



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

ЕВРОСИСТЕМА

Икономически бюлетин

Обзор

брой 4/2023



Икономическа, финансова и парична динамика

Обзор

Инфлацията спада, но според прогнозата тя ще остане доста висока твърде дълго. Управителният съвет е решен да осигури своевременното връщане на инфлацията към нейното целево равнище от 2% в средносрочен план. Ето защо на заседанието си на 15 юни 2023 г. той взе решение да повиши трите основни лихвени проценти на ЕЦБ с по 25 базисни точки.

Увеличението на лихвените проценти отразява актуализираната оценка на Управителния съвет за перспективата за инфлацията, динамиката на базисната инфлация и степента на пренасяне на паричната политика. Според макроикономическите прогнози за еврозоната на експертите на Евросистемата от юни 2023 г. се очаква средната годишна инфлация да бъде 5,4% през 2023 г., 3,0% през 2024 г. и 2,2% през 2025 г. Показателите за базисната инфлация сочат, че натискът върху цените остава силен, макар че при някои се наблюдават начални признаци на отслабване. Експертите ревизираха нагоре прогнозите си за инфлацията, изключваща енергията и храните, особено за тази и следващата година поради неотдавнашните изненадващи повишения и последиците от стабилния трудов пазар върху скоростта, с която се забавя темпът на инфлацията. Сега те предвиждат тя да достигне 5,1% през 2023 г., след което да намалее до 3,0% през 2024 г. и 2,3% през 2025 г. Експертите понижиха леко предвижданията си за икономическия растеж през тази и следващата година. Сега те очакват икономиката да нарасне с 0,9% през 2023 г., с 1,5% през 2024 г. и с 1,6% през 2025 г.

Същевременно предходните повишения на лихвените проценти от Управителния съвет неотклонно се пренасят върху условията за финансиране и постепенно оказват въздействие върху цялата икономика. Разходите по заемите се повишиха рязко и нарастването на кредита се забавя. Затегнатите условия за финансиране са основна причина за прогнозираното по-нататъшно понижаване на инфлацията към целевото равнище, тъй като се очаква те все повече да потискат търсенето.

С бъдещите си решения Управителният съвет ще осигури основните лихвени проценти на ЕЦБ да бъдат доведени до равнища, които са достатъчно рестриктивни, за да се постигне своевременното връщане на инфлацията към средносрочната цел от 2%, и ще ги поддържа на тези нива толкова дълго, колкото е необходимо. При определяне на подходящото равнище и продължителност на рестриктивността той все така ще прилага подход, съобразен с данните. По-специално, неговите решения за лихвените проценти ще продължат да се основават на оценката за перспективата за инфлацията с

оглед на постъпващата икономическа и финансова информация, динамиката на базисната инфлация и степента на предаване на паричната политика.

Управителният съвет потвърди, че от юли 2023 г. ще прекрати реинвестициите по програмата за закупуване на активи (APP).

