



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

ЕВРОСИСТЕМА

Икономически бюлетин

Обзор

брой 6 / 2022



Икономическа, финансова и парична динамика

Обзор

На 8 септември Управителният съвет взе решение да повиши трите основни лихвени процента на ЕЦБ със 75 базисни точки. Тази голяма стъпка поставя началото на прехода от сегашните изключително стимулиращи нива на лихвените проценти към нива, които ще осигурят навременното връщане на инфлацията към целта на Управителния съвет – 2% в средносрочен план. Въз основа на актуализираната си оценка той очаква на следващите няколко заседания допълнително да повиши лихвените проценти, за да забави търсенето и да предотврати риска от обрат към устойчиво повишаване на очакванията за инфлацията. Управителният съвет редовно ще извършва преоценка на политическите си ходове с оглед на постъпващата информация и перспективите за развитието на инфлацията. Неговите бъдещи решения за основните лихвени проценти все така ще зависят от данните и ще бъдат вземани отделно за всяко заседание.

Управителният съвет прие това решение и очаква да повишава още лихвените проценти, тъй като инфлацията остава твърде висока и вероятно ще се задържи над целевото равнище за продължителен период. По предварителна експресна оценка на Евростат тя е достигнала 9,1% през август. Нарастващите цени на енергоносителите и храните, натискът от страна на търсенето в някои сектори вследствие на повторното отваряне на икономиката и затрудненията във веригите на доставки все още тласкат нагоре инфлацията. Ценовият натиск продължи да се засилва и да се разпространява в икономиката и в краткосрочен план е възможно инфлацията още да се повиши. Тя ще се понижи, когато сегашните фактори, обуславящи инфлацията, отзвучат постепенно с течение на времето и нормализирането на паричната политика се пренесе към икономиката и процеса на ценообразуване. Гледайки напред, експертите на ЕЦБ ревизираха значително нагоре прогнозите си за инфлацията и сега се очаква тя да достигне средно 8,1% през 2022 г., 5,5% през 2023 г. и 2,3% през 2024 г.

След подем през първата половина на 2022 г. последните данни сочат съществено забавяне на икономическия растеж в еврозоната, като се очаква застой в икономиката по-късно през годината и през първото тримесечие на 2023 г. Много високите енергийни цени намаляват покупателната способност на доходите на населението и макар затрудненията в доставките да отслабват, те все още ограничават икономическата активност. Освен това неблагоприятната геополитическа обстановка, особено неоправданото нападение от страна на Русия над Украйна, влошава доверието на бизнеса и потребителите. Тази перспектива е отразена в последните прогнози на експертите за икономическия растеж, които бяха осезаемо ревизирани надолу за остатъка от текущата

година и за цялата 2023 г. Сега експертите очакват икономиката да нарасне с 3,1% през 2022 г., с 0,9% през 2023 г. и с 1,9% през 2024 г.

Трайните слабости, породени от пандемията, все още създават риск за гладкото пренасяне на паричната политика към икономиката. Ето защо Управителният съвет ще продължи да прилага гъвкав подход при реинвестиране на постъпленията от книгата с настъпил падеж от портфейла по програмата за закупуване на активи в условията на извънредна ситуация, причинена от пандемия (*PEPP*), за да противодейства на рисковете, свързани с пандемията, за трансмисионния механизъм.

Икономическа активност

Високата инфлация, затегнатите финансови условия и продължаващите затруднения при доставките оказват неблагоприятно въздействие върху икономическата активност в световен мащаб. Данните от наблюденията сочат повсеместно отслабване на икономическата активност. Според макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ от септември 2022 г. перспективата е за слаб растеж в световен мащаб, като се предвижда световният реален БВП, без еврозоната, да нарасне с 2,9% през 2022 г., с 3,0% през 2023 г. и с 3,4% през 2024 г. Тази перспектива е по-слаба от очертаната в прогнозите на експертите от Евросистемата от юни 2022 г. и означава, че световната икономика се очаква да нараства през тази и следващата година с темп, малко по-нисък от дългосрочния среден, тъй като активността се забавя в развитите икономики и в страните с нововъзникващи пазари. Перспективата за по-слабо търсене и подобряващото се предлагане спомогнаха за омекотяване на натиска по веригите на предлагането, макар все още той да е налице. Наред със световния растеж перспективите пред световната търговия и външното търсене на стоки от еврозоната също се влошиха в сравнение с юнските прогнози. Инфлационният натиск в световен мащаб остава обширен и засилен в условията на скокове в цените на суровините, продължаващи затруднения в доставките, все още относително силно търсене и затегнат пазар на труда. Този натиск обаче се очаква да намалее, когато пазарите на суровини се стабилизират и растежът отслабне. В среда на висока несигурност равновесието на рисковете за прогнозните показатели в основния сценарий клони надолу по отношение на световния растеж и нагоре по отношение на инфлацията.

