



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА
ЕВРОСИСТЕМА

Икономически бюлетин

Брой 6 / 2026 г.



Съдържание

Икономическа, финансова и парична динамика	2
Резюме	2
1 Външна среда	7
2 Икономическа активност	15
3 Цени и разходи	25
4 Динамика на финансовите пазари	33
5 Условия за финансиране и кредитна динамика	39
6 Изменение на бюджетните показатели	45

Икономическа, финансова и парична динамика

Резюме

На заседанието си на 10 септември 2026 г. Управителният съвет взе решение да повиши с 25 базисни пункта трите основни лихвени процента на ЕЦБ. Конфликтът в Близкия изток продължава да поражда инфлационен натиск и се очаква инфлацията да остане доста над целевото равнище за продължителен период. Решението за повишение на лихвените проценти изразява ангажимента на Управителния съвет да определя паричната политика по начин, който осигурява стабилизиране на инфлацията на целевото равнище от 2% в средносрочен план.

Според базовите макроикономически прогнози на експертите на ЕЦБ за еврозоната от септември 2026 г. се очаква общата инфлация да бъде средно 3,0% през 2026 г., 2,5% през 2027 г. и 2,1% през 2028 г. Що се отнася до инфлацията без компонентите енергия и храни, в базовата прогноза се предвижда средно равнище от 2,5% през 2026 г., 2,6% през 2027 г. и 2,3% през 2028 г. В сравнение с макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата за еврозоната от юни 2026 г. базисната прогноза за инфлацията за 2026 г. е без промяна, а за 2027 г. и 2028 г. тя е ревизирана нагоре. Базовата прогноза за икономическия растеж е за 0,9% през 2026 г., 1,4% през 2027 г. и 1,5% през 2028 г. и е коригирана в посока нагоре както за 2026 г., така и за 2027 г., главно в отражение на надхвърлящата очакванията устойчивост на икономиката на еврозоната.

Перспективата остава крайно несигурна, с възходящи рискове за инфлацията и низходящи за икономическия растеж. По отношение на енергийната криза актуализираните сценарии на експертите показват широк диапазон от варианти за динамиката на растежа и инфлацията при различни допускания за нейната сила и продължителност, както и за преките и вторичните ѝ ефекти. Тези сценарии са публикувани като част от [прогнозите на експертите от септември 2026 г.](#) на уебсайта на ЕЦБ.

С решението си от 10 септември Управителният съвет запазва възможността си за справяне с несигурността предизвикана от конфликта в Близкия изток. При определянето на подходящ курс на паричната политика той ще следва основан на данните подход, заседание по заседание. По-специално, решенията на Управителния съвет за лихвените проценти ще се основават на оценката му за перспективата за инфлацията и свързаните с нея рискове въз основа на постъпващите икономически и финансови данни, както и на динамиката на основната инфлация и силата на трансмисионния механизъм на паричната политика. Управителният съвет не се ангажира предварително с определена траектория на лихвените проценти.

Икономическа активност

През второто тримесечие на 2026 г. икономиката показва устойчивост въпреки неблагоприятното въздействие на енергийния шок. Растежът беше широкообхванат и включваше множество държави и сектори. Вероятно тази динамика ще се запази и през третото тримесечие. Промисленото производство продължава да показва стабилни резултати с увеличаването на разходите на правителствата за отбрана и инфраструктура. Доверието на потребителите отбелязва покачване от ниското си равнище, като това допринася за възстановяване в сектора на услугите от първоначалния енергиен шок. Засилване на дейностите, свързани с изкуствен интелект, се наблюдава при цифровите услуги, бизнес инвестициите и износа.

Пазарът на труда остава силен, като през юли безработицата се запазва непроменена на равнище от 6,4%. Растежът на заетостта и работната сила продължава да се забавя, докато производителността постепенно нараства.

В перспектива краткосрочната прогноза за растежа се е подобрила в сравнение с предишните експертни прогнози, което се дължи преди всичко на устойчивостта на частното потребление и публичните разходи. В средносрочен план потреблението се очаква да бъде стимулирано от постепенно спадащите цени на енергията и от стабилния пазар на труда. Растежът ще продължи да бъде стимулиран от бизнес и жилищни инвестиции. Нарастващото външно търсене би трябвало да стимулира растежа на износа, но той се забавя от трудности, свързани с конкурентоспособността и от несигурността относно търговските политики в световен план.

По-големият потенциален растеж изисква структурни реформи и трябва да се основава на стабилни публични финанси. Основни градивни елементи са опростяване и хармонизиране на правилата в целия единен пазар на ЕС, ускоряване на енергийния преход и завършване на съюза на спестяванията и инвестициите. С навлизането в заключителен етап от процеса на договаряне на правната рамка за цифровото евро, Управителният съвет отново изтъква колко е важно да се постигне възможно най-скоро съгласие по законодателния пакет за единната валута. Фискалните мерки в отговор на енергийния шок би следвало да бъдат временни, целеви и прецизирани.

Инфлация

През август 2026 г. инфлацията нарасна до 3,3% спрямо 2,9% през юли. Енергийната инфлация се увеличи до 14,3% спрямо 10,3% през юли. Това вероятно отразява конкретно значителния принос на маржа от рафиниране на течни горива, както и на поскъпването на енергийните суровини. Инфлацията при храните остана непроменена – 1,2%. Инфлацията, без енергията и храните, отслабна леко до 2,4% спрямо 2,5% през юли, тази при стоките нарасна от 0,9% до 1,2%, а при услугите спадна от 3,3% на 3,0%.

През юли повечето измерители на базисната инфлация бяха като цяло стабилни. На този етап енергийният шок не оказва съществено влияние върху заплатите. Компенсацията на наето лице отбелязва годишен темп на растеж от 3,3% през второто тримесечие на 2026 г. – спад спрямо 3,5% през първото. По-високата производителност на труда също спомогна за ограничаване на нарастването на разходите за труд на единица продукция, които се забавиха до 2,6% спрямо 3,5% през първото тримесечие. Същевременно растежът на печалбата на единица продукция се ускори от 0,3% на 2,2%. В перспектива инструментът на ЕЦБ за проследяване на заплатите показва леко увеличение в повишаването на договорените заплати до 2,7% през първата половина на 2027 г. Инфлационните очаквания остават повишени в краткосрочен план, но повечето показатели за дългосрочните инфлационни очаквания са на равнище около 2%, което потвърждава стабилизиране на инфлацията около целта в средносрочен план.

Конфликтът в Близкия изток и последните събития от неоправданата война на Русия срещу Украйна допълнително допринасят за по-високите енергийни цени. Това вероятно ще задържи общата инфлация значително над целевото равнище през първата половина на 2027 г. След това инфлацията на енергийните цени би трябвало да отслабне и до средата на 2028 г. да стане отрицателна, понижавайки общата инфлация. Очаква се по-високите цени на енергоносителите постепенно да намерят отражение в инфлацията на базисните цени и на цените на храните. Подобренията перспектива за икономиката би трябвало да допринесе и за малко по-висока основна инфлация, която се очаква да продължи да се ускорява до началото на 2027 г. и да остане висока до края на годината, след което да отслабне през 2028 г. Като цяло се предвижда общата инфлация да се върне близо до целевото равнище към края на 2027 г. благодарение на ефекта от по-високите лихвени проценти. Управителният съвет ще продължи да наблюдава внимателно размера и продължителността на увеличаването на енергийните цени и начина, по който те въздействат върху определянето на цените и заплатите, инфлационните очаквания и върху икономическата динамика като цяло.

Оценка на рисковете

Рисковете за перспективата за растежа са низходящи. Това се дължи в частност на конфликта в Близкия изток и на развитието на неоправданата война на Русия срещу Украйна. Ново нарушение на енергийните доставки би могло да доведе до по-нататъшно покачване на енергийните цени и за по-продължителен период от очакваното в момента. Това би оказало негативно влияние върху реалните доходи, разходите и инвестициите. Влошаване на нагласите на световните финансови пазари или прехвърляне на ефекти към пазарите на облигации в глобален мащаб биха могли да доведат до затягане на условията за кредитиране и по този начин да възпрепятстват търсенето. Възобновяване на напрежението в търговията между големи икономики би могло също така да причини още смущения във веригите на доставка, да потисне износа и да отслаби потреблението и инвестициите. И обратно,

растежът би могъл да се окаже по-висок, ако икономиката и енергийните пазари се адаптират по-бързо от очакваното към смущенията, причинени от продължаващите конфликти, или ако последните намерят устойчиво разрешение. Освен това въвеждането на нови технологии от предприятията в еврозоната и разходите за отбрана и инфраструктура, както и реформи за засилване на производителността и завършване на единния пазар на ЕС, биха могли да тласнат нагоре растежа в по-голяма степен от очакваното.

Рисковете за перспективата за инфлацията са възходящи. Това се дължи в частност на конфликта в Близкия изток и на развитието на неоправданата война на Русия срещу Украйна. Енергийният шок би могъл да се засили още повече и отражението му върху другите цени и заплатите да се окаже по-силно от очакваното в момента. По-специално цените на природния газ биха могли да нараснат при по-нататъшно нарушение на доставките или в случай на необичайно студена зима и ниско равнище на запасите. Колкото по-дълго енергийните цени остават високи, толкова по-вероятно е те да доведат до покачване на инфлацията в по-широк план посредством косвени и вторични ефекти. Възобновяване на напрежението в търговията би могло да доведе до по-голяма разпокъсаност на световните вериги на доставка, да свие предлагането на критично важни суровини и да затегне ограниченията на капацитета в икономиката на еврозоната. Възможно е екстремни метеорологични явления, потенциално влошени от засилване на ефекта от Ел Ниньо, и развиващите се кризи, свързани с климата и природата в по-общ план, да доведат до по-голямо от очакваното поскъпване на храните. И обратното, инфлацията би могла да се окаже по-ниска, ако сегашните геополитически конфликти бъдат трайно разрешени или ако косвените и вторичните ефекти от неотдавнашния енергиен ценови шок се окажат по-слабо изразени от предвиденото. Възможно е по-голямата волатилност и нежеланието за поемане на риск на финансовите пазари да отслабят търсенето и съответно също да понижат инфлацията.

Финансови и парични условия

Пазарните лихвени проценти са се повишили след заседанието на Управителния съвет на 23 юли 2026 г., което се дължи на сходните тенденции на световните пазари. След повишаването на лихвените проценти през юни 2026 г., лихвите на банките по кредитите за предприятията се увеличиха до 3,8% през юни и юли спрямо 3,6% през май. Цената на пазарния дълг за предприятията беше на равнище от 4,0% през юли – сходна с предишните месеци и доста над равнището от преди конфликта в Близкия изток. Годишният темп на растеж на банковото кредитиране за предприятията, който обичайно реагира с по-голямо закъснение на промените в паричната политика, отбеляза ново увеличение до 4,4% през юли спрямо 4,0% през май и юни. Годишният темп на растеж на емитираните корпоративни облигации беше 3,4% спрямо 3,6% през юни и 3,3% през май. Лихвите по ипотечните кредити останаха непроменени през юни и юли на равнище от 3,5%, а растежът на ипотечното кредитиране се забави леко до 3,0% през юли спрямо 3,1% през май и юни.

Решения, свързани с паричната политика

На заседанието си на 10 септември 2026 г. Управителният съвет взе решение да повиши с 25 базисни пункта трите основни лихвени процента на ЕЦБ. Във връзка с това лихвените проценти по депозитното улеснение, по основните операции по рефинансиране и по пределното кредитно улеснение бяха повишени съответно на 2,50%, 2,65% и 2,90%, считано от 16 септември 2026 г.

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

Заключение

Управителният съвет е решен да определя паричната политика по начин, който осигурява стабилизиране на инфлацията на целево равнище от 2% в средносрочен план. При определянето на подходящата позиция по паричната политика той ще следва основан на данните подход, заседание по заседание. Решенията на Управителния съвет за лихвените проценти ще се определят от оценката му за перспективата за инфлацията и свързаните с нея рискове въз основа на постъпващите икономически и финансови данни, динамиката на основната 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 коригира всички свои инструменти в рамките на мандата си, за да гарантира устойчивото стабилизиране на целевото равнище в средносрочен план и да запази гладкото функциониране на трансмисионния механизъм на паричната политика.

През второто тримесечие на 2026 г. световната икономика остана устойчива, тъй като постоянните инвестиции, свързани с изкуствения интелект (ИИ), компенсирала неблагоприятното въздействие на конфликта в Близкия изток. Активността се задържа по-стабилна от очакваното, като по-силната динамика в икономиките, изнасящи ИИ, като Малайзия, Южна Корея и Тайван, и положителните изненади в Индия компенсирала повече от достатъчно по-слабия растеж в Съединените щати и Китай. Световната търговия изненадващо се повиши значително, подпомогната от доставките, свързани с ИИ, и от временното предварително зареждане на чувствителни по отношение на митата и енергоемки стоки. Постъпващите показатели сочат запазване на устойчивостта през третото тримесечие. През второто тримесечие глобалната инфлация се повиши в съответствие с макроикономическите прогнози на експертите на Евросистемата от юни 2026 г., като по-високите разходи за енергия намериха отражение в потребителските цени, а ценовият натиск и при свързаните с ИИ стоки се засили. Перспективата за глобалния растеж в макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ от септември 2026 г. е ревизирана леко нагоре в сравнение с юнските прогнози поради отслабващия недостиг на доставки, по-големите инвестиции в ИИ и по-ниските цени на петрола. Растежът на световната търговия е ревизиран по-съществено нагоре, което отразява по-силните резултати за второто тримесечие и високата интензивност на търговията при инвестициите в инфраструктура за ИИ. Перспективата за глобалната инфлация остава непроменена, като низходящият ефект от по-ниските цени на суровия петрол и намаляването на недостига на доставки като цяло се компенсират от по-високите маржове от рафиниране на нефтопродукти, по-високите цени на природния газ и по-силния ценови натиск на стоките, свързани с ИИ.

През второто тримесечие на 2026 г. глобалната активност остана устойчива, а постъпващите показатели сочат запазване на стабилността в краткосрочен план. Публикуваните национални сметки показват, че

глобалният реален БВП без еврозоната се е увеличил с 0,8% на тримесечна база през второто тримесечие на 2026 г. По-слабият растеж в САЩ и Китай беше компенсиран повече от достатъчно от по-добрите резултати на икономиките, изнасящи ИИ, като Малайзия, Южна Корея и Тайван, както и от положителните изненади за растежа в Индия. През август показателите от проучванията се повишиха допълнително в условията на силно нарастване на глобалния индекс на мениджърите по продажбите (*PMI*) в сектора на услугите и глобалния индекс за преработващата промишленост твърдо на експанзионистична територия (графика 1, панел „а“). Подробните секторни проучвания продължават да определят технологичния сектор като основен източник на сила, докато активността в производството на потребителски стоки се забави с намаляването на временния тласък от предварителното зареждане със стоки. Данните за глобалния *PMI* сочат, че недостигът на доставки в свързаните с енергетиката сектори е намалял значително след май, докато

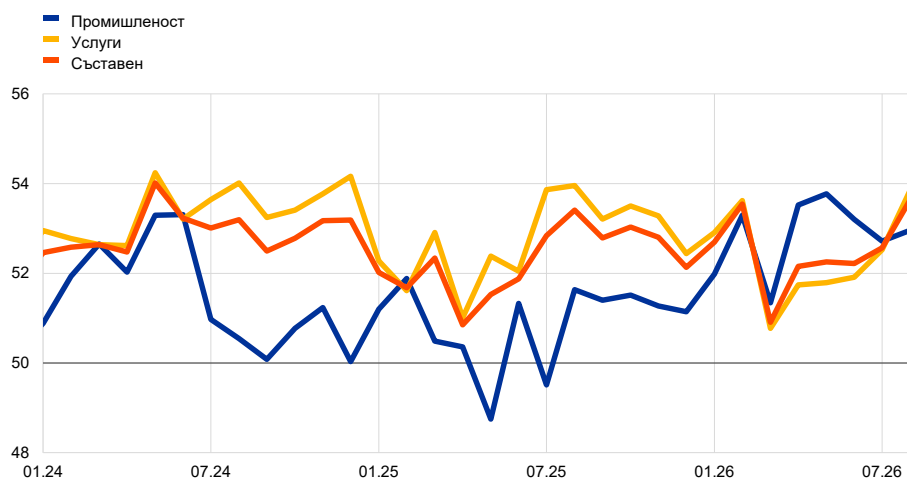
други сектори остават незасегнати с изключение на сектора на полупроводниците, където недостигът се е засилил в условията на силно търсене, свързано с ИИ (графика 1, панел „б“). Постъпващите данни сочат силен глобален растеж през третото тримесечие, като инструментът за краткосрочни прогнози на експертите на ЕЦБ отбелязва тримесечен растеж от около 1,0%, съответстващ в общи линии на консенсусните очаквания на частните прогностичи.

