Според базисния сценарий в прогнозите на експертите икономиката на еврозоната ще продължи да се развива стабилно през 2022 г., но с по-слаб темп, отколкото се очакваше преди да избухне войната. Мерките за ограничаване на разпространението на варианта „омикрон“ са имали по-слаб ефект от използваните при предишните вълни на пандемията и сега се отменят. Затрудненията в доставките, предизвикани от пандемията, също показаха известни признаци за намаляване, а пазарът на труда продължи да укрепва. Последниците от значителния шок по линия на цените на енергийните стоки върху хората и бизнеса може да бъдат отчасти смекчени чрез използване на спестяванията, натрупани по време на пандемията, и чрез компенсаторни фискални мерки.

Според макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ от март 2022 г. бюджетното салдо на сектор „държавно управление“ продължава да се подобрява след много високия дефицит, отчетен в резултат от кризата с коронавируса. Рисковете за базисния сценарий обаче са значителни и все повече клонят към по-големи бюджетни дефицити, свързани главно с войната в Украйна. Според базисния сценарий съотношението на дефицита се смята, че е спаднало до 5,5% от БВП през 2021 г. от върховете 7,2% през 2020 г. Предвижда се то да продължи да се понижава до 3,1% през 2022 г. и до 2% в края на прогнозния хоризонт. Що се отнася до фискалната позиция на еврозоната, значителната експанзия през 2020 г. беше последвана от умерено затягане през 2021 г., коригирано веднъж за безвъзмездните средства по „Следващо поколение ЕС“ (*NGEU*). През 2022 г. се очаква позицията да се затегне допълнително, най-вече поради преустановяването на значителна част от мерките за подкрепа, свързани с кризата от коронавируса. Очаква се

затягането да бъде незначително през последните две години от прогнозния хоризонт, като се запази чувствителната подкрепа за икономиката. С оглед на големия риск, който в момента произтича от различни източници и отчасти вече се реализира, фискалните мерки, включително на равнище ЕС, биха помогнали да се защити икономиката. Фискалните политики трябва да останат гъвкави в зависимост от развитието на ситуацията. Готовността да се прилагат фискални мерки не противоречи на необходимостта от надеждно нормализиране на публичните финанси в средносрочен хоризонт.

Според базисния сценарий на прогнозите на експертите в средносрочен план растежът ще зависи от стабилното вътрешно търсене, подкрепено от по-силен пазар на труда. При повече заети лица домакинствата би трябвало да получават по-високи доходи и да харчат повече. Възстановяването в световен мащаб и продължаващата подкрепа от фискалната и паричната политика също допринасят за тези перспективи за растежа. Подкрепата от фискалната и на паричната политика остават решаващи, особено при тази трудна геополитическа ситуация. Очаква се през 2022 г. растежът в еврозоната все още да бъде стабилен, но темпът му да бъде по-бавен, отколкото се очакваше преди началото на войната. В макроикономическите прогнози на експертите от март се предвижда 5,4% годишен растеж на БВП в реално изражение през 2021 г., 3,7% през 2022 г., 2,8% през 2023 г. и 1,6% през 2024 г. В сравнение с декемврийските прогнози перспективите за 2022 г. и 2023 г. са ревизирани надолу. Това почива на допускането, че сегашните прекъсвания на енергийните доставки и негативното въздействие върху доверието, свързано с конфликта, са временни и че глобалните вериги за доставки не са сериозно засегнати. При неблагоприятен сценарий, при който на Русия се налагат по-строги санкции, водещи до известни смущения в световните вериги за създаване на стойност, по-високи енергийни разходи и някои временни съкращения на производството в еврозоната, както и до допълнителни финансови сътресения и по-трайна несигурност, растежът в еврозоната през 2022 г. ще бъде с 1,2 процентни пункта под този в базисния сценарий. Разликата през 2023 г. ще бъде ограничена, а през 2024 г. растежът ще бъде малко по-голям поради ефекта на догонване. В случай на тежък сценарий, който освен характеристиките на неблагоприятния сценарий предполага по-силна реакция на цените на енергийните стоки спрямо по-строги съкращения в предлагането и по-сериозна преоценка на финансовите пазари, растежът на БВП може да се окаже под този в базисния сценарий с 1,4 процентни пункта през 2022 г. и с 0,5 процентни пункта през 2023 г., а през 2024 г. ефектът от догонването да бъде сравнително скромно.