Икономиката в еврозоната нарасна с 0,8% през второто тримесечие на 2022 г. главно благодарение на значителните потребителски разходи за услуги, изискващи физически контакт с клиентите, в резултат на отпадането на ограниченията във връзка с пандемията. Тъй като гражданите пътуваха повече през лятото, това се отрази особено благоприятно върху страните с голям туристически сектор. Същевременно бизнесът страдаше от високите енергийни разходи и продължаващите затруднения в доставките, въпреки че тези трудности постепенно отслабваха. Макар процъфтяващият туризъм да подпомага икономическия растеж през третото тримесечие, Управителният

съвет очаква икономиката значително да се забави през остатъка на годината. Четири са основните причини за това. Първо, високата инфлация намалява разходите и производството в цялата икономика, като тези затруднения се засилват от нарушенията в газовите доставки. Второ, силният подем в търсенето на услуги, който се наблюдаваше с повторното отваряне на икономиката, ще забави инерцията си през близките месеци. Трето, отслабването на търсенето в световен мащаб, както и в контекста на по-затегнатата парична политика в много от големите икономики, и влошаването на условията на търговия ще означават по-малка подкрепа за икономиката в еврозоната. Четвърто, несигурността остава висока и доверието рязко спада.

В същото време пазарът на труда остава стабилен, подпомагайки икономическата активност. През второто тримесечие на 2022 г. броят на заетите се увеличи с над 600 000 души, а през юли безработицата остана на рекордно ниско равнище от 6,6%. Броят на отработените човекочасове нарасна още – с 0,6% през второто тримесечие на 2022 г., и надвиши нивата от преди пандемията. В перспектива забавянето на икономическата активност вероятно ще доведе до известно повишение на коефициента на безработица.

Базовият сценарий в прогнозата на експертите от ЕЦБ от септември 2022 г. се основава на допусканията, че търсенето на газ ще бъде по-сдържано от високите цени и превантивните мерки за пестене на енергия (след неотдавнашното споразумение в ЕС за съкращаване на търсенето на газ с до 15%) и че няма да има нужда от режим на големи ограничения на газа. Въпреки това се допуска необходимостта от определено съкращаване на производството през зимата в страни, които са силно зависими от вноса на руски природен газ и с риск от недостиг в снабдяването. Макар затрудненията във веригите на доставки да понамаляха напоследък донякъде по-бързо от очакваното, те все още спъват активността и се допуска, че ще бъдат само постепенно преодоляни. В средносрочен план при връщане на равновесието на енергийния пазар, с намаляване на несигурността, разрешаване на проблемите при доставките и с повишаване на реалните доходи се очаква растежът да тръгне нагоре въпреки по-неблагоприятните условия за финансиране. Пазарът на труда се очаква да отслабне вследствие на понижаването на икономическата активност, но да остане като цяло доста устойчив. В обобщение, според прогнозите на експертите от ЕЦБ от септември 2022 г. се очаква средният годишен темп на растеж на реалния БВП да възлезе на 3,1% през 2022 г., видимо да се забави до 0,9% през 2023 г. и да се повиши до 1,9% през 2024 г. В сравнение с юнските прогнози на експертите от Евросистемата перспективата за растежа на БВП е ревизирана нагоре с 0,3 процентни пункта за 2022 г. вследствие на положителните изненадващи данни през първата половина на годината и коригирана надолу с 1,2 процентни пункта за 2023 г. и с 0,2 процентни пункта за 2024 г. главно поради влиянието на нарушените енергийни доставки, по-високата инфлация и свързания с това спад на доверието.