Графика 1

PMI на световното производство (без еврозоната) и недостиг на доставки

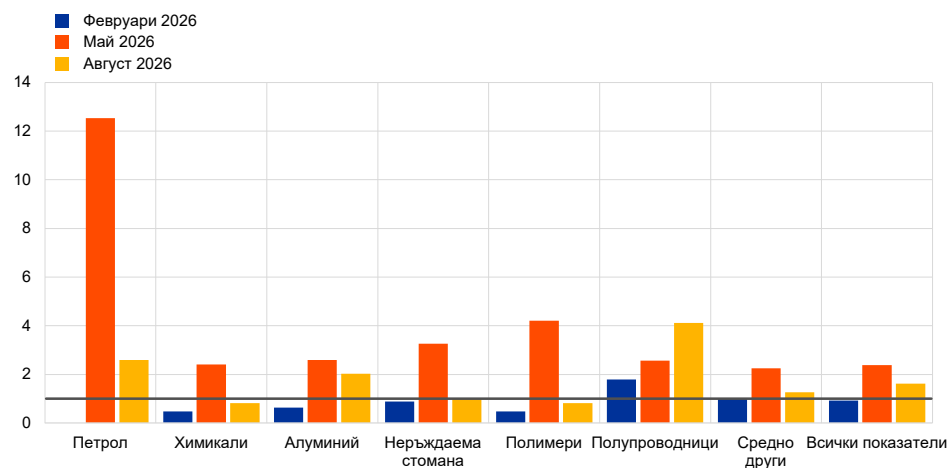
а) PMI

(индекси на дифузия)



б) Недостиг на доставки

(резултати z)



Източници: S&P Global Market Intelligence и изчисления на експерти на ЕЦБ.

Забележки: В панел „а“ хоризонталната линия при 50 обозначава неутралната базова линия, разделяща разширяването и свиването. В панел „б“ „Средно други“ се отчита средният недостиг на доставки за секторите, които не са изброени поотделно. Недостигът на доставки се изчислява въз основа на броя на мениджърите по продажбите, които съобщават, че за дадена позиция е имало недостиг през месеца на проучването и изразен в резултати z. Стойност от 1,0 (обозначена със сивата линия) означава, че недостигът на доставки е в съответствие с дългосрочната средна стойност. Стойностите над (под) 1,0 показват, че недостигът на доставки се оценява от мениджърите по продажбите като по-високи (по-ниски) от нормалните. Последните наблюдения са за август 2026 г.

Перспективата за глобалния растеж в макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ от септември 2026 г. е ревизирана леко нагоре поради по-силните инвестиции, свързани с ИИ, намаляване на недостига на доставките и по-устойчивото частно потребление в САЩ. Предвижда се глобалният растеж на реалния БВП без еврозоната да се забави от 3,7% през 2025 г. до 3,1% през 2026 г., преди постепенно да се възстанови до 3,3% през 2027 г. и 3,4% през 2028 г. В сравнение с прогнозата от юни 2026 г. растежът е ревизиран нагоре с 0,1 процентни пункта за всяка година от прогнозния период (2026г. –2028 г.). Възходящите ревизии отразяват по-големи инвестиции в инфраструктура за ИИ в икономики, интегрирани в технологичната верига за създаване на стойност, преоценка на устойчивостта на потреблението в САЩ и по-малко неблагоприятно сътресение в предлагането с намаляване на недостига на доставки от юни насам. Въпреки това през прогнозния период глобалният растеж съгласно прогнозите остава под средното си равнище от преди пандемията.¹

Подновеното напрежение в Близкия изток доведе до поскъпване както на петрола, така и на природния газ, като цените на природния газ в Европа продължиха да се повишават поради ниските равнища на запасите. През разглеждания период (от 11 юни до 9 септември 2026 г.) цените на петрола се увеличиха с 18%, като те останаха с 54% над равнищата отпреди конфликта в Близкия Изток. В началото на разглеждания период след подписването на Меморандума за разбирателство между САЩ и Иран цените се понижиха, но впоследствие отново се повишиха, тъй като споразумението не успя да доведе до трайно намаляване на конфликта. Неотдавна подновените удари между двете страни породиха опасения относно нормализирането на петролните потоци през Ормузкия проток, което допълнително засили натиска за повишаване на цените. Увеличението на цените беше отчасти компенсирано от по-слабото търсене тъй като повишените маржове от рафинирането в резултат на напрежението в Близкия изток и украинските удари върху руските рафинерии оказаха влияние върху потреблението на петрол. Цените на природния газ в Европа също рязко се повишиха – с 62% до около 150% от равнищата отпреди конфликта в Близкия изток, като натискът за повишаване на цените от конфликта се засили от исторически ниските запаси в Европа. Въпреки че ниските запаси може отчасти да отразяват предишното нежелание за попълване на складовете на високи цени, те все пак пораждат опасения, че участниците на пазара може да се наложи да побързат да осигурят доставки преди зимата. Цените на храните се повишиха с 22% поради поскъпването на какаото, като продължаващото ревизиране нагоре на силата на епизода на Ел Ниньо тази година засилва опасенията относно предлагането на какао. Увеличението на цените беше подкрепено и от цените на пшеницата и царевичата, тъй като неотдавнашната ескалация на войната на Русия срещу Украйна застрашава износа на зърнени култури от региона. Цените на металите се повишиха с 1% в резултат на цените на медта, търгувани в Лондон. Увеличението отразява опасенията, че САЩ могат да наложат мита

¹ За повече информация виж каре 1 [Макроикономически прогнози на експертите на ЕЦБ за еврозоната, септември 2026 г.](#), публикувани на уебсайта на ЕЦБ на 10 септември 2026 г.

върху медта, което ще накара инвеститорите да пренасочат доставките си към САЩ преди въвеждането им и така да повишат цените извън САЩ.

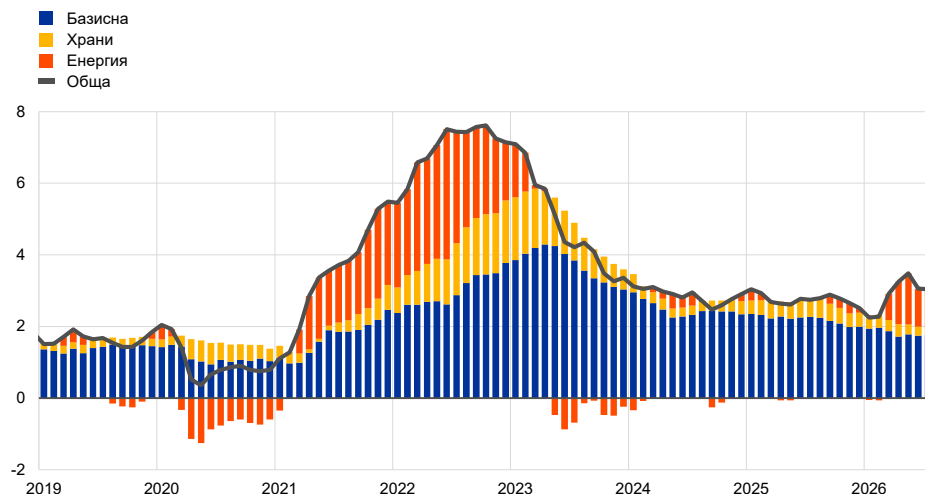
Глобалната инфлацията намаля през юни и юли 2026 г. след значително повишение през предходните месеци, като инфлацията на енергоносителите се понижи. Глобалната обща инфлация в държавите – членки на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР), с изключение на Турция, се понижи до 3,0% през юни 2026 г. и остана стабилна през юли след повишение до 3,5% през май (графика 2). Докато приносът на по-високите енергийни разходи остана висок, инфлацията на енергоносителите се понижи от 16,0% през май 2026 г. на 11,9% през юли с отслабването на натиска върху веригите на доставки. В същото време се засили ценовият натиск за свързаните с технологии стоки, особено в икономики, интегрирани във веригите за създаване на стойност, свързани с ИИ. Експозицията обаче е концентрирана в тясна гама от продукти с малки тегла в потребителските кошници като лаптопи и смартфони. Съгласно макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ от септември 2026 г. глобалната обща инфлация се очаква да се ускори от 3,1% през 2025 г. на 3,5% през 2026 г., преди да се понижи до 3,0% през 2027 г. и 2,5% през 2028 г.² Перспективата остава непроменена спрямо юнските прогнози, тъй като низходящото въздействие на по-ниските цени на суровия петрол и намаляващият недостиг на доставки в общи линии се компенсират от по-високите цени на природния газ и храните, по-големите маржове от рафинирането и по-силния ценови натиск за стоките, свързани с ИИ. Неразрешеният конфликт в Близкия изток, възможните вторични ефекти и по-силният епизод на Ел Ниньо пораждат рискове за глобалната инфлация, които клонят към повишаването ѝ.

² Прогнозите на експертите на ЕЦБ за общата инфлация, измерена чрез индекса на потребителските цени (ИПЦ) в световен мащаб, обхващат по-широк кръг от държави от агрегата на ОИСР, който обикновено е посочен в Икономическия бюлетин, включително големи икономики с възникващи пазари като Бразилия, Китай, Индия и Русия.

Графика 2

ИПЦ инфлация в страните от ОИСР

(процентно изменение на годишна база; принос, процентни пунктове)



Източници: ОИСР и изчисления на експерти на ЕЦБ.

Забележки: Агрегатът „ОИСР“ включва държавите от еврозоната, които са държави – членки на ОИСР, и изключва Турция. Изчислява се, като се използват годишните темпа на индекса на потребителските цени (ИПЦ) на ОИСР. Последните наблюдения са за юли 2026 г.

През второто тримесечие глобалният растеж на вноса остана висок, подпомаган от търговията, свързана с ИИ, и временното предварително зареждане на стоки. Публикуваните национални сметки показват, че световният внос се е увеличил с 1,8% на тримесечна база през второто тримесечие на 2026 г., което е значително над макроикономическите прогнози на експертите на Евросистемата от юни 2026 г. Изненадата от голямото увеличение е породена от по-силната от очакваното търговия между азиатските износители на технологии, предварителното зареждане на вносни потребителски стоки от САЩ преди очакваните митнически мерки през юли и буферните покупки на енергоемки стоки при опасения за по-нататъшни нарушения на доставките. Временните ефекти от предварителното зареждане на стоки се очаква да отслабнат, но цикълът на инвестиции в ИИ в световен мащаб следва да продължи да подкрепя търговията. Силният внос спрямо активността е резултат от високата интензивност на вноса на инвестиции в центровете за данни и свързаната с тях инфраструктура за ИИ, засилена от разпространението чрез географски разпръснати глобални вериги за създаване на стойност в областта на технологиите. Съгласно макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ от септември 2026 г. глобалният растеж на вноса се очаква да възлезе на 4,7% през 2026 г. и 4,5% през 2027 г., след което да се забави до 3,5% през 2028 г. В сравнение с юнските прогнози това представлява ревизия нагоре с 0,5 процентни пункта за 2026 г. и 0,9 процентни пункта за 2027 г. поради по-силните резултати за второто тримесечие и по-силната търговия със стоки, свързани с ИИ и технологиите.

В САЩ вътрешното търсене остана устойчиво, подкрепено от потреблението и инвестициите, свързани с ИИ. През второто тримесечие на

2026 г. растежът на реалния БВП се забави до 0,4% на тримесечна база, тъй като запасите и нетната търговия се отразиха на икономическата активност, докато крайното вътрешно търсене остана стабилно. Частното потребление се увеличи значително, като инвестициите продължиха да бъдат подкрепяни от изграждането на ИИ. Източниците на растеж обаче станаха по-концентрирани. Според оценките свързаната с технологиите дейност е допринесла за една трета от растежа на БВП през второто тримесечие. През юни нормата на спестяване на домакинствата спадна до 2,7%, докато печалбите от богатството се натрупаха предимно при домакинства с по-високи доходи със значителни вложения в капиталови инструменти, което направи потреблението по-уязвимо на корекции на финансовите пазари. Възможно е известна корекция от значителните потребителски разходи през второто тримесечие, като продажбите на дребно спаднаха през юли с намаляването на ефекта на временните благоприятни фактори и предварителното зареждане на стоки. Съгласно макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ от септември 2026 г. се очаква растежът на реалния БВП да бъде 2,0% всяка година от 2026 г. до 2028 г. В сравнение с юнските прогнози растежът е ревизиран надолу с 0,1 процентни пункта през 2026 г. след по-слабия резултат за второто тримесечие, но нагоре с 0,2 процентни пункта през 2027 г. и с 0,1 процентни пункта през 2028 г. поради по-устойчивото частно потребление и по-динамичните инвестиции в инфраструктура за ИИ.

Инфлацията в САЩ остава над целевото равнище, докато сигналите от измерителите на базисния ценови натиск са разнопосочни. Общата инфлация, измерена чрез ИПЦ, спадна до 3,4% през юли поради понижаването на енергийните цени на енергоносителите, но ценовият натиск се прояви при някои високотехнологични потребителски продукти, въпреки че теглото им в общата инфлационна кошница е ограничено. Базисна инфлация, измерена чрез разходи за лично потребление (PCE), остана над 3% през юни, докато инфлацията, измерена чрез пресечени средни стойности на PCE беше близо 2%, което показва различията между измерителите на основния ценови натиск. Тези различия може да отразяват концентрацията на сътресения в предлагането на енергоносителите, митата и стоките, свързани с ИИ, и затрудняват оценката на степента, в която инфлационният натиск отслабва. Същевременно пазарът на труда изглежда като цяло балансиран, а натискът върху заплатите остава ограничен, като индексът на разходите за заетост се забавя през второто тримесечие и силният растеж на производителността намалява натиска на разходите за труд на единица продукция. Според макроикономическите прогнози на експертите от ЕЦБ от юни 2026 г. общата инфлация, измерена чрез ИПЦ, се предвижда да бъде средно 3,4% през 2026 г., след което да се понижи до 2,9% през 2027 г. и до 2,2% през 2028 г. Прогнозата за 2026 г. е ревизирана нагоре с 0,2 процентни пункта, главно поради по-силните резултати през второто тримесечие и по-високите цени на вноса, свързан с ИИ. На заседанието си през юли Федералният комитет по операциите на открития пазар запази целевия лихвен процент по федералните фондове непроменен на равнище от 3,50 – 3,75%.

В Китай влошаването на вътрешното търсене продължи и през третото тримесечие въпреки продължаващата подкрепа от страна на износа и свързаните с ИИ инвестиции. През второто тримесечие на 2026 г. растежът на реалния БВП се забави до 0,9% на тримесечна база поради слабото търсене от страна на домакинствата и натиска на по-високите енергийни цени. Показателите за икономическата активност през юли изненадващо се понижиха, като годишният растеж на продажбите на дребно, промишленото производство и инвестициите в дълготрайни активи бяха значително под консенсусните очаквания. Спадът в жилищните имоти продължи да оказва неблагоприятно влияние върху доверието, потреблението и инвестициите, а по-слабите доходи и влошените условия на пазара на труда допринесоха за трудностите, пред които са изправени домакинствата. Проучване сред домакинствата на Китайската народна банка сочи постоянно отслабване на доверието в бъдещите доходи и текущата заетост, което е в съответствие със забавянето на растежа на заплатите. Износът остана устойчив, подкрепен от свързаното с ИИ търсене, но вносът също нарасна значително. Стоковият излишък на Китай с Европейския съюз (ЕС) продължи да се увеличава поради ограничената експозиция на ЕС към свързаното с ИИ търсене на внос в Китай. Експортните цени напуснаха дефлационната зона, като продуктите, свързани с ИИ, представляват около две трети от общата инфлация на експортните цени през май 2026 г. Съгласно макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ от септември 2026 г. растежът на реалния БВП се предвижда да се понижи от 5,1% през 2025 г. до 4,5% през 2026 г., 4,3% през 2027 г. и 4,0% през 2028 г. В сравнение с юнските прогнози растежът е ревизиран надолу с 0,2 процентни пункта през 2026 г. след слабия резултат за второто тримесечие, но нагоре с 0,2 процентни пункта през 2027 г. поради по-големите инвестиции в инфраструктура за ИИ. Очаква се общата инфлация, измерена чрез ИПЦ, да остане ниска –1,2% през 2026 г., 1,3% през 2027 г. и 1,5% през 2028 г. в условията на продължаващ икономически застой и слабо търсене от страна на домакинствата.

През второто тримесечие в Обединеното кралство икономическата активност се оказа по-устойчива от очакваното, а по-високите сметки за енергия на домакинствата тласнаха нагоре инфлацията през юли. През второто тримесечие на 2026 г. реалният БВП нарасна с 0,4% на тримесечна база, подкрепен главно от частните инвестиции и потребление, като показателите от проучванията сочат слаб растеж в началото на третото тримесечие. В макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ от септември 2026 г. се очаква реалният БВП да нарасне с 1,2% през 2026 г. и 2027 г. и с 1,5% през 2028 г. Прогнозите за 2026 г. и 2027 г. са ревизирани нагоре съответно с 0,2 и 0,1 процентни пункта вследствие на по-силния резултат през второто тримесечие и на отслабващия недостиг на доставки. През юли общата инфлация, измерена чрез ИПЦ, нарасна от 2,6% на 2,9% през юли, главно поради повишаването на регулираната горна граница на енергийните цени, докато базисната инфлация остана непроменена на равнище от 2,6%. Доказателствата за косвени и вторични ефекти остават ограничени, като инфлационните очаквания на домакинствата отслабват и растежът на заплатите в частния сектор се забавя. Общата инфлация се

предвижда да бъде на равнище от 3,0% през 2026 г., 2,7% през 2027 г. и 2,0% през 2028 г. На заседанието си през юли централната банка на Обединеното кралство (Bank of England) запази основния си лихвен процент непроменен на равнище от 3,75%.

