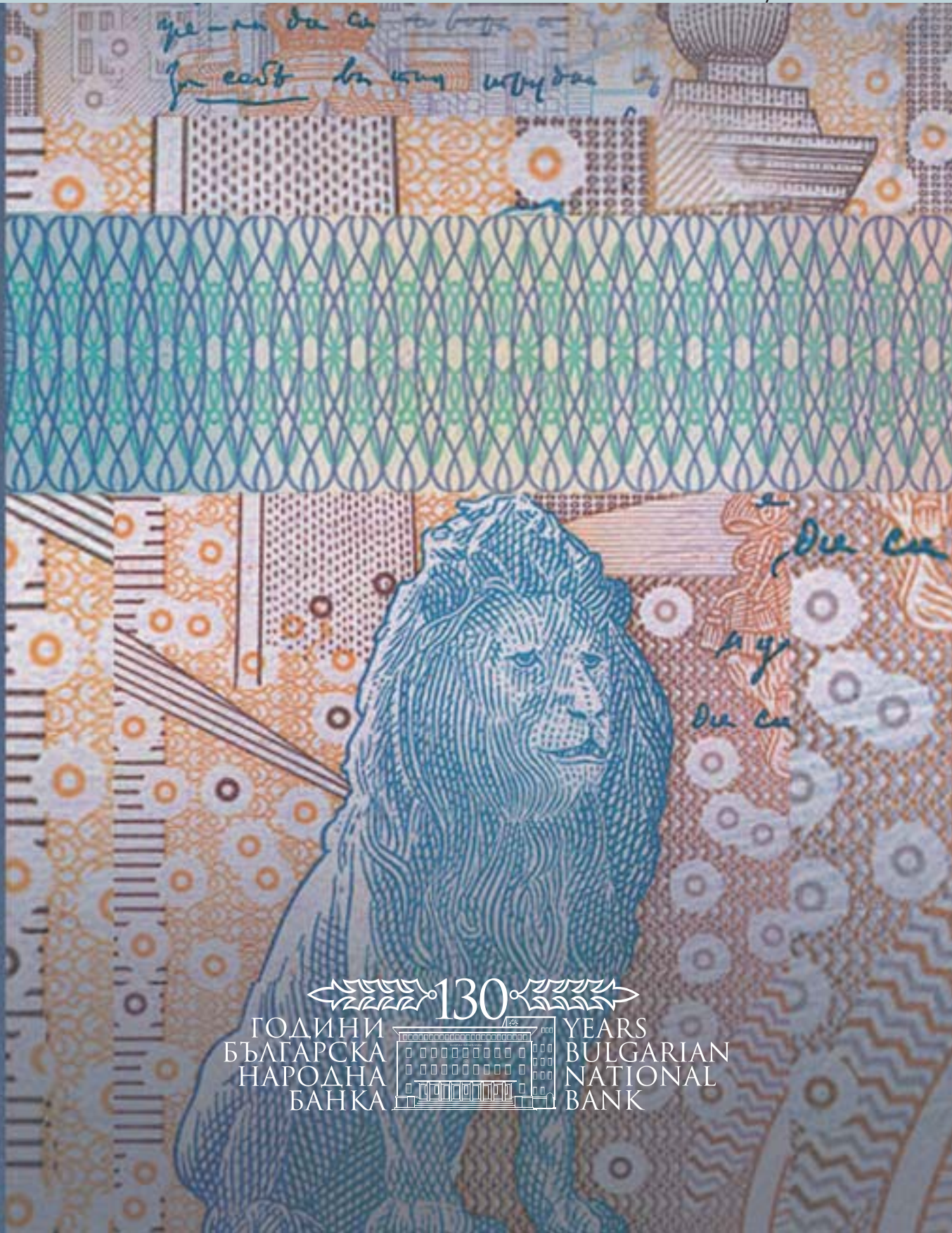


# Икономически преглед

2/2009 г.



ГОДИНИ  
БЪЛГАРСКА  
НАРОДНА  
БАНКА

130

YEARS  
BULGARIAN  
NATIONAL  
BANK



# Икономически преглед

2/2009 г.



БЪЛГАРСКА  
НАРОДНА  
БАНКА

Паричният режим, който се прилага в България, има за цел да поддържа ценова стабилност, като осигурява стабилността на националната парична единица. Тримесечното издание на БНБ „Икономически преглед“ представя информация и анализ на динамиката на потоците по платежния баланс, паричните и кредитните агрегати, връзката им с развитието на реалната икономика и влиянието им върху ценовата стабилност. Развитieto на външната среда също е обект на анализ, тъй като българската икономика е под прякото въздействие на колебанията на международната конюнктура. Изданието предлага и количествени оценки за развитието на основните макроикономически показатели в краткосрочна перспектива – инфлация, икономически растеж, динамика на паричните и кредитните агрегати и оценки за лихвените проценти.

„Икономически преглед“ (2/2009 г.) е представен на УС на БНБ на заседание от 16 юли 2009 г. В него са използвани статистически данни и информация, публикувани до 15 юли 2009 г.

Публикуваните оценки и прогнози не следва да се възприемат като съвет или препоръка и всяко лице, ползващо представената информация, поема пълна отговорност за вземаните от него решения.

Материалът е достъпен за ползване на интернет страницата на БНБ в раздел *Периодични публикации*. Бележки, коментари и предложения можете да изпращате на адрес: Българска народна банка, дирекция „Икономически изследвания и прогнози“, пл. „Княз Александър I“ № 1, 1000 София, или на електронен адрес [econreview@bnb.org](mailto:econreview@bnb.org).

ISSN 1312–4196

© Българска народна банка, 2009

Материалите са получени за редакционна обработка на 22 юли 2009 г.

Информацията, публикувана в бюлетина, може да се ползва без специално разрешение, единствено с изричното позоваване на източника.

Художественото оформление на корицата е разработено въз основа на банкнотата с номинал 20 лева, емисия 1999 г.

Издание на Българската народна банка  
1000 София, пл. „Княз Александър I“ № 1  
Тел. 9145-1906, 1271, 1033  
Интернет страница: [www.bnb.bg](http://www.bnb.bg)

# Съдържание

---

<b>Резюме</b> .....	<b>5</b>
<b>1. Външна среда</b> .....	<b>7</b>
Валутен курс <i>щатски долар/евро</i> .....	12
Международни цени на суровия петрол, основните суровини и златото .....	14
Динамика на българския външен дълг на международните финансови пазари .....	17
<b>2. Финансови потоци, пари и кредит</b> .....	<b>18</b>
Финансови потоци и устойчивост на външната позиция .....	18
Парични агрегати .....	24
Кредитни агрегати .....	27
<b>3. Икономическа активност</b> .....	<b>31</b>
Поведение на домакинствата .....	33
Правителствени финанси и държавно потребление .....	35
Поведение на фирмите и конкурентоспособност .....	37
Износ и внос на стоки .....	42
<b>4. Инфлация</b> .....	<b>49</b>

## Акценти

- Аналитични показатели за оценка на нивото на международните валутни резерви ..... 23
- Глобалната икономическа криза – конкурентоспособност и роля на валутния курс ..... 46

## Абревиатури и съкращения

АЗ	Агенция по заетостта
БНБ	Българска народна банка
БВП	брутен вътрешен продукт
б/д	барела на ден
БКК	Банкова консолидационна компания
БТК	Българска телекомуникационна компания
б.т.	базисна точка
ГАТТ	Общо споразумение за митата и търговията
ДДС	данък върху добавената стойност
ДКЕВР	Държавна комисия за енергийно и водно регулиране
ДЦК	държавни ценни книжа
ЕИБ	Европейска инвестиционна банка
ЕК	Европейска комисия
ЕОНИА	междубанков лихвен процент по овърнайт-депозити в еврозоната
ЕС	Европейски съюз
ЕЦБ	Европейска централна банка
ЗМДТ	Закон за местните данъци и такси
ЗМР	задължителни минимални резерви
ИПЦ	индекс на потребителските цени
ИЦП	индекс на цените на производител
КПР	крайни потребителски разходи
ЛИБОР	лондонски междубанков лихвен процент
М1	тесни пари
М2	М1 и квазипари
М3	широки пари
МАЕ	Международна агенция по енергетика
МВФ	Международен валутен фонд
МОТ	Международна организация по труда
МСС	Международни счетоводни стандарти
МТСП	Министерство на труда и социалната политика
МФ	Министерство на финансите
НРС	Наблюдение на работната сила
НСИ	Национален статистически институт
НТООД	нетърговски организации, обслужващи домакинствата
НФП	нефинансови предприятия
ОАЕ	Обединени арабски емирства
ОИСР	Организация за икономическо сътрудничество и развитие
ОЛП	основен лихвен процент
ОПЕК	Организация на страните – износители на петрол
ПМС	постановление на Министерския съвет
ППС	паритет на покупателната способност
пр.п.	процентен пункт
ПФИ	парично-финансови институции
ПЧИ	преки чуждестранни инвестиции
РЗ	работна заплата
РТЕП	разходи за труд на единица продукция
СБ	Световна банка
СНС	Система на националните сметки
СНФУ	стоки и нефакторни услуги
СПТ	специални права на тираж
УС	управителен съвет
ХИЦП	хармонизиран индекс на потребителските цени
ЦДУ	централно държавно управление
ЦЕФТА	Централноевропейска асоциация за свободна търговия
щ.д.	щатски долар
щ.д./б	щатски долари за барел
<i>BDI</i>	<i>Baltic Dry Index</i>
<i>CIF</i>	<i>Cost, Insurance, Freight</i>
<i>COMEX</i>	<i>Commodity Exchange</i>
<i>CZK</i>	чешка крона
<i>EMBI</i>	<i>Emerging Markets Bond Index</i>
<i>ETFs</i>	фондове за инвестиции в борсово търгувани стоки
<i>EURIBOR</i>	<i>Euro InterBank Offered Rate</i>
<i>FOB</i>	<i>Free on board</i>
<i>GFMS</i>	<i>Gold Fields Mineral Services</i>
<i>HRW</i>	<i>hard red wheat</i>
<i>HUF</i>	унгарски форинт
<i>Ifo</i>	индекс на бизнес климата в Германия
<i>ISM</i>	<i>Institute for Supply Management</i> (Институт за управление на доставките)
<i>OIS</i>	овърнайт лихвен суап
<i>PLN</i>	полска злота
<i>PMI</i>	<i>Purchasing Managers' Index</i> (индекс на мениджърите по продажбите)
<i>RON</i>	нова румънска лея
<i>WTI</i>	<i>West Texas Intermediate</i>

Свиването на потребителското и инвестиционното търсене в основните индустриални икономики продължава, но интензивността на процеса съществено се забавя, което дава основание за формиране на очаквания на пазарите, че глобалният икономически цикъл ще достигне най-ниската си точка през текущата година, след което ще започне процес на възстановяване. Глобалната инфлация се задържа на ниско равнище. Някои сегменти на финансовите пазари все още не функционират нормално, поради което централните банки продължават да прилагат нестандартни мерки за предоставяне на ликвидност на банките.

Влиянието на глобалната криза върху българската икономика стана по-осезаемо от началото на 2009 г. Това намери отражение в спад на износа на български стоки и услуги, намаляване на входящите капиталови потоци и понижаване на вътрешната инфлация. Вътрешното търсене започна също да намалява, което доведе до свиване на дефицита по текущата сметка на платежния баланс (виж и *Икономически преглед*, 2009, кн. 1). За периода януари – май 2009 г. салдото по текущата и капиталовата сметка на платежния баланс се подобрява с 1.7 млрд. евро, за което основно допринася свиването на търговския дефицит под въздействието на ниските международни цени и спадащото вътрешно търсене. Устойчивостта на външната позиция на страната се запазва, като покритието на общия дефицит по текущата и капиталовата сметка с преки чуждестранни инвестиции за първите пет месеца е 67.7% (виж тук и карето „Аналитични показатели за оценка на нивото на международните валутни резерви“). До края на годината очакваме притокът на външни финансови ресурси към българската икономика да остане положителен, но да бъде по-нисък от регистрирания през 2008 г. Свиването на икономическата активност и на вътрешното търсене у нас ще допринася за продължаващо намаляване на дефицита по текущата и капиталовата сметка на платежния баланс.

Реалният спад на БВП, намаляващата инфлация и нарасналата предпазливост на икономическите агенти оказват влияние върху динамиката на паричните и кредитните агрегати. Затягането на кредитните стандарти на банките и отслабеното търсене подкрепят продължаващата тенденция към понижаване на темповете на растеж на кредита. Годишният растеж на широките пари продължава да се забавя. Лихвените проценти по сročните депозити се запазват на сравнително високи равнища, а намаляването на краткосрочните лихви на междубанковия паричен пазар и поевтиняването на ресурсите в еврозоната засега не се пренасят върху лихвените проценти по кредитите у нас. Очакванията са, че през следващите месеци лихвените проценти по сročните депозити ще се стабилизират, отразявайки подобряването на условията на международните финансови пазари. Неблагоприятната макроикономическа среда вероятно ще поддържа висока рисковата премия и няма да позволи съществено намаляване на лихвените проценти по кредитите.

Салдото по консолидираната фискална програма за първото тримесечие на 2009 г. е положително в размер на 512.9 млн. лв., а към края на май възлиза на 555.4 млн. лв. През втората половина на годината очакваме темпът на намаляване на бюджетните приходи да се стабилизира, а номиналните приходи да останат по-ниски в сравнение със същия период на предходната година. В резултат на прилагане на ограничителната политика на правителството очакваме разходите по консолидираната фискална програма да забавят темпа си на нарастване, регистриран през първата половина на годината. Бюджетният излишък ще продължи да се понижава и ако не бъдат предприети нови мерки за ограничаване на разходите на бюджета в допълнение към приетите от правителството в края на юни, съществува значителен риск консолидираният бюджет за годината да излезе на дефицит.

През първото тримесечие на 2009 г. реалният БВП спада на годишна база с 3.5%, като приносът на вътрешното търсене за растежа е отрицателен, а на нетния износ на стоки и услуги – съответно положителен. Икономическият спад се разпространява върху повечето отрасли на икономиката. Предприятията от преработващата промишленост към момента са най-засегнати от слабото външно търсене и се опитват да ограничават разходите си, за да минимизират негативния ефект от кризата върху финансовото си състояние и да запазят конкурентоспособността си (виж тук и карето „Глобалната икономическа криза – конкурентоспособност и роля на валутния курс“).

През втората половина на 2009 г. очакваме темпът на намаляване на реалния БВП да се забави, като положителният принос на външнотърговското салдо няма да бъде достатъчен, за да компенсира свиването на вътрешното търсене. За годината растежът на реалния БВП ще остане отрицателен.

През първата половина на годината се запазва тенденцията към понижаване на инфлацията на годишна база, като към юни тя достига 2.6% главно под влияние на спадащите цени на храните и горивата. Очакваме годишната инфлация да продължи да намалява през третото тримесечие, като е възможно в някои месеци да бъде отчетена дефлация на годишна база. Намаляването на потребителското търсене в резултат на очакванията за по-висока безработица и на несигурността по отношение на доходите ще ограничава нарастването на цените. През четвъртото тримесечие очакваме инфлацията да се запази положителна на ниско равнище, като към края на годината се предвижда да бъде в интервала 0%–1%.



