



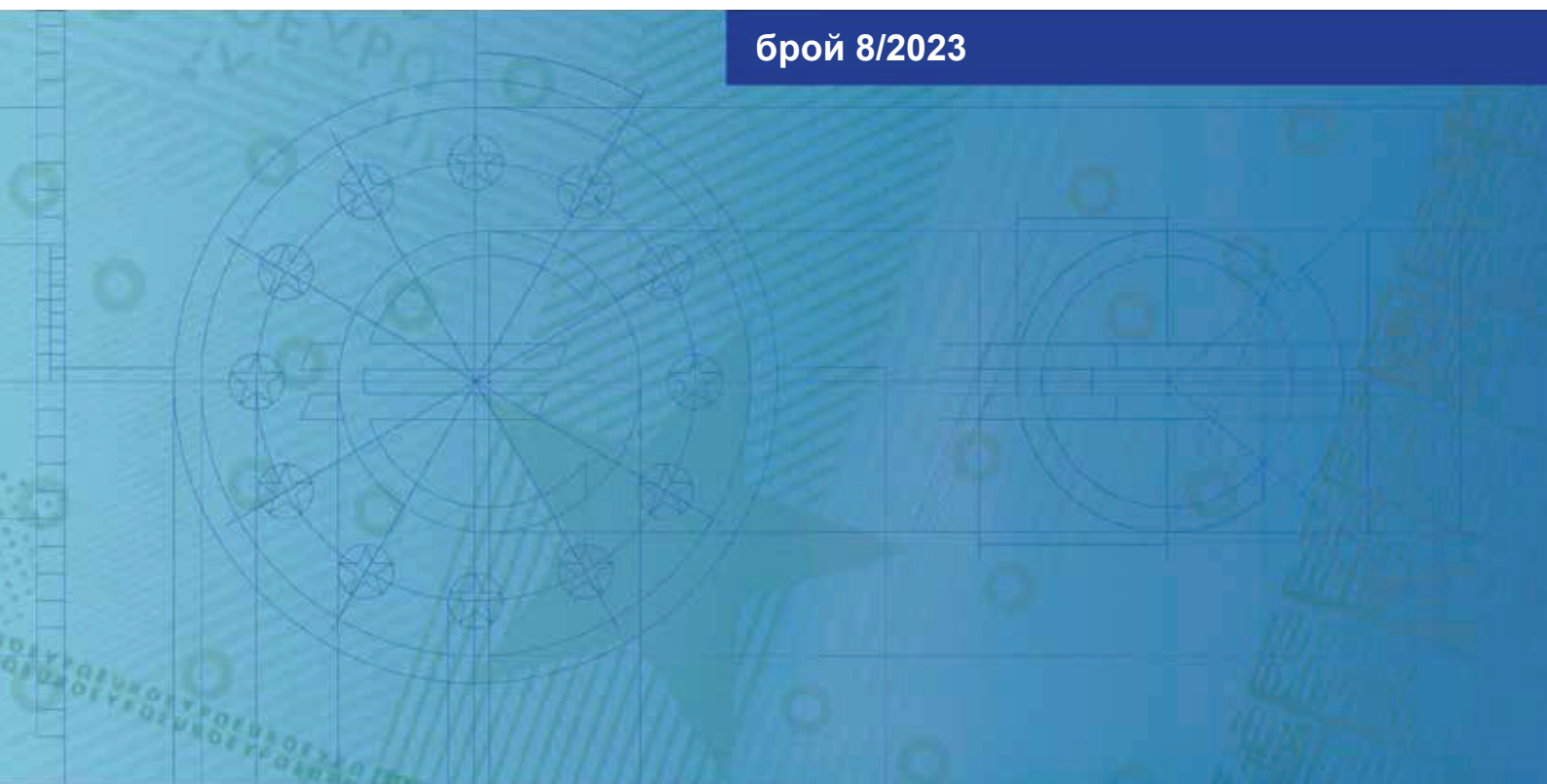
ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

