

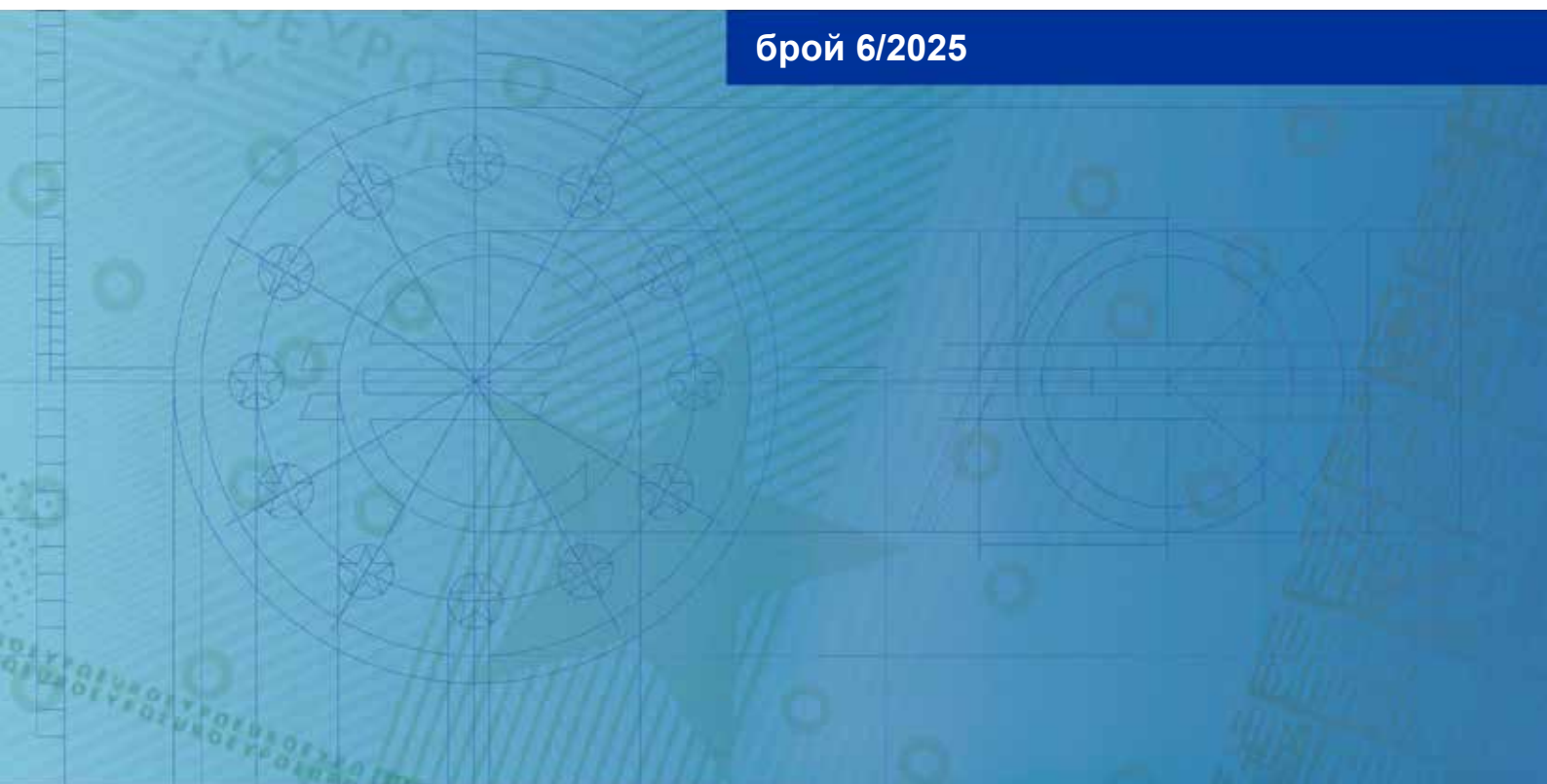


ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА  
ЕВРОСИСТЕМА

# Икономически бюлетин

## Обзор

брой 6/2025



# Икономическа, финансова и парична динамика

## Обзор

На заседанието си на 11 септември 2025 г. Управителният съвет реши да запази непроменени трите основни лихвени процента на ЕЦБ. В момента инфлацията е на равнище около средносрочната цел от 2% и оценката на Управителния съвет за прогнозата ѝ остава като цяло непроменена.

Макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ от септември 2025 г. представят картина на инфлацията, която е подобна на прогнозираната през юни. Те предвиждат общата инфлация да бъде на средно равнище от 2,1% през 2025 г., 1,7% през 2026 г. и 1,9% през 2027 г. Що се отнася до инфлацията без компонентите енергоносители и храни, експертите очакват средно равнище от 2,4% през 2025 г., 1,9% през 2026 г. и 1,8% през 2027 г. Прогнозира се прираст на икономиката от 1,2% през 2025 г., ревизиран нагоре с 0,9% спрямо юнските прогнози. Очакванията за растежа през 2026 г. сега са малко по-ниски – 1,0%, а прогнозата за 2027 г. остава непроменена на равнище от 1,3%.

Управителният съвет е решен да осигури стабилизирането на инфлацията на средносрочното ѝ целево равнище от 2%. Той ще следва основан на данните подход, заседание по заседание, с цел определяне на подходящата позиция по паричната политика. По-специално, решенията на Управителния съвет за лихвените проценти ще се основават на оценката му за перспективата за инфлацията и съпътстващите я рискове с оглед на постъпващите икономически и финансови данни, динамиката на базисната инфлация и силата на трансмисионния механизъм на паричната политика. Управителният съвет не се ангажира предварително с определена траектория на лихвените проценти.

## Икономическа активност

Икономиката отбелязва съвкупен прираст от 0,7% през първата половина на 2025 г. благодарение на устойчивото вътрешно търсене. Данните по тримесечия отчитат по-силен растеж през първото и по-слаб през второто тримесечие отчасти като отражение на първоначалното засилване на международната търговия преди очакваното повишение на митата, последвано от неутрализирането на този ефект.

Показателите от проучванията сочат, че както промишленото производство, така и секторът на услугите продължават да отбелязват растеж, което е сигнал за известна положителна базова инерция в икономиката. Макар че търсенето на работна ръка се забавя, пазарът на труда остава фактор за силен растеж,

като през юли 2025 г. равнището на безработицата е 6,2%. С течение на времето това би стимулирало потребителските разходи, особено ако гражданите спестяват по-малка част от доходите си според прогнозите на експертите от септември 2025 г. Потребителските разходи и инвестициите вероятно ще бъдат подкрепени от факта, че предишните понижения на лихвените проценти от Управителния съвет продължават да намират отражение в условията за финансиране. Инвестициите би следвало също да бъдат стимулирани от значителните държавни разходи за инфраструктура и отбрана.

Търговските мита и свързаната с тях несигурност допринесоха за резките колебания на икономическата активност през първата половина на 2025 г. със засилването на активността, особено в Ирландия. Отслабването на влиянието на тези фактори през втората половина на годината се очаква да породи допълнителна колебливост, което прави по-неясни показателите за базовата инерция на икономическата активност в еврозоната. Всъщност, разглеждан през призмата на колебливостта, породена от нестабилните ирландски данни, икономическият растеж в останалата част на еврозоната беше по-устойчив, като се очаква да остане такъв и през втората половина на годината. Въпреки че новото търговско споразумение между САЩ и ЕС предполага по-високи мита върху износа от еврозоната за САЩ, то спомогна за намаляването на несигурността по отношение на търговската политика. Общото влияние на промяната върху глобалните политически условия ще стане ясно обаче с течение на времето. По-късно през прогнозния хоризонт икономическият растеж в еврозоната се очаква да се засили, стимулиран от няколко фактора. Нарастващите реални доходи и заетостта, заедно с новите правителствени разходи за инфраструктура и отбрана, главно в Германия, следва да насърчават вътрешното търсене в еврозоната. Освен това, облекчените условия за финансиране – главно в резултат на неотдавнашните решения по паричната политика – и възстановяването на външното търсене през 2027 г. също ще подпомогнат перспективата за растеж. Очаква се средният годишен растеж на реалния БВП да бъде 1,2% през 2025 г., 1,0% през 2026 г. и 1,3% през 2027 г. В сравнение с макроикономическите прогнози от юни 2025 г. прогнозата за растежа на БВП е ревизирана нагоре с 0,3 процентни пункта за 2025 г., което отразява по-добрите от очакваните входящи данни и инерционния ефект от ревизирането на историческите данни. Тъй като не всички бъдещи изненада данни са свързани с по-силна от предварително очакваната активност, очаква се те да бъдат само частично компенсирани през втората половина на годината. Поскъпването на еврото и по-слабото външно търсене (отчасти свързано с малко по-високи мита от прогнозираните през юни ) доведоха до низходящо ревизиране с 0,1 процентни пункта за 2026 г. Прогнозите за 2027 г. остават без промяна.