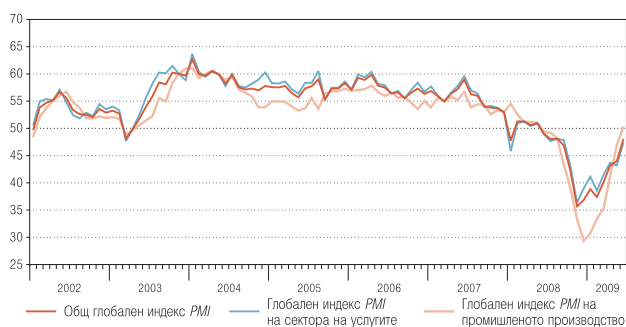
# 1. Външна среда

Свиването на потребителското и инвестиционното търсене в основните индустриални икономики продължава, но интензивността на процеса съществено се забавя, което дава основание за формиране на очаквания на пазарите, че глобалният икономически цикъл ще достигне най-ниската си точка през текущата година, след което ще започне процес на възстановяване. Значителните фискални стимули, предприети в страните от Г-7, подкрепят тези очаквания, въпреки че поради съществуващите структурни проблеми в голяма част от индустриалните страни процесът на икономическо възстановяване вероятно ще бъде бавен и колеблив.

Централните банки в индустриалните страни запазиха или намалиха лихвените си равнища и повишиха размера на извънредните програми за предоставяне на ликвидност. ЕЦБ намали референтната лихва до 1% и обяви нови нестандартни монетарни мерки с цел ускоряване на трансмисията на паричната политика и укрепване на стабилността на банковата система. След масивните интервенции дълговите пазари се стабилизираха, а премиите за кредитен и пазарен риск претърпяха значителна низходяща корекция. Програмите на централните банки за монетарна експанзия, ако не бъдат оттеглени навреме, ще създават рискове за по-висока инфлация в дългосрочен аспект.

Водещите конюнктурни индикатори отчитат подобряване на очакванията на предприятията за нови поръчки и производство. Възможно обяснение за това развитие е, че през предходните две тримесечия икономическите агенти са надценили размера на спад на търсенето и са свили запасите си повече от необходимото, което създава предпоставки за по-голямо натоварване на мощностите и съответно увеличение на производството през следващите тримесечия. Друг фактор за подобряване на очакванията е частичното възстановяване на търсенето през второто тримесечие на текущата година. Обемът на световната търговия спадна с близо 20% в началото на годината и се задържа на достигнатото по-ниско ниво.

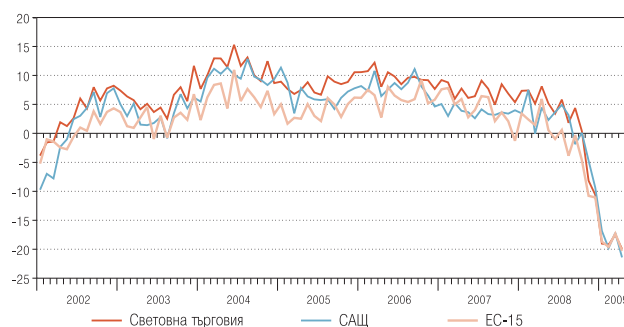
## Глобални индекси PMI



Източници: NTC Research, JP Morgan.

## Световна търговия

(годишен темп на нарастване на обема, %)



Източник: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

Някои сегменти на финансовите пазари все още не функционират нормално и централните банки не само предоставят краткосрочна ликвидност на банките, но и увеличиха срочността на операциите, за да подобрят трансмисията в банковата система.

Динамиката на конюнктурните индикатори отразява очакванията на икономическите агенти за постепенно възстановяване на световния растеж към края на тази и в началото на следващата година.

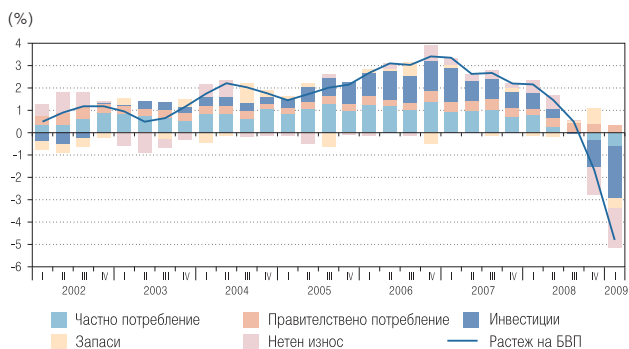
Пазарите на основни суровини и стоки отчитат известно оживление и нарастване на цените през второто спрямо първото тримесечие на 2009 г., но инфлацията се задържа ниска благодарение на ефекта от базата през предходна-

та година. Инфлацията в индустриалните страни е значително под целевите стойности на централните банки, но в контекста на слабото търсене и свободните производствени капацитети не се очаква да промени тенденцията си през следващите две тримесечия.

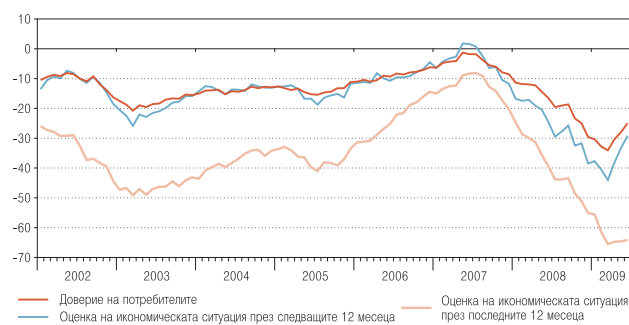
## Еврозона

Рецесията в еврозоната продължи да се задълбочава през първото тримесечие на 2009 г. Спад отчетоха частното потребление, инвестициите и износьт, а правителственото потребление запазва положителни темпове на растеж. За периода БВП спадна с 4.8% на годишна база при стойност от -1.7% за предходното тримесечие.

### Принос по компоненти на БВП за растежа в еврозоната (по тримесечия)

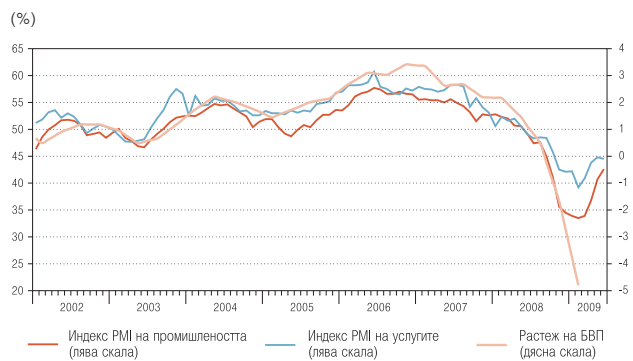


### Индекси на потребителското доверие в еврозоната



Източник: Евростат.

### Индекси PMI на промишлеността и услугите и растеж на БВП в еврозоната

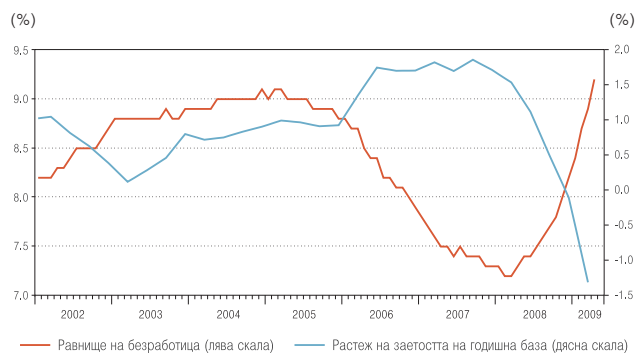


В края на първото тримесечие тенденцията към понижаване на конюнктурните индикатори за еврозоната (индекси PMI, индикатори на ЕК) бе прекъсната и от началото на април повечето индекси започнаха да нарастват. В същото време всички те остават далеч под историческите си средни стойности. Наблюдаваната динамика е знак по-скоро за забавяне на темпа на спад на икономическата активност през второто тримесечие, отколкото за начало на цикъл на икономическо възстановяване.

До края на годината перспективите пред БВП в еврозоната са за забавяне на темпа на спад на потреблението и инвестициите. В краткосрочен план затрудненията в трансмисията на паричната политика, породени от състоянието на финансовия сектор, ще продължат, което ще възпрепятства възстановяването на темповете на растеж до предкризисните равнища.

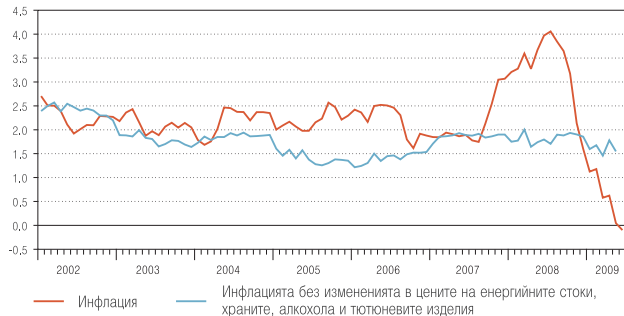
Според прогнозата на ЕЦБ от началото на юни БВП в еврозоната ще отчете спад в границите от 5.1% до 4.1% през 2009 г.

### Равнище на безработица и растеж на заетостта в еврозоната



## Инфлация в еврозоната

(процент спрямо същия период на предходната година)



Източник: Евростат.

Тенденцията към понижаване на хармонизираната инфлация в еврозоната продължи, като през юни според предварителната оценка на Евростат показателят отбеляза стойност от -0.1% на годишна база. Основен принос за низходящата динамика има спадът в цените на горивата спрямо същия период на предходната година. Тази тенденция ще остане ясно изразена и през третото тримесечие, като проявлението ѝ ще започне да отслабва през четвъртото тримесечие. Базисната инфлация се понижи до 1.5% през май вероятно в резултат на понижение на разходите за труд.

Наличието на значителен свободен производствен капацитет в икономиката, съчетано с перспективи за бавно възстановяване на търсенето, е предпоставка за запазване на тренда на инфлацията в средносрочен хоризонт под 2%. В дългосрочен план е налице риск от повишаване на инфлационните очаквания в случай на бързо нарастване на търсенето и забавена реакция на паричната политика. Към момента пазарните наблюдения сочат, че инфлационните очаквания в хоризонта между 1 и 2 години са в границите 1%–1.5%. Според прогнозата на ЕЦБ до края на годината хармонизираната инфлация в еврозоната ще се колебае в интервала от 0.1% до 0.5% на годишна база.

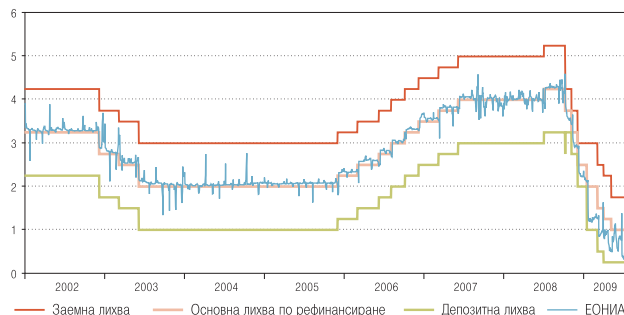
В отговор на задълбочаващата се рецесия и низходящата тенденция на инфлацията ЕЦБ последователно понижи репо-лихвата през април и май с общо 50 б.т. до ниво от 1.0%. В допълнение, през май коридорът на постоянните улеснения беше стеснен на 150 б.т. (понижение с 50 б.т.), като депозитната и кредитната лихва бяха установени съответно на ниво от 0.25% и 1.75%.

Новост бяха приетите от УС на ЕЦБ нестандартни мерки. Те включват едногодишни репо-операции за предоставяне на ликвидност на банките и програма за изкупуване на активи. Първата едногодишна репо-операция беше проведена на 24 юни и бе в размер на 442 млрд. евро (около 5% от БВП). Програмата за изкупуване на активи е в размер до 60 млрд. евро и обхваща покупки на издадени от европейски банки обезпечени облигации. Като цяло тези мерки целят да улеснят условията на рефинансиране на банковите задължения, което се очаква да подобри трансмисията на паричната политика и да възстанови кредитната активност.

Отчитайки последните сигнали за стабилизиране на пазарните очаквания, изказванията на официални лица от ЕЦБ сочат, че засега банката е приключила с пониженията на репо-лихвата и няма да въвежда нови нестандартни мерки. До края на годината банката ще следи за ефектите на операциите върху условията на рефинансиране на банките и за подобряване на трансмисията към агентите от реалния сектор.

## Основни лихвени проценти в еврозоната

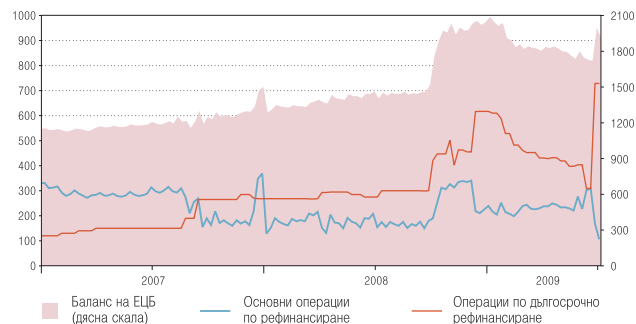
(%)



Източник: Блумбърг.

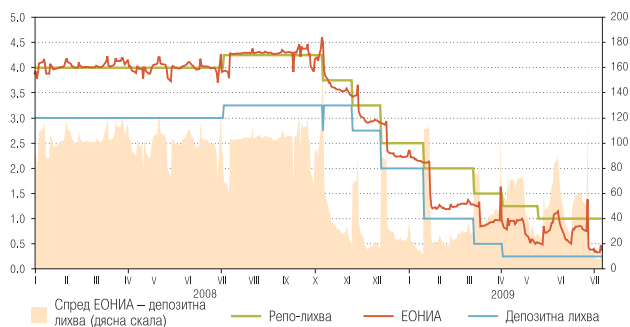
## Баланс на ЕЦБ

(млрд. евро)



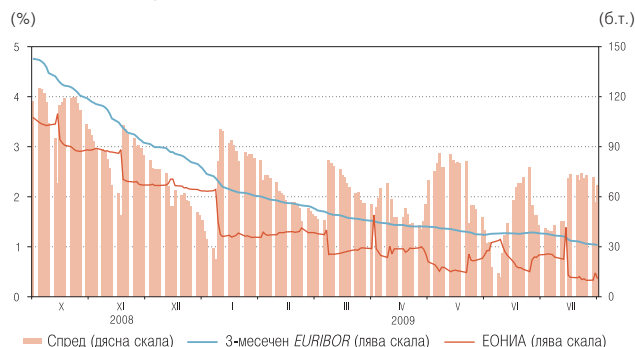
Източник: ЕЦБ.

## Краткосрочни лихвени проценти в еврозоната



Източник: ЕЦБ.

