



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

ЕВРОСИСТЕМА

Икономически бюлетин

Обзор

брой 8 / 2022



Икономическа, финансова и парична динамика

Обзор

На 15 декември 2022 г. Управителният съвет реши да повиши трите основни лихвени процента на ЕЦБ с 50 базисни точки, като предвид съществено ревизираната нагоре прогноза за инфлацията се очаква да ги повиши допълнително. В частност Управителният съвет прецени, че лихвените проценти ще продължат да се повишават значително със стабилни темпове, за да достигнат равнища, които са достатъчно ограничителни, за да осигурят навременно връщане на инфлацията към средносрочната цел от 2%. Запазването на лихвените проценти на рестриктивни нива ще намали с времето инфлацията, потискайки търсенето, и също така ще предпазва от риска от трайна промяна към повишаване на инфлационните очаквания. Бъдещите решения на Управителния съвет за лихвената политика все така ще зависят от данните и ще се вземат отделно на всяко заседание.

Основните лихвени проценти на ЕЦБ са главният инструмент на Управителния съвет при определяне на позицията по паричната политика. По време на заседанието си през декември Управителният съвет също така обсъди принципите за нормализиране на паричната политика на Евросистемата по отношение на вложенията в ценни книжа. От началото на март 2023 г. нататък портфейлът по програмата за закупуване на активи (*APP*) ще намалява с премерен и предвидим темп, като Евросистемата няма да реинвестира всички постъпления по главници на ценни книжа с настъпил падеж. Намалението ще възлиза средно на 15 млрд. евро месечно до края на второто тримесечие на 2023 г., а последващият темп ще се определи с течение на времето.

На заседанието си през февруари 2023 г. Управителният съвет ще обяви подробните параметри за намаляване на наличностите по *APP*. Управителният съвет ще оценява регулярно темпа на намаляване на портфейла по *APP*, за да гарантира, че той остава в съответствие с общата стратегия и позиция по паричната политика, за да запази функционирането на пазара и да поддържа строг контрол върху краткосрочните условия на паричния пазар. До края на 2023 г. Управителният съвет също така ще преразгледа своята оперативна рамка за управление на краткосрочните лихвени проценти, което ще предостави информация относно крайния резултат на процеса по нормализиране на балансите.

На заседанието си през декември 2022 г. Управителният съвет реши да повиши лихвените проценти и очаква да продължава да ги повишава значително, защото инфлацията се запазва твърде висока и се прогнозира да остане над целевото равнище за продължителен период от време. Според предварителната оценка на Евростат инфлацията беше 10,0% през ноември и

е малко по-ниска от отчетената през октомври (10,6%). Спадът е резултат най-вече от по-ниската инфлация при цените на енергоносителите. Инфлацията при храните и натискът от страна на базисните цени в икономиката се засилиха и ще продължат още известно време. В условията на изключителна несигурност експертите на Евросистемата ревизираха значително нагоре прогнозите си за инфлацията. Сега те предвиждат инфлацията да достигне средно 8,4% през 2022 г., след което да се забави до 6,3% през 2023 г., като в течение на годината се очаква тя осезаемо да се понижава. След това се прогнозира инфлацията да достигне средно 3,4% през 2024 г. и 2,3% през 2025 г. Инфлацията, без енергията и храните, се предвижда да е средно 3,9% през 2022 г. и да се повиши до 4,2% през 2023 г., след което да спадне до 2,8% през 2024 г. и до 2,4% през 2025 г.

Възможно е икономиката на еврозоната да се свие през четвъртото тримесечие на 2022 г. и през първото тримесечие на 2023 г. вследствие на енергийната криза, високата несигурност, отслабващата икономическа активност и по-затегнатите условия за финансиране. Според макроикономическите прогнози за еврозоната на експертите от Евросистемата от декември 2022 г. рецесията би била сравнително краткотрайна и плитка. Въпреки това се очаква растежът да бъде слаб през 2023 г., като бе значително ревизиран надолу в сравнение с прогнозите за еврозоната на експертите на ЕЦБ от септември 2022 г. Отвъд краткосрочния хоризонт се предвижда растежът да се възстанови с отшумяването на сегашните неблагоприятни фактори. Като цяло според прогнозите от декември 2022 г. вече се очаква икономиката да нараства с 3,4% през 2022 г., с 0,5% през 2023 г., с 1,9% през 2024 г. и с 1,8% през 2025 г.