ЕВРОСИСТЕМА

Икономически бюлетин

Обзор

брой 8/2023



Икономическа, финансова и парична динамика

Обзор

На заседанието си на 14 декември 2023 г. Управителният съвет реши да запази непроменени трите основни лихвени процента на ЕЦБ. Макар инфлацията да спадна през последните месеци, тя вероятно отново временно ще се повиши в краткосрочен план.¹ Според макроикономическите прогнози за еврозоната на експертите на Евросистемата от декември 2023 г. се очаква инфлацията плавно да намалява през цялата 2024 г., преди да се доближи през 2025 г. до целевото равнище от 2% на Управителния съвет. Като цяло експертите на Евросистемата очакват общата инфлация да бъде средно 5,4% през 2023 г., 2,7% през 2024 г., 2,1% през 2025 г. и 1,9% през 2026 г. В сравнение с макроикономическите прогнози за еврозоната на експертите на ЕЦБ от септември 2023 г. това представлява ревизия в посока понижение за 2023 г. и особено за 2024 г.

Основната инфлация допълнително се понижи. Вътрешният ценови натиск обаче остава повишен, най-вече поради силното нарастване на разходите за труд на единица продукция. Експертите на Евросистемата очакват инфлацията (без енергия и храни) да бъде средно 5,0% през 2023 г., 2,7% през 2024 г., 2,3% през 2025 г. и 2,1% през 2026 г.

Предходните повишения на лихвените проценти продължават да намират силно отражение в икономиката. Затегнатите условия за финансиране потискат търсенето, а това допринася за понижаването на инфлацията. Експертите на Евросистемата очакват икономическият растеж да остане слаб в краткосрочен план. Впоследствие се очаква икономиката да се възстанови поради нарастването на реалните доходи, тъй като спадът на инфлацията и повишаването на заплатите ще са от полза за гражданите, и поради по-силното външно търсене. Ето защо експертите на Евросистемата очакват растежът да се ускори от 0,6% средно през 2023 г. до 0,8% през 2024 г. и до 1,5% през 2025 г. и 2026 г.

Управителният съвет е решен да осигури своевременното завръщане на инфлацията към средносрочното ѝ целево равнище от 2%. Въз основа на текущата си оценка Управителният съвет счита, че основните лихвени проценти на ЕЦБ са на равнища, които, ако бъдат поддържани достатъчно дълго време, ще допринесат съществено за постигането на тази цел. Бъдещите решения на Управителния съвет ще гарантират определянето на основните лихвени проценти на достатъчно рестриктивни равнища толкова дълго, колкото е необходимо.

¹ Данните, включени в този брой на *Икономически бюлетин*, са към 13 декември 2023 г.

Управителният съвет ще продължи да следва подход, основаващ се на данните, при определяне на подходящото ниво и продължителността на рестриктивността. По-специално, неговите решения за лихвените проценти ще се основават на оценката му за перспективите за инфлацията предвид постъпващите икономически и финансови данни, динамиката на основната инфлация и силата на трансмисионния механизъм на паричната политика.

Основните лихвени проценти на ЕЦБ са главният инструмент за определянето на позицията на паричната политика. На заседанието си на 14 декември 2023 г. Управителният съвет реши също така да ускори процеса по нормализиране на баланса на Евросистемата. Той възнамерява през първата половина на 2024 г. да продължи да реинвестира в пълен обем погашенията по главници на ценните книжа с настъпващ падеж, придобити по програмата за закупуване на активи в условията на извънредна ситуация, причинена от пандемия (*PEPP*). През втората половина на годината се предвижда намаляване на портфейла на *PEPP* със 7,5 млрд. евро месечно. Управителният съвет възнамерява да прекрати реинвестициите по *PEPP* в края на 2024 г.