## Премия за ликвиден риск (спред между 3-месечния EURIBOR и ЕОНИА)

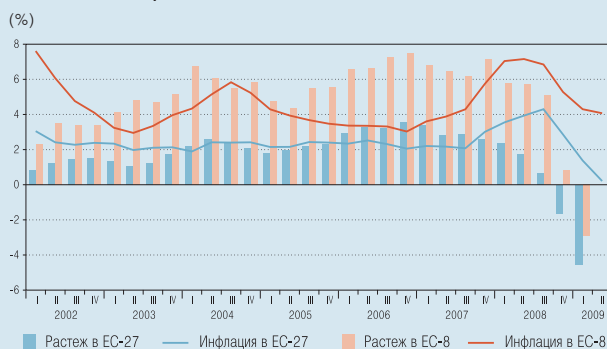


Източник: Блумбърг.

## ЕС-8\*

Забавянето на икономическия растеж на еврозоната се отрази негативно и в държавите от ЕС, нечленуващи в паричния съюз. Спадът на БВП в тези страни през първото тримесечие на 2009 г. достигна 2.9% на годишна база (при растеж от 0.8% през четвъртото тримесечие на предходната година).

## Растеж и инфлация в ЕС-27 и в ЕС-8



Източници: Евростат, собствени изчисления.

Всички държави с изключение на Полша отчетат свиване на БВП, като най-значителни спадове се наблюдават в балтийските страни. Свиването на частното потребление, инвестициите и износа бе основният фактор за понижението на реалния растеж на икономиките. Инфлацията през второто тримесечие продължава да се забавя, достигайки 4.0% на годишна база, като най-голям принос за това продължават да имат горивата.

## Реален обем на търговията със стоки и услуги през първото тримесечие на 2009 г.

(изменение на годишна база в %)

	Износ	Внос
Чехия	-20.9	-19.8
Румъния	-20.8	-33.3
Унгария	-18.6	-22.0
България	-17.4	-21.1
Латвия	-16.4	-34.3
Естония	-16.0	-26.7
Литва	-14.8	-32.9
Полша	0.5	-7.1

Източник: Евростат.

\* ЕС-8 включва държавите, присъединили се към ЕС от 2004 г. насам, без Словения, Малта, Кипър и Словакия. От 1 януари 2007 г. Словения, от 1 януари 2008 г. Малта и Кипър и от 1 януари 2009 г. Словакия са със статут на пълноправни членове на Икономическия и паричен съюз.

## САЩ

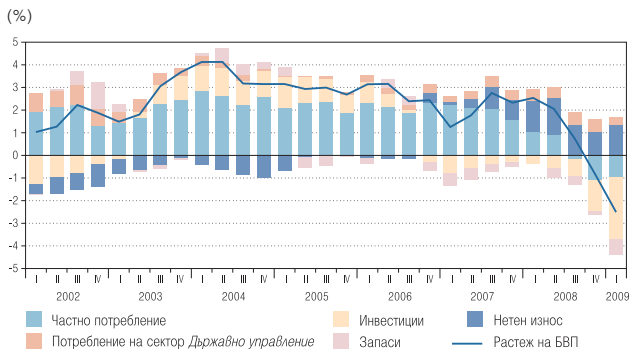
Темпът на спад на икономическата активност в САЩ се забави през първото тримесечие на 2009 г. БВП намаля с 1.4% на тримесечна база през първото тримесечие след спад от 1.6% през предходния период. Най-значителен отрицателен принос имаха инвестициите (1.5 пр.п.), и в частност тези в оборудване и машини (0.6 пр.п.). Основни фактори за това бяха пониските печалби, слабото търсене и ограниченият достъп до финансов ресурс. При силно

свитото потребителско търсене запасите от готова продукция в икономиката продължиха да намаляват, като приносът им към общия растеж бе оценен на -0.6 пр.п.

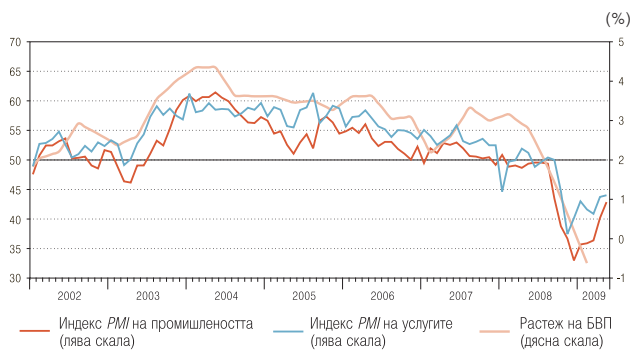
Понижението на потребителските цени през първото тримесечие допринесе за увеличаване на разполагаемите доходи, което от своя страна подкрепи потреблението (растеж от 0.2% на тримесечна база). За това допринесоха и да-

нчните облекчения, въведени от новата администрация в края на февруари, които се отразиха благоприятно върху разполагаемите доходи. С оглед на очакванията на икономическите агенти, че безработицата ще надмине 10% в края на третото тримесечие, и при продължаващия спад в пазарната стойност на активите на домакинствата (в резултат от понижението на жилищните цени) финансовата позиция на сектора ще остане нестабилна.

### Принос по компоненти на БВП за растежа в САЩ (по тримесечия)

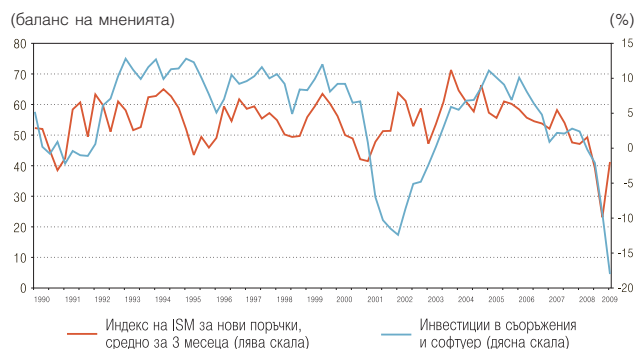


### Индекси PMI на промишлеността и услугите и растеж на БВП в САЩ

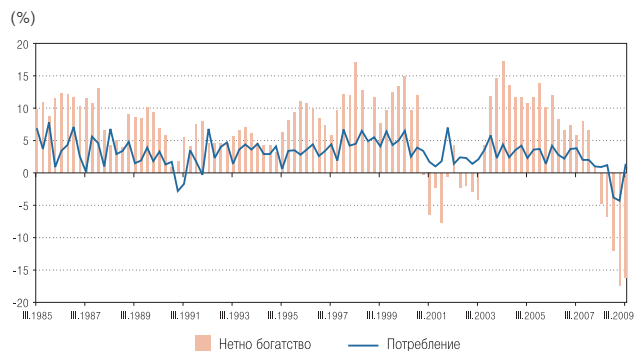


От началото на април конюнктурните индикатори отчитат повишение на потребителското доверие и равнището на поръчки в индустрията, но те все още се запазват значително под дългосрочните си средни стойности. Подобряването при тези индикатори е знак, че темпът на икономически спад се забавя, но негативната тенденция все още не е пречупена. При все още ретроспективно високото равнище на отношението на запасите към продажбите процесът на ликвидиране на стокови наличности вероятно ще продължи и през третото тримесечие, което ще бъде пречка за засилването на икономическата активност.

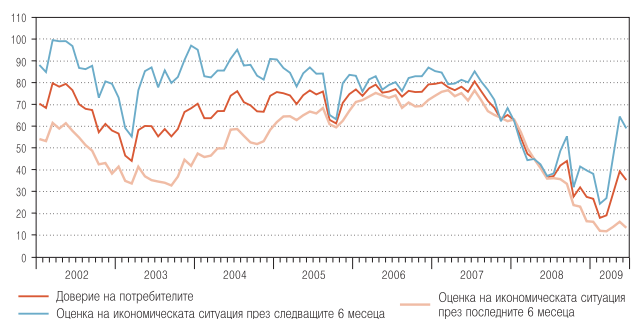
### Нови поръчки и инвестиции



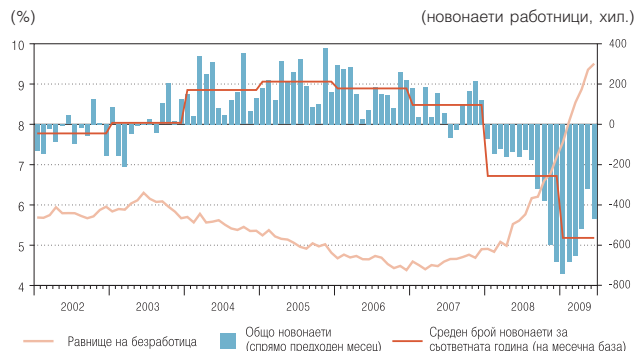
### Промяна в нетното богатство и потребление на домакинствата



### Индекси на потребителското доверие в САЩ (2000 г. = 100)



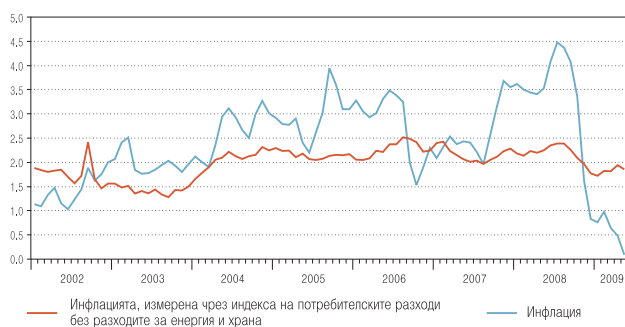
### Равнище на безработица и брой на новонаетите работници в САЩ



На пазара на жилища спадът на продажните цени се забави през април до 18.1% на годишна база. Забелязва се увеличаване на обема на продажбите както на съществуващи, така и на нови жилища. Съотношението на наличностите от непродадени жилища към продажбите обаче остава на исторически високо ниво, което ще продължи да оказва низходящ натиск върху продажните цени.

### Инфлация в САЩ

(процент спрямо същия период на предходната година)



Източници: *Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis.*

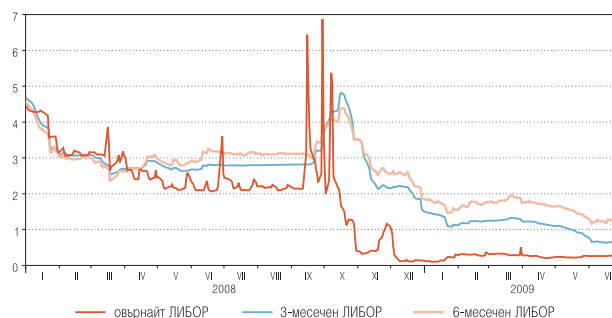
Динамиката на основните ценови индекси бе под влиянието на флукуациите в цените на петрола и другите суровини. В резултат на базовите ефекти през второто тримесечие бе отчетена дефлация. Базисната инфлация обаче се запазва устойчиво на положителни нива. Ниската потребителска активност и високото равнище на свободните производствени мощности ще оказват низходящ ценови натиск през идните месеци.

Ситуацията на паричния пазар в САЩ се стабилизира. Лихвата по депозитите в 3- и 6-месечния сегмент спадна до рекордно ниски нива, а премията за ликвиден риск (вградена в спреда между ЛИБОР и овърнайт лихвения суап, *OIS*) се свива с по-бавни темпове. Предприетите мерки от страна на властите за оздравяване на финансовия сектор подкрепиха позитивните нагласи, което намери отражение в нарастване на пазара на акции. Резултатите от проведените стрес-тестове и успешното набиране на изискуемия капитал от страна на част от банките намалиха съществено опасенията от нова вълна на правителствена намеса. Няколко институции анонсираха възстановяване на получените от държавата средства. Въпреки това финансовият сектор е изправен пред предизвикателствата от спадащото качество на активите.

През второто тримесечие Федералният комитет за операции на паричния пазар не предприе промени в лихвената си политика, нито в размера на програмите за покупка на активи. Федералният резерв вероятно ще запази лихвата по федералните фондове в същия интервал (0.00–0.25%) за по-продължителен период от време.

### Лихви ЛИБОР по депозити в щатски долари

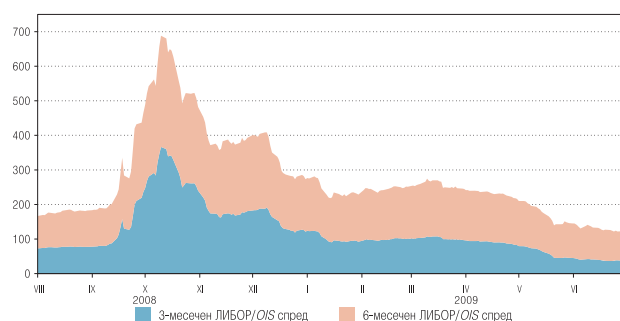
(%)



Източник: Блумбърг.

### Ликвидни премии по 3- и 6-месечния ресурс

(б.т.)



Източник: Блумбърг.

### Валутен курс щатски долар/евро

През второто тримесечие на 2009 г. доларът поевтиня с около 5% на тримесечна база спрямо еврото. Слабото изменение през април беше последвано от значително едномесечно поевтиняване от 7% през май и известна обратна корекция през юни (около 1.5%). През тримесечието се наблюдаваше широк интервал на движение на курса от 1.29 до 1.43. В началото на тримесечието доларът беше под натиск поради увеличаване на склонността към поемане на риск във връзка с утвърдената след срещата на Г-20 програма за противодействие на глобалната криза на стойност 1.1 трлн. щ.д. Противоположно влияние върху курса имаха небла-

гоприятните макроикономически данни за еврозоната. Същевременно понижаването на прогнозата на МВФ за глобалната икономика беше в контраст с изказвания на американските власти, сигнализиращи за забавяне на темпа на спад на икономическата активност.

#### Валутен курс щатски долар/евро

(щ.д. за 1 евро)



Източник: ЕЦБ.

В средата на периода се наблюдаваше подобрене на пазарните нагласи поради частично нормализиране на условията на финансовите пазари и поради очакванията за скорошно навлизане на глобалната икономика във фаза на възстановяване. Тези очаквания бяха подкрепени от изявления на официални лица от САЩ и Европа, изтъкващи признаците за икономическо стабилизиране. Повишаването на фондовите индекси и на цената на петрола намали търсенето на долари като инвестиционно

убежище. Допълнителен негативен фактор за курса на щатската валута бяха породилите се опасения относно нарастването на риска по държавните ценни книжа на САЩ във връзка с бързо увеличаващия се държавен дълг.

Сигналите за икономическо стабилизиране бяха изтъкнати в комюникето след срещата на Г-8 през юни, на която бяха дискутирани и стратегии за антикризисна политика. ОИСР ревизира в посока повишение прогнозата си за икономическата активност в страните-членки. Освен нарастването на склонността към поемане на риск неблагоприятни за долара бяха и отправените предизвикателства от страна на Китай и Русия, които поставиха под въпрос ролята на долара като световна резервна валута. В края на периода се наблюдаваше корекция на бързия растеж на курса *щатски долар/евро*.