Според прогнозите на експертите от ЕЦБ от септември 2022 г. бюджетното салдо в еврозоната се предвижда стабилно да се подобрява през периода до

2024 г., макар и малко по-слабо от предвижданията в юнските прогнози. Въпреки това прогнозата за фискалната сфера продължава да е съпътствана с висока доза несигурност, свързана главно с войната в Украйна и измененията на енергийните пазари, които могат да предизвикат правителствата да приемат допълнителни мерки за бюджетно стимулиране. Такива фискални мерки за подкрепа имаха за цел да противодействат в голяма степен на повишаващата се издръжка на живота за потребителите, особено във връзка с енергията. Освен това финансирането на нови средства за отбраната и подкрепата за бежанците от руската война в Украйна също изиграха роля. Независимо от това бюджетният дефицит на сектор „държавно управление“ в еврозоната се очаква да продължи да спада, намалявайки от 5,1% от БВП през 2021 г. до 3,8% през 2022 г. и по-нататък до 2,7% към края на прогнозния хоризонт. След силното разхлабване на бюджета в отговор на кризата, породена от коронавируса (COVID-19) през 2020 г., фискалната позиция бе затегната през миналата година и се очаква това донякъде да продължи, особено през 2023 г., и тя да стане неутрална през 2024 г. В условията на повишена несигурност и рискове от понижаване на икономическата перспектива с оглед на войната в Украйна, както и на повишенията на цените на енергоносителите и продължаващите нарушения във веригите на доставки, на 23 май 2022 г. Европейската комисия препоръча удължаване на действието до края на 2023 г. на общата клауза за дерогация на Пакта за стабилност и растеж. Това ще позволи на фискалните политики да се адаптират към променящите се условия при необходимост. В същото време при бюджетните дисбаланси, които все още надвишават нивата от преди пандемията, и изключително високата инфлация фискалната политика следва да бъде все по-избирателна и целенасочена, за да избегне засилването на инфлационния натиск в средносрочен план, с което да се осигури фискална стабилност в рамките на средносрочния период.

Мерките за фискална подкрепа за смекчаване на последиците от високите енергийни цени трябва да са временни и насочени към най-уязвимите домакинства и фирми, за да се ограничи рискът от нарастване на инфлационния натиск, да се подобри ефективността на публичните разходи и да се запази устойчивостта по отношение на дълга. Структурните мерки трябва да са насочени към повишаване на потенциала за растеж на еврозоната и към укрепване на нейната устойчивост.

Инфлация

През август инфлацията се повиши още до 9,1%. Инфлацията при енергийните цени остана изключително висока – 38,3%, и беше пак доминиращият компонент в общия показател за инфлацията. Пазарните показатели сочат, че в краткосрочен план цените на петрола ще намаляват, докато цените на едро на газа ще останат изключително високи. Инфлацията при храните също се повиши през август – до 10,6%, отчасти отразявайки по-високите разходи за производство, свързани с енергията, нарушенията в търговията с хранителни суровини и с неблагоприятни метеорологични условия. Макар нарушенията в доставките да понамаляха, те продължиха постепенно да се отразяват върху

потребителските цени и оказваха натиск за повишаване на инфлацията наред с възстановяващото се търсене в сектора на услугите. Обезценяването на еврото също спомогна за засилването на инфлационния натиск. Ценовият натиск обхваща все повече и повече сектори, отчасти вследствие на влиянието на високите енергийни разходи в рамките на цялата икономика. Съответно измерителите на базисната инфлация останаха на повишени нива и в последните прогнози на експертите се предвижда инфлацията, изключваща цените на храните и енергията, да достигне 3,9% през 2022 г., 3,4% през 2023 г. и 2,3% през 2024 г. Гъвкавите пазари на труда и известно наваксване при компенсирането на по-високата инфлация вероятно ще стимулират нарастването на заплатите. В същото време постъпващите данни и последните споразумения по заплатите сочат, че динамиката на възнагражденията ще остане като цяло ограничена. Повечето измерители на дългосрочните инфлационни очаквания в момента са на нива около 2%, въпреки че неотдавнашните ревизии на някои показатели, надвишаващи целевото равнище, налагат постоянно наблюдение.