Икономическа активност

Перспективите пред световната икономика се влошиха в условията на повишена геополитическа несигурност, висока и нарастваща инфлация и затегнати условия за финансиране. Според прогнозите от декември 2022 г. растежът на реалния БВП в световен мащаб (без еврозоната) се очаква да се забави до 2,6% през 2023 г. – под средния дългосрочен темп, след което да се възстановява постепенно до 3,1% и 3,3% през 2024 г. и 2025 г. съответно. Тази перспектива е по-слаба в сравнение с очертаната в прогнозата от септември 2022 г. Перспективите за световната търговия и външното търсене на стоки от еврозоната също се влошиха спрямо прогнозираните през септември 2022 г. Натискът върху цените в световен мащаб остава широкообхватен и повишен в условията на все още относително стабилно търсене, затегнати условия на пазара на труда и високи цени на храните, но се очаква той да намалее със стабилизирането на пазарите за суровини и отслабването на растежа. 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 глобалния натиск върху цените.

Икономическият растеж в еврозоната се забави до 0,3% през третото тримесечие на годината. Високата инфлация и по-затегнатите условия за

финансиране намаляват разходите и производството, като понижават реалните доходи на домакинствата и повишават разходите на предприятията. Световната икономика също забавя темпа си при продължаващата геополитическа несигурност, особено вследствие на необоснованата война на Русия срещу Украйна и нейния народ, както и при повсеместното затягане на условията за финансиране. Последното влошаване на условията за търговия, отразяващо по-бързото повишение на вносните спрямо износните цени, продължава да оказва неблагоприятно влияние върху покупателната способност в еврозоната.

Положителното е, че заетостта се увеличи с 0,3% през третото тримесечие, а безработицата през октомври достигна до ново историческо ниско ниво от 6,5%. Очаква се растящите заплати да възстановят част от загубената покупателна способност, стимулирайки потреблението. Въпреки това, докато икономиката отслабва, създаването на работни места вероятно ще се забави и безработицата може да се повиши през идните тримесечия.

Перспективите за еврозоната се влошиха в известна степен с по-слабия растеж и по-високата и по-устойчива инфлация от предвидените в прогнозата от септември 2022 г. Експертите сега очакват краткосрочна и недълбока рецесия в еврозоната в края на годината. Докато икономическите последици от войната в Украйна продължават да се проявяват и да стимулират силния инфлационен натиск, показателите за доверието на потребителите и бизнеса останаха слаби, като реалните разполагаеми доходи намаляват и нарастващият натиск върху разходите ограничава производството, особено в по-енергоемките промишлени отрасли. Отрицателните икономически последици се очаква да бъдат частично смекчени чрез мерките на фискалната политика. В допълнение, високите нива на запасите от природен газ и продължаващите усилия за намаляване на търсенето и за замяна на руския газ с алтернативни източници предполагат, че се очаква еврозоната да избегне необходимостта от налагане на производствени съкращения във връзка с енергийни ограничения в прогнозния период, въпреки че рискът от нарушени енергийни доставки остава висок, особено за зимата на 2023 г. – 2024 г. В средносрочен план с възстановяването на баланса на енергийния пазар се очаква несигурността да намалее и реалните доходи да се подобрят. В резултат на това се очаква икономическият растеж да тръгне нагоре, подкрепен от засилващото се външно търсене и отстраняването на оставащите затруднения с доставките и въпреки по-неблагоприятните условия за финансиране. Пазарът на труда се очаква да остане сравнително устойчив при предстоящата умерена рецесия, отразявайки запазването на работните места в условията на значителен недостиг на работна ръка. Като цяло, средногодишният растеж на реалния БВП се очаква значително да се забави – от 3,4% през 2022 г. до 0,5% през 2023 г., след което да се ускори до 1,9% през 2024 г. и до 1,8% през 2025 г. В сравнение с прогнозите от септември 2022 г. предвижданията за растежа на БВП са ревизирани нагоре с 0,3 процентни пункта за 2022 г. поради изненадващите положителни данни през лятото и надолу с 0,4 процентни пункта за 2023 г., докато за 2024 г. остават непроменени.