Икономическа активност

Световната икономика започна тази година с по-силен темп, отколкото през четвъртото тримесечие на 2022 г., благодарение на повторното отваряне на китайската икономика и устойчивостта на пазара на труда в САЩ. Основен двигател на активността в световен мащаб бе секторът на услугите, докато промишленото производство остава сравнително слабо. Неблагоприятните последици от проблемите в банковия сектор в САЩ в началото на март доведоха за кратко до сериозно напрежение на световните финансови пазари. Оттогава повечето цени на активите се възстановиха от загубите, отчетени през този период, а участниците на финансовите пазари също ревизираха надолу очакванията си за бъдещите стъпки на Федералния резерв по затягане на паричната политика. Въпреки това продължаващата несигурност засилва неблагоприятните фактори за световния растеж, включително високата инфлация, затягането на финансовите условия в световен мащаб и геополитическото напрежение. В тази обстановка перспективите за световния растеж и инфлацията в прогнозите от юни 2023 г. остават в общи линии непроменени спрямо макроикономическите прогнози за еврозоната на експертите на ЕЦБ от март 2023 г. Малката възходяща ревизия на растежа в световен мащаб през 2023 г. е свързана главно с по-силното от очакваното възстановяване на търсенето в Китай през първото тримесечие, което беше частично неутрализирано от неблагоприятното въздействие на по-строгите финансови и кредитни условия в САЩ и в други развити икономики. Перспективата за инфлацията е ревизирана леко нагоре за 2024 г. на фона на свити пазари на труда и все още силно нарастване на заплатите в развитите икономики, докато по-ниските цени на суровините обясняват леката низходяща ревизия към прогнозираната инфлация за 2023 г. Очаква се през годината световната търговия да нараства с много по-бавен темп от реалния БВП, тъй като структурата на световното търсене стана по-малко зависима от търговията. Перспективите за световната търговия за 2023 г. бяха ревизирани надолу, макар и до голяма степен заради значителните отрицателни инерционни ефекти от четвъртото тримесечие на 2022 г. и слабите резултати в големите икономики през първото тримесечие.

През последните месеци икономиката на еврозоната е в застой. Както и през четвъртото тримесечие на миналата година, тя се сви с 0,1% през първото тримесечие на 2023 г. на фона на спад на частното и публичното потребление. Икономическият растеж вероятно ще остане слаб в краткосрочен план, но в течение на годината ще укрепва с намаляването на инфлацията и при отслабващи нарушения в доставките. Условията в различните сектори на икономиката не са еднакви: преработващата промишленост продължава да

отслабва, отчасти поради по-слабото търсене в световен мащаб и по-строгите условия за финансиране в еврозоната, докато услугите се запазват устойчиви.

Пазарът на труда остава източник на подкрепа. През първото тримесечие на годината бяха създадени почти един милион нови работни места, а през април безработицата достигна най-ниското досега равнище от 6,5%. Средният брой на отработените часове също се увеличи, въпреки че все още е малко под равнището отпреди пандемията.

Според прогнозите от юни 2023 г. се очаква икономиката да започне да нараства през следващите тримесечия при понижаване на цените на енергоносителите, засилване на външното търсене и преодоляване на затрудненията в предлагането, което ще позволи на фирмите да продължат да се справят със значителното изоставане на поръчките, а несигурността, включително свързаната с неотдавнашното напрежение в банковия сектор, продължава да намалява. Освен това се предвижда реалните доходи да се подобряват, подкрепени от стабилния пазар на труда, като безработицата ще достигне нови най-ниски равнища в ретроспективен план през прогнозния период. Затягането на паричната политика на ЕЦБ ще се отразява все по-силно върху реалната икономика. Наред с постепенното оттегляне на фискалната подкрепа това ще окаже неблагоприятно въздействие върху икономическия растеж в средносрочен план. Като цяло средногодишният растеж на реалния БВП се очаква да се забави до 0,9% през 2023 г. (от 3,5% през 2022 г.), след което да се повиши до 1,5% през 2024 г. и 1,6% през 2025 г. В сравнение с прогнозите от март 2023 г. предвижданията за растежа на БВП са ревизирани надолу с 0,1 процентни пункта за 2023 г. и за 2024 г., отразявайки главно затегнатите финансови условия. Растежът на БВП през 2025 г. остава непроменен, тъй като се очаква тези ефекти да бъдат частично неутрализирани от въздействието на по-високия реален разполагаем доход и по-ниската несигурност.