През третото тримесечие очакваме пазарните нагласи да продължат да оказват съществено влияние върху валутните пазари. Неблагоприятно влияние върху разменната стойност на щатската валута ще продължава да оказва фискалната позиция на САЩ. От друга страна, еврото ще бъде под натиск поради изоставащото икономическо възстановяване на ЕС в сравнение с това на САЩ, както и във връзка с опасенията за състоянието на банковия сектор.

## Балкански регион

Ефектите от задълбочаването на глобалната икономическа криза започнаха да се чувстват все по-осезаемо на Балканите. С изключение на Гърция всички държави в региона отчитат спад на БВП през първото тримесечие на 2009 г. Промислените предприятия значително свиха обема на продукцията си в резултат на намаляването на поръчките за износ. Съществен спад се наблюдава и при инвестициите и частното потребление. Най-съществен спад от 13.8% се наблюдава в Турция, където частното потребление спада с 9%, а инвестициите в дълготрайни активи се свиват с 30%. Нетният износ на страната продължава да има значителен принос (7 пр.п.) в резултат на спад на вноса с 32%. Промисленото производство във всички страни от региона се свива с около 15% през първите два месеца на 2008 г. Инфлацията през второто тримесечие продължава да се забавя, като в Македония бе отчетена дефлация от 0.6% на годишна база.

Възстановяването в региона през втората половина на годината ще зависи основно от темповете, с които ще се възобновят растежът и вносът на еврозоната.

### Реален растеж и инфлация в балканските страни (по тримесечия)

	2007 г.	2008 г.				2009 г.		
	За годината	I	II	III	IV	За годината	I	II
<b>Растеж (спрямо съответния период на предходната година, %)</b>								
България	6.2	7.0	7.1	6.8	3.5	6.0	-3.5	
Гърция	4.0	3.4	3.3	2.9	2.2	2.9	0.3	
Македония	5.9	5.6	6.7	5.8	2.0	4.9	-0.9	
Румъния	6.2	8.2	9.3	9.2	2.9	7.1	-6.2	
Турция	4.7	7.3	2.8	1.2	-6.2	1.1	-13.8	
Хърватия	5.5	4.3	3.4	1.6	0.2	2.4	-6.7	
Сърбия	6.9	8.5	6.0	4.9	2.8	5.4	-3.5	
<b>Инфлация (средно за периода, %)</b>								
България	7.6	12.4	14.0	12.6	9.1	12.0	5.1	3.4
Гърция	3.0	4.3	4.8	4.8	3.1	4.2	1.8	0.9
Македония	2.3	9.5	9.9	8.4	5.5	8.3	0.9	-0.6
Румъния	4.9	8.0	8.6	8.2	6.9	7.9	6.8	6.2
Турция	8.8	8.8	10.3	11.7	10.9	10.4	8.4	5.7
Хърватия	2.9	5.9	6.5	7.4	4.5	6.1	3.8	3.3
Сърбия	6.4	13.4	15.8	12.3	10.2	12.9	9.7	8.2

Източници: Статистически институти и централни банки на съответните страни.

## Международни цени на суровия петрол, основните суровини и златото

### Суров петрол

Пазарните очаквания за възстановяване на световната икономическата активност бяха основният фактор за поскъпването на суровия петрол през второто тримесечие на годината. От март до юни цената на суровия петрол тип „Брент“ нарасна с близо 50%, достигайки 70–72 щ.д., най-високата стойност от октомври м.г. В началото на юли постъпващите негативни макроданни за водещите икономики охладиха пазарните нагласи за скоростта на възстановяване на растежа, а цената на суровината спадна до около 62–65 щ.д. за барел.

Предлагането на суров петрол през първата половина на годината намалява, като на годишна база към май ОПЕК свива добива си с около

5%. Този спад не бе достатъчен, за да компенсира свиването на световното търсене и данните за първото тримесечие на 2009 г. все още отчитат превишение на предлагането над търсенето. Предварителните данни за запасите от петролни продукти в страните от ОИСР през първото тримесечие показват значително нарастване, с близо 5% на годишна база, вместо обичайния сезонен спад. Близо половината от нарастването на запасите е реализирано в САЩ.

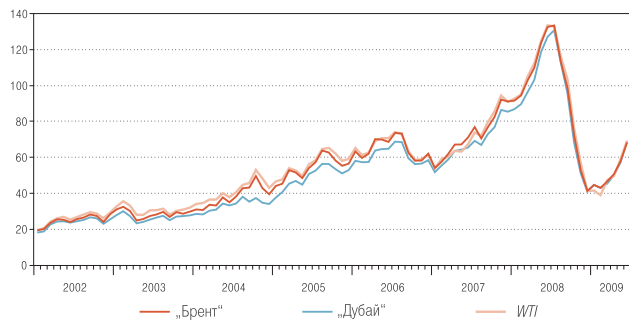
Прогнозата на Международната агенция по енергетика (МАЕ) към юли е за свиване на световното търсене на суров петрол с 2.9% през 2009 г., без съществени промени спрямо прогнозата през март.



Пазарните очаквания за втората половина на годината са цената на петрола да се колебае в границите 60–80 щ.д./б.

### Цена на суровия петрол

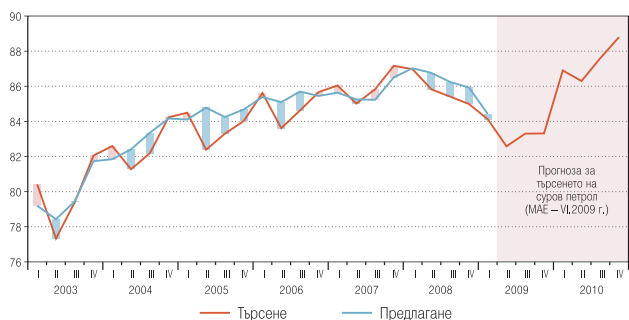
(щ.д./б)



Източник: Световна банка.

### Предлагане и търсене на суров петрол в света (по тримесечия)

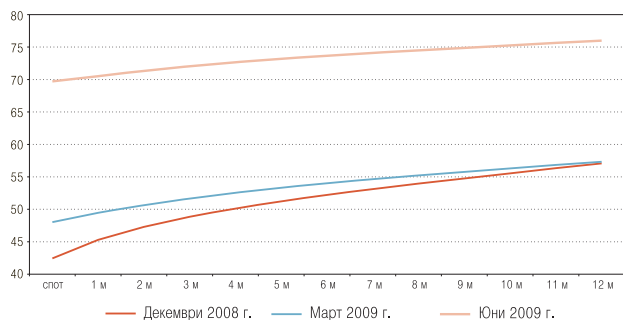
(млн. б/д)



Източник: МАЕ.

### Цени на фючъри на суров петрол тип WTI (средна цена на контракта през месеца)

(щ. д. за барел)



Източник: JP Morgan.

### Основни суровини и стокови групи

През второто тримесечие на 2009 г. металите поскъпнаха с около 16% на тримесечна база. Съществено се повишиха цените на някои цветни метали, като мед (с 36%), олово (с 30%), цинк (с 26%) и никел (с 23%). Покачването бе

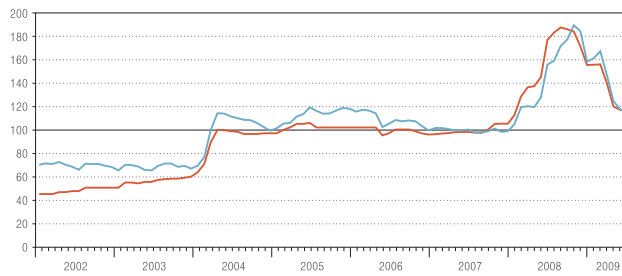
свързано с очакванията за скорошно възстановяване на промишлеността в Азия и САЩ. Цените на продуктите от стомана спаднаха с 22% спрямо първото тримесечие вследствие на понижаването на цената на суровината. Производството на стомана спада с близо 22% през първите пет месеца на годината спрямо същия период на 2008 г. Намалението на производството е неравномерно по региони. Китай, Индия и Иран, които осигуряват общо 42% от световното производство, запазват рекордните си равнища от 2008 г., докато в САЩ и Европа спадът е с близо 40%. Пазарните очаквания са за поскъпване на металите през третото и четвъртото тримесечие поради възстановяването на световната икономика.

Индексът на храните се повиши през второто тримесечие, като на тримесечна база бе отчетен растеж от 10%. Основен принос за поскъпването имаха цените на растителните мазнини (растеж с 19%), докато зърнените продукти отчетоха по-ниски повишения. Пшеницата и царевичата поскъпнаха с около 6%, а оризът поевтиня с около 3%. По данни на Департамента по селско стопанство на САЩ и Световния съвет по зърното глобалните добиви на пшеница през сезона 2009/2010 г. се очаква да спаднат с около 5% след достигнатите рекордни равнища през предходния сезон. Според прогнозите на Департамента по селско стопанство на САЩ основен принос за спада ще имат очакваните по-ниски добиви в САЩ и ЕС (в Италия, Испания, Унгария, Румъния и България се очаква спад между 20% и 30%). По-високи добиви, които ще компенсират до известна степен тези спадове, се очакват в Пакистан, Иран, Аржентина, Австралия, Казахстан и Турция. Запасите от пшеница се очаква да нараснат с около 9% през сезона. Очакванията за цените са за леко повишаване до края на годината вследствие на прогнозите за нарастване на търсенето.

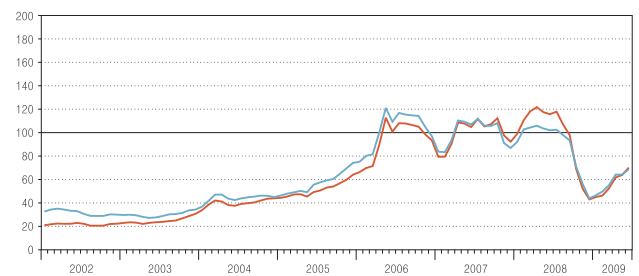
Индексът, отчитащ цените за превоз на товари по море (*BDI*), водещ индикатор за активността на световната търговия с морски транспорт, се повиши през второто тримесечие. Това вероятно ще се отрази и в цените на стоките и суровините през следващите тримесечия.

## Индекси на цените на основни суровини и стокови групи (2007 г. = 100)

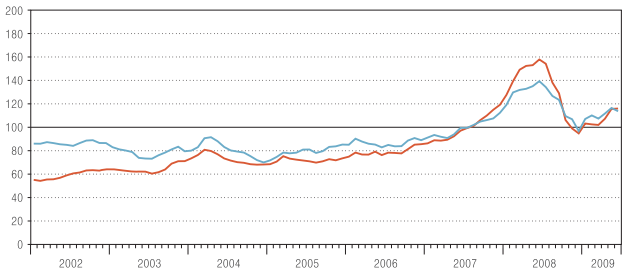
### Стомана



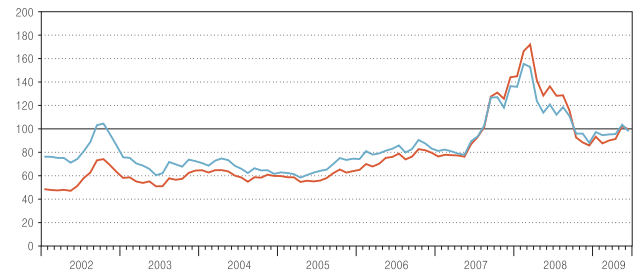
### Мед



### Храни



### Пшеница



— В щатски долари

— В евро

Източници: Световна банка, БНБ.

## Злато

През второто тримесечие на 2009 г. средната цена на златото (1-месечен фючърс) се повиши до 922.6 щ.д. за тройунция (растеж от 1.5% на тримесечна база). В евро цената отбеляза понижение с 2.6% поради поскъпване на еврото. Колебливостта на ценовото равнище устойчиво намаляваше, като се доближи до предкризисните нива.

### Спот цена на златото

(щ.д. за тройунция)



Източник: The London Bullion Market Association.

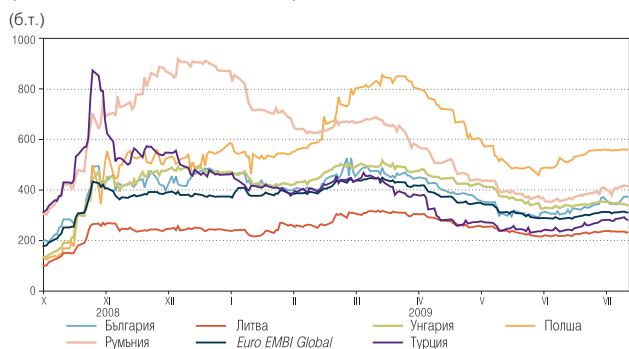
В рамките на периода върху цената на златото влияеха опасенията на инвеститорите за дълговата позиция на САЩ, натрупването на средносрочни инфлационни напрежения и за стабилността на долара като инвестиционен актив. Това увеличи значително корелацията с курса на долара, фондовите индекси и стоковите индекси, като особено през май и юни бяха достигнати относително високи нива. Основният фактор за ценовите промени на златото бяха нагласите на инвеститорите за състоянието на глобалната икономика и динамиката на склонността към поемане на риск.

Търсенето бе концентрирано както по отношение на физическо злато, така и към покупки на активи в *ETF*.

## Динамика на българския външен дълг на международните финансови пазари

През второто тримесечие на 2009 г. спредът по доходността на държавния дълг на държавите от Централна и Източна Европа се сви, като съставният индекс *Euro EMBI Global* на „Дж. П. Морган“ спадна със 105 б.т. Колебанията на индекса бяха в интервала 286–418 б.т. и в края на тримесечието той се установи на 313 б.т.

Спред по доходността на ДЦК на България, Румъния, Полша, Чехия и Унгария (индекс *Euro EMBI Global*)



Източник: JP Morgan.

През първите два месеца на периода индексът следваше устойчива низходяща тенденция, достигайки стойности под 300 б.т. в края на май и началото на юни. Основни фактори бяха повишаването на склонността към поемане на

риск на инвеститорите и засилването на оптимизма, че дъното на глобалната рецесия е достигнато. В самия край на периода тези нагласи бяха частично преосмислени и това резултира в минимално повишение на индексите.

В рамките на периода нагласите на пазарните участници към региона на Централна и Източна Европа отбелязаха частично подобрение спрямо първото тримесечие. То е резултат по-скоро на общото засилване на доверието към тази група пазари, отколкото на подобрение на икономическите перспективи пред региона в краткосрочен план. През последните месеци на фокус бяха новините около изпълнението на програмите за реформи от страните, сключили споразумения с МВФ.

Спредът по държавния външен дълг на България, измерен с индекса на „Дж. П. Морган“, следваше низходяща тенденция през април и май в унисон с общата тенденция. В края на тримесечието се наблюдава повишаване, свързано с опасения сред външните наблюдатели по отношение на фискалната позиция на България и в очакване на резултатите от парламентарните избори. Колебанията на индекса бяха в сравнително широк интервал от 291–446 б.т., като в края на юни той застана на равнище от 346 б.т.

