



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

ЕВРОСИСТЕМА

Икономически бюлетин

Обзор

брой 4 /2022



Икономическа, финансова и парична динамика

Обзор

Високата инфлация е голямо предизвикателство за всички. Управителният съвет ще направи необходимото, за да се върне инфлацията в средносрочен хоризонт към целевото си равнище от 2%.

През май инфлацията отново много се повиши главно поради рязкото увеличение на цените на енергийните стоки и храните, включително поради последиците от войната в Украйна. Инфлационният натиск обаче се разшири и засили, а много стоки и услуги значително поскъпнаха. Експертите от Евросистемата ревизираха съществено нагоре прогнозите си за инфлацията в базисния сценарий. Тези прогнози показват, че известно време инфлацията ще остане нежелано висока. Очаква се обаче намаляването на енергийните разходи, облекчаването на свързаните с пандемията прекъсвания на доставките и нормализирането на паричната политика да доведат до понижение на инфлацията. Макроикономическите прогнози на експертите от Евросистемата от юни 2022 г. предвиждат годишната инфлация да достигне 6,8% през 2022 г., след което да се понижи до 3,5% през 2023 г. и до 2,1% през 2024 г. – повече, отколкото в мартенските прогнози. Това означава, че в края на прогнозния хоризонт се очаква общата инфлация да бъде малко над целта на ЕЦБ. Инфлацията (без енергийните стоки и храните) се предвижда да бъде средно 3,3% през 2022 г., 2,8% през 2023 г. и 2,3% през 2024 г. – също над прогнозата от март.

Неоправданата агресия на Русия спрямо Украйна продължава да оказва негативно въздействие върху икономиката в Европа и извън нея. Тя разстройва търговията, води до недостиг на материали и допринася за високите цени на енергийните и борсовите стоки. Тези фактори ще продължават да подкопават доверието и да потискат растежа, особено в краткосрочен план. Въпреки това са налице условия икономическият растеж да продължи благодарение на текущото възстановяване на икономиката, силния пазар на труда, фискалната подкрепа и спестяванията, натрупани по време на пандемията. След като настоящите неблагоприятни фактори отслабнат, се очаква икономическата активност отново да се засили. Като цяло тази перспектива е отразена в макроикономическите прогнози на експертите от Евросистемата, които предвиждат годишен растеж на БВП в реално изражение от 2,8% през 2022 г., 2,1% през 2023 г. и 2,1% през 2024 г. В сравнение с мартенските прогнози перспективите са ревизирани значително надолу за 2022 г. и 2023 г., а за 2024 г. – нагоре.

Въз основа на актуализираната оценка Управителният съвет реши да предприеме по-нататъшни стъпки за нормализиране на паричната си политика.

В хода на този процес той ще запази възможността за избор, съобразен с данните, постепенност и гъвкав подход при провеждането на паричната политика.

Първо, Управителният съвет реши да прекрати от 1 юли 2022 г. нетните покупки на активи по своята програма за закупуване на активи (*APP*). Той възнамерява 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 при всички случаи толкова дълго, колкото е необходимо за поддържане на условия за достатъчна ликвидност и подходяща позиция по паричната политика.

Второ, Управителният съвет извърши внимателен преглед на условията, които според неговите предварителни насоки трябва да бъдат изпълнени, преди да започне да повишава основните лихвени проценти на ЕЦБ. В резултат на тази оценка той стигна до заключението, че тези условия са изпълнени. Съответно и според последователността на своята политика Управителният съвет възнамерява на заседанието си по паричната политика през юли да повиши основните лихвени проценти на ЕЦБ с 25 базисни точки. Погледнато в по-далечна перспектива, той очаква през септември отново да повиши основните лихвени проценти на ЕЦБ. Калибрирането на това увеличение на лихвения процент ще зависи от актуализираните средносрочни перспективи за инфлацията. Ако те се запазят или влошат, на заседанието през септември ще бъде целесъобразно да се приеме по-голямо увеличение.

Трето, след септември въз основа на текущата си оценка Управителният съвет предвижда, че ще бъде целесъобразно по-нататъшно постепенно, но устойчиво повишаване на лихвените проценти. В съответствие с ангажимента за постигане на средносрочната си цел от 2% темпът, с който Управителният съвет коригира паричната си политика, ще зависи от постъпващите данни и от това как според него ще се развива инфлацията в средносрочен хоризонт.

В рамките на мандата на Управителния съвет в условия на стрес гъвкавостта ще остане елемент на паричната политика, в случай че заплахите за предаването ѝ застрашават постигането на ценова стабилност.