Според прогнозите от декември 2022 г. се предвижда бюджетното салдо в еврозоната да се влоши през 2023 г., след което да се подобрява по-нататък, докато държавният дълг се предвижда да намалява през целия прогнозен период. След очаквано подобрение през 2022 г. (от -5,1% от БВП през 2021 г. до -3,5% през 2022 г.) се прогнозира спад на бюджетното салдо до -3,7% през 2023 г. Допълнително подобряване се очаква през 2024 г. и в по-малка степен през 2025 г., когато бюджетното салдо се предвижда да достигне -2,6% от БВП. Въпреки това, то все още е доста под нивото отпреди пандемията (-0,6%). След рязкото увеличение през 2020 г. общият държавен дълг на еврозоната се очаква да намалява през прогнозния период и да достигне 88% от БВП през 2025 г., което е все още над нивото преди пандемията. Това очаквано намаление се дължи главно на благоприятните диференциали между лихвите по дълга и икономическия растеж благодарение на растежа на номиналния БВП, който компенсира изцяло постоянните, макар и намаляващи, първични дефицити.

Мерките за фискална подкрепа, предназначени за предпазване на икономиката от въздействието на високите енергийни цени, трябва да бъдат временни, целеви и разработени конкретно за запазване на стимулите за по-ниско енергийно потребление. Фискалните мерки, които не отговарят на тези принципи, вероятно ще изострят инфлационния натиск, което ще наложи необходимостта от по-силна реакция на паричната политика. Освен това, в съответствие с рамката за икономическо управление на ЕС фискалните политики трябва да са насочени към повишаване на производителността на икономиката на еврозоната и постепенното намаляване на високия публичен дълг. Политиките за увеличаване на капацитета на доставки в еврозоната, особено в енергийния сектор, могат да способстват за намаляване на ценовия натиск в средносрочен план. За тази цел правителствата трябва спешно да приложат плановете си за инвестиционната и структурната реформа по програмата „ЕС от ново поколение“. Реформата на рамката за икономическо управление на ЕС трябва бързо да бъде завършена.

Инфлация

Инфлацията се забави до 10,0% през ноември благодарение главно на по-ниската инфлация при енергоносителите, като инфлацията в сектора на услугите също намаля. Инфлацията при храните се повиши още – до 13,6%, тъй като високите разходи за производството им бяха пренесени върху потребителските цени. Ценовият натиск остана силен във всички сектори отчасти вследствие на влиянието на високите енергийни разходи в рамките на цялата икономика. Инфлацията, без енергията и храните, остана непроменена през ноември – 5,0%, а други измерители на базисната инфлация също са високи.

Фискалните мерки за компенсиране на домакинствата за високите енергийни цени и за инфлацията са насочени към намаляване на инфлацията през 2023 г., но тя ще се повиши, когато бъдат премахнати. Затрудненията във

веригите за доставки постепенно отслабват, въпреки че последиците от тях все още допринасят за инфлацията, като водят в частност до повишаване на цените на стоките. Същото се отнася и до премахването на ограниченията, свързани с пандемията – макар и да отслабва, ефектът от латентното търсене все още тласка цените нагоре, особено в сектора на услугите. Понижаването на обменния курс на еврото през 2022 г. също продължава да се отразява върху потребителските цени.

Нарастването на заплатите се засилва, подкрепено от стабилните пазари на труда и от известно наваксване при заплатите като компенсация на работещите за високата инфлация. Очаква се тези фактори да продължат да действат, затова прогнозите от декември 2022 г. предвиждат заплатите да нарастват с доста по-високи темпове от средните в ретроспективен план и да тласкат нагоре инфлацията през целия прогнозен период. Повечето измерители на дългосрочните инфлационни очаквания в момента са за равнище около 2%, въпреки че по-нататъшни ревизии на някои показатели над целта налагат по-продължително наблюдение.