Инфлация

Инфлацията се повиши до 5,8% през февруари спрямо 5,1% през януари и се очаква в близко бъдеще да продължи да расте. Инфлацията при енергийните стоки, която достигна 31,7% през февруари, продължава да е основна причина за високия темп на общата инфлация и тласка нагоре цените в много други сектори. Цените на хранителните стоки също се повишиха под влияние на

сезонни фактори, на големите транспортни разходи и на по-високи цени на торовете. Енергийните разходи нараснаха още през изминалите няколко седмици и се очаква много по-голям натиск върху някои храни и борсови стоки в резултат от войната в Украйна. Повишаването на цените стана по-широко разпространено. Повечето измерители на базисната инфлация се повишиха през последните месеци до нива над 2%. Въпреки това не е сигурно колко трайно ще бъде увеличаването на тези показатели, като се има предвид ролята на временните фактори, свързани с пандемията, и косвените последици от по-високите цени на енергийните стоки. Пазарните индикатори предполагат, че цените на енергийните стоки ще останат високи по-дълго, отколкото доскоро се очакваше, но през прогнозния период ще намалеят. Ценовият натиск, произтичащ от ограниченото предлагане в световен мащаб, също би трябвало да отслабне. Условието на пазара на труда продължи да се подобряват, като през януари безработицата спадна до 6,8%. Въпреки че недостигът на работна ръка засяга все повече сектори, нарастването на заплатите като цяло остана незначително. С течение на времето завръщането на икономиката към работа при пълен капацитет следва да подпомогне донякъде по-бързото нарастване на заплатите. Различните измерители на дългосрочните инфлационни очаквания, изведени от финансовите пазари и от проучванията, са на равнище около 2%. Тези фактори също ще допринесат за по-нататъшно повишаване на базисната инфлация и ще спомогнат общата инфлация да се установи трайно на целевото равнище от 2%.

В макроикономическите прогнози на експертите от март 2022 г. се предвижда годишна инфлация от 5,1% през 2022 г., от 2,1% през 2023 г. и от 1,9% през 2024 г. – съществено над равнището ѝ в предишните декемврийски прогнози, особено за 2022 г. Инфлацията (без енергийните стоки и храните) се очаква да бъде средно 2,6% през 2022 г., 1,8% през 2023 г. и 1,9% през 2024 г., което също е повече, отколкото в прогнозите от декември. Ако описаният по-горе неблагоприятен сценарий се реализира, инфлацията може да бъде с 0,8 процентни пункта по-висока през 2022 г. С възстановяването на равновесието на петролните и газовите пазари големите скокове в цените на енергийните стоки постепенно ще отшумят, което ще доведе до спад на инфлацията под тази в базисния сценарий, особено през 2024 г. При по-неблагоприятния сценарий инфлацията ще бъде с 2,0 процентни пункта по-висока през 2022 г., като през 2023 г. също ще се наблюдава значително по-голяма инфлация. През 2024 г. по-силни вторични ефекти ще неутрализират негативното влияние върху инфлацията от понижаването на цените на енергийните стоки, а инфлацията ще остане без промяна спрямо базисния сценарий.

Оценка на риска

Управителният съвет счита, че рисковете за икономическите перспективи значително са нараснали и клонят към надценяване. Докато рисковете, свързани с пандемията, намаляват, войната в Украйна може да има по-силно влияние върху икономическите нагласи и отново да влоши ограниченията от

страната на предлагането. Трайно високите енергийни разходи заедно със загубата на доверие биха могли да забавят търсенето повече от очакваното и да ограничат потреблението и инвестициите. Същите фактори крият рискове относно прогнозите за инфлацията, които в краткосрочен план клонят към подценяване. Войната в Украйна носи значителен риск от подценяване, особено по отношение на цените на енергийните стоки. Ако ценовият натиск се отрази в по-високо от очакваното увеличение на заплатите или има трайни неблагоприятни последици за предлагането, инфлацията може да се окаже по-висока и в средносрочен хоризонт. Въпреки това, ако в средносрочен план търсенето отслабне, това също би могло да намали натиска върху цените.