През прогнозния период се предвижда перспективата за състоянието на публичните финанси на еврозоната да се подобри. След значителния му спад през 2022 г. бюджетният дефицит на еврозоната се очаква да продължи да намалява с по-бавен темп през 2023–2024 г. и съвсем слабо през 2025 г. (до 2,5% от БВП). Понижението на бюджетното салдо в края на прогнозния период в сравнение с 2022 г. се обяснява с подобряването на циклично изгладеното първично салдо и в по-ограничена степен – с по-добър цикличен фискален компонент, докато лихвените плащания постепенно нарастват като дял от БВП през периода. Предвижда се дългът да продължи да се понижава, макар и по-бавно след 2022 г., и да достигне 87,3% от БВП през 2025 г. Това се дължи главно на отрицателните диференциали между лихвените проценти и растежа, които компенсират напълно продължаващите първични дефицити. Въпреки това през 2025 г. както съотношенията на дефицита, така и на дълга се очаква да останат над равнищата отпреди пандемията. В сравнение с прогнозите от март 2023 г. бюджетното салдо остава в общи линии непроменено в края на прогнозния период, докато съотношението на дълга е ревизирано леко нагоре.

за 2023–2025 г. главно поради по-неблагоприятен диференциал между лихвените проценти и растежа.

С отзвучаването на енергийната криза правителствата следва бързо и организирано да оттеглят мерките за подпомагане, свързани с нея, за да се избегне повишаването на инфлационния натиск в средносрочен план, което да изисква по-силна реакция от страна на паричната политика. Фискалните политики трябва да бъдат ориентирани към повишаване на производителността на икономиката на еврозоната и постепенно намаляване на високия публичен дълг. Мерките за засилване на капацитета за доставки на еврозоната, особено в енергийния сектор, могат също да спомогнат за намаляване на ценовия натиск в средносрочен план. Реформата на рамката за икономическо управление на ЕС следва да приключи бързо.

Инфлация

Според моментната оценка на Евростат инфлацията спадна допълнително от 7,0% през април до 6,1% през май. Понижението беше широкообхватно. Инфлацията при цените на енергоносителите, която се повиши през април, възобнови низходящата си тенденция и през май е отрицателна. Инфлацията при храните отново спадна, но остана висока на ниво от 12,5%.

Инфлацията, изключваща енергията и храните, се понижи през май за втори пореден месец – до 5,3% от 5,6% през април. Инфлацията на стоките намаля допълнително – до 5,8% спрямо 6,2% през април. При услугите тя се понижи за първи път от няколко месеца – от 5,2% на 5,0%. Показателите за базисната инфлация сочат, че ценовият натиск остава силен, макар че при някои се наблюдават начални признаци на отслабване.

Предходните повишения на енергийните разходи все още тласкат нагоре цените в цялата икономика. Неудовлетвореното търсене след повторното отваряне на икономиката също продължава да тласка нагоре инфлацията, особено при услугите. Натискът от страна на заплатите, макар отчасти да отразява еднократни плащания, става все по-важен фактор за инфлацията. През първото тримесечие на годината компенсацията на един нает се увеличи с 5,2%, а договорените заплати – с 4,3%. Освен това в някои сектори фирмите успяха да запазят сравнително високи печалбите си, особено там, където търсенето надвишава предлагането. Макар че повечето измерители на дългосрочните инфлационни очаквания в момента са на равнище около 2%, някои показатели остават повишени и изискват внимателно наблюдение.

Според прогнозите от юни 2023 г. на експертите, предвиждащи при енергоносителите инфлацията да отбелязва все по-големи отрицателни стойности в течение на 2023 г., а при храните тя рязко да се забави, се очаква общата инфлация да продължи да се понижава, достигайки около 3% през последното тримесечие на годината. Въпреки това се предвижда в краткосрочен план ХИПЦ инфлацията, без енергия и храни, да превиши