През второто тримесечие на 2026 г. икономическият растеж в еврозоната надхвърли очакванията, повишавайки се до 0,6% на тримесечна база, подкрепен от вътрешното търсене и износа наред със значителното възстановяване на БВП на Ирландия. Дори без да се отчитат променливите данни за Ирландия, икономическият растеж остана устойчив на равнище от 0,3% на тримесечна база въпреки конфликта в Близкия изток. Последните налични данни сочат продължаващ растеж през третото тримесечие, макар че геополитическата обстановка остава сложна. Очаква се промишлеността да продължи да получава подкрепа от разходите за отбрана и цифровите технологии, както и от натрупването на запаси от страна на фирмите с цел ограничаване на рисковете по веригата на доставки. Междувременно се предвижда секторът на услугите да продължи да се възстановява след значителното отслабване, предизвикано от енергийния шок, последвал конфликта в Близкия изток, като тази динамика бъде подкрепена наред с други фактори и от силното търсене, свързано с изкуствения интелект (ИИ). Същевременно фирмите проявяват предпазливост при решенията си за персонала, като намаляват темпа на наемане, без обаче да увеличават съкращенията, така че равнището на безработицата остава непроменено. В средносрочен план засилващото се частично потребление, инвестициите в нови цифрови технологии и свързани с ИИ дейности, държавните разходи за отбрана и инфраструктура наред с известно възстановяване на износа би следвало да подпомагат инерцията на растежа.

Тази перспектива намира отражение в макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ за еврозоната от септември 2026 г., които предвиждат средногодишен растеж на реалния БВП от 0,9% през 2026 г., 1,4% през 2027 г. и 1,5% през 2028 г. В сравнение с юнските макроикономически прогнози на експертите на Евросистемата за еврозоната растежът на БВП бе коригиран леко нагоре за 2026 г. в резултат на по-високата от очакваното икономическа устойчивост, потвърдена от изненадващо положителните данни и оптимистичните резултати от проучванията. По-благоприятната от очакваното динамика през 2026 г. предполага пренасяне на този ефект през 2027 г., което води до ревизия нагоре, докато прогнозата за общия растеж през 2028 г. остава без промяна. Икономическите перспективи за еврозоната остават твърде несигурни в условията на продължаващия конфликт в Близкия изток и запазващите се колебания в цените на енергоносителите. За да се отчете тази несигурност, базовият сценарий е допълнен с актуализирани версии на благоприятния, неблагоприятния и силно неблагоприятния сценарии, съдържащи се в прогнозите от юни 2026 г.³

През второто тримесечие на 2026 г. икономиката на еврозоната демонстрира устойчивост, като растежът обхвана широк кръг от

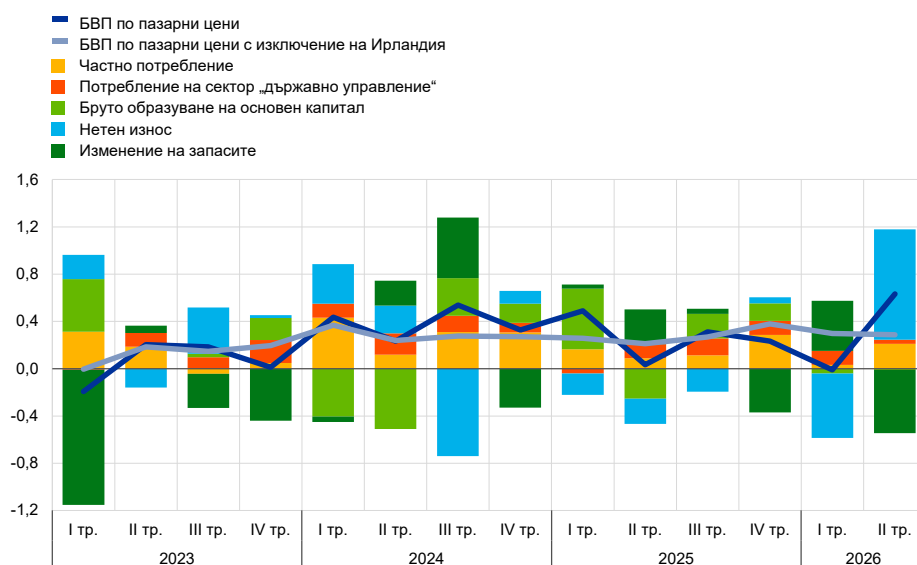
³ Виж [Макроикономически прогнози на експертите на ЕЦБ за еврозоната, септември 2026 г.](#), публикувани на уебсайта на ЕЦБ на 10 септември 2026 г.

икономически сектори и държави. Според последната оценка на Евростат реалният БВП на еврозоната нарасна през второто тримесечие на 2026 г. с 0,6% на тримесечна база, след като през първото тримесечие отчете нулев растеж. Ако се изключат променливите данни за Ирландия, растежът на реалния БВП възлезе на 0,3%, без промяна спрямо първото тримесечие. През второто тримесечие динамиката на растежа при отделните компоненти на вътрешното търсене се промени (графика 3). Частното и публичното потребление запазиха положителната си динамика, докато инвестициите отбелязаха леко допълнително свиване. В същото време промените в запасите имаха отрицателен принос за растежа на БВП. Макар нетната търговия да беше силно положителна според основните данни, тя беше по-умерена при изключване на колебанията в търговските потоци от Ирландия. Производството през първото тримесечие се обуславяше както от индустрията, така и от услугите, като при услугите отново основен принос имаха информационните и комуникационните услуги. Инерцията в строителния сектор се засили спрямо първото тримесечие, което доведе до възстановяване на растежа. Динамиката в промишления сектор беше предимно положителна във всички икономики на еврозоната, макар и силно засегната от колебанията в някои държави, по-специално от отчетеното в Ирландия увеличение от 22%. Макар че секторът продължава да среща затруднения вследствие на по-високите мита и геополитическата несигурност, той е подкрепен от увеличаването на производството, свързано с отбранителната индустрия. Независимо от значителните различия по държави повечето държави членки отбелязаха положителен растеж на БВП през второто тримесечие на 2026 г.

Графика 3

Реален БВП на еврозоната и неговите компоненти

(процентно изменение на тримесечна база; принос в процентни пунктове)



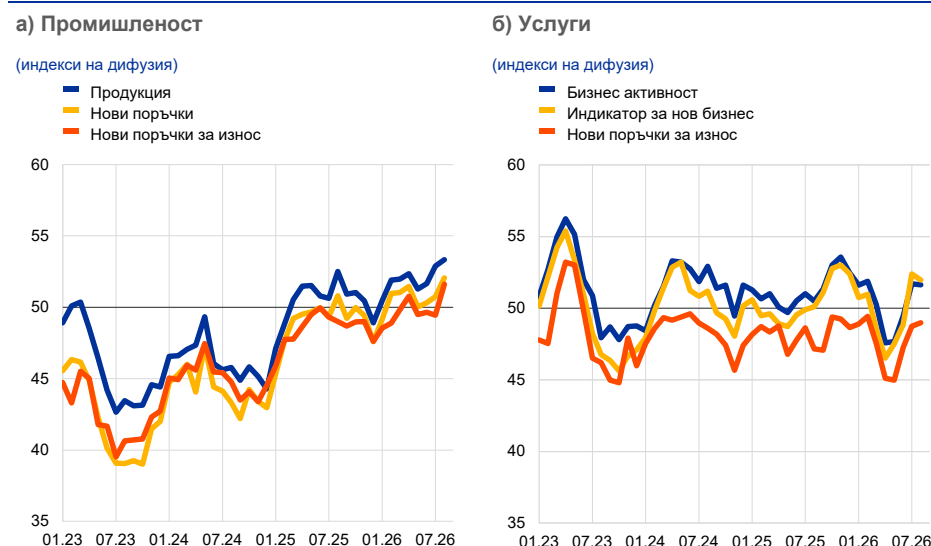
Източници: Евростат и изчисления на ЕЦБ.

Забележки: Графиката показва също БВП без Ирландия, тъй като данните за тази страна са изключително променливи. В разбивката на БВП по подкомпоненти обаче Ирландия е включена. Последните наблюдения са за второто тримесечие на 2026 г.

Последните налични данни сочат продължаващ растеж на икономическата активност през третото тримесечие на 2026 г., макар че геополитическата обстановка остава сложна. Общият индекс на мениджърите по продажбите (*PMI*) в еврозоната се повиши средно до 52,0 през юли и август, което представлява отчетливо подобрене спрямо сигналите за свиване през второто тримесечие (49,1). Подобрието беше широкообхватно по сектори, сочейки запазване на устойчивостта на еврозоната. Докато индексът на промишленото производство нарасна от 51,8 на 53,1 за същия период, индексът на стопанската активност в услугите се възстанови от 48,2 на 51,7 (графика 4). Това предполага, че промишленият сектор вероятно ще продължи да демонстрира устойчивост, подкрепен от разходите за отбрана и инфраструктура, както и от натрупването на запаси от фирмите с оглед ограничаване на рисковете по веригата на доставки.⁴ Междувременно се очаква икономическата активност в сектора на услугите да продължи да се възстановява след осезаемото отслабване, предизвикано от енергийния шок. Резултатите от проучванията за новите поръчки, които дават насоки за бъдещата динамика, сочат по-значително подобрене при услугите в сравнение с промишлеността. Освен това, макар сроковете за доставка от доставчиците все още да са по-дълги от обичайното, през юли и август беше отчетено съкращаване спрямо второто тримесечие. Проучванията на Европейската комисия сред бизнеса и потребителите показват сходна картина на засилваща се активност във всички сектори през третото тримесечие.

Графика 4

Показатели за *PMI* в различните сектори на икономиката



Източник: S&P Global Market Intelligence.
Забележка: Последните наблюдения са за август 2026 г.

Охлаждането на пазара на труда продължава, но протича с по-бавни темпове в сравнение с последните месеци. Фирмите продължиха да

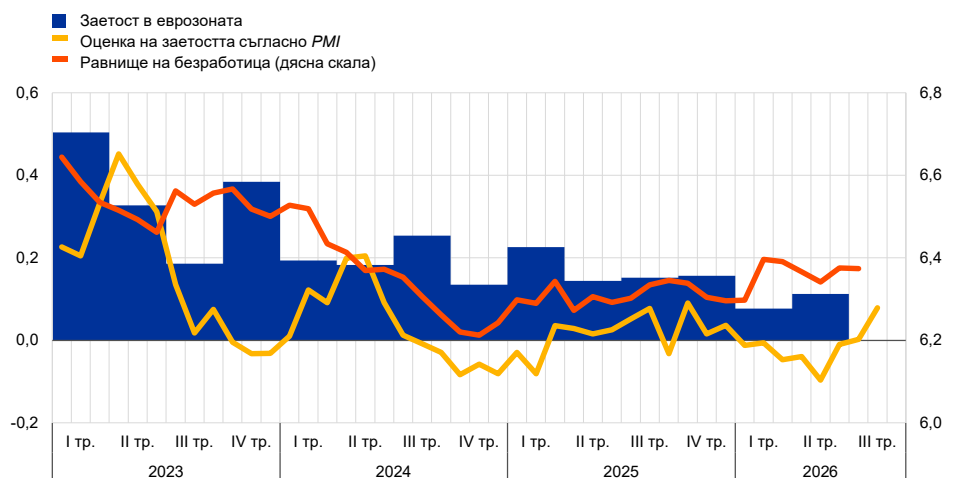
⁴ Виж статията [Defence spending and its short and longer-term macroeconomic effects](#) в този брой на Икономическия бюлетин.

редуцират наемането на нови работници, което доведе до леко забавяне на годишния растеж на заетостта до 0,50% през второто тримесечие на 2026 г. спрямо 0,53% през първото тримесечие и средно 0,7% през 2025 г. В същото време адаптирането на числеността на работната сила изглежда постепенно, без значително нарастване на съкращенията, поради което равнището на безработицата остана непроменено на равнище от 6,4% през юли спрямо юни. От средата на 2024 г. темпът на безработицата е като цяло стабилен (графика 5). Наред с това нарастването на работната сила се забави през второто тримесечие спрямо първото, отчасти вследствие на по-слабия приток на мигранти, който беше важен фактор за този растеж през периода 2022–2024 г. (виж [каре 3](#)). Със забавянето на растежа на заетостта и ускоряването на растежа на БВП годишното нарастване на производителността се повиши леко до 0,7% през второто тримесечие след отчетен нулев растеж през първото тримесечие. През второто тримесечие производителността, изключвайки ефекта от променливите данни за БВП на Ирландия, също нарасна с 0,7% на годишна база, сочейки устойчиво и засилващо се възстановяване през последните тримесечия.

Графика 5

Заетост в еврозоната, оценка на *PMI* за заетостта и темпа на безработицата

(лява скала: процентно изменение на тримесечна база, индекс на дифузия; дясна скала: процент от работната сила)



Източници: Евростат, S&P Global Market Intelligence и изчисления на ЕЦБ.

Забележки: Два реда отразяват месечните тенденции, докато колоните показват тримесечни данни. *PMI* се изразява като отклонение от 50, след което се разделя на 10, за да се измери растежът на заетостта на тримесечна база. Последните наблюдения са за второто тримесечие на 2026 г. при заетостта в еврозоната, за август 2026 г. при оценката на заетостта според *PMI* и за юли 2026 г. при темпа на безработицата.

Краткосрочните показатели за пазара на труда сочат, че отслабващият трудов пазар може би показва първи признаци за оттласкване от дъното. Месечният съставен *PMI* индекс за заетостта се повиши през август за трети пореден месец. Подиндексите за услугите и промишлеността нараснаха, сочейки към все още съдържани, но леко подобряващи се нагласи по отношение на заетостта, докато подиндексът за строителството се понижи. Същевременно онлайн обявите за работа в *Indeed* продължиха да намаляват през август, макар и по-бавно в сравнение с последните месеци, а необработената информация от видеоконференциите относно финансовите

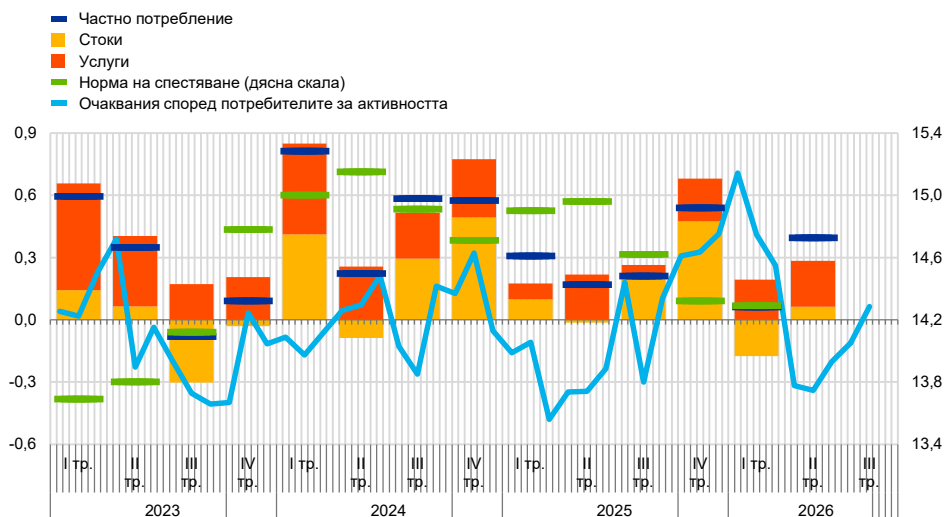
резултати на предприятията сочи, че фирмите все по-рядко обсъждат както наемането, така и съкращенията на персонал. Освен това опасенията, че конфликтът в Близкия изток ще остави значителен отпечатък върху пазара на труда, засега не се реализират, като участващите в проучването за достъпа на предприятията до финансиране фирми съобщават, че конфликтът е оказал минимално въздействие върху очакванията им за заетостта (виж [каре 2](#)).

Частното потребление се ускори през второто тримесечие на 2026 г., но тази инерция вероятно ще отслабне в краткосрочен план. През първото тримесечие на годината частното потребление нарасна с 0,4% на тримесечна база след отбелязания нулев растеж през предходното тримесечие (графика 6). Вътрешните разходи бяха подкрепени както от услугите вследствие на благоприятните туристически потоци, така и от стоките въпреки спада на разходите за стоки за недълготрайна употреба. Нормата на спестяване през първото тримесечие остана стабилна на равнище от 14,3%. Що се отнася до третото тримесечие, високочестотните показатели сочат забавяне на динамиката на разходите на домакинствата, тъй като икономическите последици от конфликта в Близкия изток започват постепенно да се проявяват (виж [каре 4](#)). През юли продажбите на дребно се свиха с 0,6% на месечна база, оставайки с 0,4% под средното равнище за второто тримесечие, главно поради по-ниските онлайн продажби и тези на електронно оборудване и горива. Показателят на Европейската комисия за доверието на потребителите се възстанови като средна величина през юли и август главно поради очакванията на домакинствата за общите икономически перспективи. Този подем подкрепя възстановяването на сектора на услугите след първоначалния енергиен шок. Въз основа на бизнес проучванията на Европейската комисия в различните сектори очакваната активност на потребителите също се подобри през юли и август, което се дължеше на търговията на дребно, услугите по настаняване и хранене, туристическите услуги и хранителните продукти, докато енергийните продукти имаха частично отрицателен принос. Тези сигнали намериха потвърждение в Проучването на потребителските очаквания, което показва частично възстановяване на потребителското доверие и разходите през юли, най-вече при стоките и услугите, които не са от първа необходимост, като туристическите услуги. В перспектива високите цени на енергията и несигурността, свързана с конфликта в Близкия изток, се очаква да се отрази върху потреблението. Наред с това затегнатите, макар и постепенно смекчаващи се условия за кредитиране биха могли допълнително да ограничат динамиката на разходите на домакинствата според Проучването на потребителските очаквания и Анкетата за кредитната дейност на банките в еврозоната. Отрицателното въздействие обаче може да бъде смекчено от устойчивата динамика на доходите и богатството, които подкрепяха частното потребление от края на 2022 г. насам, на фона на исторически ниски равнища на задлъжнялост и ливъридж на домакинствата.