Инфлацията продължава да се повишава вследствие на допълнителните големи сътресения при доставките, които се отразяват върху потребителските цени с по-бърз темп, отколкото в миналото. Според макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ от септември 2022 г. общата инфлация, измерена чрез ХИПЦ, се очаква да остане над 9% през остатъка на тази година в резултат на изключително повишените цени на енергоносителите и на хранителните суровини, както и поради натиска за повишаването ѝ вследствие на повторното отваряне на икономиката, недостига на доставки и затягането на пазара на труда. Очакваното понижение на инфлацията от средно 8,1% през 2022 г. до 5,5% през 2023 г. и 2,3% през 2024 г. отразява главно резкия спад на инфлацията при енергията и храните като резултат от негативния базов ефект и допусканото понижение на цените на суровините в съответствие с цените на фючърсите. Инфлацията, измерена чрез ХИПЦ, без цените на енергията и храните, се предвижда да остане на безпрецедентно високи нива до средата на 2023 г., но също се очаква да спада след този период, когато последиците от повторното отваряне на икономиката намалеят и затрудненията с доставките и натискът на енергийните цени върху разходите за производство отслабнат. През 2024 г. общата инфлация се очаква да остане над целевото равнище на ЕЦБ от 2%. Това се дължи на забавеното въздействие на високите енергийни цени върху неенергийните компоненти на инфлацията, неотдавнашното обезценяване на еврото, стабилните пазари на труда и някои ефекти от компенсирането на инфлацията при заплатите, които се очаква да нарастват с доста над досегашните средни темпове. В сравнение с юнските прогнози на експертите от Евросистемата общата инфлация беше ревизирана значително нагоре за 2022 г. (с 1,3 процентни пункта) и за 2023 г. (с 2,0 процентни пункта) и леко за 2024 г. (с 0,2 процентни пункта), отразявайки изненадващите последни данни, драматичното повишение в допусканията за цените на едро на газа и електрическата енергия, по-силния растеж на заплатите и неотдавнашното понижение на курса на еврото. Тези ефекти напълно неутрализират натиска за понижаване, оказван от последния спад в цените на хранителните суровини,

по-слабите от предварително допусканияте затруднения при доставките и по-слабите перспективи за растеж.

Оценка на риска

В условията на забавящи се темпове на световната икономика рисковете за растежа са предимно за понижаването му, особено в краткосрочен план. Както е отразено в по-неблагоприятния сценарий на прогнозата на експертите, при продължителна война в Украйна се запазва значителен риск за растежа, особено ако фирмите и домакинствата се сблъскат с режим на ограничения в енергийните доставки. В такава обстановка доверието може още да се влоши и ограниченията в областта на предлагането отново да се утежнят. Разходите за енергия и храна също биха могли да останат за дълго по-високи от очакваното. По-нататъшно влошаване на перспективите пред глобалната икономика може също да повлияе негативно върху външното търсене от еврозоната.

Рисковете за прогнозата за инфлацията са предимно за повишаването ѝ. По същия начин, както при растежа, най-големият риск в краткосрочен период е от засилване на нарушенията на енергийните доставки. В средносрочен план инфлацията може да се окаже по-висока от очакваното поради трайно влошаване на производствения капацитет на икономиката на еврозоната, допълнителни увеличения на цените на енергията и храните, повишение в очакванията за инфлацията над целевото равнище на Управителния съвет или по-голямо от предвижданото нарастване на заплатите. Ако енергийните разходи обаче намаляват или търсенето отслабва в средносрочен план, това би могло да намали натиска върху цените.

Финансови и парични условия

Пазарните лихвени проценти се повишиха в очакване на допълнително нормализиране на паричната политика в отговор на перспективите за инфлацията. През последните месеци кредитът за фирмите поскъпна, а банковите лихви по заемите за домакинства са на най-високите нива от повече от пет години насам. Що се отнася до обемите, банковото кредитиране за фирмите остава силно засега, отчасти отразявайки необходимостта от финансиране на по-високите производствени разходи и за трупане на запаси. Ипотечното кредитиране за домакинства забавя темпа си вследствие на затягането на кредитните стандарти, увеличаващите се разходи по заемите и слабото потребителско доверие.