Икономическа активност

Икономическите последици от руското нахлуване в Украйна и новото затваряне на икономиката в Китай представляват две основни пречки пред глобалния растеж в краткосрочен план. Индикаторите от проучванията потвърждават, че активността в света се забавя. Блокираната икономическа активност в Азия и войната в Украйна оказват натиск върху световните вериги за доставки след кратък период на отслабването му в началото на годината. Нарушенията във веригите за доставки и в дейността на стоковите борси подхранват инфлацията на фона на все повече доказателства, че инфлационният натиск се засилва и разширява. За засилване на инфлационния натиск свидетелстват и растящите

експортни цени на конкурентите на еврозоната. Цените на борсовите стоки остават нестабилни и изложени на рискове, свързани с предлагането, докато финансовите условия се затягат. Финансовите условия в света се ожесточиха в резултат от нормализирането на паричната политика, понижаването на цените на рисковите активи и увеличаването на доходността. На този фон макроикономическите прогнози на експертите от Евросистемата от юни 2022 г. показват, че глобалният реален БВП (без еврозоната) ще нарасне с 3,0% през 2022 г., с 3,4% през 2023 г. и с 3,6% през 2024 г., което представлява траектория на по-слаб растеж от предвиденото в мартенските прогнози. Очаква се двата основни неблагоприятни фактора да окажат значително влияние върху търговията в краткосрочен план, но впоследствие въздействието им да се разсее. Прогнозният растеж на външното търсене в еврозоната е по-слаб и претърпя по-големи корекции надолу, отколкото растежът на световния внос, като европейските държави извън еврозоната, които имат по-тесни икономически връзки с Русия и Украйна, са по-силно засегнати от икономическите трусове, предизвикани от нахлуването. В условията на засилена несигурност балансът на рисковете относно базисните прогнози твърдо клони към надценяване за растежа и към подценяване за инфлацията.

Войната между Русия и Украйна оказва сериозно влияние върху икономиката на еврозоната, а перспективите все още са съпроводени с голяма несигурност. Налице са обаче условия в средносрочен хоризонт икономиката да продължи да расте и да се възстановява. В краткосрочен план Управителният съвет очаква активността да бъде потисната от високите енергийни разходи, от влошаването на условията на търговия, от по-голямата несигурност и неблагоприятното влияние на високата инфлация върху разполагаемия доход. Войната в Украйна и подновените пандемични ограничения в Китай отново засилиха затрудненията в предлагането. В резултат на това фирмите са изправени пред по-високи разходи и прекъсвания във веригите си за доставки, а перспективите за бъдещото производство се влошиха.

Въпреки по-добрия от очакваното резултат през 2021 г. перспективите за бюджетното салдо на еврозоната се влошиха значително след финализирането на макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ от март 2022 г. По-неблагоприятните перспективи са свързани с отрицателната динамика на икономическия цикъл, очакваните увеличени лихвени плащания и допълнителните дискреционни държавни разходи. Мерките за фискална подкрепа бяха насочени по-специално към противодействие на нарастващата издръжка на живота на потребителите, но също и към финансиране на отбранителната способност и помощ за бежанците от войната в Украйна. Въпреки това според макроикономическите прогнози на експертите на Евросистемата от юни 2022 г. се очаква бюджетният дефицит на сектор „държавно управление“ на еврозоната да продължи да намалява – от 5,1% от БВП през 2021 г. до 3,8% през 2022 г. и по-нататък до 2,4% в края на прогнозния хоризонт. След силното ѝ смекчаване по време на коронавирусната криза през 2020 г. през миналата година фискалната позиция се ожесточи и се очаква да продължи постепенно да се затяга през 2022 г. и 2023 г. Прогнозираното леко затягане през 2022 г. се дължи главно на отмяната на значителна част от

извънредните мерки за подкрепа срещу пандемията, които ще бъдат само частично компенсирани с допълнителни мерки за стимулиране в отговор на шока от цените на енергийните стоки и с други разходи, свързани с руско-украинската война. Предвижда се фискалното затягане да бъде малко по-силно през 2023 г., когато се очаква да изтече срокът на много от неотдашните мерки за подкрепа, компенсиращи въздействието на високите цени на енергийните стоки. През 2024 г. се очаква по-неутрална позиция, въпреки че в сравнение с предпандемичния период се предвижда да се запази значителен обем фискална помощ за икономиката.