Финансови и парични условия

Руската инвазия в Украйна предизвика значителна нестабилност на финансовите пазари. След избухването на войната безрисковите лихвени проценти на паричния пазар частично забавиха увеличението си, наблюдавано след февруарското заседание на Управителния съвет, а курсът на акциите се понижи. Финансовите санкции срещу Русия, включително изключването на някои руски банки от СУИФТ, досега не са предизвикали сериозно напрежение на паричните пазари или недостиг на ликвидност в банковата система на еврозоната. Балансите на банките остават като цяло здрави благодарение на стабилните капиталови позиции и по-малкия брой необслужвани кредити. Сега банките са толкова рентабилни, колкото бяха и преди пандемията. Лихвените проценти по банков кредити за фирми леко се повишиха, докато тези по ипотечни кредити за домакинства остават стабилни на исторически ниски нива. Кредитните потоци към фирми намаляха, след като през последното тримесечие на 2021 г. значително нараснаха. Кредитирането на домакинствата се запазва, особено за покупка на жилище.

Решения по паричната политика

Въз основа на актуализираната си оценка и като взе предвид несигурната среда, Управителният съвет преразглежда графика на програмата за покупка на активи (*APP*) за следващите месеци. Месечно нетните покупки по *APP* ще възлязат на 40 млрд. евро през април, на 30 млрд. евро през май и на 20 млрд. евро през юни. Калибрирането на нетните покупки за третото тримесечие ще зависи от данните и ще отразява променящата се оценка на Управителния съвет за перспективите. Ако постъпващите данни подкрепят очакването, че средносрочните перспективи за инфлацията няма да отслабнат дори след преустановяването на нетните покупки на активи, Управителният съвет ще приключи нетните покупки по *APP* през третото тримесечие. Ако средносрочните перспективи за инфлацията се променят и условията за финансиране станат несъвместими с по-нататъшния напредък към целта от 2%, Управителният съвет остава в готовност да преразглежда графика си за нетни покупки по отношение на техния размер и/или продължителност.

Управителният съвет възнамерява също да продължи да реинвестира изцяло погашенията по главници на ценни книжа с настъпващ падеж, закупени по *APP*, за продължителен период от време след датата, на която ще започне да повишава основните лихвени проценти на ЕЦБ, и във всеки случай толкова дълго, колкото е необходимо за поддържане на благоприятни условия на ликвидност и висока степен на парично стимулиране.

Лихвеният процент при основните операции по рефинансиране и лихвените проценти по пределното кредитно и по депозитното улеснение ще останат непроменени – съответно 0,00%, 0,25% и -0,50%.

Всякакви корекции на основните лихвени проценти на ЕЦБ ще бъдат извършени известно време след края на нетните покупки по *APP* и ще бъдат постепенни. Траекторията на основните лихвени проценти на ЕЦБ ще продължи да се определя от ориентира на Управителния съвет и от неговия стратегически ангажимент да стабилизира инфлацията на ниво от 2% в средносрочен хоризонт. Съответно Управителният съвет очаква основните лихвени проценти на ЕЦБ да останат на сегашните си равнища, докато се увери, че инфлацията ще достигне 2% доста преди края на прогнозния хоризонт и трайно през останалата част от него, и прецени, че реализираният напредък в базисната инфлация е достатъчно напреднал, за да бъде съвместим със стабилизирането на инфлацията на 2% в средносрочен план.

През първото тримесечие на 2022 г. Управителният съвет извършва нетни покупки на активи по програмата за закупуване на активи в условията на извънредна ситуация, причинена от пандемия (*PEPP*), с по-нисък темп, отколкото през предходното тримесечие. Той ще прекрати нетните покупки по *PEPP* в края на март 2022 г.