Графика 6

Потребление, очаквана активност на потребителите и спестявания на домакинствата

(процентни промени на тримесечна база, принос в процентни пунктове; стандартизиран баланс на мненията; проценти от brutния разполагаем доход)



Източници: Евростат, Европейска комисия и изчисления на ЕЦБ.

Забележки: „Очаквания според потребителите за активността“ се отнася до среднопотеглената стойност на бизнес очакванията на предприятията за следващите три месеца по отношение на производството в промишлеността, заетостта в строителството, бизнес активността в търговията и търсенето на услуги въз основа на проучването на Европейската комисия сред предприятията, като очакванията са претеглени според секторните дялове в частното потребление в еврозоната от таблиците „Ресурс–използване“ (input-output) на FIGARO за 2023 г. Редовете са стандартизирани за цялата извадка, обхващаща периода от януари 1999 г. насам. Последните наблюдения са за първото тримесечие на 2026 г. при нормата на спестяване, второто тримесечие на 2026 г. при частното потребление, стоките и услугите и август 2026 г. при очакваната активност на потребителите.

Бизнес инвестициите леко се свиха през второто тримесечие на годината, но се очаква да наберат скорост през втората половина на годината благодарение на продължаващите разходи за цифровизация и разширяването на отбранителния сектор. През второто тримесечие на годината инвестициите извън строителството (с изключение на променливите ирландски данни за продуктите на интелектуалната собственост) намаляха с 0,1% на тримесечна база при повишена несигурност и високи енергийни цени (графика 7, панел „а“). Инвестициите в нематериални активи имаха положителен принос, докато тези в машини и оборудване се отразиха неблагоприятно на стопанските инвестиции. Като материалните, така и нематериалните активи се ускоряват през третото тримесечие на 2026 г., както показва повишаването на доверието в секторите на капиталовите стоки и цифровите услуги. Очакваните инвестиции през втората половина на 2026 г. и след това продължават да се обуславят от свързаните с изкуствения интелект технологии и цифровизацията. Инвестициите в материални активи се стимулират от търсенето на хардуер, свързан с изкуствения интелект, роботизацията и предназначени за отбраната продукти, особено в страните, произвеждащи полупроводници. Според проучване на Европейската комисия търсенето в сектора на капиталовите стоки вече е по-малко ограничаващ фактор в сравнение с производствените площи и оборудването. Инвестициите в нематериални активи продължават да бъдат стимулирани от цифровизацията. Разширяването на облачните услуги и навлизането на

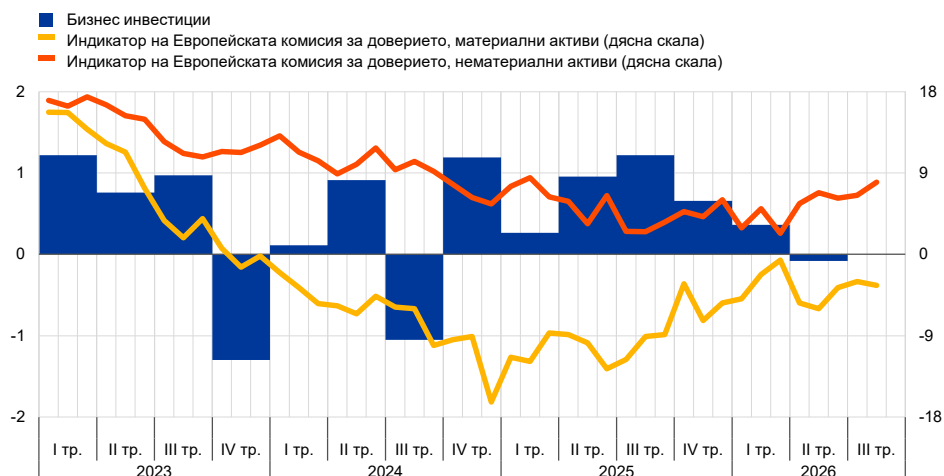
изкуствения интелект водят до все по-интензивно изграждане на центрове за данни в страните от Южна Европа благодарение на възобновяемата енергия, подходящи терени и достъп до финансиране по програмата Следващо поколение ЕС. Същевременно недостигът на квалифицирани кадри и опасенията относно наличието на енергия, сложните разрешителни процедури и прилагането на новите разпоредби на ЕС създават предизвикателства пред цифровизацията. В перспектива се очаква растежът на инвестициите да бъде подкрепен от нарастващото търсене, увеличаването на брутният опериращ излишък и подобряващото се доверие, докато по-високите лихвени проценти и несигурността относно ситуацията в Близкия изток остават ограничаващи фактори (виж [каре 2](#)).

Графика 7

Динамика на реалните инвестиции и данни от проучванията

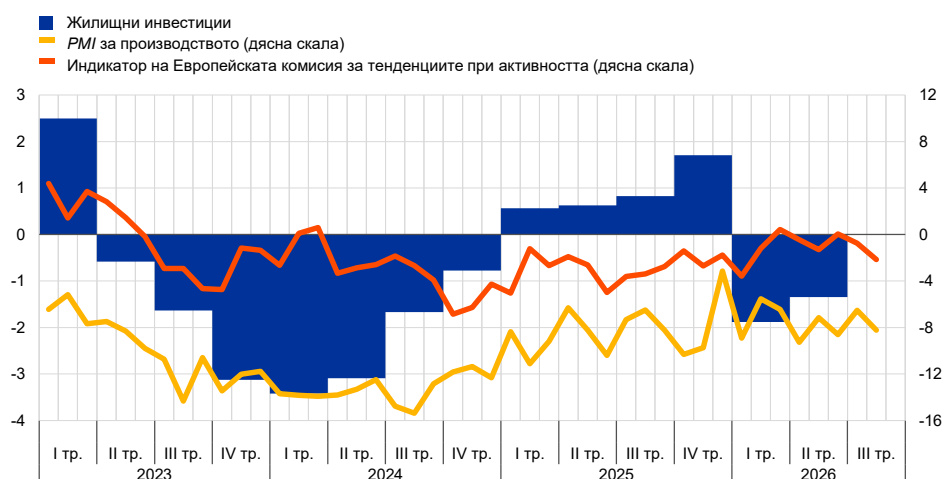
а) Бизнес инвестиции

(процентно изменение на тримесечна база; баланс на мненията в процент и индекс на дифузия)



б) Жилищни инвестиции

(процентно изменение на тримесечна база; баланс на мненията в процент и индекс на дифузия)



Източници: Евростат, Европейска комисия, S&P Global Market Intelligence и изчисления на ЕЦБ.

Забележки: Линиите отразяват месечните изменения, докато стълбчетата показват тримесечни данни. Показателите PMI са представени като отклонение от 50. В панел „а“ бизнес инвестициите се измерват чрез инвестициите извън строителството, без ирландските нематериални активи. При показателите за доверие „материални активи“ се отнася до сектора на капиталовите стоки (производителите на машини и оборудване), а „нематериални активи“ е среднопретеглена стойност на подсекторите, предоставящи инвестиции, свързани с продукти на интелектуалната собственост, т.е. „издателска дейност“ (NACE J58); „компютърно програмиране и консултантска дейност“ (NACE J62); и „информационни услуги“ (NACE J63). В панел „б“ линията за индикатора на Европейската комисия за тренда на активността отразява среднопретеглената стойност от оценките на секторите „строителство“ и „специализирано строителство“ за измененията на активността през предходните три месеца, преизчислена така, че да има същото стандартно отклонение като PMI. Линията на PMI за производството отразява активността в сектора на жилищното строителство. Последните наблюдения са за второто тримесечие на 2026 г. по отношение на инвестициите, и за август 2026 г. по отношение на PMI за производството и показателите на Европейската комисия.

Жилищните инвестиции продължиха да намаляват през второто

тримесечие на 2026 г., но се очаква да възстановят положителните си стойности на растеж в краткосрочен план. Жилищните инвестиции се

понижиха с 1,3% на тримесечна база през второто тримесечие след спад с 1,9% през предходното тримесечие (графика 7, панел „б“). Спадът бе

сравнително широко разпространен сред най-големите държави от еврозоната,

но особено силно изразен в Италия, където е възможно някои от проблемите да се дължат на времеви ефекти, свързани с постепенното премахване на финансовите стимули за саниране. Междувременно производството в сградното строителство и специализираните строителни дейности беше средно с 0,8% по-високо през второто тримесечие, отколкото през предходното. Показателите за активността, базирани на проучвания, дават противоречиви сигнали за третото тримесечие, като индексът *PMI* за продукцията в жилищния сектор остана средно над равнището си от второто тримесечие през юли и август, докато индикаторът на Европейската комисия за последните тенденции в сградната и специализираната строителна дейност спадна под равнището си от второто тримесечие, а ограниченията, свързани с метеорологичните условия, достигнаха рекордни стойности. Същевременно броят на разрешенията за строеж на жилища продължи да се увеличава, като темпът на растеж на тримесечна база възлезе на 1,2% през май. Според проучването на Европейската комисия за потребителите намеренията на домакинствата за подобряване на състоянието на жилищата са се засилили през третото тримесечие, докато намеренията за закупуване или изграждане на жилище са се запазили непроменени като цяло. Анкетата на ЕЦБ за кредитната дейност в еврозоната от юли обаче сочи известен спад на търсенето на кредити, като банките отчитат по-слабо търсене на жилищни кредити през второто тримесечие и очакват допълнителен спад през третото тримесечие. Като цяло жилищните инвестиции е вероятно да се върнат към положителен растеж в краткосрочен план, въпреки че се очаква възстановяването да продължи да бъде постепенно.

Неотдавнашното възстановяване на износа на стоки от еврозоната все още не показва мащабно укрепване на динамиката на износа. Обемите на износа на стоки извън еврозоната нараснаха с 2,1% през трите месеца до юни след слабо първо тримесечие. Данните от националните сметки за второто тримесечие също показват растеж на общия износ с 3,4% на тримесечна база. Този резултат обаче следва да се тълкува предпазливо, тъй като беше повлиян от колебливия износ на Ирландия, свързан с дейността на мултинационални предприятия вследствие на по-ограничената им свързаност с базовата инерция на търговията в еврозоната. Износът за САЩ също се увеличи слабо през юни, но нарастването беше съсредоточено при стоки, които не са пряко засегнати от митата, включително някои продукти, свързани с ИИ, като например изчислителни центрове за данни, памети, съхранение и мрежово оборудване, докато износът на засегнатите от митата стоки продължи да се колебае. Това показва, че по-високите търговски бариери в САЩ, наложени миналата година, може все още да оказват негативно влияние върху засегнатите категории. Показателите от проучванията останаха ниски, като *PMI* за нови поръчки за износ едва достигна положителни стойности след четири години и половина, въпреки че свързаните с технологии поръчки за износ продължиха да показват относителна стабилност, подпомогнати от разработването на ИИ в световен мащаб. Конфликтът в Близкия изток изглежда е причинил по-малко разрушения, отколкото се очакваше по-рано, като ограниченията в предлагането остават слаби и намаляват, но по-високите разходи и несигурност продължават да оказват негативно влияние върху

перспективите. Като цяло се очаква износьт на еврозоната да нараства по-бавно от външното търсене в краткосрочен план, което предполага допълнителен спад на пазарните дялове на износа. Това отчасти отразява засилването в последно време на световното търсене на стоки, свързани с ИИ, особено на основни компоненти на центрове за данни, като например хардуер за изчислителни операции, съхранение и мрежово оборудване, където еврозоната е по-слабо специализирана в сравнение с някои конкуренти. През остатъка от прогнозния период се очаква пазарните дялове да останат под натиск от по-големи предизвикателства пред конкурентоспособността. По отношение на вноса данните от националните сметки показват увеличение с 1,5% на тримесечна база през второто тримесечие, което означава положителен принос на нетната търговия за растежа на БВП в еврозоната с 0,9 процентни пункта.

Според базовите прогнози се предвижда годишен растеж на реалния БВП от 0,9% през 2026 г., 1,4% през 2027 г. и 1,5% през 2028 г. В сравнение с прогнозите от юни 2026 г. растежът на БВП е ревизиран леко нагоре за 2026 г. в резултат на изненадващите данни и оптимистичните резултати от проучванията, което предполага пренасяне на този ефект през 2027 г. Краткосрочната перспектива за растежа се е подобрила в сравнение с последния кръг прогнози на експертите, отразявайки по-специално устойчивостта на частното потребление и публичните разходи. В средносрочен план постепенно намаляващите цени на енергията и силният пазар на труда би трябвало да допринесат за повишаване на доходите на домакинствата и от своя страна да подкрепят потреблението. Растежът все повече ще бъде подкрепен от бизнес и жилищни инвестиции. Нарастващото външно търсене би трябвало да повлияе растежа на износа благоприятно, но той е възпиран от трудности с конкурентоспособността и от несигурността, свързана с търговските политики в световен план. Икономическите перспективи за еврозоната остават твърде несигурни в условията на продължаващия конфликт в Близкия изток и запазващите се колебания в цените на енергоносителите. За да се отчете тази несигурност, базовият сценарий е допълнен с актуализирани версии на трите алтернативни сценария, съдържащи се в прогнозите от юни 2026 г. – благоприятен, неблагоприятен и силно неблагоприятен сценарий (виж [Макроикономически прогнози на експертите на ЕЦБ за еврозоната, септември 2026 г.](#)).

Годишната обща инфлация в еврозоната, измерена с хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ), се повиши до 3,3% през август 2026 г. спрямо 2,9% през юли. Това увеличение се дължи на скока на инфлацията в енергийния сектор в резултат на конфликта в Близкия изток, докато инфлацията при храните остана непроменена.⁵ ХИПЦ без компонентите енергия и храни (НІСРХ) се понижи до 2,4% през август спрямо 2,5% през юли, поради спада в инфлацията при услугите, който напълно неутрализира нарастването на инфлацията при неенергийните промишлени стоки. Показателите за базисната инфлация като цяло останаха стабилни през последните месеци. Досега енергийният шок не оказва съществено влияние върху заплатите. Годишният растеж на компенсацията на един нает намаля до 3,3% през второто тримесечие на 2026 г. спрямо 3,5% през първото тримесечие на 2026 г.

Според макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ за еврозоната от септември 2026 г. общата инфлация се предвижда да бъде средно 3,0% през 2026 г., след което да се понижи до 2,5% през 2027 г. и до 2,1% през 2028 г.⁶ В сравнение с макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата за еврозоната от юни 2026 г., общата инфлация за 2026 г. остава без промяна, а за 2027 г. и 2028 г. тя е ревизирана нагоре. Перспективите остават твърде несигурни, с възходящи рискове за инфлацията. За да се илюстрира тази несигурност, базовите прогнози са допълнени с актуализирани версии на трите алтернативни сценария, изложени в прогнозите от юни 2026 г. Тези сценарии се различават по отношение на допусканията си за мащаба и продължителността на конфликта в Близкия изток и за енергийния ценови шок, за въздействието на шока върху международната среда и несигурността, както и за силата на косвените и вторичните ефекти върху инфлацията.

Според предварителната оценка на Евростат инфлацията, измерена чрез ХИПЦ, в еврозоната се е повишила до 3,3% през август 2026 г. спрямо 2,9% през юли (графика 8). Това увеличение се дължи на скока на инфлацията в енергийния сектор, наред със стабилната инфлация при храните и лекото понижение на НІСРХ инфлацията. Годишният темп на изменение на цените на енергията се повиши рязко до 14,3% през август спрямо 10,3% през юли, поради месечното увеличение на цените на енергията с 2,9% и значителния положителен базов ефект.⁷ Инфлацията при храните възлезе на 1,2% през август, без промяна спрямо юли. В рамките на хранителния компонент инфлацията при преработените храни се понижи леко през август

⁵ Данните, съдържащи се в това издание на „Икономическия бюлетин“, са получени към 9 септември 2026 г. Съгласно окончателните данни за ХИПЦ, публикувани от Евростат на 17 септември 2026 г., годишната инфлация в еврозоната през август 2026 г. е била 3,2%.

⁶ Виж [Макроикономически прогнози на експертите на ЕЦБ за еврозоната, септември 2026 г.](#), публикувани на уебсайта на ЕЦБ на 10 септември 2026 г.