В условията на засилена несигурност и на риск от надценяване на икономическите перспективи предвид войната в Украйна, както и на поскъпване на енергийните стоки и продължаващи смущения във веригите за доставки, на 23 май 2022 г. Европейската комисия препоръча удължаване до края на 2023 г. на действието на общата клауза за изключенията на Пакта за стабилност и растеж (*SGP*). Това ще позволи, ако е необходимо, адаптиране на фискалните политики към променящите се обстоятелства. Същевременно, при положение че фискалните дисбаланси все още надхвърлят предпандемичните си равнища, а инфлацията е извънредно висока, бюджетната политика трябва да бъде все по-избирателна и целенасочена, за да не допринесе за средносрочно засилване на инфлационния натиск, като същевременно в средносрочен хоризонт гарантира фискалната устойчивост.

Фискалната политика помага да се смекчат последиците от войната. Целенасочените и временните бюджетни мерки защитават хората, които поемат бремето на по-високите цени на енергийните стоки, като ограничават риска от допълнителен инфлационен натиск. Бързото изпълнение на плановете за инвестиции и структурни реформи в рамките на програмата на ЕС „Следващо поколение ЕС“, на пакета „Подготвени за цел 55“ и на плана за реорганизация на европейската енергийна система *REPowerEU* също ще подпомогне по-бързия устойчив растеж на икономиката в еврозоната, за да стане тя по-устойчива спрямо глобални шокове.

Има и други фактори, които подкрепят икономическата активност и се очаква през следващите месеци те да се засият. Повторното отваряне на тези сектори, които са най-много засегнати от пандемията, и силният пазар на труда с повече заети лица ще продължат да подпомагат доходите и потреблението. Освен това спестяванията, натрупани по време на пандемията, представляват буфер. Базисните прогнози от юни 2022 г. в макроикономическите прогнози на експертите от Евросистемата се основават на допусканията, че текущите санкции срещу Русия ще се запазят през целия прогнозен хоризонт (включително ембаргото на ЕС върху петрола); острата фаза на войната ще продължи до края на годината без по-голяма ескалация; прекъсванията на енергийните доставки няма да доведат до нормиране на потреблението в държавите от еврозоната, а затрудненията в доставките постепенно ще изчезнат до края на 2023 г. Всичко това предполага много по-слаби (макар и още положителни) краткосрочни перспективи за растеж, като след 2022 г. пречките за него ще отслабнат, а средносрочните темпове на растеж ще бъдат

малко по-високи от ретроспективните средни величини, отразявайки постепенното възстановяване от икономическите последици от пандемията и отшумяването на отрицателното влияние на войната в условията на като цяло стабилни пазари на труда. Според макроикономическите прогнози на експертите от Евросистемата от юни 2022 г. растежът на реалния БВП в еврозоната се очаква да се увеличи средно с 2,8% през 2022 г. (от които 2,0 процентни пункта са свързани с ефект на пренос от 2021 г.) и с по 2,1% през 2023 г. и 2024 г. В сравнение с прогнозите на експертите от ЕЦБ от март 2022 г. прогнозата за растежа беше ревизирана надолу с 0,9 процентни пункта за 2022 г. и с 0,7 процентни пункта за 2023 г. най-вече поради икономическото влияние на войната в Украйна, докато растежът за 2024 г. беше ревизиран нагоре с 0,5 процентни пункта, отразявайки възобновяване на активността успоредно с отшумяването на неблагоприятните фактори.

Инфлация

Инфлацията нарасна допълнително до 8,1% през май. Въпреки че правителствата се намесиха и спомогнаха за забавяне на енергийната инфлация, цените на енергийните стоки са с 39,2% над нивата им преди година. Пазарните индикатори показват, че цените на енергийните стоки ще останат високи в краткосрочен план, но след това до известна степен ще се понижат. Цените на храните се повишиха със 7,5% през май, което отчасти отразява значението на Украйна и Русия сред основните производители на селскостопански стоки в света. Цените се увеличиха по-силно и поради подновилите се затруднения в доставките, както и поради възстановеното вътрешно търсене, особено в сектора на услугите, едновременно с възстановяването на икономиката на еврозоната. Повишаването на цените обхваща все повече различните сектори. Съответно, измерителите на базисната инфлация допълнително се увеличиха. Пазарът на труда продължава да се подобрява, като през април безработицата се задържа на исторически минимум от 6,8%. Свободните работни места в много сектори показват, че има значително търсене на работна ръка. Нарастването на заплатите, включително в прогнозните показатели, започна да се засилва. С течение на времето укрепването на икономиката и някои ефекти на догонване би трябвало да подпомогнат по-бързото увеличаване на заплатите. Макар че повечето измерители на дългосрочните инфлационни очаквания, изведени от финансовите пазари и от експертни проучвания, се задържат на равнище около 2%, първите признаци за корекция на тези измерители над целевите им равнища изискват внимателно наблюдение.