Управителният съвет възнамерява да реинвестира постъпленията по главници на ценни книжа с настъпващ падеж, придобити по *PEPP*, поне до края на 2024 г. При всички случаи бъдещото намаляване на портфейла на *PEPP* ще се управлява така, че да се предотврати намеса в целесъобразната позиция по паричната политика.

Пандемията показва, че при стресови условия гъвкавото планиране и провеждане на покупките на активи е помогнало да се противодейства на влошеното предаване на паричната политика и е направило по-ефикасни усилията на Управителния съвет да постигне своята цел. В рамките на мандата на Управителния съвет при утежнени условия гъвкавостта ще остане елемент на паричната политика, когато заплахите за предаването ѝ застрашават постигането на ценова стабилност. По-конкретно, в случай на подновяване на свързаната с пандемията фрагментарност на пазара реинвестирането по *PEPP* може по всяко време да бъде гъвкаво коригирано по време, класове активи и държави. Това може да включва покупката на облигации, емитирани от Република Гърция, в допълнение към и над револвиранята и погашенията, за да се избегне прекъсване на покупките в тази юрисдикция, което може да навреди на предаването на паричната политика към гръцката икономика, докато тя още се възстановява от последиците от пандемията. Нетните покупки

по *PEPP* може да се възобновят и в случай на необходимост да се противодейства на негативни шокове, свързани с пандемията.

Управителният съвет ще продължи да наблюдава условията за финансиране на банките, за да гарантира, че операциите с настъпващ падеж по третата поредица от целеви операции по дългосрочно рефинансиране (*TLTRO III*) няма да навредят на гладкото предаване на паричната му политика. Освен това той редовно ще оценява как целевите кредитни операции допринасят за позицията му по паричната политика. Както беше оповестено, Управителният съвет очаква специалните условия, приложими по *TLTRO III*, да приключат в края на юни тази година. Той също счита за подходящо калибрирането на неговата двустепенна система за олихвяване на резервите, така че политиката на отрицателен лихвен процент да не ограничава посредническите възможности на банките в среда с особено голям излишък от ликвидност.

Предвид силно несигурната обстановка, предизвикана от руската инвазия в Украйна, и риска от регионални вторични ефекти, които биха могли да се отразят неблагоприятно върху финансовите пазари в еврозоната, Управителният съвет взе решение да удължи до 15 януари 2023 г. срока на действие на улеснението за централни банки на Евросистемата за обратно изкупуване (*EUREP*). Ето защо *EUREP* ще продължи да допълва редовните споразумения за предоставяне на ликвидност в евро на централни банки извън еврозоната. Заедно те формират цялостен набор от защитни механизми за посрещане на евентуални нужди от ликвидност в евро в случай на смущения на пазара извън еврозоната, които биха могли да повлияят неблагоприятно на гладкото предаване на паричната политика на ЕЦБ. Исканията на централни банки извън еврозоната за индивидуални ликвидни линии в евро ще бъдат оценявани от Управителния съвет във всеки отделен случай.

Управителният съвет остава в готовност да внесе корекции във всички свои инструменти, когато е целесъобразно, за да гарантира, че инфлацията се стабилизира към неговата цел от 2% в средносрочен план.

© Европейска централна банка, 2021

Пощенски адрес 60640 Frankfurt am Main, Germany
Телефон +49 69 1344 0
Уебсайт www.ecb.europa.eu

Всички права запазени. Разрешава се възпроизвеждането с образователна и нетърговска цел, като изрично се посочва източникът.

Изпълнителният съвет на ЕЦБ носи отговорност за съставянето на този бюлетин. Националните централни банки на държавите – членки на ЕС извън еврозоната, превеждат и публикуват само „Обзора“, поместван в броевете на бюлетина, издавани през март, юни, септември и декември на съответната година.

Статистическите данни, включени в този брой, са към 9 март 2022 г.

Специалната терминология е разяснена в [ECB glossary](#) (само на английски език).

ISSN 2363-3573 (онлайн)

Каталожен номер (ЕС): QB-BQ-21-009-BG-N