Управителният съвет смята, че е от особено значение да бъдат предприети спешни действия за укрепване на еврозоната и нейната икономика с оглед на настоящите геополитически условия. Фискалните и структурните политики следва да водят до повишаване на производителността, конкурентоспособността и устойчивостта на икономиката. Една година след

публикуването на доклада на Марио Драги относно бъдещето на европейската конкурентоспособност все така е от решаващо значение неговите препоръки да бъдат последвани от конкретни действия и изпълнението им да бъде ускорено в съответствие с пътната карта на Европейската комисия. Правителствата следва да дадат приоритет на стимулиращите растежа структурни реформи и стратегическите инвестиции, осигурявайки същевременно устойчиви публични финанси. От решаващо значение е съюзът в областта на спестяванията и инвестициите и банковият съюз да бъдат завършени в кратък срок и бързо да бъде създадена законодателната рамка за потенциалното въвеждане на цифровото евро.

## Инфлация

Годишната инфлация остава близо до целевото равнище на Управителния съвет, като през август 2025 г. тя се увеличи леко до 2,1% спрямо 2,0% през юли. Инфлацията при енергийните цени беше -1,9% спрямо -2,4% през юли, а инфлацията при цените на храните спадна от 3,3% на 3,2%. Инфлацията без компонентите енергоносители и храни остана постоянна на равнище от 2,3%. При услугите тя намаля слабо до 3,1% спрямо 3,2% през юли, а при стоките остана непроменена на равнище от 0,8%.

Показателите за базисната инфлация остават в съответствие със средносрочната цел на Управителния съвет от 2%. Годишното нарастване на компенсациите на наето лице беше 3,9% през второто тримесечие, отбелязвайки спад спрямо 4,0% през предходното тримесечие и 4,8% през второто тримесечие на 2024 г. Перспективно ориентираните показатели, включително инструментът на ЕЦБ за проследяване на заплатите и проучванията на очакванията за заплатите, показват, че нарастването на възнагражденията ще продължи да се забавя. Успоредно с повишаването на производителността това ще допринесе за възпиране на вътрешния ценови натиск дори след възстановяването на печалбите спрямо ниските им равнища.

Прогнозата за инфлацията следва изискването за стабилизирането ѝ около средносрочната цел от 2,0%. Общата инфлация, измерена чрез хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ), се очаква да остане без промяна на ниво около 2% до края на 2025 г. и да се понижи до 1,7% през 2026 г., след което да се възстанови до 1,9% през 2027 г. Спадът през 2026 г. отразява постепенно по-нататъшно забавяне при неенергийните компоненти, като енергийната инфлация се очаква да остане нестабилна, но и да нараства през прогнозния период отчасти поради влизането в действие през 2027 г. на новата система за търговия с емисии (СТЕ2). Очаква се инфлацията при храните първоначално да остане висока поради разпространението на забавените ефекти от предходните увеличения в международните цени на основните хранителни стоки, но да се забави до равнище малко над 2% през 2026 г. и 2027 г. ХИПЦ инфлацията, без компонентите енергоносители и храни, се очаква да се понижи от 2,4% през 2025 г. до 1,9% през 2026 г. и до 1,8% през 2027 г., като натискът върху заплатите да отслабва и инфлацията при

услугите да се забавя, а поскъпването на еврото да дава отражение върху веригата на ценообразуването и да намалява инфлацията при стоките. По-слабото повишение на заплатите в условията на възстановяване на загубите на реалните заплати в миналото наред с възстановяването на растежа на производителността се очаква да доведат до значително по-бавно нарастване на разходите за труд на единица продукция. В сравнение с прогнозите от юни 2025 г. перспективата за общата ХИПЦ инфлация е ревизирана нагоре с 0,1 процентни пункта за 2025 г. и 2026 г. Това се дължи на допусканията за по-високи цени на енергийните суровини, както и на закъснелите ефекти от по-високите международни цени на хранителните стоки, които изцяло неутрализират последиците от поскъпването на еврото. За 2027 г. проявяващите се със закъснение ефекти от поскъпването на еврото се очаква да доминират, което води до низходяща ревизия от 0,1 процентни пункта.

Повечето показатели за дългосрочните инфлационни очаквания остават на равнище от около 2%, което подкрепя стабилизирането на инфлацията около целевото ѝ равнище, определено от Управителния съвет.