общата инфлация и да остане над нея до началото на 2024 г., макар следвайки постепенно низходящ тренд от втората половина на 2023 г. С постепенното отзвучаване на косвените ефекти от предходните шокове в цените на енергоносителите и другия верижен ценови натиск, водещи до очаквания спад, разходите за труд ще се превърнат в основен двигател на базисната инфлация, която не включва енергията и храните. През по-голямата част от прогнозния период се очаква растежът на заплатите да надвишава повече от двойно средния в ретроспективен план благодарение на компенсациите за инфлацията и свития пазар на труда, както и на увеличението на минималните работни заплати. Въпреки това нормата на печалба, която нарасна осезаемо през 2022 г., се очаква да действа като буфер донякъде срещу пренасянето на тези разходи в средносрочен план. В допълнение, през следващите години паричната политика следва да потиска допълнително базисната инфлация. Като цяло се предвижда общата инфлация да се понижи от 8,4% през 2022 г. до средно 5,4% през 2023 г., 3,0% през 2024 г. и 2,2% през 2025 г. В сравнение с прогнозите от март 2023 г. очакванията за общата инфлация са ревизирани леко нагоре за целия прогнозен период. Това се дължи главно на значителната възходяща ревизия на ХИПЦ инфлацията, изключваща енергията и храните, отразяваща корекциите вследствие на по-високите от очакваното последни данни за инфлацията и донякъде по-големите разходи за труд на единица продукция, които напълно неутрализират ефекта от допусканите по-ниски енергийни цени и затегнатите условия на финансиране.

Оценка на рисковете

Управителният съвет прецени, че перспективата за икономическия растеж и инфлацията остава много несигурна. Рискове за по-нисък растеж включват неоправданата война на Русия срещу Украйна и повишаване на геополитическото напрежение в по-широк мащаб, което би могло да фрагментира световната търговия и по този начин да окаже неблагоприятно влияние върху икономиката на еврозоната. Растежът може също да бъде по-бавен, ако въздействието на паричната политика е по-енергично от предвиденото. Възобновяването на напрежението на финансовите пазари може да доведе до още по-строги от предвижданото условия за финансиране и до отслабване на доверието. Също така по-слабият растеж на световната икономика би могъл допълнително да потисне икономическата активност в еврозоната. Растежът обаче би могъл да бъде по-висок от прогнозираното, при положение че силният пазар на труда и намаляващата несигурност означават хората и предприятията да стават по-уверени и да изразходват повече средства.

Рисковете за по-висока инфлация включват евентуално възобновяване на натиска за повишаване на разходите за енергия и храни, също свързано с войната на Русия срещу Украйна. Продължително повишение на инфлационните очаквания над определената от Управителния съвет цел или по-голямо от предвижданото увеличение на заплатите или нормата на печалба също могат да повишат инфлацията, включително в средносрочен план.

Неотдавнашното договаряне на заплатите в редица държави засили риска от по-висока инфлация. И обратно, възобновяване на напрежението на финансовите пазари може да понижи инфлацията по-бързо от прогнозираното. По-слабото търсене, например поради по-силното пренасяне на паричната политика, също би довело до по-слаб ценови натиск, особено в средносрочен план. Нещо повече, инфлацията ще спадне по-бързо, ако пониженията на цените на енергоносителите и по-малкото поскъпване на храните се пренесат върху цените на други стоки и услуги по-бързо от очакваното.

Финансови и парични условия

Затягането на паричната политика продължава да намира отражение в безрисковите лихвени проценти и условията за финансиране в по-широк план. Условията за финансиране на банките се затягат, а заемите стават все по-скъпи за предприятията и домакинствата. През април лихвените проценти по кредитите достигнаха най-високото си равнище за повече от десет години насам, възлизайки на 4,4% по кредитите за предприятия и 3,4% по ипотечните кредити.

По-високите лихвени проценти по заемите наред със затягането на условията за предоставяне на кредити и по-слабото им търсене допълнително отслабват кредитната динамика. Годишният темп на нарастване на кредитите за предприятия отново се забави през април до 4,6%. От ноември 2022 г. средномесечното му изменение е отрицателно. През април кредитите за домакинства нараснаха с 2,5% на годишна база и пренебрежимо малко – на месечна. Слабото банково кредитиране и намаляването на балансовото число на Евросистемата доведоха до непрекъснато забавяне на годишния растеж на широките пари до 1,9% през април. От декември месечното изменение на широките пари беше отрицателно.