## 2. Финансови потоци, пари и кредит

Дефицитът по текущата сметка на платежния баланс се подобрява от началото на текущата година, за което основен принос има свиването на търговския дефицит. По предварителните данни за платежния баланс за периода януари-май 2009 г. общият дефицит по текущата и капиталовата сметка възлиза на 1.7 млрд. евро (при дефицит от 3.4 млрд. евро за същия период на 2008 г.), като преките чуждестранни инвестиции го покриват на 67.7%.

Предприетите мерки от правителството и централната банка за повишаване ликвидността в икономиката и противодействие на ефектите от глобалната криза от началото на 2009 г. позволиха на местните икономически агенти да намалят външните си задължения и да повишат чуждестранните си активи<sup>1</sup>. Нетният входящ капиталов поток остана положителен за първите пет месеца на текущата година, но е по-нисък в сравнение със съответния приток през предходната година. Финансовата сметка на платежния баланс за януари-май 2009 г. е на излишък от 519.8 млн. евро, а общото салдо на платежния баланс е на дефицит от 1.03 млрд. евро за периода.

### Финансови потоци и устойчивост на външната позиция

Според данните за платежния баланс и изменението на външния дълг устойчивостта на външната позиция на страната се запазва. Очакваме положителен нетен приток на финансови ресурси към българската икономика през втората половина на годината, по-нисък от регистрирания през 2008 г. Свиването на икономическата активност и на вътрешното търсене у нас ще допринесе за продължаващо намаляване на дефицита по текущата сметка на платежния баланс.

За периода януари – май 2009 г. финансовата сметка на платежния баланс е на излишък от 519.8 млн. евро, който основно се дължи на: 1) привлечени преки чуждестранни инвестиции в размер на 1133.6 млн. евро, 2) повишение на нетните финансови задължения на сектор Дър-

<sup>1</sup> За по-подробно обяснение виж раздел „Финансови потоци, пари и кредит“ и карето „Механизъм на функциониране на паричния съвет в България“ в *Икономически преглед*, 2009, кн. 1.

Парични потоци, довели до по-значителни изменения в брутните международни валутни резерви

(млн. евро)

Външни потоци	януари – юни	
	2009 г.	2008 г.
Общо за периода	-1 072	1 089
<b>Покупко-продажби на евро</b>	<b>-1 310</b>	<b>1 209</b>
На каса	-22	-22
С банки, в т.ч.	-1 288	1 231
покупки от банки	59 877	56 998
продажби на банки	-61 165	-55 767
<b>Движения по сметки на банки, МФ и др.</b>	<b>238</b>	<b>-120</b>
ЗМР	-72	103
Правителство и други	310	-223

Източник: БНБ.

Балансовото число на управление „Емисионно“ възлезе на 23.27 млрд. лв. (11.9 млрд. евро) към края на юни 2009 г., като понижението на активите от началото на годината е с 1.6 млрд. лв. (0.8 млрд. евро). Средномесечното покритие на вноса на стоки и услуги с международни валутни резерви на БНБ се повиши до 7.5 месеца за периода януари-май 2009 г. спрямо 5.5 месеца година по-рано<sup>2</sup>.

жавно управление с 89 млн. евро, и 3) намаление на чуждестранните активи във валута и депозити с 80.1 млн. евро. Местните банки погасяват външни заеми през първите пет месеца

<sup>2</sup> Показателят е пресметнат като съотношение (в месеци) на резервните активи на БНБ към края на отчетния месец и средномесечната стойност на вноса на стоки и услуги от началото на съответната година. Има различни подходи за изчисляване на този показател (виж тук карето „Аналитични показатели за оценка на нивото на международните валутни резерви“).

на годината в размер на 421.7 млн. евро, а депозитите на нерезиденти в тях намаляват с 62.7 млн. евро.

Намалението на международните валутни резерви на БНБ с около 1.03 млрд. евро за януари-май 2009 г. (без измененията, дължащи се на курсови разлики) е в резултат главно на предприетите мерки от правителството и централната банка<sup>3</sup>, които повишиха ликвидността в икономиката и позволиха намаляване на чуждестранните задължения на местни икономически агенти.

Динамиката на потоците по платежния баланс през втората половина на 2009 г. ще зависи в преобладаваща степен от промените в глобалната икономическа конюнктура и по-конкретно от развитието на икономическите процеси в еврозоната, които се характеризират с голяма несигурност. На база на данните за периода след септември 2008 г. досега можем да направим извода, че нетният приток на капитали към страната ще остане положителен и през втората половина на годината, но с по-нисък размер в сравнение със същия период на предходната година. Провеждането на икономическа политика, ориентирана към поддържане на макроикономическа стабилност, е ключов фактор за запазването на дългосрочния инвестиционен интерес към страната ни и за привличане на капиталови потоци предимно под формата на преки чуждестранни инвестиции.

Устойчивостта на външната позиция на икономиката се базира на структурата на входящите финансови и капиталови потоци през последните години, когато техният размер нарасна значително. Притокът на капитали беше основно под формата на преки чуждестранни инвестиции и външно заемане с вътрешнофирмен или дългосрочен характер. Вследствие на това икономиката ни се характеризира с нисък риск към потенциално спекулативно изтегляне на капитали. Делът на портфейлните инвестиции продължава да намалява в брунтните международни пасиви на страната, като от 3.5% към края на 2008 г. спада на 3.3% към края на март т.г. При краткосрочния външен дълг се наблюдава относително стабилизиране на дела му в общия брутен външен дълг на България, като към април той възлиза на 36.1%. Между-

народните валутни резерви осигуряват 89.4% покритие на краткосрочния външен дълг, който до голяма степен представлява ресурс, предоставен на местни банки от чуждестранни банко-собственици<sup>4</sup>.

Преките чуждестранни инвестиции у нас възлязоха на 1133.6 млн. евро за януари – май 2009 г. по предварителни данни<sup>5</sup>. За същия период на 2008 г. данните за преките чуждестранни инвестиции бяха ревизирани неколккратно в посока към увеличение и текущо техният размер е 2443.9 млн. евро. При сравнение на данните за януари – май 2009 г. с първоначално отчетените данни за съответния период на 2008 г. е налице спад на входящите преки чуждестранни инвестиции с 33.5%.

Преките чуждестранни инвестиции към май 2009 г. възлизат на 14.1% от годишния БВП за последните четири тримесечия. През втората половина на годината очакваме нетният приток на преки чуждестранни инвестиции да се запази, но отношението към БВП да намалява.

Привлечените инвестиции за първите пет месеца на 2009 г. са в преобладаваща степен под формата на дялов капитал, 795.6 млн. евро, което представлява 70% от общия приток. За януари-май 2009 г. няма постъпления от приватизационни сделки, а обемът на инвестирания дялов капитал е съизмерим с този през съответния период на 2008 г. (875.4 млн. евро). Инвестициите на чуждестранни лица в недвижими имоти са в размер на 227.5 млн. евро за януари-май (при 577.9 млн. евро за съответния период на 2008 г.). Тенденцията към намаляване на инвестициите за придобиване на недвижима собственост в страната от нерезиденти се запазва. Въпреки че тези инвестиции намаляват на годишна база, те остават по-високи от средните нива, характерни за годините до 2006 г., когато рязко се засили интересът на нерезиденти към придобиване на недвижима собственост в страната.

<sup>4</sup> Виж тук карето „Аналитични показатели за оценка на нивото на международните валутни резерви“.

<sup>5</sup> Данните подлежат на регулярни ревизии при постъпване на допълнителна информация от предприятията. Практиката от последните няколко години показва систематично ревизиране на първоначалните данни за притока от преки чуждестранни инвестиции в посока към увеличение, което прави некоректно механичното сравнение на първоначалните данни за текущата година с вече ревизираните данни за предходната. С ревизирането на общия обем преки чуждестранни инвестиции се променя и първоначалното им разпределение по вид и по икономически отрасъл.

<sup>3</sup> Виж бел. 1.

Под формата на *друг капитал* в страната са привлечени 191 млн. евро през януари-май 2009 г. (16.8 % от общия приток). Първоначалните оценки за *реинвестираната печалба* са за намаление с 64.3 млн. евро на годишна база до 147 млн. евро за периода.

В отрасловата структура на преките чуждестранни инвестиции с натрупване към края на 2008 г. основен дял заемат отраслите *недвижими имоти и бизнес услуги* (22.8%), *преработваща промишленост* (18%), *финансово посредничество* (17.5%) и *търговия и ремонт* (14.3%). До голяма степен тези отрасли остават с основно значение и през първото тримесечие на 2009 г., като съответно най-голям дял в притока на чуждестранни инвестиции имат *финансово посредничество* (35.6%), *търговия и ремонт* (19.2%) и *недвижими имоти и бизнес услуги* (13.7%).

Разпределението по страни показва, че най-много преки чуждестранни инвестиции през януари-май 2009 г. са привлечени от Холандия (17.8%), Люксембург (11.7%) и Австрия (11.4%).

Брутният външен дълг на страната намалява със 174.9 млн. евро през януари-април 2009 г. Без да се отчитат преоценките и нетното изменение по търговски и револвиращи кредити, нетно са изплатени заемни ресурси в размер на 589.8 млн. евро. За четирите месеца са получени кредити и депозити в размер на 1760.9 млн. евро, а обслужените задължения по главници са на стойност 2350.7 млн. евро. В резултат на това брутният външен дълг на страната достигна към края на април 2009 г. 36.55 млрд. евро, или 106.4% от отчетения БВП на годишна база.

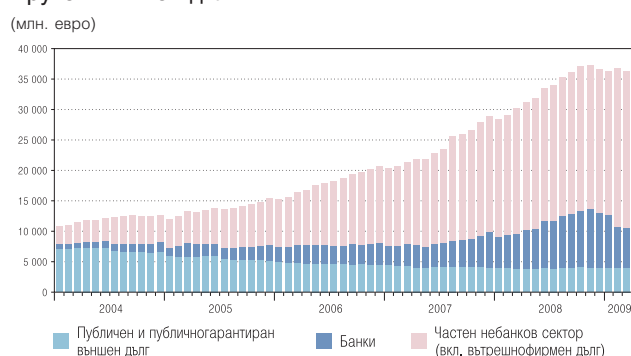
През първите четири месеца на 2009 г. външният дълг на сектор *Държавно управление* намаля с 64.7 млн. евро и достигна 7.3% от общия дълг на страната. Общият размер на публичния и публичногарантирания външен дълг се понижи с 59.1 млн. евро.

Частният негарантиран външен дълг спадна със 115.8 млн. евро през януари-април 2009 г., за което най-голям принос имат изплатените дългосрочни заеми от местни банки (462.6 млн. евро) и закритите депозити от нерезиденти (183.8 млн. евро). Във външния дълг на банките голям дял (79.3% към март 2009 г.) заема дългът към чуждестранните банки-майки във връз-

ка с финансиране на дейността им у нас. Намалението на ставката по задължителните минимални резерви позволи на банките през периода декември 2008 г. – април 2009 г. да намалят брутния си външен дълг с 1.17 млрд. евро и съответно дялът на банките в брутния външен дълг на страната спадна до 23.2%.

Вътрешнофирмените заеми нарастват през първите четири месеца на годината с 368.1 млн. евро, с което дялът им в общия размер на дълга се повишава до 36.3%. Тази динамика подчертава дългосрочния интерес на чуждестранните лица – собственици на местни предприятия<sup>6</sup>.

### Брутен външен дълг



Обслужването на брутния външен дълг през януари-април 2009 г. възлезе на 2614.9 млн. евро спрямо 2874.9 млн. евро за съответния период на предходната година. За първите четири месеца на текущата година местни лица са декларирали нови кредити, които ще бъдат отпуснати от нерезиденти, в размер на 2047.5 млн. евро (за съответния период на 2008 г. декларираните нови кредити са в размер на 2647.2 млн. евро). При фактически получените кредити за януари-април 2009 г. основен дял имат заемите по линия на преки инвестиции (42%) и банките (30%). Тези данни показват, че местните икономически агенти продължават да имат достъп до международните финансови пазари, но вероятно търсенето на ново дългово финансиране е по-ниско в условията на влошена икономическа конюнктура.

Среднопретеглените лихви по декларираните нови кредити през януари-април 2009 г. показват понижение (на годишна база) на цената на

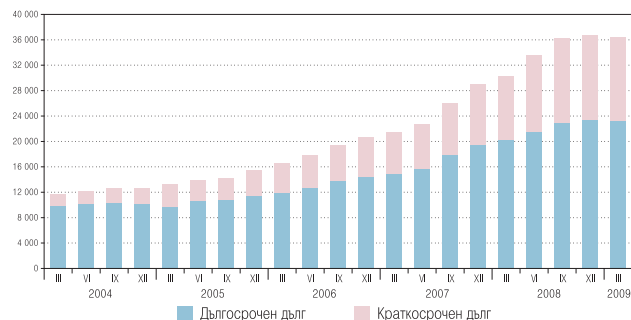
<sup>6</sup> На базата на досегашните ревизии може да се очаква, че в бъдеще регистрираният размер на вътрешнофирмените заеми ще нарасне.

ресурса, привлечен от чужбина и деноминиран в евро, с 2.2 пр.п. до 2.9%<sup>7</sup>. Положителният диференциал между лихвите по дългосрочните кредити за предприятията, отпускани от местни банки, и лихвите по дългосрочни кредити от чужбина се запазва. По кредити, деноминирани в евро, той е в размер на 5.0 пр.п., а по кредити, деноминирани в щатски долари, съответно 3.1 пр.п. Лихвените равнища по кредити от страната и от чужбина не са пряко сравними поради различните характеристики на предприятията с достъп до двата пазара. Въпреки това по-ниските лихви по кредитите от чужбина запазват стимулите за търсене на външни заеми от страна на българските компании.

Към март 2009 г. няма съществено изменение в отрасловата структура на частния небанков външен дълг<sup>8</sup>. Сектор *операции с недвижимо имущество, наемодателна дейност и бизнес услуги* запазва относително висок дял от 18.1% във външния дълг на *други сектори* и 20.6% във вътрешнофирмените заеми. В структурата на дълга на *други сектори* по-значим дял имат *електроенергия, газ и вода* (19.5%) и *финансово посредничество* (14.9%), докато при вътрешнофирмените кредити най-голям дял заема сектор *финансово посредничество* (21.9%).

#### Динамика на дългосрочния и краткосрочния брутен външен дълг

(млн. евро)



Източник: БНБ.

Матуритетната структура на брутният външен дълг остава относително стабилна, като към април 2009 г. дялът на краткосрочния външен дълг възлиза на 36.1%. Намалението със 183.8 млн. евро за първите четири месеца на годината на депозити от нерезиденти в местни банки има основен принос за общия спад на краткосрочния дълг.

<sup>7</sup> Кредитите в евро представляват 99% от общия размер на декларираните нови кредити от нерезиденти през първото тримесечие на 2009 г.

<sup>8</sup> Без задълженията по търговски кредити и облигационни заеми.

По отношение на валутната структура на брутният външен дълг еврото запазва водещата си позиция с дял от 85.8% към март 2009 г. Дялът на еврото е най-висок при вътрешнофирмените кредити (93.1%), а е най-нисък за сектор *Държавно управление* (70.6%). Тази валутна структура на брутният външен дълг значително понижава рисковете, произтичащи от валутнокурсните колебания на международните пазари.