В условията на изключителна несигурност експертите на Евросистемата ревизираха значително нагоре прогнозите си за инфлацията. Очаква се инфлацията да намалее от средно 8,4% през 2022 г. до 6,3% през 2023 г., понижавайки се от 10% през последното тримесечие на 2022 г. до 3,6% през последното тримесечие на 2023 г. След това инфлацията се очаква да спадне до средно 3,4% през 2024 г. и до 2,3% през 2025 г. Понижението на инфлацията през прогнозния период отразява силни базови ефекти през цялата 2023 г., свързани с намаляването на цените на енергията, постепенното въздействие от нормализирането на паричната политика на ЕЦБ, което започна през декември 2021 г., перспективата за по-слаб растеж и допусканото намаление на цените на енергията и продоволствените стоки в съответствие с цените на фючърсите, както и предположението, че дългосрочните очаквания за инфлацията ще останат стабилизирани. Общата инфлация се очаква да спадне до средносрочната цел на ЕЦБ от 2% през втората половина на 2025 г., докато ХИПЦ инфлацията, без енергия и храни, през целия прогнозен период ще остане над 2%. Тази устойчивост се дължи на забавените косвени ефекти от високите енергийни цени и от предходното рязко понижаване на обменния курс на еврото (независимо от последното му леко повишение), както и на стабилните пазари на труда и ефекта от инфлационните компенсации на заплатите, които в номинално изражение се очаква да нарастват с темпове, доста по-високи от средните в ретроспективен план (макар в реално изражение те да останат през целия прогнозен период под равнищата, наблюдавани преди войната в Украйна). В сравнение със септемврийските прогнози от 2022 г. общата инфлация е ревизирана значително нагоре за 2022 г. (с 0,3 процентни пункта), за 2023 г. (с 0,8 процентни пункта) и за 2024 г. (с 1,1 процентни пункта), отразявайки изненадващите последни данни, преоценката за силата и продължителността на верижния натиск върху цените и неговото прехвърляне, по-силния растеж на заплатите и по-високите цени на продоволствените стоки. Тези импулси за повишаване напълно неутрализират натиска за понижаване, оказван от допусканите по-ниски цени на петрола, природния газ и

електроенергията, по-бързото отслабване на затрудненията при доставките, последното повишение на обменния курс на еврото и по-слабите перспективи за растеж. И нещо важно – новите фискални мерки, предприети след прогнозите от септември 2022 г., повечето от които целят да се намали нарастването на енергийните цени през 2023 г., смаяват възходящата ревизия за инфлацията през 2023 г., но значително допринасят за ревизираната нагоре стойност за 2024 г., тъй като се очаква много от тях да отпаднат дотогава.

Оценка на рисковете

Рисковете пред прогнозата за икономическия растеж са в низходяща посока, особено в краткосрочен план. Войната срещу Украйна продължава да поражда съществен неблагоприятен риск за икономиката. Разходите за енергия и храни също биха могли да останат трайно по-високи от очакваното. Възможно е да има допълнително забавяне на растежа в еврозоната, ако световната икономика отслабне по-рязко от очакваното.

Рисковете по отношение на прогнозата за инфлацията са предимно във възходяща посока. В краткосрочен план съществуващият верижен натиск може да доведе до по-значително от очакваното увеличение на цените на дребно на енергията и храните. В средносрочен план рисковете произтичат най-вече от вътрешни фактори, като продължително повишение на очакванията за инфлацията над целевото равнище на ЕЦБ от 2% или по-високо от предвиденото увеличение на заплатите. И обратното – спад в цените на енергоносителите или по-нататъшно отслабване на търсенето биха понижали ценовия натиск.

Финансови и парични условия

Със затягането на паричната политика на ЕЦБ заемите стават все по-скъпи за предприятията и домакинствата. Банковото кредитиране за предприятията остава значително, като предприятията заменят облигациите с банкови кредити и използват кредита, за да финансират по-високите си разходи за производство и инвестиции. Домакинствата вземат по-малко заеми заради по-затегнатите кредитни стандарти, повишаващите се лихвени проценти, влошаващите се прогнози за жилищния пазар и по-ниското доверие на потребителите.