В съответствие със стратегията на паричната си политика Управителният съвет извърши задълбочена оценка на връзката между паричната политика и финансовата стабилност. От последния преглед през декември 2022 г. предизвикателствата по отношение на перспективите за финансовата стабилност се запазиха. Затегнатите условия за финансиране повишават разходите на банките за финансиране и кредитния риск от непогасените заеми. Наред с неотдавнашното сътресение в банковата система в САЩ тези фактори могат да породят напрежение в системата и да потиснат икономическия растеж в краткосрочен план. Друг фактор, който оказва неблагоприятно влияние върху устойчивостта на финансовия сектор, е спадът на пазарите на недвижими имоти, който може да бъде засилен от по-високите разходи по заеми и нарастването на безработицата. Същевременно банките от еврозоната имат силни капиталови и ликвидни позиции, което ограничава тези рискове за финансовата стабилност. Макропруденциалната политика остава първата защитна линия срещу нарастване на финансовата уязвимост.

Решения по паричната политика

На заседанието си на 15 юни 2023 г. Управителният съвет реши да повиши трите основни лихвени проценти на ЕЦБ с по 25 базисни точки. Лихвеният процент по основните операции за рефинансиране и лихвените проценти по пределното кредитно улеснение и депозитното улеснение бяха повишени съответно до 4,00%, 4,25% и 3,50%, считано от 21 юни 2023 г.

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. Понижението ще възлиза средно на 15 млрд. евро месечно до края на юни 2023 г. Управителният съвет ще прекрати от юли 2023 г. реинвестициите по *APP*.

По отношение на Програмата за закупуване на активи в условията на извънредна ситуация, причинена от пандемия (*PEPP*), Управителният съвет възнамерява да реинвестира погашенията по главниците на ценни книжа с настъпващ падеж, придобити по нея, поне до края на 2024 г. Във всеки случай бъдещото изчерпване на портфейла на *PEPP* ще се управлява така, че да се избегне намеса в съответната позиция по паричната политика.

Управителният съвет ще продължи да прилага гъвкав подход при реинвестиране на постъпленията от книгата при настъпване на падежа им от портфейла по *PEPP*, за да противодейства на рисковете, свързани с пандемията, за трансмисионния механизъм на паричната политика.

Докато банките погасяват заетите средства при целевите операции по дългосрочно рефинансиране, Управителният съвет ще подлага редовно на оценка как целевите операции по кредитиране и продължаващото погасяване по тях допринасят за неговата позиция по паричната политика.

Заклучение

Инфлацията спада, но според прогнозата тя ще остане доста висока твърде дълго. Ето защо на заседанието си от 15 юни 2023 г. Управителният съвет реши да повиши трите основни лихвени проценти на ЕЦБ с по 25 базисни точки предвид решимостта си да осигури своевременното връщане на инфлацията към средносрочната си цел от 2%.

С бъдещите си решения той ще осигури основните лихвени проценти на ЕЦБ да бъдат доведени до равнища, които са достатъчно рестриктивни, за да се постигне своевременно връщане на инфлацията към средносрочната му цел от 2%, и ще ги поддържа на тези нива толкова дълго, колкото е необходимо. При определяне на подходящото им равнище и продължителност на рестриктивността Управителният съвет ще продължи да прилага подход, съобразен с данните. По-конкретно, решенията за лихвените проценти ще продължат да се основават на оценката на Управителния съвет за перспективите за инфлацията предвид постъпващите икономически и

финансови данни, динамиката на базисната инфлация и степента на пренасяне на паричната политика.

Във всеки случай Управителният съвет има готовност да внесе корекции във всички свои инструменти в рамките на мандата си, за да осигури връщането на инфлацията към средносрочната му цел и да запази гладкото функциониране на трансмисионния механизъм на паричната политика.

© Европейска централна банка, 2023

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 юни 2023 г.

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

PDF - ISSN 2363-3417, QB-BQ-23-002-BG-N