Брутните външни активи на страната намаляват с 868.8 млн. евро през януари-април 2009 г. главно в резултат на намалението на международните валутни резерви на БНБ с 921.3 млн. евро. В резултат на динамиката на брутните външни активи и на брутният външен дълг нетният външен дълг се повишава с 693.9 млн. евро за първите четири месеца на 2009 г. и достига 57.8% от БВП на годишна база.

През последните години притокут на капитали по финансовата сметка на платежния баланс определяше до голяма степен динамиката на потоците по текущата сметка. Тази връзка се запазва и през първите пет месеца на 2009 г. В съответствие с по-ниския размер на притока на чуждестранни капитали общият дефицит по текущата и капиталовата сметка за периода януари-май т.г. се сви до 1675.4 млн. евро при 3365 млн. евро за съответния период на предходната година. На годишна база дефицитът по текущата и капиталовата сметка към май 2009 г. възлиза на 19.4% от отчетения БВП за последните четири тримесечия, а година по-рано този дефицит представляваше 26.5% от годишния БВП.

Най-голямо е подобрението в търговския дефицит, който достига 2060.5 млн. евро за първите пет месеца на текущата година – с 1287.9 млн. евро по-малко в сравнение със същия период на предходната година. За януари-май 2009 г. вносът спада с 33.4% на годишна база, а износът – с 30.7%. Тенденцията към бързо намаляване на вноса се дължи на забавянето на производствената активност, и съответно по-ниското търсене на суровини, материали и енергийни ресурси, и на по-ниското крайно инвестиционно и потребителско търсене в страната.

За януари – май 2009 г. подобрения спрямо съответния период на 2008 г. се отчитат още при салдото по услугите (с 228.6 млн. евро), в капиталовата сметка (с 94.6 млн. евро) и при салдото по дохода (със 180.1 млн. евро). Нетните трансфери са единственият компонент на текущата сметка, който се влошава за първите пет месеца на годината (със 101.7 млн. евро).

При баланса по търговията с услуги се отчита дефицит от 16.9 млн. евро за януари-май 2009 г. (дефицит от 245.5 млн. евро за същия период на предходната година). Подобрението на салдото се дължи основно на по-малките разходи за ползване на външни транспортни, туристически и други бизнес услуги (общо в размер на 432.4 млн. евро), а не толкова на увеличаване на постъпленията. По кредитната страна не се отчита подобрение по нито една позиция, като приходите от транспортни, туристически и други бизнес услуги спадат на годишна база (общо с 203.7 млн. евро).

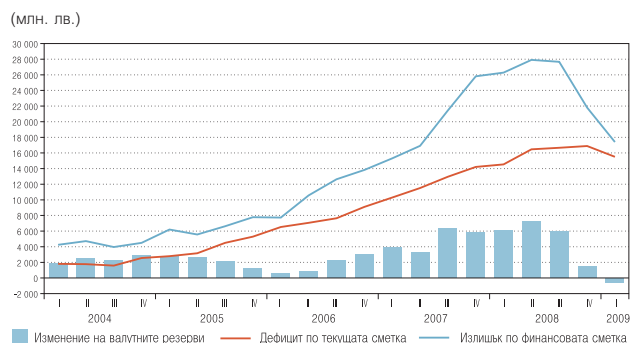
Подобренията при капиталовите трансфери се дължат почти изцяло на получаваните средства от ЕС. Нетните капиталови трансфери към сектор *Държавно управление* са на стойност 290.8 млн. евро, като се подобряват с 90.4 млн. евро на годишна база.

През първите пет месеца на 2009 г. салдото по дохода се подобрява със 180.1 млн. евро на годишна база до дефицит от 191.3 млн. евро, като отчетеното подобрение се дължи основно на по-ниския изплатен доход по линия на преки чуждестранни инвестиции в България (с 207.1 млн. евро), както и на нарастване на реализирания доход от портфейлни инвестиции в чужбина с 57.7 млн. евро. Приходите от компенсации на наетите лица регистрират спад с 97.3 млн. евро.

Нетните текущи трансфери възлизат на 297 млн. евро за първите пет месеца на 2009 г., като намаляват със 101.7 млн. евро на годишна база, което се дължи в най-голяма степен на намаляване на постъпленията от фондовете на ЕС. Получените трансфери от ЕС надвишават плащанията по вноската на България в бюджета на Общността и допринасят за реализирането на положителни нетни трансфери към сектор *Държавно управление* в размер на 44.6 млн.

евро. Постъпленията под формата на частни текущи трансфери намаляват с 20.3 млн. евро на годишна база. Преводите към чужбина също намаляват с 40.2 млн. евро, в резултат на което нетните трансфери към частния сектор се увеличават с 19.9 млн. евро.

#### Динамика на текущата сметка, финансовата сметка и валутните резерви (на годишна база)



Източник: БНБ.

На базата на наличните данни за потоците по платежния баланс и за изменението във външния дълг можем да потвърдим извода, че няма сигнали за непосредствени сериозни рискове за устойчивостта на външната позиция на България в условията на глобална икономическа криза. Анализът на основните фактори, водещи до изменение във външната позиция на българската икономика през последните отчетни месеци, показва, че освен глобалната преоценка на риска и на обема на инвестициите, насочени към нововъзникващите пазари, важна роля имат и предприетите мерки от страна на централната банка и правителството за противодействие на ефектите от кризата.

Очакванията за третото и четвъртото тримесечие на 2009 г. се характеризират с голяма несигурност поради неясния хоризонт и бързина на преодоляване на съществуващото напрежение на международните финансови пазари, както и на рецесията, обхванала повечето от основните страни – партньори на България. По-ниският приток на капитали и забавянето на икономическата активност в страната допринасят за подобрение на дефицита по текущата и капиталовата сметка на платежния баланс, който към края на 2009 г. се очаква да бъде в интервала 12–13% от БВП на годишна база.

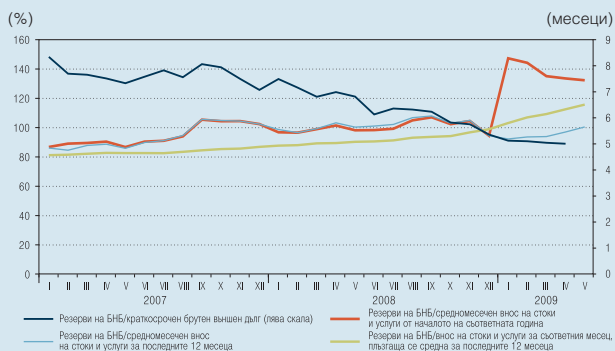


## Аналитични показатели за оценка на нивото на международните валутни резерви

Теоретичните и емпиричните изследвания на различни епизоди на финансова и макроикономическа нестабилност са довели до разработването на набор от индикатори, които би следвало да играят ролята на система за ранно предупреждение за евентуални бъдещи проблеми. Подобни показатели са насочени към оценка на уязвимостта на публични или частни икономически агенти по отношение на тяхната текуща ликвидност и бъдеща платежеспособност. Тъй като системата от такива индикатори не е унифицирана, нито представя надеждна оценка за рисковете сама по себе си, нейното прилагане и интерпретиране би следвало да отчита конкретните особености при всеки отделен случай. В допълнение, много от индикаторите, които в исторически план биха били добър превантивен кризисен сигнал за даден конкретен епизод на криза, са напълно ненадеждни при други условия.

Анализът на устойчивостта на икономическото развитие на България е подходящ пример за това, как използването на такива индикатори не може да бъде механично и те трябва да се разглеждат комплексно в светлината на функциониране на икономическата система. При оценка на макроикономическите рискове пред развитието на страната широко се използват индикатори, свързани с нивото на международните валутни резерви на БНБ. Такива аналитични показатели са съотношенията между резервите на БНБ и краткосрочния външен дълг, външните финансови нужди на страната\* или валутните депозити, а така също и средномесечното покритие на вноса на стоки и услуги с резерви на БНБ. Необходимостта от задълбочен и цялостен анализ и отчитане на специфичните особености се илюстрира добре с динамиката на индикаторите, представени на графиката по-долу.

### Аналитични показатели за оценка на нивото на международните валутни резерви на БНБ



Източник: БНБ.

страната. Тъй като в общо предоставените средства на местните банки от чуждестранните банки-майки основната част е под формата на депозити, те методологически се отчитат като краткосрочни външни задължения, макар и по своята същност да нямат краткосрочен характер, а да отразяват дългосрочен интерес.

В допълнение е необходимо да се отчете, че като цяло обслужването на външни задължения не се извършва механично с резервите на централната банка. Така например за януари-април 2009 г. е обслужен външен дълг в размер на 2.6 млрд. евро и въпреки това, в резултат на получени нови външни кредити (в размер на 1.8 млрд. евро) и входящ поток от преки чуждестранни инвестиции (0.96 млрд. евро), нетният резултат по финансовата сметка на страната е положителен в размер на 0.3 млрд. евро за периода. Частните икономически агенти обслужват външните си задължения основно чрез собствени валутни постъпления, получени от износ на стоки и услуги или от реализирана доходност от притежавани чуждестранни активи. Друг основен механизъм, използван на практика, е предоговаряне на поетите задължения и тяхното разсрочване, което по същество облекчава обслужването на краткосрочния брутен външен дълг.

Вторият показател – осигурено покритие на вноса на стоки и услуги с международни валутни резерви на БНБ, също изисква внимателна интерпретация. Същността на показателя е да измери за какъв период от време (брой месеци) страната може да поддържа непроменен обема на вноса си при липса на други входящи и

\* Показателят „външни финансови нужди на държавата“ се дефинира по различни начини от отделните анализатори с идеята да отчете предстоящите в рамките на една година международни плащания (по краткосрочен външен дълг, дефицит по текущата сметка и т.н.).

(продължава)

(продължение)

изходящи международни финансови потоци\*\*. От една страна, връзката между обема на вноса и изменението на валутните резерви на централната банка не е пряка, като резервите са резултат на всички международни трансакции. От друга страна, обичайно показателят се пресмята с исторически данни, а на негова база се прави извод за бъдещи периоди. По този начин имплицитно се допуска, че отчетеният обем на вноса е добра индикация за неговото ниво и в близкото бъдеще, което в текущата конюнктура на свиване на външнотърговските потоци е некоректно. Поради тази причина по-коректно би било при пресмятането на този показател да се използва очакваният обем на вноса през следващите 12 месеца, а не историческият обем от предходни периоди, каквато е и практиката на някои анализатори.

Динамиката на покритието на българския внос на стоки и услуги с международните валутни резерви на БНБ от началото на годината е в посока към подобрение (на графиката са представени три различни подхода за пресмятане на показателя с отчетни данни). Това се дължи на силен спад в обема на вноса, отразяващ реакцията на местните икономически агенти към влошената икономическа конюнктура. При тези обстоятелства интерпретацията на подобна динамика не може да бъде еднозначна и да се счита, че е налице силно положително развитие.

Използването на индикатори за оценка на рисковете пред икономическото развитие на страната трябва да отчита техните характерни особености, както и цялостната макроикономическа обстановка. Разгледани в контекста на общата макроикономическа информация за България, тези показатели не дават основание да се променя изводът, че външната позиция на българската икономика запазва своята устойчивост в условията на глобалната икономическа криза.

\*\* По неписано правило е прието, че осигурено покритие на вноса с международни валутни резерви на ниво от 3 месеца е минималното равнище, гарантиращо липса на ликвидни проблеми.

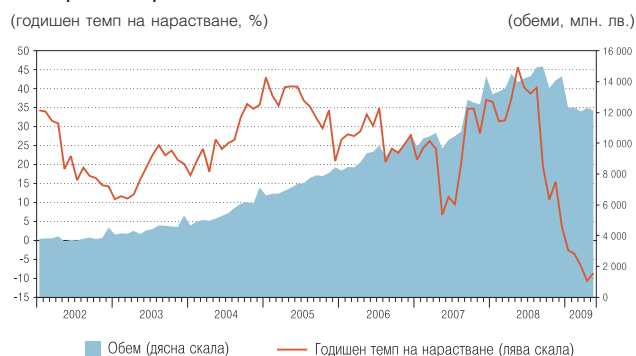
## Парични агрегати

Годишният растеж на широките пари продължава да се забавя под влияние на намалението на реалния растеж на БВП, понижението на инфлацията и слабия темп на растеж на кредитите. Лихвените проценти по сročните депозити се запазват на сравнително високи равнища.

През април и май 2009 г. резервните пари продължиха да отбелязват отрицателен растеж на годишна база, като към края на май те бяха с 13.1% по-ниски в сравнение с нивото им през същия месец на предходната година. Депозитите на банките в БНБ към края на май регистрираха годишен спад от 26.9%, който се дължи на по-нисък размер на задължителните им резерви след направените в края на 2008 г. и началото на 2009 г. намаления в ставката на задължителните минимални резерви, които банките поддържат в БНБ. Същевременно годишният растеж на парите в обращение продължи да се забавя и през април и май стана отрицателен (-3.2% към края на май). Определящи за тази динамика на парите в обращение са отслабването на икономическата активност и запазващите се високи нива на лихвените проценти по сročните депозити, които намаляват склонността на икономическите агенти да дър-

жат пари в брой. През втората половина на годината се очаква парите в обращение и депозитите на банките в БНБ да продължат да отбелязват спад на годишна база (поради базов ефект, дължащ се на по-високата ставка на задължителните минимални резерви до ноември 2008 г.).

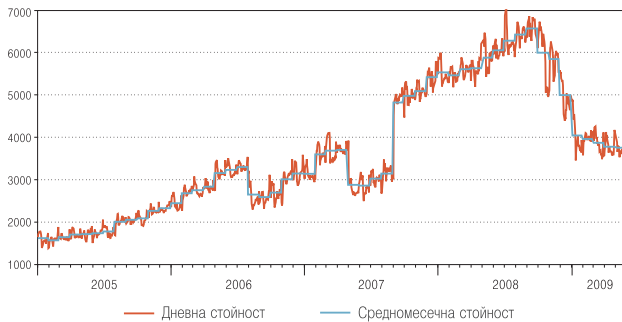
### Резервни пари



Източник: БНБ.

## Депозити на банките в БНБ

(млн. лв.)

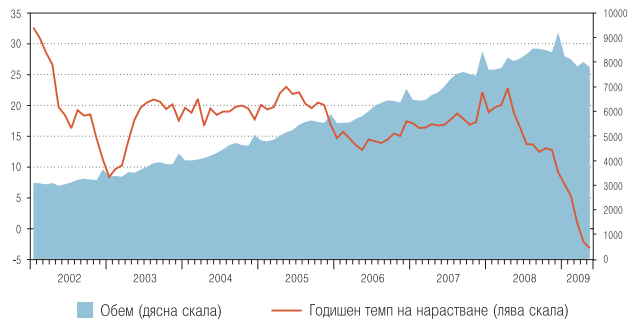


Източник: БНБ.

## Пари в обращение

(годишен темп на нарастване, %)

(обем, млн. лв.)