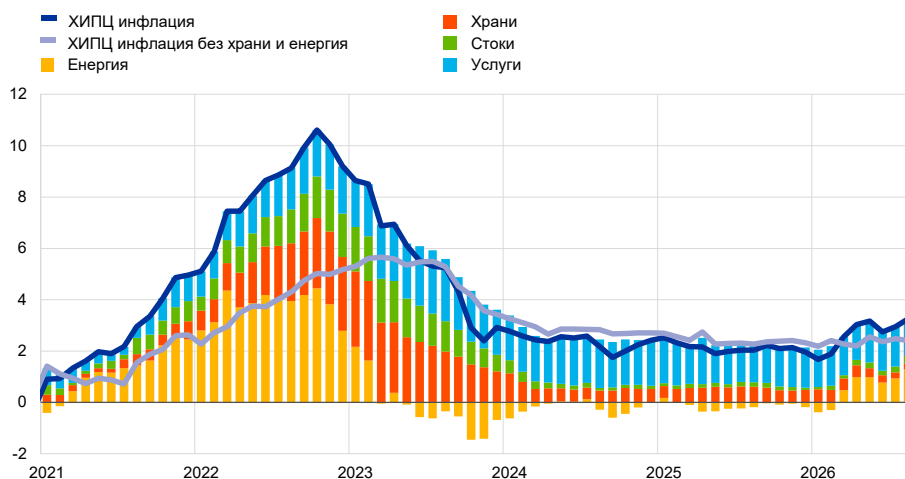
⁷ За анализ на цените на електроенергията и природния газ, които потребителите плащат, виж карето [The uneven journey of wholesale gas and electricity prices to consumer bills](#) в този брой на Икономическия бюлетин.

до 0,6% спрямо 0,7% през юли, докато инфлацията при непреработените храни се повиши до 2,7% от 2,4% за същия период. Месечните изменения на цените на непреработените храни бяха по-значителни от обичайното за август, което вероятно се дължи на известен натиск за повишаване, породен от горещото и сухо време в Европа през лятото. *HICPX* инфлацията спадна незначително до 2,4% през август спрямо 2,5% през юли. Това се дължеше на спада на инфлацията при услугите – от 3,3% до 3,0%, което напълно неутрализира увеличението на инфлацията при неенергийните промишлени стоки – от 0,9% до 1,2%.

Графика 8

Обща инфлация и нейните основни компоненти

(годишно процентно изменение, принос в процентни пунктове)



Източници: Евростат и изчисления на ЕЦБ.

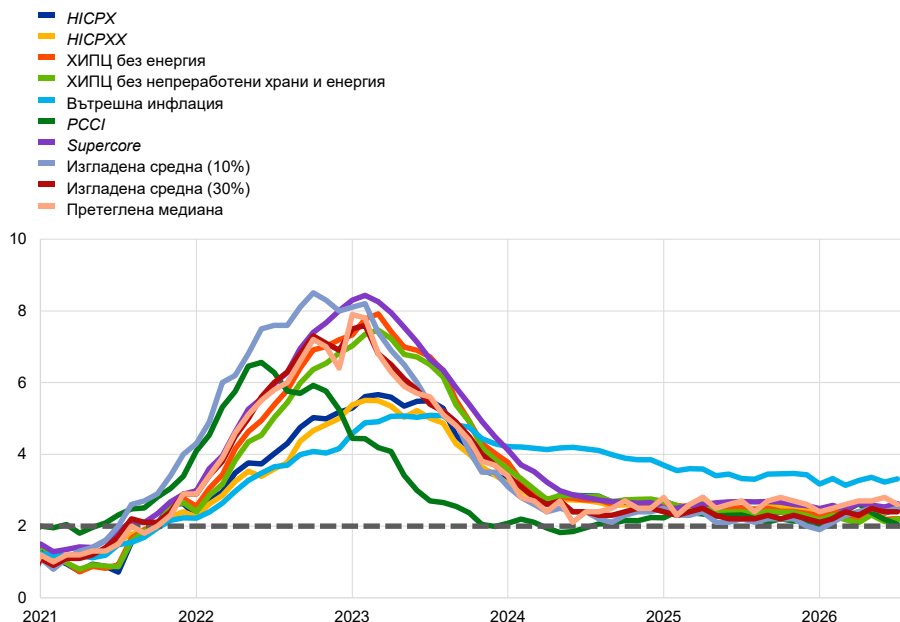
Забележки: „Стоки“ се отнася до неенергийни промишлени стоки; *HICPX* е ХИПЦ без компонентите енергия и храни. Последните наблюдения са за август 2026 г. (приблизителна стойност).

Показателите за базисната инфлация като цяло останаха стабилни през последните месеци (графика 9), като през юли 2026 г. се движеха в диапазона от 2,1% до 2,6%. След лекото увеличение през юли, наличните за август измерители на инфлацията, базирани на изключване, се понижиха незначително. Що се отнася до основаните на модели измерители, постоянният и общ компонент на инфлацията (*PCCI*) се понижи до 2,1% през юли спрямо 2,2% през юни, докато *PCCI*, без да се отчитат цените на енергията, се запази без промяна на равнище от 2,1%. Показателят *Supercore*, който включва чувствителни към бизнес цикъла компоненти на ХИПЦ, леко се увеличи от 2,5% през юни на 2,6% през юли. През същия период вътрешната инфлация, която включва позиции с нисък вносен компонент, главно при услугите, също отбеляза повишение до 3,3% спрямо 3,2%.

Графика 9

Показатели за базисната инфлация

(годишно процентно изменение)



Източници: Евростат и изчисления на ЕЦБ.

Забележки: Сивата пунктирна линия представлява инфлационната цел на Управителния съвет от 2% в средносрочен план. НИСРХ е ХИПЦ без компонентите енергия и храни; НИСРХХ е ХИПЦХ без компонентите, свързани с пътуванията, облеклото и обувките. Последните наблюдения са за август 2026 г. (приблизителни данни) за НИСРХ, НИСРХХ и ХИПЦ без компонента енергия, както и за юли 2026 г. – за останалите показатели.

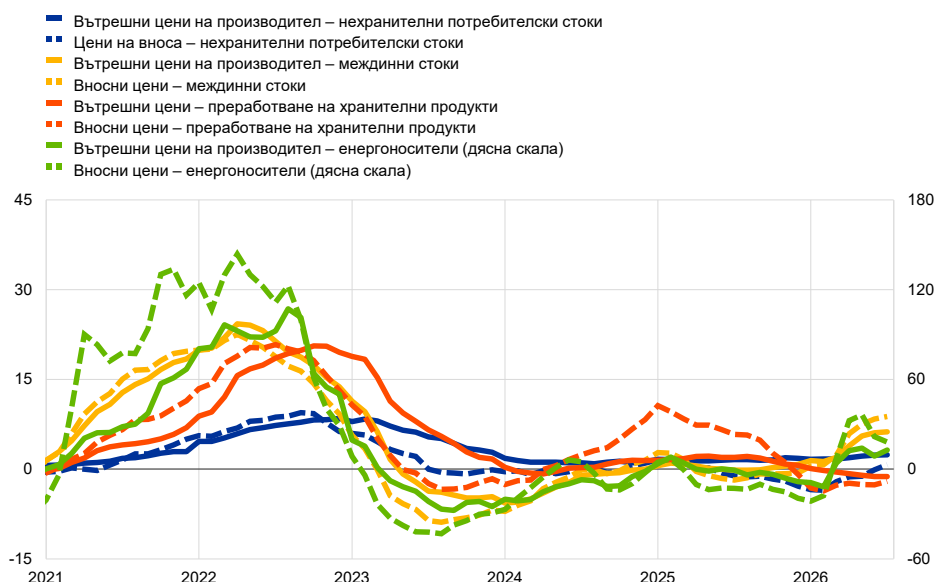
Показателите за верижен натиск се повишиха на повечето етапи от веригата на ценообразуване през юли 2026 г. (графика 10). В началните етапи на веригата на ценообразуването инфлацията при цените на производител на енергия се повиши до 12,9% през юли 2026 г. спрямо 8,8% през юни, докато инфлацията при цените на вноса на енергия се понижи до 18,2% спрямо 21,8% за същия период. Въпреки това и двата показателя останаха високи, което показва запазване на силния ценови натиск, свързан с енергията. Що се отнася до междинните стоки, натискът и при тях остана висок на фона на значителното нарастване на инфлацията при цените на производител на вътрешния пазар и инфлацията при цените на вноса, които през юли се повишиха съответно до 6,3% и 8,8%. През същия месец, на по-късните етапи на веригата на ценообразуване, показателите за верижния натиск върху нехранителните потребителски стоки сигнализираха за по-силен инфлационен натиск, с повишение на инфлацията както при цените на вноса, така и при цените на производител на вътрешния пазар съответно до 0,7% и 2,4%. След силния натиск през 2025 г. динамиката на цените по веригата при храните продължи да бъде слаба и остана трайно отрицателна. Годишният темп на растеж на цените на производител на преработените храни остана без промяна на равнище от -1,2% през юли, като по този начин беше прекъсната постепенната низходяща тенденция, започнала през септември 2025 г. Темпът на растеж на цените на вноса леко се повиши до -2,0% през юли спрямо -2,6% през юни. Поради продължаващия конфликт в Близкия изток развитието на

цените на енергията и храните, както и верижният натиск в по-широк план, се наблюдават внимателно.

Графика 10

Показатели за натиск по веригата на цените

(годишно процентно изменение)



Източници: Евростат и изчисления на ЕЦБ.
Забележка: Последните наблюдения са за юли 2026 г.

Натискът върху вътрешните разходи, измерен чрез растежа на дефлатора на БВП, остана без промяна на равнище от 2,4% през второто тримесечие на 2026 г. (графика 11). Това отразява спад в приноса на разходите за труд на единица продукция (от 2,0% на 1,5%) и на данъците за единица продукция (от 0,3% на 0,2%), което се компенсира от увеличението на приноса на печалбата на единица продукция (от 0,1% на 0,7%). Понижението на годишния темп на растеж на разходите за труд на единица продукция (от 3,5% на 2,6%) се дължи на увеличението на темпа на растеж на производителността на труда (от 0,0% на 0,7%), като към този фактор се добавя забавянето на годишния темп на растеж на компенсацията на един нает (от 3,5% до 3,3%). Този спад отразява забавянето на темпа на растеж на договорените заплати, които през второто тримесечие на 2026 г. спаднаха до 2,4% в сравнение с 2,6% през първото тримесечие, както и лек спад на приноса на компонента „отклонение на действителната заплата от разчетната“ (т.нар. *wage drift*) до 0,9 процентни пункта в сравнение с 1,0 процентен пункт за същия период. В перспектива инструментът на ЕЦБ за проследяване на заплатите, който беше актуализиран с данни за договорените до края на август 2026 г. заплати, показва, че натискът за повишаване на договорените заплати ще се стабилизира на равнище от 2,6% през 2026 г., преди леко да се ускори до 2,7% през първата половина на 2027 г.⁸ Според прогнозите от септември 2026 г. годишният темп на растеж на компенсацията на един нает се очаква да се забави от 3,8% през 2025 г. до

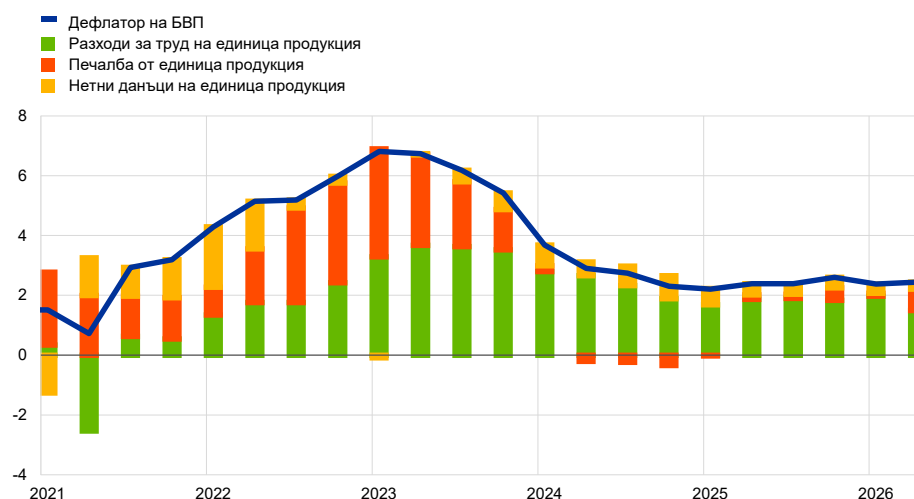
⁸ За повече информация виж Европейска централна банка (ЕЦБ) (2026), [New data release: ECB wage tracker points to stable negotiated wage pressures in 2026](#), *прессъобщение*, 17 юни.

3,3% през 2026 г. През 2027 г. и 2028 г. се очаква той да остане на равнище от 3,3% – над дългосрочното си средно равнище, на фона на подобряващите се икономически перспективи и устойчивия пазар на труда. Очакваният спад на инфлацията се предвижда да ограничи натиска върху заплатите.

Графика 11

Разбивка на дефлатора на БВП

(годишно процентно изменение, принос в процентни пунктове)



Източници: Евростат и изчисления на ЕЦБ.

Забележки: Компенсацията на един нает има положителен принос за промените в разходите за труд на единица продукция. Производителността на труда има отрицателен принос. Последните наблюдения са за второто тримесечие на 2026 г.

През разглеждания период – от 11 юни до 9 септември 2026 г., краткосрочните пазарни измерители на инфлационната компенсация леко се повишиха на фона на засилени колебания, а дългосрочните инфлационни очаквания останаха твърдо стабилизирани на равнище от около 2% (графика 12, панел „а“). Краткосрочните очаквания на инвеститорите за инфлацията следваха плътно колебанията в цените на петрола и останаха твърде чувствителни към несигурността, свързана с развитието на конфликта в Близкия изток. След подписването на Меморандума за разбирателство между Съединените щати и Иран на 17 юни 2026 г. пазарните измерители на инфлационната компенсация се понижиха. Въпреки това до началото на юли те се повишиха над равнищата, наблюдавани преди 17 юни, тъй като конфликтът се изостри отново и цените на петрола се повишиха. В края на разглеждания период едногодишният форуърден лихвен процент по инфлационно индексирани суапове за една година напред се увеличи с около 15 базисни точки до 2,3%. За средносрочните и дългосрочните матуритети мерките за компенсиране на инфлацията останаха относително стабилни, като петгодишният форуърден инфлационно индексирани суапов лихвен процент за пет години напред като цяло остава непроменен – на равнище от около 2,2% през разглеждания период. След коригирането им с премиите за инфлационен риск пазарните измерители на средносрочните и дългосрочните инфлационни очаквания останаха твърдо стабилизирани на равнище от около 2%. Както в Анкетата на ЕЦБ сред професионалните прогностици за третото тримесечие на 2026 г, така и в Проучването ѝ сред

паричните анализатори за септември 2026 г. средните и медианните дългосрочни инфлационни очаквания останаха на равнище от 2%.

Графика 12

Пазарни мерки за компенсация на инфлацията и очаквания на потребителите за инфлацията

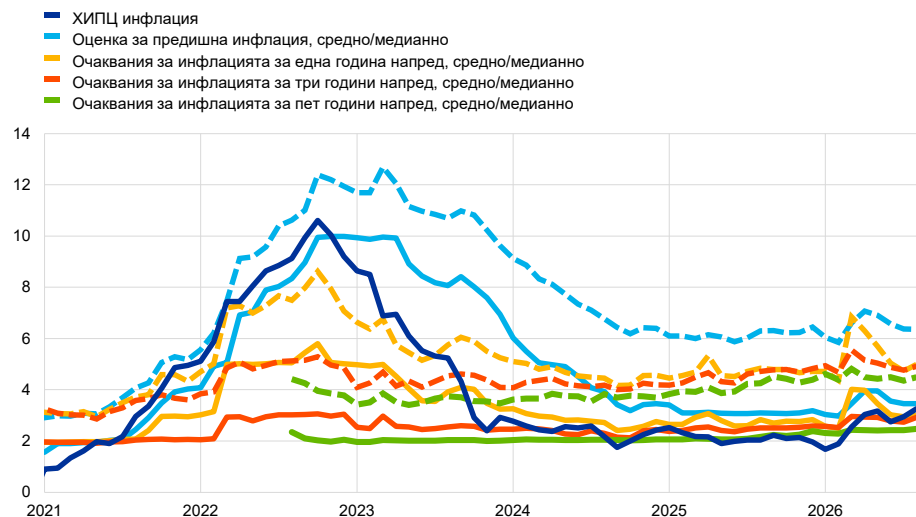
а) Пазарни мерки за компенсация на инфлацията

(годишно процентно изменение)



б) Обща инфлация, измерена чрез ХИПЦ, и проучване на ЕЦБ на потребителските очаквания

(годишно процентно изменение)



Източници: Лондонска фондова борса, Евростат, Проучване на потребителските очаквания на ЕЦБ и изчисления на ЕЦБ. Забележки: Панел „а“ показва форуърдните лихвени проценти по инфлационно индексирани суапове за два различни времеви хоризонта в еврозоната. Вертикалната сива линия обозначава началото на разглеждания период – 11 юни 2026 г. В панел „б“ прекъснатите линии показват средния лихвен процент, а плътните линии – медианния процент. Последните наблюдения за панел „а“ са за 9 септември 2026 г. Последните наблюдения за панел „б“ са за август 2026 г. както за ХИПЦ инфлацията (приблизителни данни), така и за Проучването за очакванията на потребителите.