Решения по паричната политика

Въз основа на текущата си оценка Управителният съвет взе решение да повиши трите основни лихвени процента на ЕЦБ със 75 базисни точки. Съгласно него лихвеният процент по основните операции за рефинансиране,

по пределното кредитно улеснение и по депозитното улеснение бяха увеличени до съответно 1,25%, 1,50% и 0,75%, в сила от 14 септември 2022 г. Тази голяма стъпка поставя началото на прехода към преобладаващо силно нерестриktivно равнище на основните лихви в паричната политика, които ще спомогнат за трайно връщане на инфлацията към целта на Управителния съвет за равнище от 2% в средносрочен план. Той прие това решение и очаква да повишава още лихвените проценти, тъй като инфлацията остава твърде висока и вероятно ще се задържи над целевото равнище за продължителен период. Неговите бъдещи решения за основните лихвени проценти все така ще зависят от данните и ще се взимат отделно за всяко заседание.

След повишаването на лихвата по депозитното улеснение над нулата вече не е необходима двустепенната система за олихвяване на свръхрезервите. Управителният съвет затова прие решение на заседанието си на 8 септември 2022 г. да прекрати двустепенната система, като определи нулева стойност за множителя.

Управителният съвет възнамерява да продължи да реинвестира в пълен обем погашенията по главници на ценни книжа с настъпващ падеж, придобити по *APP*, през продължителен период от време след датата, на която започна да повишава основните лихвени проценти на ЕЦБ, и във всеки случай толкова дълго, колкото е необходимо за поддържането на условия на висока ликвидност и целесъобразна позиция по паричната политика. По отношение на *PEPP* Управителният съвет възнамерява да продължи да реинвестира погашенията по главници на ценни книжа с настъпващ падеж, придобити по *PEPP*, най-малко до края на 2024 г. Във всеки случай бъдещото постепенно ликвидиране на портфейла на *PEPP* ще се ръководи така, че да се предотврати намеса в целесъобразната позиция по паричната политика. Погашенията с настъпващ падеж от портфейла по *PEPP* се реинвестират гъвкаво с цел преодоляване на свързаните с пандемията рискове за трансмисионния механизъм.

Управителният съвет ще продължи да наблюдава условията за финансиране на банките и ще гарантира, че операциите с настъпващ падеж от третата поредица от целеви операции по дългосрочно рефинансиране (*TLTRO III*) няма да затруднят гладкото предаване на паричната му политика. Освен това той редовно ще оценява как целевите кредитни операции допринасят за позицията му по паричната политика.

С цел да съхрани ефективността на пренасянето на паричната политика и да запази нормалното функциониране на пазара, на 8 септември 2022 г. Управителният съвет взе решение временно да премахне тавана от 0% за олихвяване на депозитите на сектор „държавно управление“. Вместо това таванът временно ще остане на равнището на по-ниския от двата лихвени процента – този по депозитното улеснение на Евросистемата или краткосрочния лихвен процент по трансакции в евро (*€STR*), а също при положителна лихва по депозитното улеснение. Мярката се очаква да остане в сила до 30 април 2023 г. Това изменение ще предотврати рязко изтичане на депозити към пазара във време, когато някои сегменти на репо пазара в

еврозоната проявяват признаци за недостиг на обезпечение, и то ще даде възможност за задълбочена оценка как паричните пазари се приспособяват към връщането на положителни лихвени проценти.

Управителният съвет има готовност да коригира всички свои инструменти в рамките на мандата си, за да осигури стабилизиране на инфлацията на целевото равнище от 2% в средносрочен план. Инструментът за защита на трансмисионния механизъм се предоставя, за да неутрализира необоснована, нарушена пазарна динамика, която създава сериозна заплаха за предаването на паричната политика във всички страни от еврозоната, като по този начин ще предостави възможност на Управителния съвет да изпълнява по-ефикасно своя мандат за ценовата политика.

© 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 7 септември 2022 г.

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

PDF - ISSN 2363-3573, QB-BQ-22-003-BG-N