Икономическа активност

Икономиката в еврозоната се сви леко през третото тримесечие на 2023 г., най-вече поради намаление на запасите. Затегнатите условия за финансиране и слабото външно търсене вероятно ще продължат да влияят неблагоприятно върху икономическата активност в краткосрочен план. Перспективите са особено слаби за строителството и за преработващата промишленост – двата сектора, които са най-съществено засегнати от високите лихвени проценти. Активността в сектора на услугите също ще се забави през идните месеци. Това се дължи на косвените последици от по-слабото промишлено производство, отзвучаващите ефекти от отварянето на икономиката след пандемията и на разрастващото се въздействие на затегнатите условия за финансиране.

Пазарът на труда продължава да подкрепя икономиката. Коефициентът на безработица възлезе на 6,5% през октомври, а заетостта нарасна с 0,2% през третото тримесечие. Същевременно по-слабата икономика потиска търсенето на работна сила, като през последните месеци предприятията обявяват по-малко свободни работни места. Нещо повече, въпреки по-големия брой на заетите, общият брой отработени часове намаля с 0,1% през третото тримесечие.

Според прогнозите от декември 2023 г. наличните краткосрочни показатели сочат, че през четвъртото тримесечие на 2023 г. икономическата активност ще остане слаба. Очаква се обаче растежът да се засили от началото на 2024 г. нататък, като реалният разполагаем доход се увеличава, подпомогнат от намаляващата инфлация, стабилното нарастване на заплатите и устойчивата заетост, а растежът на износа догонва подобряващото се външно търсене. Въздействието на затягането на паричната политика на ЕЦБ и

неблагоприятните условия за предоставяне на кредити продължава да се пренася към икономиката, засягайки краткосрочните перспективи за растеж. Очаква се на по-късен етап тези съдържащи ефекти да отшумят през прогнозния хоризонт, подпомагайки растежа. Като цяло се очаква средногодишният растеж на реалния БВП да се забави – от 3,4% през 2022 г. до 0,6% през 2023 г., след което да се възстанови до 0,8% през 2024 г. и да се стабилизира на 1,5% през 2025 г. и 2026 г. В сравнение с прогнозите от септември 2023 г. предвижданията за растежа на БВП са леко ревизирани надолу за 2023–2024 г. въз основа на публикуваните последни данни и неблагоприятните данни от наблюденията, докато за 2025 г. остават непроменени.

С отзвучаването на енергийната криза правителствата би следвало да продължат да оттеглят свързаните с нея мерки за подкрепа. Това е от съществено значение, за да не се допусне засилване на инфлационния натиск в средносрочен план, което би наложило дори по-голямо затягане на паричната политика. Фискалните политики следва да бъдат насочени към постигане на по-голяма производителност в икономиката на еврозоната и постепенно намаляване на високия публичен дълг. Структурните реформи и инвестициите за увеличаване на капацитета на еврозоната в областта на предлагането, които ще бъдат подкрепени от пълното прилагане на програмата „ЕС от следващо поколение“, могат да допринесат за намаляването на ценовия натиск в средносрочен план, подпомагайки същевременно екологичния и цифровия преход. За тази цел е важно да се постигне споразумение за реформата на рамката на ЕС за икономическо управление. Освен това е необходимо да се ускори напредъкът към създаването на съюз на капиталовите пазари и доизграждането на банковия съюз.

Инфлация

През октомври и ноември 2023 г. инфлацията спадна, понижавайки се на годишна база до 2,4% през ноември според експресната оценка на Евростат. Това намаление беше повсеместно. Инфлацията при енергоносителите продължи да спада, като намаля също и при храните, макар общото ѝ равнище да остава относително високо като цяло. През декември 2023 г. е вероятно инфлацията да отбележи ускорение поради възходящ базов ефект, засягащ цената на енергията. През 2024 г. експертите на Евросистемата очакват инфлацията да намалява по-бавно в резултат на по-нататъшните възходящи базови ефекти и постепенното отпадане на предходните фискални мерки, целящи ограничаването на последиците от сътресенията в цените на енергоносителите.