Краткосрочните и средносрочните инфлационни очаквания на потребителите се повишиха леко през август 2026 г., докато усещането за предишна инфлация остана непроменено (графика 12, панел „б“). Според проучването на ЕЦБ за потребителските очаквания за август 2026 г. медианният темп на възприеманата инфлация през предходните 12 месеца

остана стабилен на равнище от 3,5%.⁹ Медианните очаквания за инфлацията през следващите 12 месеца леко се повишиха до 3,0% спрямо 2,9% през юли, докато очакванията за следващите три години се повишиха до 2,9% спрямо 2,7% за същия период. Същевременно медианните очаквания за инфлацията за следващите пет години отбелязаха повишение с 0,1 процентни пункта до 2,5%. Като се изключат месечните колебания, инфлационните очаквания на потребителите остават над равнищата, наблюдавани преди конфликта в Близкия изток. Въпреки това през последните месеци те като цяло останаха стабилни, продължавайки да сигнализират за връщане на инфлацията към целевото равнище в средносрочен план.

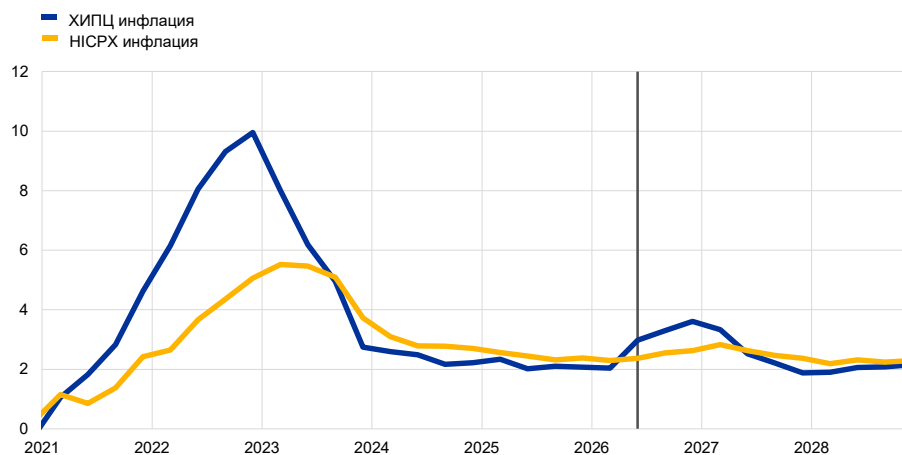
Според прогнозите от септември 2026 г. общата инфлация се очаква да се ускори от 2,1% през 2025 г. до 3,0% през 2026 г., след което да се понижи до 2,5% през 2027 г. и след това до 2,1% през 2028 г. (графика 13). Очаква се общата инфлация да се увеличи до 3,6% през четвъртото тримесечие на 2026 г. Очаква се инфлацията при енергийните цени да достигне до най-високата си стойност в края на 2026 г. поради увеличението на цените на енергийните суровини и по-голямото увеличение на цените на рафинираните транспортни горива в сравнение с цените на суровия петрол. След това се очаква инфлацията при енергийните цени да спадне рязко през 2027 г. поради по-ниските цени на енергийните суровини и отрицателните базови ефекти, а през 2028 г. да се повиши леко вследствие на въвеждането на Системата за търговия с емисии на ЕС 2 (ЕСТЕ 2). Очаква се инфлацията при храните да се повиши в краткосрочен план на фона на постепенното проявяване на косвените ефекти от предишното увеличение на енергийните цени и въздействието на неблагоприятните метеорологични условия, преди да се върне на равнище от около 2% по-късно в рамките на прогнозния период. Очаква се *HICPX* инфлацията да се повишава постепенно в краткосрочен план и да достигне средно 2,5% през 2026 г. и 2,6% през 2027 г., отразявайки постепенното натрупване на косвени ефекти от по-високите енергийни цени както на вътрешния, така и на световния пазар, тъй като цените на вноса и разходите за производство се повишават. Очаква се след това да се понижи до 2,3% през 2028 г. В сравнение с прогнозите от юни 2026 г. перспективата за общата ХИПЦ инфлация е ревизирана нагоре с 0,2 процентни пункта за 2027 г. и с 0,1 процентни пункта за 2028 г. *HICPX* инфлацията беше ревизирана нагоре с 0,1 процентни пункта както за 2027 г., така и за 2028 г.

⁹ Работата на терен при Проучването на ЕЦБ за потребителските очаквания за август 2026 г. приключи на 24 август 2026 г.

Графика 13

ХИПЦ инфлация и изключваща енергията и храните ХИПЦ инфлация в еврозоната

(годишно процентно изменение)



Източници: Евростат и [Макроикономически прогнози на експертите на ЕЦБ за еврозоната, септември 2026 г.](#)
Забележки: Сивата вертикална линия показва последното тримесечие преди началото на прогнозния хоризонт. Последните наблюдения са за второто тримесечие на 2026 г. при историческите данни и за четвъртото тримесечие на 2028 г. при прогнозните данни. Прогнозите от септември 2026 г. бяха завършени на 28 август 2026 г., а крайната дата за техническите допускания беше 19 август 2026 г. Както историческите, така и прогнозните данни за ХИПЦ инфлация и НИСРХ инфлация се отчитат с тримесечна периодичност.

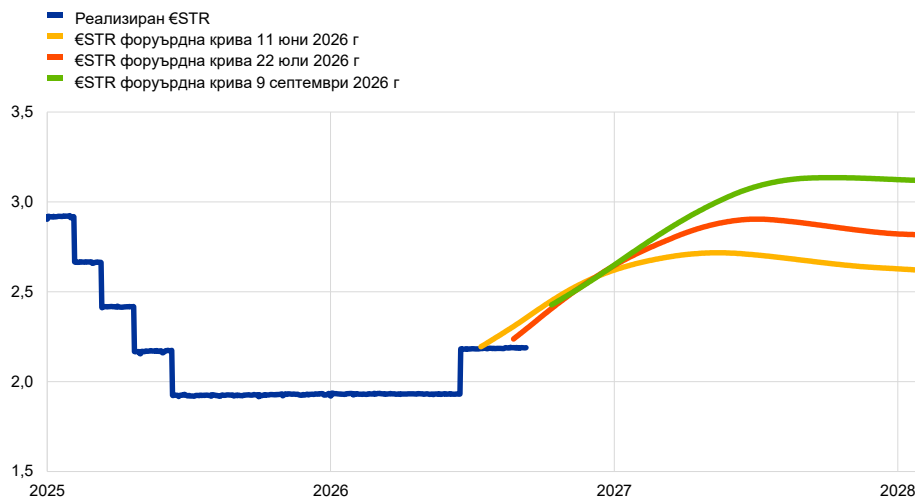
През разглеждания период – от 11 юни до 9 септември 2026 г., краткосрочните пазарни лихвени проценти в еврозоната се определяха главно от динамиката на конфликта в Близкия изток и от отражението му върху цените на енергоносителите, което принуди участниците на пазара да коригират краткосрочните си прогнози за инфлацията. На фона на някои колебания лихвените проценти по краткосрочните безрискови книжа се запазиха като цяло непроменени в края на разглеждания период. Междувременно лихвените проценти по дългосрочните безрискови книжа достигнаха рекордно високи равнища, което се дължи на едновременното нарастване на доходността на облигациите в световен мащаб. Движението на доходността на държавните облигации в еврозоната до голяма степен съпада с това на лихвените проценти по безрискови книжа. Оценките на цените на акциите се повишиха през разглеждания период, а индексите на фондовите пазари в еврозоната и САЩ отбелязаха като цяло сходно нарастване на фона на по-високите корпоративни печалби. Печалбите от двете страни на Атлантическия океан бяха съсредоточени главно във финансовия сектор, стимулирани от по-стръмната крива на доходност, докато при акциите в технологичния сектор колебанията се запазват. Спредовете при корпоративните облигации се свиха както в сегмента с инвестиционен рейтинг, така и във високодоходния сегмент. На валутните пазари еврото поскъпна както спрямо щатския долар (+1,0%), така и в претеглено с търговските обеми изражение (+0,4%).

Лихвените проценти по краткосрочни безрискови книжа в еврозоната останаха като цяло непроменени в края на разглеждания период въпреки някои колебания, свързани с конфликта в Близкия Изток, докато лихвените проценти по дългосрочни безрискови книжа отбелязаха нарастване в световен мащаб (графика 14). В края на разглеждания период референтният краткосрочен лихвен процент в евро (€STR) бе 2,19%, след като Управителният съвет на заседанието си на 11 юни 2026 г. реши да повиши с 25 базисни пункта трите основни лихвени процента на ЕЦБ, а на следващото си заседание на 23 юли – да ги запази непроменени. Свръхликвидността намалѐ с около 101 млрд. евро до 2117 млрд. евро, което отразяваше главно продължаващия спад в портфейлите от ценни книжа, притежавани за целите на паричната политика. При краткосрочните лихвени проценти се наблюдаваха значителни колебания в рамките на периода, тъй като участниците на пазара коригираха прогнозите си за инфлацията поради ескалация на конфликта в Близкия Изток и свързаните с това колебания в цените на енергията. Независимо от това в края на разглеждания период те се запазиха като цяло непроменени. Форуърдната крива на €STR на 9 септември сочеше повишение на лихвените проценти общо с около 40 базисни точки към края на годината, което е сходно със заложеното в началото на разглеждания период равнище. Ако се изключи 2026 г., форуърдните лихвени проценти €STR са нараснали спрямо равнището си от юни.

Графика 14

Форуюрден лихвен процент €STR

(процент годишно)



Източници: Bloomberg Finance L.P. и изчисления на ЕЦБ.

Забележка: Форуюрдената крива се изчислява с помощта на спот лихвените проценти по овърнайт индексирани суапове (ОИС)(€STR).

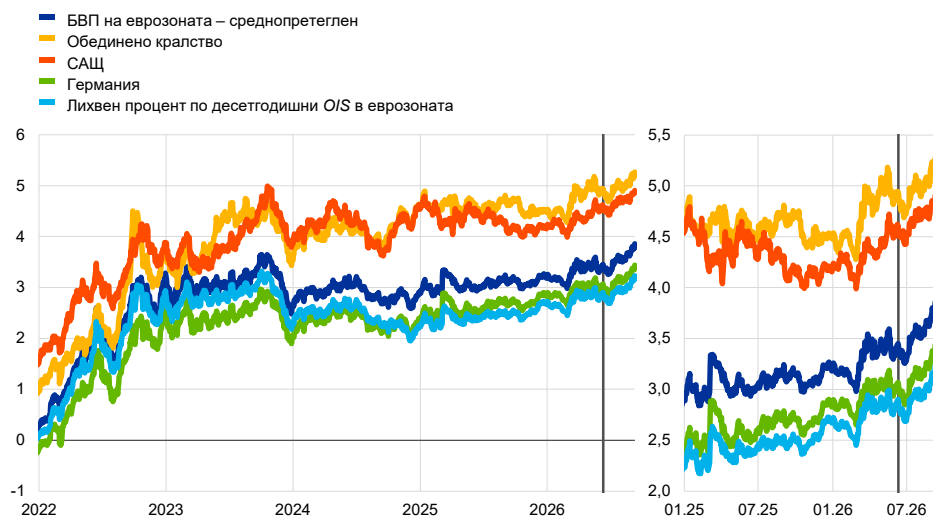
През разглеждания период лихвените проценти по дългосрочни безрискови книжа достигнаха най-високите си равнища от десетилетия насам, което се дължеше на едновременното нарастване на доходността на облигациите в световен мащаб (Графика 15). Лихвеният процент по 10-годишните овърнайт индексирани суапове в еврозоната се повиши с 37 базисни точки до 3,2 %. Доходността на 10-годишните държавни облигации на САЩ се увеличи с около 38 базисни точки до 4,9 %, докато доходността на 10-годишните държавни облигации на Обединеното кралство нарасна с около 37 базисни точки до 5,3 %, но със значителни колебания в рамките на периода. Доходността по облигациите с матуритет над десет години достигнаха най-високите си равнища от няколко десетилетия. Преоценката на доходността на държавните облигации на световните пазари се извършваше на фона на значително нарастващото емитиране на корпоративен дълг за финансиране на инвестиции, свързани с изкуствения интелект (ИИ), особено в САЩ. Освен това значителните текущи и очаквани емисии на държавни облигации в световен мащаб оказват натиск за повишаване на доходността. Нарастването на доходността по дългосрочните облигации през разглеждания период продължи възходящата си тенденция, като от края на 2024 г. тя се наблюдаваше едновременно в почти всички страни главно поради по-високите реални премии.¹⁰

¹⁰ В края на 2024 г. доходността по дългосрочните облигации в еврозоната достигна най-ниското си равнище след периода на повишаване на лихвите през 2022–2023 г.

Графика 15

Доходност на десетгодишните държавни облигации и лихвени проценти по десетгодишните ОИС, базирани на €STR

(процент годишно)



Източници: Лондонска фондова борса и изчисления на ЕЦБ.

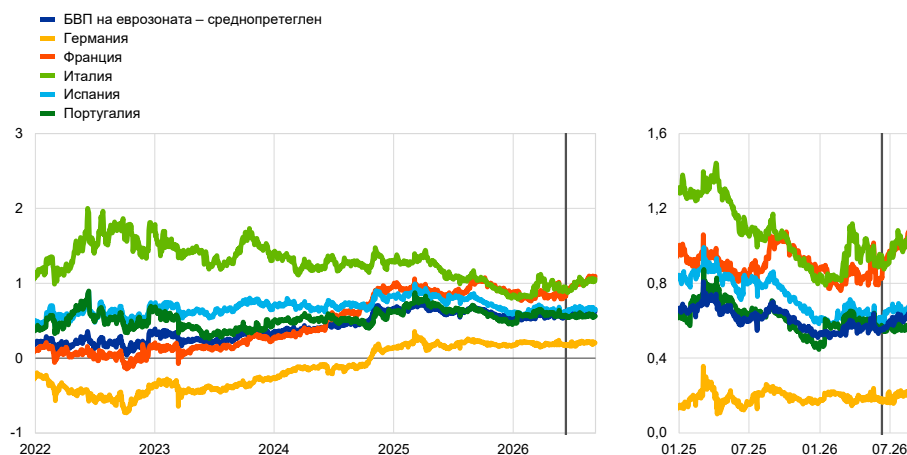
Забележки: Вертикалната сива линия обозначава началото на разглеждания период на 11 юни 2026 г. Последните наблюдения са за 9 септември 2026 г.

През разглеждания период доходността на дългосрочните държавни облигации в еврозоната нарасна, като спредовете се запазиха като цяло непроменени спрямо лихвените проценти по безрисковите книжа въпреки някои различия в отделните държави (графика 16). Доходността на 10-годишните държавни облигации в еврозоната, претеглена спрямо БВП, се повиши с около 45 базисни точки през разглеждания период и възлезе на 3,9%. При 10-годишните държавни облигации в еврозоната доходността като цяло следваше динамиката на лихвените проценти по безрисковите книжа, макар че в държавите с по-високи равнища на дълг се наблюдаваше слабо разширяване на спредовете.

Графика 16

Средове на десетгодишните държавни облигации в еврозоната спрямо лихвените проценти по десетгодишните ОИС, базирани на €STR

(процентни пунктове)



Източници: Лондонска фондова борса и изчисления на ЕЦБ.

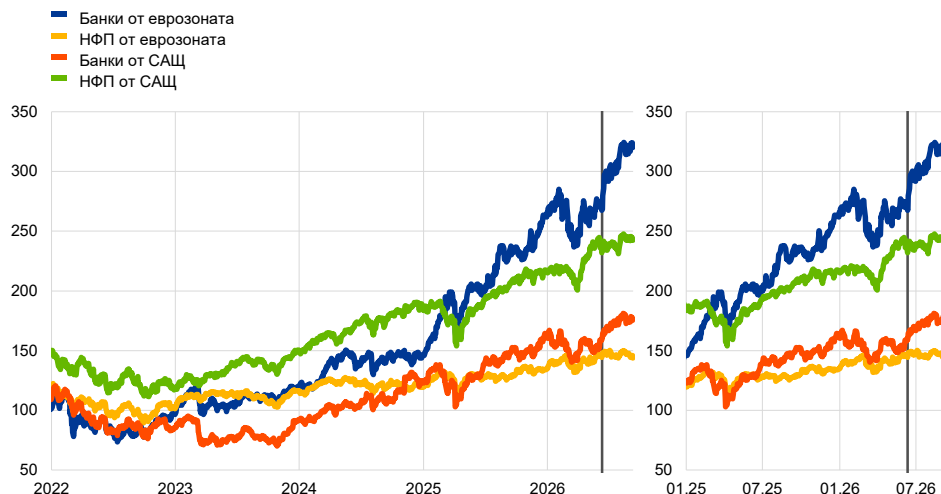
Забележки: Вертикалната сива линия обозначава началото на разглеждания период на 11 юни 2026 г. Последните наблюдения са за 9 септември 2026 г.

През разглеждания период акциите в еврозоната поскъпнаха на фона на периода на значителни печалби. В рамките на този период обаче се наблюдаваха колебания, свързани с конфликта в Близкия изток и опасенията около изграждането на инфраструктурата за изкуствен интелект (графика 17). Референтният индекс на фондовия пазар в еврозоната се повиши с 2,7 % през разглеждания период главно поради по-високите оценки във финансовия сектор. Въпреки че подиндексът за нефинансовите предприятия (НФП) отбеляза спад с 1,9%, цените на акциите на банките се повишиха с 19,2% благодарение на по-стръмния наклон на кривата на доходност и периода на големи печалби. При акциите в САЩ като цяло се наблюдаваше подобна динамика: широкият индекс на пазара на акции се повиши с 2,8%, като НФП и банките отчетоха увеличение от съответно 2,4% и 9,1%. Въпреки отчетените значителни печалби при цените на акциите в технологичния сектор и в двете икономики се наблюдаваха значителни колебания поради чувствителността им към по-високите дългосрочни лихвени проценти и продължаващите опасения от по-високи оценки. Колебанията отразяваха и несигурността от това ще осигурят ли значителните инвестиции в изкуствен интелект достатъчен растеж на печалбите, който да оправдае заложените в настоящите оценки високи очаквания.