След рязкото нарастване на инфлацията в началото на 2022 г. прогнозата е за по-висока и по-устойчива инфлация. Очаква се общата ХИПЦ инфлация да остане много висока през по-голямата част от 2022 г., като средно достигне 6,8%, след което постепенно от 2023 г. нататък да намалява и през втората половина на 2024 г. да се доближи до целевото равнище на ЕЦБ за инфлацията. Натискът върху цените ще остане извънредно силен в средносрочен хоризонт поради повишените цени на петрола и газа и

поскъпването на храните на борсите, които са сериозно засегнати от войната в Украйна, а също поради ефекта от новото отваряне на икономиката и затрудненията при доставките в световен мащаб. Очакваното понижение на инфлацията до 3,5% през 2023 г. и 2,1% през 2024 г. отразява главно предполагаема умереност на борсовите цени на енергийните стоки и храните при липсата на допълнителни шокове, както е заложено в цените на фючърсите. Освен това продължаващото нормализиране на паричната политика, доколкото то се изразява в допускания за по-високи лихвени проценти (в съответствие с пазарните очаквания), ще допринесе за умерена инфлация при обичайния лаг в нейното предаване. ХИПЦ инфлацията (без енергийните стоки и храните) ще остане много висока до края на 2022 г., но след това се очаква да се понижи, тъй като засилващият се натиск от повторното отваряне на икономиката отслабва, а затрудненията в доставките и натискът по линия на енергийните производствени разходи намаляват. Продължаващото възстановяване на икономиката, затягането на пазарите на труда и някои ефекти от компенсирането на заплатите (които се очаква да нарастват доста над ретроспективните средни величини) за по-високата инфлация предполагат по-висока базисна инфлация до края на прогнозния хоризонт, въпреки че базисният сценарий предвижда, че дългосрочните инфлационни очаквания ще останат добре стабилизирани. В сравнение с макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ от март 2022 г. прогнозата за инфлацията е ревизирана съществено нагоре. Това отразява най-новите изненадващи данни, по-високите борсови цени на енергийните и хранителните стоки, по-устойчивия натиск за повишаването им поради затруднения в доставките, по-силния растеж на заплатите и понижението на обменния курс на еврото. Тези ефекти с излишък компенсират влиянието на допусканията за увеличаване на лихвените проценти и по-слабите перспективи за растежа.

Оценка на риска

Управителният съвет преценява, че рисковете, свързани с пандемията, са намалели, но войната в Украйна продължава да представлява значителен риск от надценяване на растежа. По-специално, основен риск би представлявало по-нататъшно прекъсване на енергийните доставки за еврозоната, както е отразено в неблагоприятния сценарий, включен в прогнозите на експертите. Освен това, ако войната ескалира, икономическите нагласи може да се влошат, ограниченията от страна на предлагането да се увеличат и разходите за енергийни стоки и храни да останат трайно по-високи от очакваното. Рисковете, свързани с инфлацията, са предимно от нейното подценяване. Рисковете относно средносрочните перспективи за инфлацията включват продължително влошаване на производствения капацитет на икономиката в еврозоната, устойчиво високи цени на енергийните и хранителните стоки, засилване на инфлационните очаквания над целевото равнище на ЕЦБ и по-голямо от очакваното увеличаване на заплатите. Ако обаче в средносрочен план търсенето отслабне, това ще намали натиска върху цените.

Финансови и парични условия

В отговор на променящите се перспективи за инфлацията и на паричната политика пазарните лихвени проценти се повишиха. С повишаването на референтните лихвени проценти се увеличиха разходите за банково финансиране, а това доведе до по-високи лихвени проценти по банковите кредити, особено за домакинства. Въпреки това през март кредитирането на предприятия се увеличи. Това се дължеше на запазващата се необходимост от финансиране за инвестиции и оборотен капитал на фона на нарастващи производствени разходи, на устойчиви затруднения в предлагането и по-слаба зависимост от пазарно финансиране. Кредитите за домакинства също се увеличиха, отразявайки продължаващото стабилно търсене на ипотечни кредити.