Инфлацията (изключваща компонентите енергоносители и храни) спадна с почти цял процентен пункт през октомври и ноември 2023 г., като намаля до 3,6% през ноември. Това отразява подобряващите се условия на предлагане, отзвучаването на ефектите от предишни енергийни сътресения и въздействието на затегнатата парична политика върху търсенето и

възможностите на фирмите да влияят върху цените. Инфлацията при стоките и услугите спадна съответно до 2,9% и до 4,0%.

През октомври се понижиха всички измерители на основната инфлация, но натискът върху вътрешните цени остана повишен, главно поради силния растеж на заплатите, съчетан с намаляваща производителност. Измерителите на дългосрочните инфлационни очаквания се установиха като цяло на равнище от около 2%, като някои показатели от пазарните наблюдения за компенсиране на инфлацията се понижиха спрямо високите си нива.

Прогнозите от декември 2023 г. сочат, че независимо от очакваното временно повишение на инфлацията, процесът на дезинфлация при базисния ценови индекс се очаква да продължи. Въпреки известно охлаждане, трудовият пазар се очаква да остане затегнат, което наред с ефекта от компенсациите за предишната висока инфлация би трябвало да запази висок растежа на номиналната работна заплата. Очаква се обаче нарастването на заплатите да се забави през прогнозния период, като натискът за повишаването им от страна на компенсациите за инфлацията постепенно отслабне. Печалбите се увеличиха значително през 2022 г., но се предполага да намаляват през прогнозния период и да осигуряват буфер при пренасянето на разходите за труд. Като цяло, предвид средносрочните инфлационни очаквания, които според оценките следва да останат стабилизирани на целевото равнище на ЕЦБ за инфлация от 2%, се очаква общата ХИПЦ инфлация да се понижи от 5,4% през 2023 г. до средно 2,7% през 2024 г., 2,1% през 2025 г. и 1,9% през 2026 г. В сравнение с прогнозите от септември 2023 г., ХИПЦ инфлацията беше ревизирана надолу за 2023 г. и 2024 г., главно поради по-ниските последни данни от очакваните резултати и по-ниските допускания за цените на енергийните стоки, докато за 2025 г. тя не е ревизирана.

Оценка на рисковете

Рисковете за икономическия растеж все така клонят към понижаването му. Възможно е растежът да бъде по-нисък, ако ефектът от паричната политика се окаже по-силен от очакваното. По-слаба световна икономика или по-нататъшно забавяне на търговията в глобален мащаб също биха могли да окажат неблагоприятно влияние върху растежа в еврозоната. Неоправданата война на Русия срещу Украйна и трагичният конфликт в Средния изток са основни източници на геополитически риск. В резултат на това доверието на предприятията и домакинствата по отношение на бъдещето би могло да се понижи. Възможно е растежът да бъде по-висок, ако увеличението на реалните доходи доведе до по-големи разходи от предвижданото, или ако световната икономика отбележи по-силен от очаквания растеж.

Рисковете за по-висока инфлация включват засиленото геополитическо напрежение, което би могло да предизвика поскъпване на енергоносителите в краткосрочен план, както и екстремни метеорологични явления, които биха могли да тласнат нагоре цените на храните. Има също така вероятност

инфлацията да се окаже по-висока от предвиденото, ако инфлационните очаквания надвишат целевото равнище, определено от Управителния съвет на ЕЦБ, или ако заплатите и нормата на печалбата нараснат с повече от очакваното. И обратно, инфлацията изненадващо може да се окаже по-ниска, ако паричната политика потисне търсенето в по-голяма степен от очакваното или икономическите условия в останалия свят неочаквано се влошат, евентуално отчасти и поради неотдавнашното засилване на геополитическите рискове.

Финансови и парични условия

От заседанието на Управителния съвет по въпросите на паричната политика на 26 октомври 2023 г. насам пазарните лихвени проценти са спаднали осезаемо и са по-ниски от заложеното в прогнозите на експертите. Рестриктивната парична политика на Управителния съвет продължава да намира силно отражение в общите условия за финансиране. Лихвите по кредитите отбелязаха ново нарастване през октомври – до 5,3% за кредитите за предприятия и до 3,9% за ипотечните кредити.