В съответствие със стратегията на паричната политика Управителният съвет прави задълбочена оценка на взаимната връзка между паричната политика и финансовата стабилност два пъти в годината. Условията за финансовата стабилност се влошиха от последния преглед през юни 2022 г. насам вследствие на отслабването на икономиката и повишаващия се кредитен риск. Освен това уязвимостите на държавите нараснаха в условията на влошени икономически перспективи и по-слаби фискални позиции. Затягането на условията за финансиране би смекчило натрупването на финансови уязвимости и би намалило рисковете от екстремни отклонения на инфлацията

в средносрочен план, но на цената от по-висок риск от системен стрес и по-голям риск от понижаване на растежа в краткосрочен план. Освен това нуждите от ликвидност за небанковите финансови институции може да засилят колебанията на пазара. В същото време банките от еврозоната разполагат с капитал на добро равнище, което спомага за намаляване на страничните ефекти от по-строгата парична политика върху финансовата стабилност. Макропруденциалната политика остава първата защитна линия за запазване на финансовата стабилност и преодоляване на уязвимостите в средносрочен план.

Решения, свързани с паричната политика

По време на заседанието си през декември Управителният съвет реши да повиши трите основни лихвени процента на ЕЦБ с 50 базисни точки и предвид съществено ревизираната нагоре перспектива за инфлацията очаква да ги повишава още. Съгласно това решение лихвеният процент по основните операции за рефинансиране и лихвените проценти по пределното кредитно улеснение и по депозитното улеснение бяха увеличени до съответно 2,50%, 2,75% и 2,00%, в сила от 21 декември 2022 г. Управителният съвет прецени, че лихвените проценти ще трябва да се повишават значително с равномерен темп, за да достигнат достатъчно рестриктивни нива за осигуряване на навременно връщане на инфлацията към средносрочната цел от 2%. Запазването на лихвените проценти на ограничителни равнища ще намали инфлацията с течение на времето, отслабвайки търсенето, и също така ще предпазва от риска от трайно възходяща промяна в инфлационните очаквания. Бъдещите решения относно основните лихвени проценти на Управителния съвет ще продължат да зависят от данните и ще се вземат отделно на всяко заседание.

Управителният съвет възнамерява да продължи реинвестирането в пълен обем на постъпленията по главници на ценните книжа с настъпил падеж, придобити по програмата *APP*, до края на февруари 2023 г. Впоследствие портфейлът по *APP* ще намалява с премерен и предвидим темп, като Евросистемата няма да реинвестира всички погашения по главници на ценни книжа с настъпил падеж. Спадът ще възлиза средно на 15 млрд. евро месечно до края на второто тримесечие на 2023 г. и последващият темп ще бъде определен с течение на времето. По отношение на програмата за закупуване на активи в условията на извънредна ситуация, причинена от пандемия (*PEPP*), Управителният съвет възнамерява да продължи да реинвестира погашенията по главници на ценни книжа с настъпващ падеж, придобити по нея, най-малко до края на 2024 г. Във всеки случай бъдещото постепенно ликвидиране на портфейла на *PEPP* ще се управлява така, че да се предотврати намеса в целесъобразната позиция по паричната политика. Ето защо Управителният съвет ще продължи да прилага гъвкав подход при реинвестиране на постъпленията от книгата с настъпил падеж от портфейла по *PEPP*, за да противодейства на рисковете за трансмисионния механизъм на паричната политика, свързани с пандемията.

Докато банките връщат средствата, заети при целевите операции по дългосрочното финансиране, Управителният съвет ще подлага редовно на оценка как целевите операции по кредитиране допринасят за позицията по паричната политика.

Управителният съвет има готовност да внесе корекции във всички свои инструменти в рамките на мандата си, за да осигури връщането 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, и така дава възможност на Управителния съвет да изпълнява по-ефикасно своя мандат за ценова стабилност.

© 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 14 декември 2022 г.

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

PDF - ISSN 2363-3573, QB-BQ-22-004-BG-N