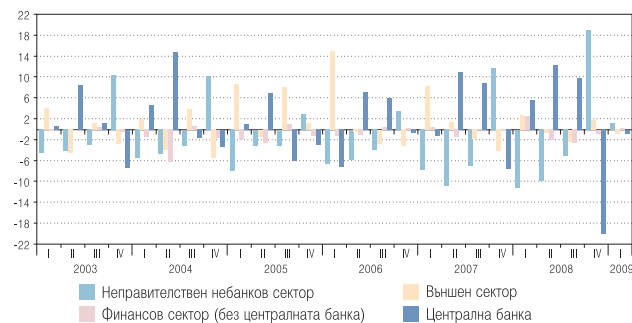
Източник: БНБ.

През първото тримесечие на 2009 г. бе отбелязано слабо нетно прехвърляне на ликвидност от консолидирания бюджет към другите сектори на икономиката. Основно поради приток на капиталови и текущи трансфери от чужбина (европейски средства) и външни заеми външният сектор е предоставил ресурс на бюджета в размер на 0.8% от БВП. Друг източник на ликвидност за икономиката е намалението на депозитите на правителството в БНБ със 106 млн. лв. през първите три месеца на годината<sup>9</sup>. Съответно консолидираният бюджет влива ликвидност към неправителствения небанков сектор в размер на 1.2% от БВП главно по линия на разходи за издръжка и социални и здравноосигурителни плащания. Бюджетът е пренасочил част от изтеглената от БНБ и от външния сектор ликвидност към финансовия сектор (без централната банка). В резултат на това този сектор нетно увеличава ликвидността си с 0.4% от БВП.

<sup>9</sup> Към момента на изготвяне на този брой на *Икономически преглед* са налични данни за консолидирания държавен бюджет само за първото тримесечие на 2009 г.

## Влияние на консолидирания бюджет върху ликвидността на другите сектори (по тримесечия)

(дял от БВП, %)

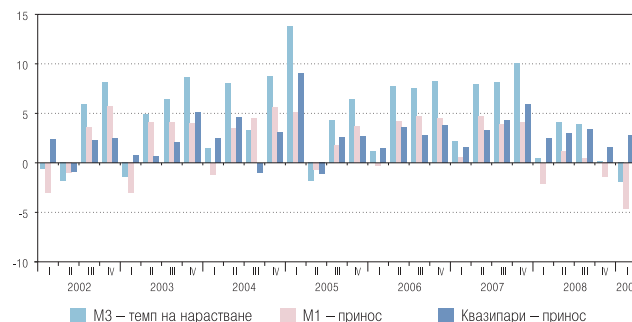


Източници: МФ, БНБ.

Годишният растеж на широките пари продължава да се забавя под влияние на спада в икономическата активност и понижението в темпа на растеж на кредитите. В резултат на тези фактори темпът на годишен прираст на широките пари се забави до 4.6% към края на май, като се очаква тенденцията към понижаване на годишния прираст на широките пари да се запази и през следващите месеци.

## Темп на изменение на М3 и принос на М1 и на квазипарите (по тримесечия)

(пр.п.)

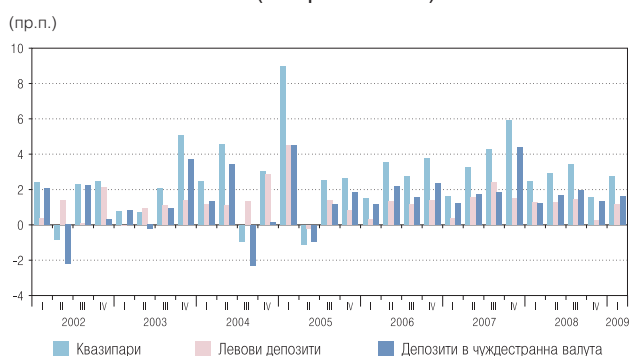


Източник: БНБ.

Паричният агрегат М1 отбеляза годишен спад от 13.7% към края на май. Основната причина за понижението е спадът при овърнайт-депозитите, които намаляха с 19.1% спрямо нивото си от май 2008 г. Овърнайт-депозитите на нефинансовите предприятия в левове и чуждестранна валута към края на май спадат съответно с 12.3% и 39.8% на годишна база, а при домакинствата намалението е с 8.6% при левовите овърнайт-депозити и 38.2% при овърнайт-депозитите в чуждестранна валута. Факторите, обуславящи намалението на овърнайт-депозитите, са слабата кредитна дейност на банките, извършването на текущи плащания за погасяване на задължения, както и трансформирането на овърнайт-депозити в срочни депозити, стимулирано от високите лихвени проценти по срочните депозити.

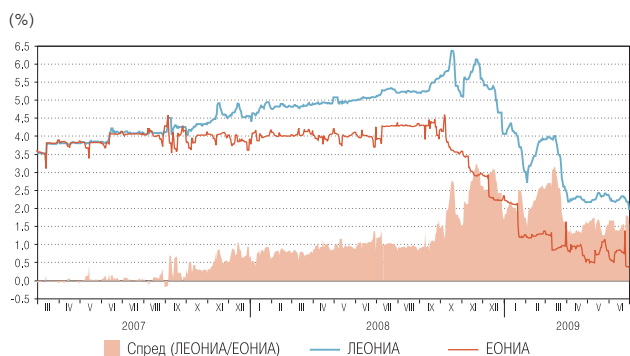
Квазипарите продължиха да регистрират сравнително високи темпове на растеж, като към края на май годишният им прираст възлезе на 20.9%. Депозитите с договорен матуритет до две години продължиха да допринасят в най-голяма степен за нарастването на квазипарите, като депозитите на домакинствата в левове нараснаха с 37% на годишна база към края на май, а тези в чуждестранна валута – съответно с 20%. При нефинансовите предприятия годишният прираст на левовите депозити с договорен матуритет до две години възлезе на 9.1%, а този на валутните депозити – съответно на 23.5%.

#### Принос на квазипарите и на техните компоненти в изменението на МЗ (по тримесечия)



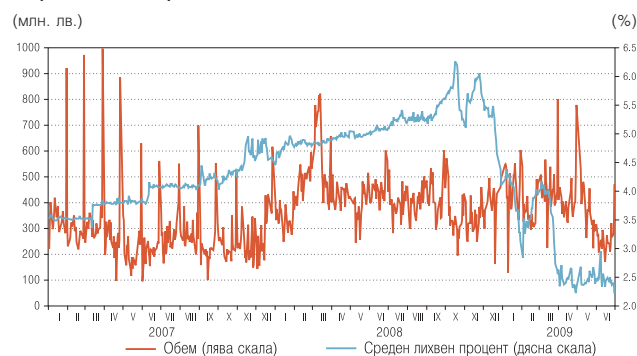
Лихвените равнища на междубанковия паричен пазар отбелязаха спад спрямо стойностите през първото тримесечие. Средният лихвен процент по сключените сделки на междубанковия паричен пазар се понижи от 3.63% през март до 2.46% през юни. Следвайки сходна тенденция, индексът ЛЕОНИЯ спадна от 3.53% през март до 2.24% през юни, като спредът спрямо лихвените равнища по едnodневните междубанкови депозити в еврозоната се понижи до 154 б.т. през юни.

#### ЛЕОНИЯ/ЕОНИЯ

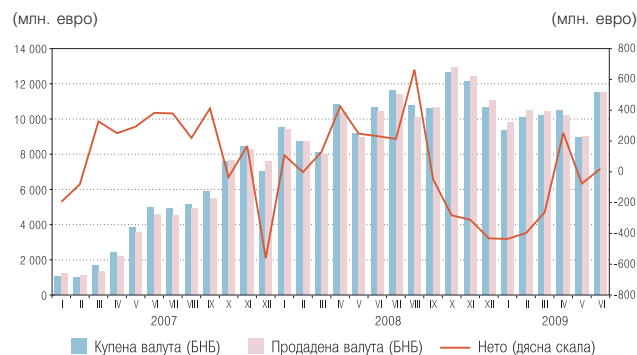


Активността на междубанковия паричен пазар остана сравнително висока, въпреки че среднодневният обем на сделките за периода април-юни 2009 г. се понижи до 348.3 млн. лв. спрямо 432.2 млн. лв. през първото тримесечие на годината. Освен сделките на паричния пазар банките използват като средство за управление на ликвидността и валутната търговия с БНБ. Обемите на тази търговия се запазиха високи, като през периода април-юни банките реализираха нетни продажби на валута в размер на 196.3 млн. евро.

#### Обем на търговията и лихви на междубанковия паричен пазар



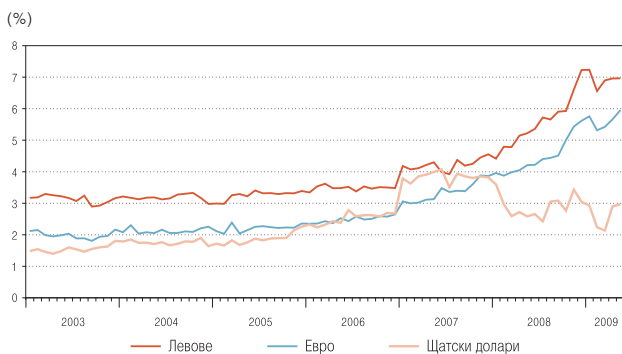
#### Покупко-продажба на валута между БНБ и банките (месечна база)



Лихвените проценти по срочните депозити се запазват на високи нива. След спада през февруари средните лихвени проценти по срочните депозити продължиха да се повишават, като през май достигнаха до 6.94% за депозитите в левове и до 5.94% за тези в евро. Очакванията са, че през следващите месеци лихвените проценти по срочните депозити ще се стабилизируют, като е възможно да започне и плавен спад. Основания за такива очаквания дават постепенното стабилизиране на международните финансови пазари, подкрепено от предоставянето на едногодишна ликвидност от ЕЦБ, как-

то и по-ниската кредитна активност, която е фактор за отслабване на търсенето на ресурси за финансиране на кредитната дейност.

### Лихвени проценти по нови срочни депозити

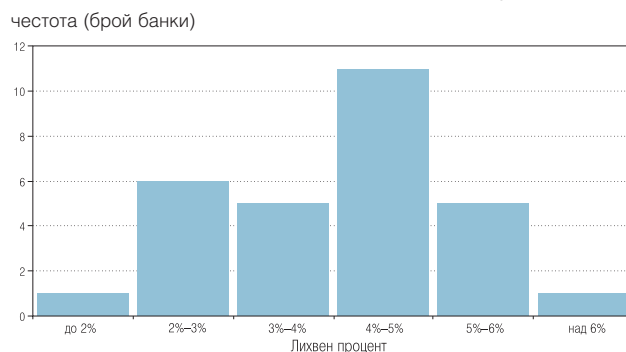


Източник: БНБ.

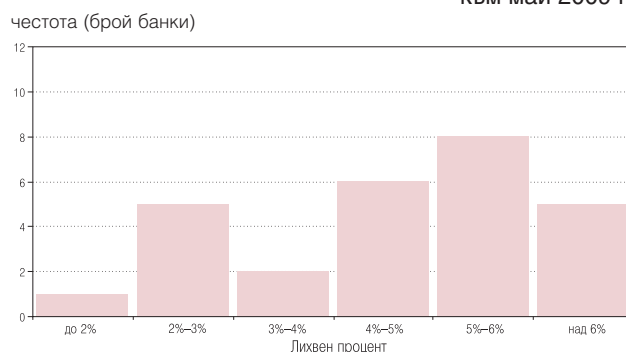
По отношение на разпределението по банки на лихвените проценти по едномесечните левови депозити на домакинствата се наблюдава увеличение на броя на банките, предлагащи лихви в интервалите 5–6% и над 6%, за сметка на броя на банките, които предлагат лихви в интервала 2–5%. През май е налице повишение на средното лихвено ниво спрямо февруари 2009 г., което е съпроводено и от нарастване на дисперсията.

### Разпределение на лихвените проценти по едномесечните левови депозити на домакинствата

към февруари 2009 г.



към май 2009 г.



Източник: БНБ.

## Кредитни агрегати

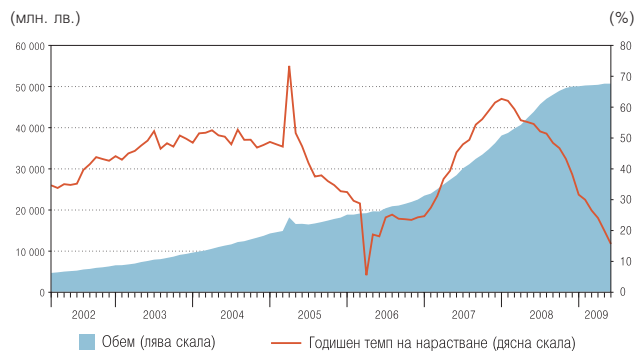
Тенденцията към забавяне на темповете на растеж на кредита се запазва в резултат на отслабването на търсенето поради свиването на икономическата активност и затягането на кредитните стандарти на банките. Засега понижението на лихвените проценти на междубанковия паричен пазар и поевтиняването на ресурсите в еврозоната не се пренасят върху лихвените проценти по кредитите у нас.

Несигурността в макроикономическата среда продължава да се отразява неблагоприятно върху кредитната активност, като ограничава търсенето на кредити и действа като фактор за затягане на кредитната политика на банките.

През първите пет месеца на годината вземанията от неправителствения сектор се увеличиха с 636.7 млн. лв. (за сравнение през същия период на 2008 г. нарастването е с 5742.7 млн. лв.). Вследствие на относително високата цена на заемните ресурси и затягането на кредитната политика на банките темпът на растеж на кредита се забавя, като към края на май годишният прираст на вземанията от неправителствения сектор се понижи до 15.7%. Очакваме през следващите месеци той да продължи да се забавя.

Понижението на темповете на растеж на кредита оказва влияние върху динамиката на съотношението *вземания от неправителствения сектор/БВП*. Към края на март 2009 г. стойността на това съотношение възлезе на 74.5%, непроменено спрямо декември 2008 г.

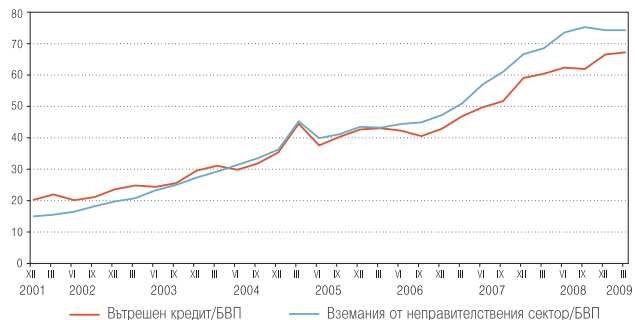
### Вземания от неправителствения сектор



Източник: БНБ.

## Вътрешен кредит

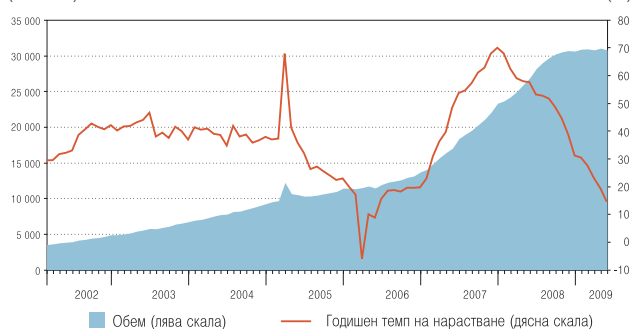
(дял от БВП, %)



Източник: БНБ.