По-високите лихви на заемите, слабото търсене на кредити и затегнатите условия на предлагането им водят до по-нататъшно отслабване на кредитната динамика. През октомври кредитите за предприятията намаляха на годишна база с 0,3%, а тези за домакинствата също останаха слаби, нараствайки с 0,6% годишно. В условията на по-слабо кредитиране и свиване на баланса на Евросистемата широките пари, измерени с M3, продължават да намаляват. През октомври те отбелязаха годишен спад от 0,1%.

В съответствие със стратегията на паричната си политика Управителният съвет извърши задълбочена оценка на връзките между паричната политика и финансовата стабилност. Банките в еврозоната доказват устойчивостта си. Те имат високи капиталови съотношения, а през последната година стават и значително по-печеливши. Перспективата за финансовата стабилност обаче остава несигурна в сегашната среда на затягащи се условия за финансиране, слаб растеж и геополитическо напрежение. В частност ситуацията би могла да се влоши, ако разходите на банките за финансиране се увеличават повече от очакваното и ако повече кредитополучатели срещат затруднения при изплащането на заемите си. Същевременно цялостното въздействие на такъв сценарий върху икономиката би трябвало да бъде ограничено, ако финансовите пазари реагират адекватно. Макропруденциалната политика остава първата защитна линия срещу натрупването на финансови уязвимости, а въведените мерки допринасят за запазване на устойчивостта на финансовата система.

Решения по паричната политика

Лихвеният процент при основните операции по рефинансиране и лихвените проценти по пределното кредитно и по депозитното улеснение остават непроменени – съответно 4,50%, 4,75% и 4,00%.

Портфейлът по програмата за закупуване на активи намалява с премерен и предвидим темп, като Евросистемата вече не реинвестира погашенията по главници на ценните книжа с настъпващ падеж.

През първата половина на 2024 г. Управителният съвет възнамерява да продължи да реинвестира в пълен обем погашенията по главници на ценните книжа с настъпващ падеж, придобити по *PEPP*. През втората половина на годината той предвижда да намалява портфейла на *PEPP* със средно 7,5 млрд. евро на месец. Управителният съвет възнамерява да прекрати реинвестициите по *PEPP* в края на 2024 г.

Той ще продължи да прилага гъвкав подход при реинвестиране на постъпленията от книжата 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 средствата, заети при целевите операции по дългосрочно финансиране, Управителният съвет ще подлага редовно на оценка как целевите операции по кредитиране и процесът по тяхното изплащане допринасят за позицията му по паричната политика.

Заклучение

На заседанието си на 14 декември 2023 г. Управителният съвет реши да запази непроменени трите основни лихвени процента на ЕЦБ. Управителният съвет е решен да осигури своевременното връщане на инфлацията към целевото ѝ равнище от 2% в средносрочен план. Въз основа на текущата си оценка Управителният съвет счита, че лихвените проценти са на равнища, които, ако бъдат поддържани достатъчно дълго време, ще допринесат значително за навременното връщане на инфлацията към целевото ниво. Бъдещите решения на Управителния съвет ще гарантират, че основните лихвени проценти на ЕЦБ ще бъдат определяни на достатъчно рестриктивни нива толкова дълго време, колкото е необходимо за осигуряване на това своевременно връщане. Управителният съвет ще продължи да следва подход, основан на данните, при определяне на подходящото им равнище и продължителността на рестриктивността.

Той възнамерява да намалява портфейла на *PEPP* през втората половина на 2024 г. и да прекрати своите реинвестиции по *PEPP* в края на 2024 г.

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 на целевото ѝ равнище в средносрочен план и да запази гладкото функциониране на трансмисионния механизъм на паричната политика.

© Европейска централна банка, 2024

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 13 декември 2023 г.

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

PDF - ISSN 2363-3573, QB-BQ-23-004-BG-N