Графика 17

Индекси на цените на акциите в еврозоната и САЩ

(индекс: 2 януари 2020 г. = 100)



Източници: Лондонска фондова борса и изчисления на ЕЦБ.

Забележки: Вертикалната сива линия обозначава началото на разглеждания период на 11 юни 2026 г. Последните наблюдения са за 9 септември 2026 г.

Спредовете при корпоративните облигации в еврозоната се свиха както в сегмента с инвестиционен рейтинг, така и във високодоходния сегмент.

Свиването беше най-силно изразено в сегмента на книжата с висока доходност, при които спредовете намаляха с около 9 базисни точки.

Спредовете на облигациите с инвестиционен рейтинг се понижиха с около 3 базисни точки както за НФП, така и за финансовите компании.

На валутните пазари еврото поскъпна както спрямо щатския долар, така и в претеглено с търговските обеми изражение (графика 18).

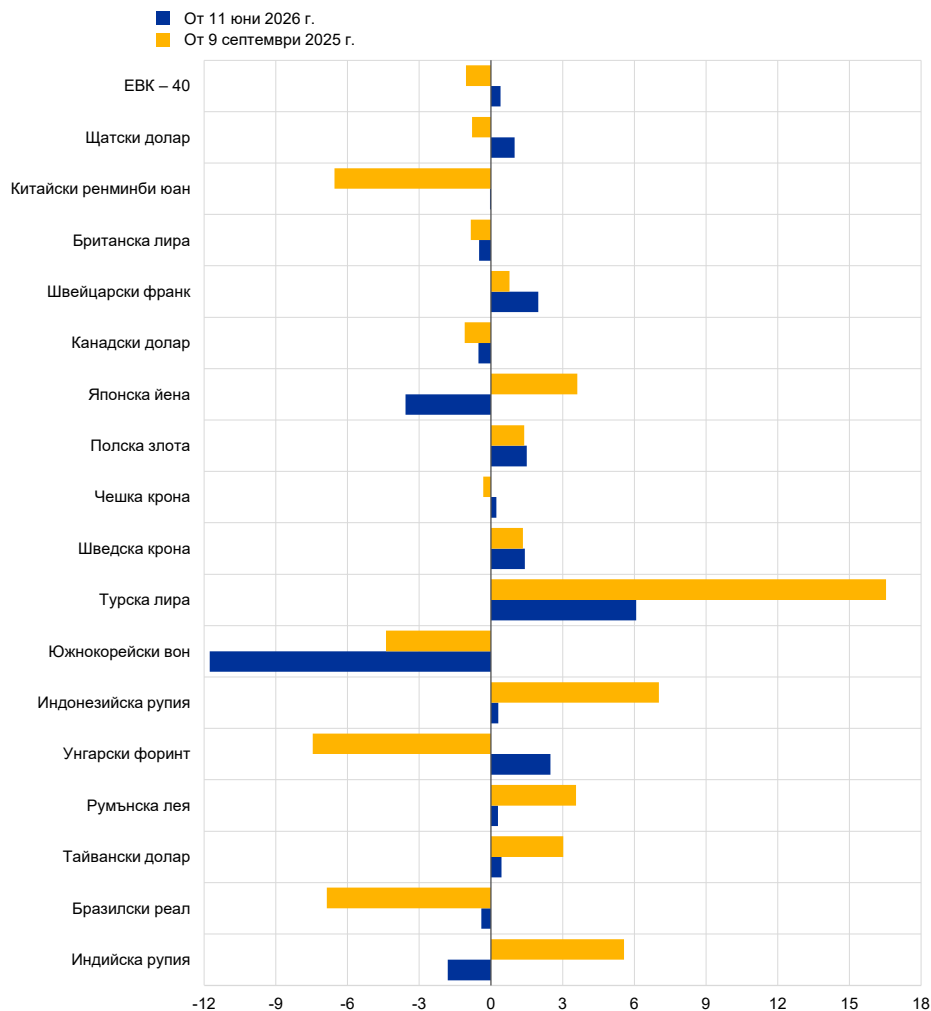
Поскъпването спрямо щатския долар (+1,0%) се дължи главно на промени в пазарните очаквания относно позицията на Федералния резерв по паричната политика.

Междувременно номиналният ефективен обменен курс на еврото, измерен спрямо валутите на 40 от най-важните търговски партньори на еврозоната, отбеляза леко нарастване от 0,4% на фона на различните тенденции в двустранните обменни курсове. Еврото поскъпна спрямо швейцарския франк (+2,0%), полската злота (+1,5%) и унгарския форинт (+2,5%), но отбеляза понижение спрямо британската лира (-0,5%), южнокорейския вон (-11,8%) и японската йена (-3,6%). През разглеждания период се наблюдаваха сравнително силни колебания в обменния курс на еврото спрямо японската йена. В края на юли Съединените щати и Япония предприеха съгласувана интервенция на валутния пазар, което първоначално доведе до поскъпване на йената. Към края на август обаче по-голямата част от тези печалби бяха неутрализирани. От началото на септември йената рязко поскъпна спрямо еврото главно поради промени в пазарните очаквания, свързани с позицията на централната банка на Япония по паричната политика.

Графика 18

Промени в обменния курс на еврото спрямо избрани валути

(процентно изменение)



Източник: Изчисления на ЕЦБ.

Забележки: ЕВК-40 е номиналният ефективен валутен курс на еврото, измерен спрямо валутите на 40 от най-важните търговски партньори на еврозоната. Положителна (отрицателна) промяна съответства на поскъпване (поевтиняване) на еврото. Всички промени са изчислени, като са използвани обменните курсове, преобладаващи на 9 септември 2026 г.

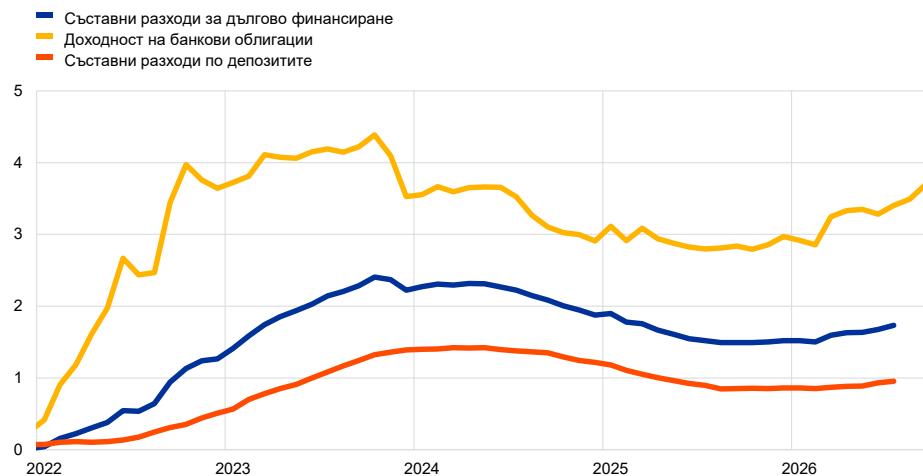
Условията за финансиране на предприятията и домакинствата остават като цяло устойчиви в периода след заседанието на Управителния съвет на 23 юли 2026 г., като лихвените проценти по банковите кредити за предприятията възлязоха на 3,8% през юли, което е малко над равнището от май, и се запазиха на равнище от 3,5% за домакинствата. През разглеждания период от 11 юни до 9 септември 2026 г. цената на пазарния дълг за нефинансовите предприятия и тази на собствения капитал се повиши, отразявайки по-високите дългосрочни безрискови лихвени проценти и по-високата рискова премия по акциите. През юли продължи растежът при кредитите за предприятията до 4,4%, докато нарастването при кредитите за домакинствата остана като цяло непроменено на равнище от 3,1%. Годишният растеж на широките пари (M3) се ускори до 3,4%.

Разходите за банково финансиране останаха като цяло без промяна през юни и юли, като от март насам се наблюдаваше обща възходяща тенденция (графика 19). Съставните разходи по дълговото финансиране за банките от еврозоната през юли останаха на равнище от 1,7%. Доходността на банковите облигации леко се повиши през същия месец, отразявайки натиска за повишаване на доходността на световните пазари на облигации, но спредовете останаха свити. Междубанковите лихвени проценти се повишиха след решението на Управителния съвет да увеличи трите основни лихвени процента на ЕЦБ през юни. Съставният лихвен процент по депозитите, който измерва пределните разходи за финансиране на банките, слабо се повиши до 1,0% през юли в резултат на по-високите лихвени проценти по срочните депозити, след като банките отразиха увеличението на основните лихвени проценти. Същевременно лихвените проценти по овърнайт депозитите и спестовните сметки останаха като цяло непроменени.

Графика 19

Съставни разходи за банково финансиране в еврозоната

(процент, годишно)



Източници: Източници: ЕЦБ, S&P Dow Jones Indices LLC и/или свързаните с него дружества, както и изчисления на ЕЦБ. Забележки: Съставните разходи за дългово финансиране представляват средната стойност на разходите по нов бизнес на банките по овърнайт депозити, депозити, договорени за ползване след предизвестие, срочни депозити, облигации и междубанкови заеми, претеглени със съответните им непогасени салда. Съставните разходи по депозитите са изчислени като средна величина от лихвените проценти по нов бизнес по овърнайт депозити, депозити с договорен матуритет и депозити, договорени за ползване след предизвестие, претеглени със съответните им непогасени салда. Последните наблюдения за съставните разходи за дълговото финансиране и тези по депозитите са за юли 2026 г., а за доходността на банковите облигации – за 9 септември 2026 г.

До края на юли лихвените проценти по банковите кредити за предприятията се повишиха, докато за домакинствата останаха стабилни (графика 20). Разходите за банково кредитиране за нефинансовите

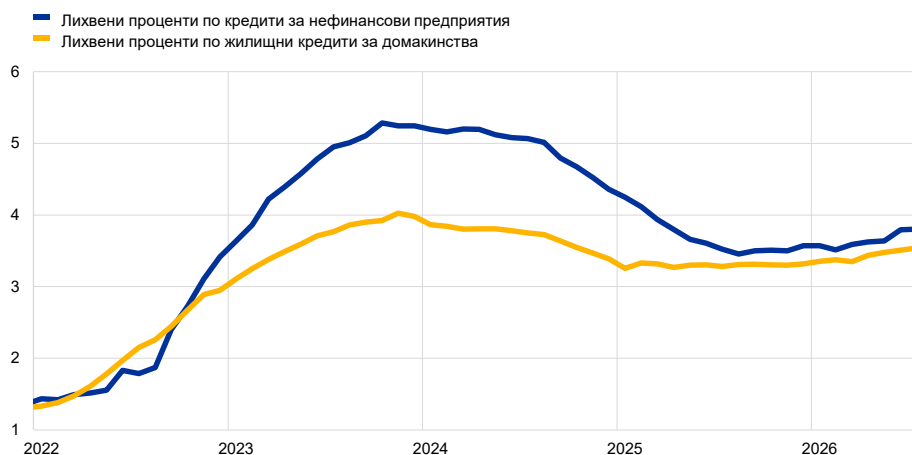
предприятия нараснаха до 3,8% през юни и юли спрямо 3,6% през май.

Повишението на лихвените проценти беше съсредоточено при кредити с дългосрочен период на фиксиране (над пет години). Спредът между лихвените проценти по малките и големите кредити за предприятията леко се сви, тъй като лихвите по кредитите за малките и средните предприятия се повишиха сравнително по-слабо, отколкото при големите предприятия. Разходите по кредитите за домакинства за покупка на жилище останаха като цяло непроменени на равнище от 3,5% през юни и юли.

Графика 20

Съставни лихвени проценти по банковите кредити за предприятия и домакинствата в еврозоната

(процент, годишно)



Източници: ЕЦБ и изчисления на ЕЦБ.

Забележки: Съставните лихвени проценти по банковите кредити се изчисляват чрез агрегиране на лихвените проценти по кратко- и дългосрочните кредити, като се използва 24-месечна плъзгаща се средна на обемите нов бизнес по кредити. Последните наблюдения са за юли 2026 г.

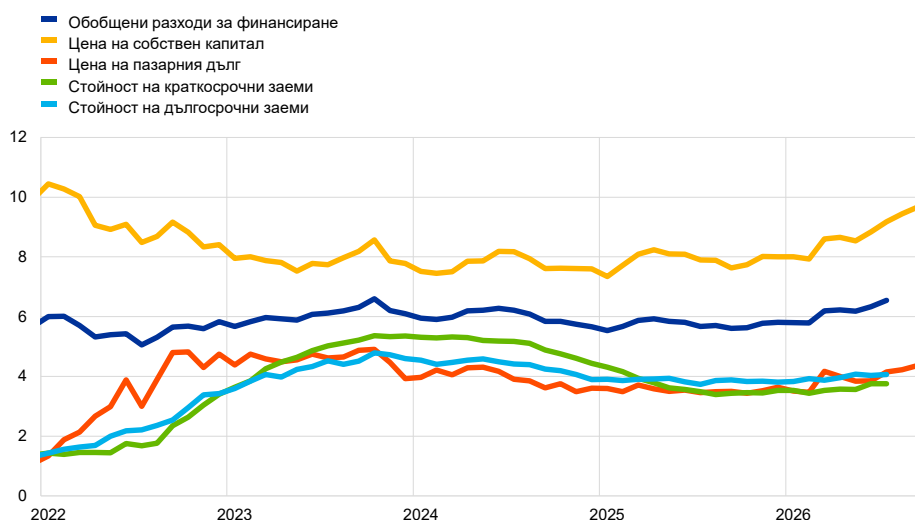
През разглеждания период от 11 юни до 9 септември 2026 г. се наблюдаваше увеличение на разходите на фирмите както за емитиране на пазарен дълг, така и за капиталово финансиране. Общата цена за финансиране за НФП – съвкупните разходи за банковото кредитиране, пазарния дълг и собствения капитал – се повиши за втори пореден месец, достигайки 6,5% през юли (графика 21).¹¹ Основните фактори за това повишение бяха разходите за собствен капитал и тези за пазарното финансиране на дълга, докато разходите по банковите кредити нараснаха незначително. Дневните данни, обхващащи целия разглеждан период, показват, че повишаването на цената на пазарния дълг се дължи на по-високите лихви по безрисковите книжа, които само отчасти се компенсират от лекия спад в спредовете на корпоративните облигации, особено в сегмента с висока доходност (виж раздел 4, „Динамика на финансовите пазари“). Разходите за финансиране със собствен капитал също нарастват през разглеждания период главно поради по-високата рискова премия върху акциите, като повишението на лихвените проценти по дългосрочните безрискови книжа се отразява в по-малка степен.

¹¹ Поради забавяне при предоставянето на данни за разходите по заеми от банките данните за общите разходи за финансиране за НФП са налични само до юли 2026 г.

Графика 21

Номинална цена на външното финансиране за предприятия от еврозоната с разбивка по компоненти

(процент, годишно)



Източници: ЕЦБ, Евростат, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg Finance L.P., LSEG и изчисления на ЕЦБ.

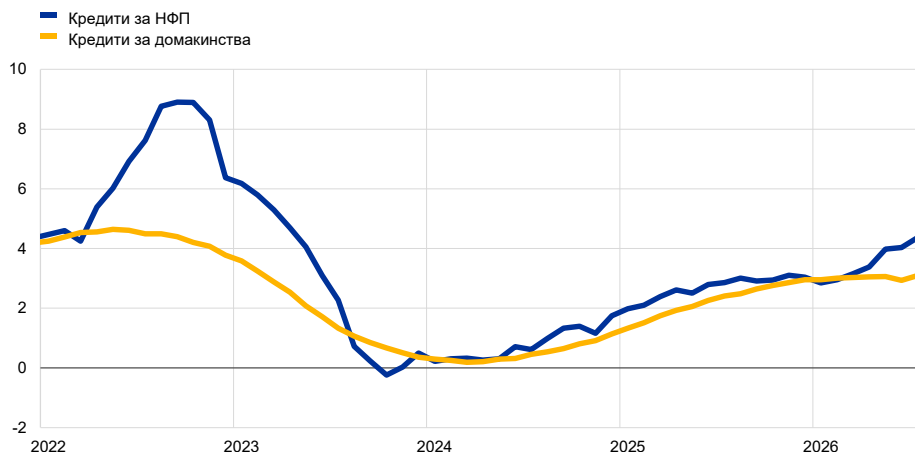
Забележки: Общата цена на финансирането за НФП се основава на месечни данни и се изчислява като средна стойност на краткосрочните и дългосрочните разходи за банково кредитиране (средни месечни данни) и разходите за пазарен дълг и собствен капитал (данни в края на месеца), претеглени със съответните им салда. Последните наблюдения за цената на пазарния дълг и цената на собствения капитал (дневни данни) са за 9 септември 2026 г., а за общите разходи за финансиране и разходите за дългосрочни и краткосрочни заеми (месечни данни) – за юли 2026 г.