В съответствие със стратегията си за паричната политика Управителният съвет предприе своето полугодишно задълбочено оценяване на взаимовръзката между паричната политика и финансовата стабилност. След последния преглед през декември 2021 г. средата за финансовата стабилност се влоши, особено в краткосрочен хоризонт. В частност по-ниският растеж и засилващият се натиск върху разходите, както и повишаването на лихвените проценти по безрискови активи и доходността на държавните облигации биха могли да доведат до по-нататъшно влошаване на условията за финансиране, пред което са изправени кредитополучателите. Същевременно по-строги условия за финансиране могат да намалят някои съществуващи области на уязвимост за финансовата стабилност в средносрочен план. Банките, които започнаха годината със здрави капиталови позиции и подобряващо се качество на активите, сега са изправени пред по-голям кредитен риск. Управителният съвет ще следи отблизо тези фактори. При всички случаи макропруденциалната политика остава първата линия на отбраната за запазване на финансовата стабилност и справяне с областите на уязвимост в средносрочен хоризонт.

Решения по паричната политика

Въз основа на актуализираната си оценка Управителният съвет взе решение от 1 юли 2022 г. да прекрати нетните покупки на активи по *APP*. Той възнамерява 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 условия за достатъчна ликвидност и подходяща позиция по паричната политика.

Що се отнася до програмата за закупуване на активи в условията на извънредна ситуация, причинена от пандемия (*PEPP*), Управителният съвет възнамерява да реинвестира постъпленията по главници на ценни книжа с настъпващ падеж, придобити по програмата, 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.

В случай на подновяване на свързаната с пандемията фрагментираност на пазара реинвестирането по *PEPP* може по всяко време да бъде гъвкаво коригирано по време, класове активи и държави. Това може да включва покупка на облигации, емитирани от Република Гърция, в допълнение към и над револвираните погашения, 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 извърши внимателен преглед на условията, които според неговите предварителни насоки трябва да бъдат изпълнени, преди да започне да повишава основните лихвени проценти на ЕЦБ. В резултат на тази оценка той стигна до заключението, че тези условия са изпълнени.

Ето защо в съответствие с последователната си политика Управителният съвет възнамерява да повиши основните лихвени проценти на ЕЦБ с 25 базисни точки на заседанието си по въпросите на паричната политика през юли. Междувременно той взе решение да остави лихвения процент при основните операции по рефинансиране и лихвените проценти по пределното кредитно улеснение и по депозитното улеснение непроменени съответно на 0,00%, 0,25% и -0,50%.

Погледнато в по-далечна перспектива, Управителният съвет очаква през септември отново да повиши основните лихвени проценти на ЕЦБ. Калибрирането на това увеличение на лихвения процент ще зависи от актуализираните средносрочни перспективи за инфлацията. Ако те се запазят или се влошат, на заседанието през септември ще бъде уместно да се приеме по-голямо увеличение.

След септември въз основа на текущата си оценка Управителният съвет предвижда, че ще бъде подходящо по-нататъшно постепенно, но устойчиво повишаване на лихвените проценти. В съответствие с ангажимента си за постигане на средносрочната цел от 2% темпът, с който Управителният съвет коригира паричната си политика, ще зависи от постъпващите данни и от това как според него ще се развива инфлацията в средносрочен хоризонт.

Управителният съвет ще продължи да наблюдава условията за финансиране на банките и ще гарантира, че операциите с настъпващ падеж по третата поредица 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 по-рано, специалните условия, приложими по *TLTRO III*, ще приключат на 23 юни 2022 г.

Управителният съвет остава в готовност да внесе корекции във всички свои инструменти, включвайки гъвкавост, ако това е оправдано, за да гарантира, че инфлацията ще се стабилизира на целевото равнище от 2% в средносрочен план. 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 прави по-ефикасни усилията на Управителния съвет да постигне своята цел. В рамките на мандата на ЕЦБ и в условията на стрес гъвкавостта ще остане елемент от паричната политика, особено когато заплахите за нейното предаване застрашават постигането на ценова стабилност.

След специално заседание на 15 юни Управителният съвет съобщи още, че ще действа гъвкаво при реинвестирането на очакваните погашения по портфейла на *PEPP* с цел запазване на функционирането на предавателния механизъм на паричната политика, което е предпоставка ЕЦБ да може да изпълнява мандата си за ценова стабилност. Освен това Управителният съвет реши да възложи на съответните комитети на Евросистемата заедно със службите на ЕЦБ да ускорят приключването на разработката на нов инструмент за борба с фрагментарността, който да бъде разгледан от Управителния съвет.

© Европейска централна банка, 2022

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 8 юни 2022 г.

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

PDF ISSN 2363-3573, QB-BQ-22-002-BG-N