## Оценка на риска

Рисковете за икономическия растеж вече са по-балансираны. Макар че несигурността намаляваше в резултат на сключените неотдавна търговски споразумения, ново влошаване на търговските отношения би довело до по-нататъшен натиск върху износа и забавяне на инвестициите и потреблението. Възможно е влошаването на нагласите на финансовите пазари да доведе до затягане на условията на финансиране, по-голямо нежелание за поемане на риск и по-слаб растеж. Основни източници на несигурност остават геополитическите сътресения, като неоправданата война на Русия срещу Украйна и трагичният конфликт в Близкия изток. За разлика от тях по-високите от очакваните разходи за отбрана и инфраструктура, както и реформите, повишаващи производителността, биха допринесли за растежа. Възможно е засилването на доверието на бизнеса да стимулира частните инвестиции. Доверието като цяло може да се повиши и активността да се засили, ако геополитическото напрежение отслабне или оставащите търговски спорове бъдат разрешени по-бързо от очакваното.

Перспективата за инфлацията остава по-несигурна от обичайното поради все още нестабилната търговска политика в световен план. По-висок обменен курс на еврото би могъл да доведе до по-голямо от очакваното понижение на инфлацията. Освен това тя би могла да се окаже по-ниска, ако по-високите митнически тарифи доведат до по-слабо търсене на износа от еврозоната, а държавите със свръхкапацитет увеличат износа си към нея. Възможно е напрежението в търговията да доведе до повече колебливост и нежелание за поемане на риск на финансовите пазари, което би потиснало вътрешното търсене и съответно би понижило и инфлацията. Обратното, инфлацията би могла да се окаже по-висока, ако фрагментирането на световните вериги на доставки доведе до повишаване на цените на вноса и допълнителен недостиг

на ресурси във вътрешната икономика. Повишаването на разходите за отбрана и инфраструктура също би могло да породи по-висока инфлация в средносрочен план. Екстремни метеорологични явления и разрастващата се климатична криза в по-общ план могат да предизвикат по-голямо от очакваното повишаване на цените на храните.

## Финансови и парични условия

След заседанието на Управителния съвет по паричната политика през юли 2025 г. краткосрочните пазарни лихвени проценти се повишиха, а дългосрочните лихвени проценти като цяло останаха непроменени. Предишните понижения на лихвените проценти от Управителния съвет обаче продължиха да допринасят за поевтиняването на заемите за предприятията през юли. Средният лихвен процент по новите кредити за фирми се понижи до 3,5% през юли спрямо 3,6% през юни. Разходите за емитиране на пазарен дълг останаха непроменени – 3,5%. Кредитите за предприятията отбелязаха нарастване с 2,8% – малко по-голямо спрямо юни, докато растежът на емитираните корпоративни облигации се ускори до 4,1% спрямо 3,4%. През юли средният лихвен процент по новите ипотечни кредити отново остана непроменен на ниво от 3,3%, а растежът на ипотечното кредитиране се ускори до 2,4% спрямо 2,2%.

## Решения, свързани с паричната политика

Лихвените проценти по депозитното улеснение, по основните операции по рефинансиране и по пределното кредитно улеснение бяха намалени съответно до 2,00%, 2,15% и 2,40%.

Портфейлите по Програмата за закупуване на активи и Програмата за закупуване на активи в условията на извънредна ситуация, причинена от пандемия, намаляват с премерен и предвидим темп, тъй като Евросистемата вече не реинвестира погашенията по главници на ценните книжа с настъпващ падеж.

## Заклучение

На заседанието си от 11 септември 2025 г. Управителният съвет реши да запази непроменени трите основни лихвени процента на ЕЦБ. Управителният съвет е решен да осигури стабилизирането на инфлацията на средносрочното й целево равнище от 2%. Той ще следва основан на данните подход, заседание по заседание, с цел определяне на подходящата позиция по паричната политика. Решенията на Управителния съвет за лихвените проценти ще се основават на оценката му за перспективата за инфлацията и свързаните с нея рискове с оглед на постъпващите икономически и финансови данни, динамиката на базисната инфлация и силата на трансмисионния механизъм на

паричната политика. Управителният съвет не се ангажира предварително с определена траектория на лихвените проценти.

Във всички случаи Управителният съвет има готовност да внесе корекции в инструментите си в рамките на своя мандат, за да гарантира устойчивото стабилизиране на инфлацията на равнището на средносрочната цел и да запази гладкото функциониране на трансмисионния механизъм на паричната политика.

**© Европейска централна банка, 2025**

Пощенски адрес 60640 Frankfurt am Main, Germany  
Телефон +49 69 1344 0  
Уебсайт [www.ecb.europa.eu](http://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 10 септември 2025 г.

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

PDF - ISSN 2363-3573, QB-BQ-25-003-BG-N