През април нарастването на кредитите за предприятията продължи да се ускорява, докато растежът на кредитите за домакинствата остана непроменен спрямо предходните месеци (графика 22). Годишният темп на нарастване на банковото кредитиране за нефинансови предприятия, който обикновено реагира с по-голямо забавяне на промените в паричната политика, се повиши още – до 4,4% през юли. След като се увеличи от 4,0% през май и юни, той се задържа близо до историческата си средна стойност от 4,3% от началото на 1999 г. Годишният темп на нарастване на външното дългово финансиране от страна на предприятията се ускори до 4,4% през юли спрямо 4,0% през май и юни, отразявайки по-високия растеж на банковото кредитиране за предприятия, докато нетните емисии корпоративни облигации останаха незначителни. Като цяло краткосрочните кредити отбелязаха силен ръст през първата половина на годината, както и през юли, което вероятно отразява по-големите нужди от оборотни средства на фона на енергийния шок. Годишният растеж на кредитите за домакинствата остана непроменен на равнище от 3,1% през юли, но също остана под историческата си средна стойност от 4,1% от началото на 1999 г. Растежът на потребителските и ипотечните кредити продължи да се колебае съответно около 5% и 3%. Нарастването на другите форми на кредитиране за домакинствата, включително заемите за еднолични търговци, остана умерено, в съответствие с историческите модели. Според последното [проучване на ЕЦБ за очакванията на потребителите](#) за юли 2026 г. конфликтът в Близкия изток продължава да оказва неблагоприятно въздействие върху очакванията на домакинствата по отношение на достъпа до кредити, макар че опасенията отслабват.

Графика 22

Кредити на ПФИ в еврозоната

(годишно процентно изменение)



Източници: ЕЦБ и изчисления на ЕЦБ.

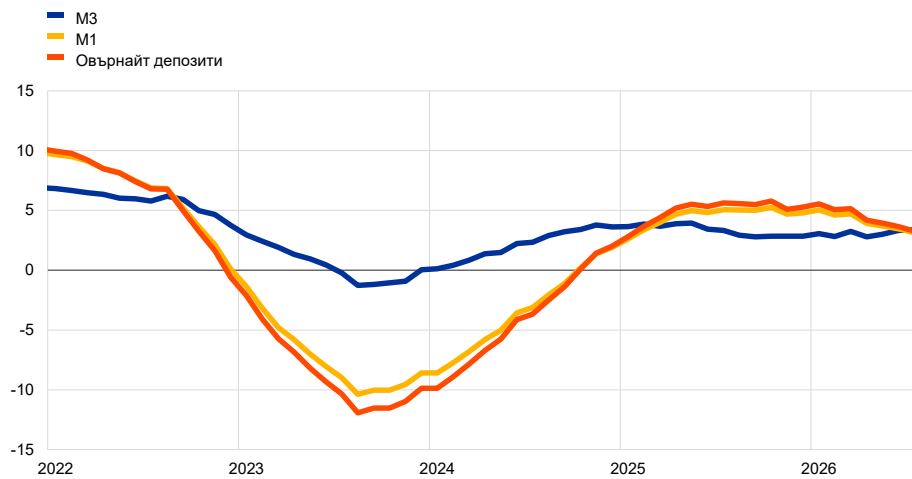
Забележки: Кредитите от парично-финансовите институции (ПФИ) се коригират с продажбите и секюритизацията на кредити; при нефинансовите предприятия кредитите също се коригират спрямо условното обединяване на парични средства. Последните наблюдения са за юли 2026 г.

Годишният темп на нарастване на широките пари (M3) слабо се ускори през юни и юли, но като цяло остана умерен (графика 23). Годишният растеж на M3 се ускори до 3,4% през юли, като от средата на 2025 г. се движеше около 3%. Той остана доста под историческата си средна стойност от 5,2% от началото на 1999 г. При месечните потоци обаче се наблюдават повече колебания през месеците до юли поради значителните месечни колебания при нетните чуждестранни потоци. Годишният темп на растеж на тесните пари (M1), включващ парите в обращение и овърнайт депозитите, се забави до 3,1% през юли спрямо 3,7% през май и 3,5% през юни. Забавянето отразява значителния отлив на депозити от небанковите финансови посредници през юли, който неутрализира част от наблюдаваните през предходните месеци входящи потоци. Що се отнася до източниците на M3, вътрешният кредит играе по-важна роля в създаването на пари от началото на конфликта в Близкия изток. Намаляването на балансовото число на Евросистемата продължи да оказва неблагоприятно влияние върху растежа на M3.

Графика 23

М3, М1 и овърнайт депозити

(годишно процентно изменение; сезонно и календарно изгладени данни)



Източник: ЕЦБ.

Забележка: Последните наблюдения са за юли 2026 г.

Според макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ за еврозоната от септември 2026 г. се очаква фискалната позиция на еврозоната да се разхлаби през 2026 г., преди отново да се затегне през 2027 г. и 2028 г.¹² Прогнозираното разхлабване през 2026 г. е широкообхватно по отношение на разходите, докато последващото затягане отразява отмяната на временните мерки за подкрепа в енергийния сектор, изтичането на срока на по-голямата част от финансирането по програмата „Следващо поколение ЕС“ (NGEU) и недискреционни фактори. Бюджетният дефицит на сектор „държавно управление“, който възлезе на 3,0% от БВП през 2025 г., се очаква да нарасне осезаемо до 3,6% от БВП през 2026 г., да достигне върхова стойност от 3,7% през 2027 г. и да спадне до 3,6% през 2028 г. Предвижданията са съотношението на дълга към БВП в еврозоната да следва възходяща тенденция и да достигне малко под 90% от БВП през 2028 г., тъй като запазващите се първични дефицити и корекции в съотношението между дефицита и дълга надхвърлят благоприятните ефекти от разликата между лихвените проценти по дълга и растежа.

След като през 2025 г. фискалната позиция на еврозоната стана неутрална, очаква се през 2026 г. тя да се разхлаби с 0,5 процентни пункта от БВП, преди да се затегне с приблизително същия кумулативен размер през 2027 г. и 2028 г.¹³ Разхлабването през 2026 г. е широкообхватно в разходната част. Нарастването на държавните инвестиции отразява високите разходи за отбрана и инфраструктура, по-специално в Германия и в някои по-малки държави, както и проекти по програмата NGEU. Фискалните трансфери също се предвижда да нараснат поради високите темпове на растеж на разходите за пенсии и други социални плащания, както и на капиталовите трансфери към предприятията, финансирани по NGEU. Временните мерки за енергийно подпомагане, предоставени от правителствата от началото на конфликта в Близкия изток, осигуряват допълнителен стимул в размер на около 0,1% от БВП през 2026 г., главно чрез по-ниски косвени данъци и по-високи субсидии. През 2027 г. се прогнозира фискалната позиция да се затегне с около 0,4 процентни пункта от БВП, което отчасти се дължи на прекратяването на енергийната подкрепа и на преустановяването на по-голямата част от финансирането по NGEU. Затягането е широкообхватно в различните държави, макар и отчасти компенсирано от запазващите се в Германия фискални стимули. Предвиденото допълнително затягане през

¹² Виж „Макроикономически прогнози на експертите на ЕЦБ за еврозоната, септември 2026 г.“, публикувани на уебсайта на ЕЦБ на 10 септември 2026 г.

¹³ Фискалната позиция отразява посоката и размера на стимулите, които фискалната политика създава за икономиката, простиращи се извън автоматичната реакция на публичните финанси спрямо фазата на бизнес цикъла. Тук тя е измерена като изменение на съотношението на циклично изгладеното първично бюджетно салдо, без да се включва държавната помощ за финансовия сектор. Предвид това, че по-високите бюджетни приходи, свързани с безвъзмездни средства по NGEU от бюджета на ЕС, не оказват рестриктивно влияние върху търсенето, циклично изгладеното първично салдо се коригира с цел изключване на тези приходи. За повече информация относно фискалната позиция на еврозоната виж статията [The euro area fiscal stance](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

2027 г. и 2028 г. е обусловено от недискреционни фактори, сред които основно фискалния натиск и разминаването между динамиката на данъчната база и БВП.¹⁴ В сравнение с макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата за еврозоната от юни 2026 г. ревизираните ретроспективни данни за Германия и Франция сочат малко по-разхлабена фискална позиция през 2025 г., докато перспективата след това остава като цяло непроменена.

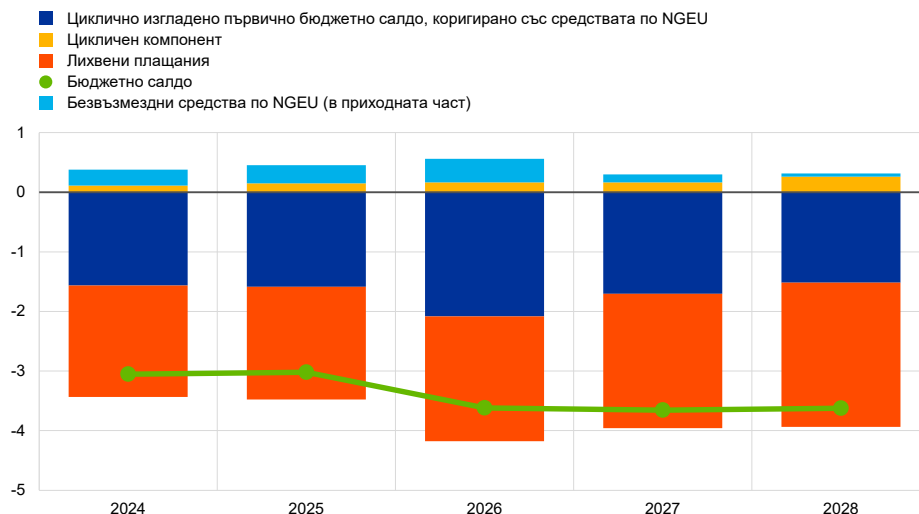
Бюджетното салдо на сектор „държавно управление“ в еврозоната се очаква да се влоши, като дефицитът достигне най-високата си стойност през 2027 г. и далеч надхвърли прага от 3% (графика 24). В ретроспективен план бюджетният дефицит на еврозоната леко намаля до 3,0% от БВП през 2025 г. спрямо 3,1% от БВП през 2024 г. Данните за 2025 г. бяха коригирани в посока нагоре с 0,1 процентни пункта в сравнение с прогнозите от юни 2026 г., което се дължи главно на актуализираните данни за Германия. В бъдеще се очаква той да нарасне осезаемо до 3,6% от БВП през 2026 г., да достигне най-високата си стойност от 3,7% през 2027 г. и да намалее незначително до 3,6% през 2028 г. По-голямата част от влошаването на бюджетното салдо се очаква да настъпи през 2026 г. в отражение на разхлабването на фискалната позиция. Освен това се предвижда лихвените плащания да се увеличат с 0,2 процентни пункта от БВП през 2026 г. и с още 0,3 процентни пункта кумулативно през 2027 г. и 2028 г. През същия период се очаква положителният цикличен компонент и прогнозираното затягане на фискалната политика до голяма степен да компенсират продължаващото увеличение на лихвените плащания, което ще доведе до леко подобрене на фискалната позиция през 2028 г. В сравнение с прогнозите от юни 2026 г. бюджетното салдо остава като цяло непроменено през прогнозния период, тъй като базовият ефект от по-високия дефицит през 2025 г. и лекото разхлабване на позицията на фискалната политика през 2026 г. се компенсират от по-благоприятната циклична динамика.

¹⁴ Под „фискален натиск“ се разбира увеличаването на данъчните приходи, което възниква, когато номиналната данъчна основа нараства, но параметрите на прогресивната данъчна система не се коригират съответно.

Графика 24

Бюджетно салдо и неговите компоненти

(процент от БВП)



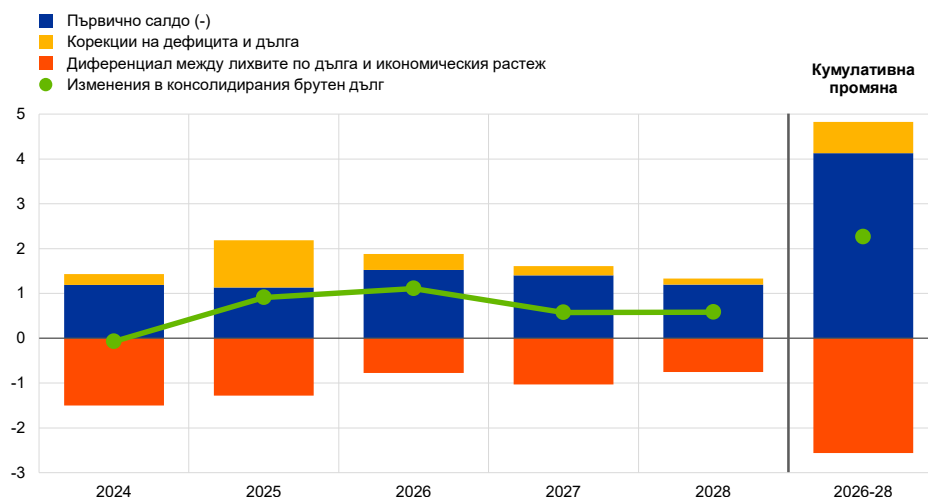
Източници: Изчисления на ЕЦБ и Макроикономически прогнози на експертите на ЕЦБ за еврозоната, септември 2026 г.
Забележка: Данните се отнасят за агрегирания сектор „държавно управление“ на всички 21 страни от еврозоната.

Очаква се съотношението на дълга към БВП в еврозоната да следва възходяща тенденция през прогнозния период, като през 2028 г. достигне малко под 90% от БВП. Това бележи обрат в тенденцията на значителен спад, наблюдаван между 2021 г. и 2024 г. Прогнозира се съотношението на дълга към БВП да се повиши от 87,1% през 2025 г. до 89,4% към края на прогнозния хоризонт. Увеличението му отразява продължаващите първични дефицити и малките, но запазващи се положителни корекции на дефицита спрямо дълга, които само частично се компенсират от все още благоприятните разлики между лихвените проценти и растежа (графика 25). В сравнение с прогнозите от юни 2026 г. съотношението на консолидирания държавен дълг към БВП е ревизирано надолу за целия прогнозен период. Това може да се обясни с по-ниското съотношение на дълга, изчислено за 2025 г., и с по-благоприятните разлики между лихвените проценти и растежа, дължащи се на по-високия растеж на номиналния БВП.

Графика 25

Фактори, определящи изменението в съотношението на държавния дълг към БВП в еврозоната

(процентен дял от БВП, ако не е посочено друго)



Източници: Изчисления на ЕЦБ и Макроикономически прогнози на експертите на ЕЦБ за еврозоната, септември 2026 г.
Забележка: Данните се отнасят за агрегирания сектор „държавно управление“ на всички 21 страни от еврозоната.

Последните промени в областта на фискалното управление бяха насочени към процедурите при прекомерен дефицит и към възможността за разширяване на обхвата на националната клауза за дерогация („escape clause“) по отношение на разходите, свързани с енергетиката. На 10 юли Съветът на Европейския съюз започна процедура при прекомерен дефицит за България, докато процедурите при прекомерен дефицит за останалите шест държави от еврозоната са временно преустановени.¹⁵ Досега Съветът на ЕС е одобрил задействането на националната клауза за дерогация по отношение на разходите за отбрана за 14 държави от еврозоната.¹⁶ На 18 август Комисията публикува известие, в което представи допълнителни подробности относно по-ранното си предложение за разширяване на обхвата на националната клауза за дерогация с включване на свързаните с енергетиката мерки, обявено като част от Пролетния пакет на Европейския семестър за 2026 г.¹⁷ В известието се пояснява, че разширяването обхваща мерки, които укрепват структурната сигурност и устойчивостта на европейската енергийна система и ускоряват прехода към икономика, независима от изкопаемите горива. До момента само Гърция и Италия са поискали такова разширяване, въпреки че Комисията е посочила, че ще разглежда и искания, подадени на по-късен етап.

¹⁵ Държавите от еврозоната, които понастоящем подлежат на процедура при прекомерен дефицит, са Белгия, България, Франция, Италия, Австрия, Словакия и Финландия.

¹⁶ Националната клауза за дерогация е задействана за Белгия, България, Германия, Естония, Гърция, Испания, Хърватия, Латвия, Литва, Австрия, Португалия, Словения, Словакия и Финландия. На 11 септември Италия поиска активирането му, както за разходите за отбрана, така и за мерките, свързани с енергетиката. Допълнителна информация относно [националната клауза за дерогация за разходите за отбрана](#) е достъпна на уебсайта на Съвета.

¹⁷ За повече подробности виж Известието на Комисията [Guidance to Member States on Broadening the Scope of the National Escape Clause for Energy Security](#).

© Европейска централна банка 2026

Пощенски адрес 60640 Frankfurt am Main, Germany
Телефон +49 69 1344 0
Уебсайт www.ecb.europa.eu

Всички права запазени. Възпроизвеждането с образователна и нетърговска цел се разрешава единствено с изричното позоваване на източника.

За специалната терминология виж [ECB glossary](#) (само на английски език).

Статистическите данни, представени в това издание, са към 9 септември 2026 г.

ISSN 2363-3573 (онлайн)

PDF - ISSN 2363-3573, QB-03-26-058-BG-N