## Вземания от нефинансови предприятия

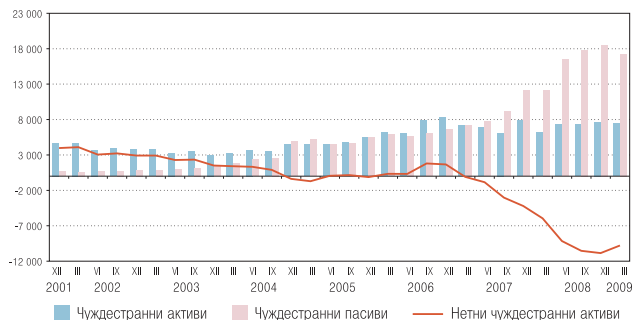
(млн. лв.)



Източник: БНБ.

## Чуждестранни активи и пасиви на банките

(млн. лв.)



Източник: БНБ.

През първите пет месеца на 2009 г. привлечените от банките средства от нерезиденти намаляха с 1008.5 млн. лв., а чуждестранните им активи нараснаха с 43.6 млн. лв.

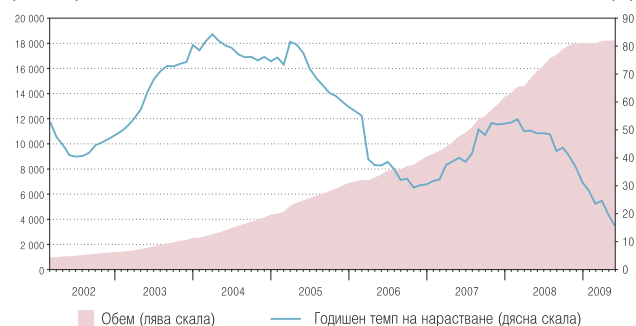
Затягането на кредитната политика и по-слабото търсене на кредити продължиха да ограничават нарастването на вземанията от нефинансовите предприятия. През периода януари-май 2009 г. вземанията от нефинансови предприятия нараснаха със 183.5 млн. лв. при увели-

чение от 3553.5 млн. лв. за същия период на предходната година. Техният темп на годишен прираст продължи да се понижава, като към края на май се забави до 14.7%.

Ограничаване на активността се наблюдава и при кредитирането на домакинствата, за което допринасят както затягането на кредитната политика на банките, така и отслабналото търсене на кредити в резултат на високата несигурност по отношение на заетостта и доходите. През първите пет месеца на 2009 г. вземанията от домакинства отбелязаха нарастване с 206.5 млн. лв. при увеличение от 2048.1 млн. лв. за същия период на предходната година. Темпът им на годишен прираст продължи да се понижава и към края на май се забави до 15.6%. Въпреки че жилищните кредити отбелязват сравнително висок годишен растеж на фона на останалите компоненти на кредитите за домакинствата, темпът им на прираст се забави до 22.1% на годишна база към края на май.

## Вземания от домакинства

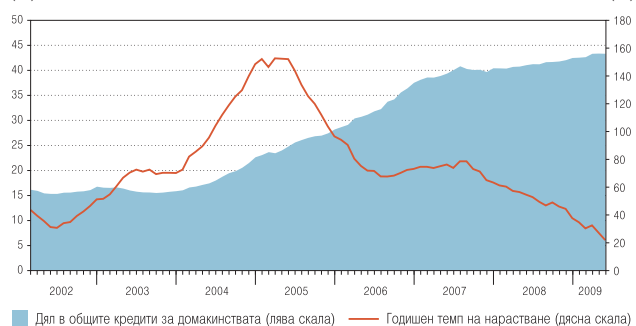
(млн. лв.)



Източник: БНБ.

## Жилищни кредити

(%)



Източник: БНБ.

## Изменения в основни балансови позиции на банките (по тримесечия)

(млн. лв.)

	2007 г.	2008 г.					2009 г.	
	IV	I	II	III	IV	I	април – май	
Вземания от нефинансови предприятия	3010.1	1670.7	3190.4	2047.4	408.1	166.1	17.4	
Депозити на нефинансови предприятия	1678.3	-422.9	297.5	62.5	23.1	-1182.6	-323.9	
Вземания от домакинства	1543.9	867.7	1634.8	1306.7	505.7	167.7	38.8	
Депозити на домакинства	1734.7	811.9	954.3	1204.4	122.7	411.6	-1.1	
Чуждестранни активи	1764.5	-1681.4	1099.2	-8.9	361.6	-199.2	242.8	
Чуждестранни пасиви	2955.8	63.5	4304.6	1361.5	680.6	-1260.7	252.2	
Вземания от сектор <i>Държавно управление</i>	32.4	-103.6	-34.0	21.6	3.8	4.0	-74.7	
Депозити на сектор <i>Държавно управление</i>	404.6	-200.3	322.8	-31.0	-188.7	-220.6	118.3	
Вземания от ЦДУ	-6.9	-106.2	-34.1	22.1	-17.6	7.3	-89.7	
Задължения към ЦДУ	448.6	-310.1	145.2	-36.8	199.3	-356.4	77.3	

Източник: БНБ.

## Вземания от неправителствения сектор (по тримесечия)

	Годишен темп на нарастване, %							Структура (процент)		
	2007 г.	2008 г.					2009 г.	2009 г.	2008 г.	2009 г.
	IV	I	II	III	IV	I	май	май	май	
Вземания от неправителствения сектор, в т.ч.:	62.5	55.5	52.0	46.6	31.6	24.0	15.7			
от нефинансови предприятия	70.2	59.2	53.3	48.8	31.4	23.2	14.7	61.8	61.2	
от домакинства и НТООД	52.4	49.7	49.0	43.7	31.3	24.7	15.6	36.4	36.4	
от финансови предприятия	33.3	56.3	64.7	28.6	44.2	38.8	49.5	1.9	2.4	

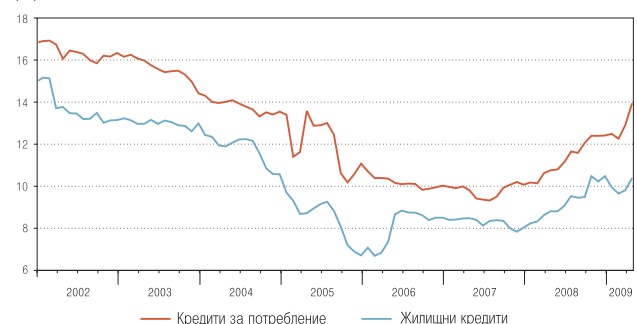
Източник: БНБ.

Намалението на лихвения процент на ЕЦБ по основните операции по рефинансиране с 50 б.т. през март и с по 25 б.т. през април и май, както и понижението на цената на ресурсите на междубанковия паричен пазар засега не се пренасят върху лихвените проценти по кредитите в страната. Слабата реакция вероятно се дължи на две причини. Първо, тъй като лихвените проценти по част от кредитите се определят като сума от цената на привлечените ресурси и надбавка, съществуващата възходяща тенденция в лихвените проценти по депозитите не позволява чувствително намаление на цената на кредитите. Второ, въпреки че при равни други условия понижението на лихвените нива на паричните пазари създава възможност за намаление на лихвените проценти, формирани на основата на определен пазарен индекс (например *EURIBOR* или *СОФИБОР*), динамиката на лихвените проценти по кредитите зависи и от размера на калкулираната от банките рис-

кова премия. Значителната несигурност в макроикономическата среда през последните месеци вероятно е повлияла за увеличаване на изискваната от банките премия за кредитен риск, което е неутрализирало ефекта от понижението на лихвените нива на паричния пазар върху лихвените проценти по кредитите.

### Лихвени проценти по новоотпуснати кредити за домакинства

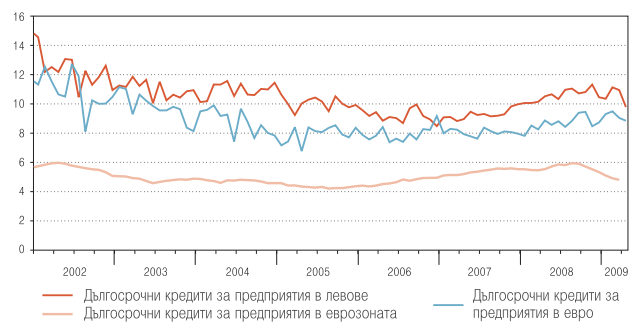
(%)



Източник: БНБ.

### Лихвени проценти по новоотпуснати дългосрочни кредити в левове и в евро

(%)



Източник: БНБ.

По отношение на динамиката на лихвените проценти през следващите месеци съществува значителна несигурност. От една страна, при стабилизиране и евентуално плавно понижение на лихвените проценти по депозитите може да се очаква известен спад и в цената на заемните ресурси. Същевременно неблагоприятната макроикономическа среда може да бъде фактор за поддържането на висока рискова премия в лихвените проценти по кредитите, което да не позволи съществено намаление на техните равнища.



# 3. Икономическа активност

През първото тримесечие на 2009 г. реалният БВП спадна на годишна база с 3.5%. Намалението в реално изражение засегна повечето отрасли на икономиката (с изключение на секторите *финансово посредничество, транспорт и съобщения и недвижимо имущество и бизнес услуги*). Структурата на реалния икономически растеж се промени, като приносът на вътрешното търсене за растежа стана отрицателен, а на нетния износ на стоки и услуги – съответно положителен.

През втората половина на 2009 г. очакваме спадът на реалния БВП да продължи, но темпът на намаление да започне да се забавя в края на годината. Безработицата ще продължи да се повишава до края на годината.

През първото тримесечие на 2009 г. реалният БВП отбеляза спад от 3.5% спрямо съответния период на миналата година.

Структурата на растежа на реалния брутен вътрешен продукт през първите три месеца на 2009 г. се промени значително. От една страна, намалението във вътрешното търсене има силно негативен принос към динамиката на БВП. От друга страна, външнотърговското салдо, което допринасяше негативно за икономическия растеж през последните години, има значителен положителен принос от 8.1 пр.п. Спадът в крайното потребление е в размер на 5.4% на годишна база, като това изменение се дължи основно на намалението на потреблението на домакинствата с 6.3%. Правителственото потребление спада с 0.38% спрямо същия период на миналата година и има незначителен принос за намалението на БВП в реално изражение (-0.06 пр.п.), докато приносът на разходите на домакинствата е -5 пр.п.

Влошената конюнктура и по-ниската кредитна активност повлияха негативно върху инвестициите в основен капитал. През първото тримесечие на 2009 г. брутообразуването на основен капитал в реално изражение спада с 14% на годишна база и допринася за намаляването на реалния брутен вътрешен продукт с 4.2 пр.п.

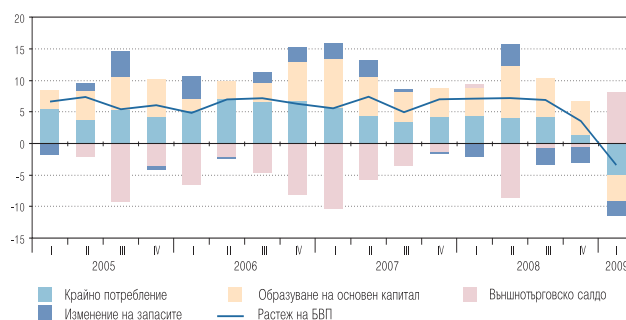
Негативният принос на изменението на запасите (-2.3 пр.п.) за динамиката на БВП обяснява голяма част от отрицателния растеж. Когато предприятията са изправени пред свиващи се вътрешни и външни пазари, те се стремят да намалят своите запаси и ограничават покупките, включително и на вносни стоки. Тази тенденция се засилва и от затруднения достъп до

евтин кредитен ресурс, който ограничава разполагаемия оборотен капитал на фирмите.

През четвъртото тримесечие на 2008 г. и през първите три месеца на 2009 г. вносът и износът на стоки и услуги отбелязват спад както в реално, така и в номинално изражение. Поради сравнително високия вносен компонент на инвестициите в основни активи и в някои потребителски разходи физическият обем на вноса намалява с 21.1%, което е повече от темпа на спад на износа (-17.4%) през първото тримесечие на 2009 г. В резултат на това външнотърговският баланс има положителен принос в динамиката на БВП от 8.1 пр.п. в реално изражение.

Принос по компоненти за растежа на БВП по метода на крайното използване (по тримесечия)

(%, пр.п. спрямо съответния период на предходната година)



Източник: НСИ.

Задълбочаването на глобалната икономическа криза се отразява върху българските предприятия и от октомври 2008 г. се наблюдава спад в продажбите на промишлена продукция на международните пазари, а от началото на 2009 г. и на вътрешните. Негативните тенденции в промишлеността, които се наблюдават от средата на 2008 г., се задълбочават през първото триме-

сечие на тази година и добавената стойност в преработващата промишленост в реално изражение намалява със 17.8% на годишна база.

Продължава забавянето на реалния растеж на добавената стойност в сектора, започнало през последното тримесечие на предходната година – от 6.4% за третото тримесечие на 2008 г. до 2.5% за първите три месеца на 2009 г. Като цяло секторът на услугите остава с положителен принос в реалния брутен вътрешен продукт от 1.6 пр.п. през първото тримесечие. Финансовото посредничество продължава да има основен принос за растежа в услугите и през първите три месеца на текущата година. Въпреки забавянето от началото на миналата година финансовите услуги остават със сравнително висок реален растеж от 22.2% на годишна база.

Поради спада на разходите на домакинствата търговията изпитва сериозни затруднения и отбелязва намаление в реално изражение от 8.5% спрямо първото тримесечие на 2008 г.

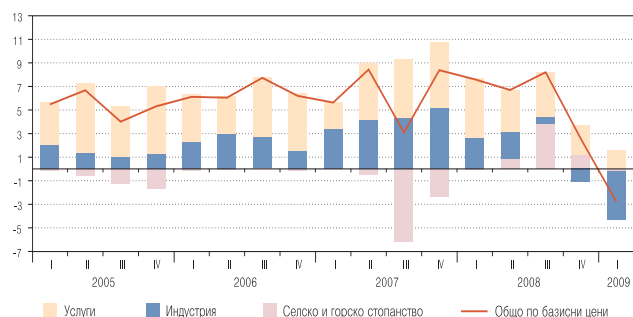
Очакваме през втората половина на годината БВП в реално изражение да бъде по-нисък в сравнение със същия период на предходната година, но темпът на спад да започне да се забавя поради по-благоприятните експортни възможности. По-ниски разходи в икономиката ще се реализират както от страна на инвестициите, така и от страна на потреблението на домакинствата. Ограничаването на разходите за заплати и по-ниската заетост (по-висока безработица) заедно с повишената несигурност ще намаляват потребителското търсене, особено на стоки за дълготрайно потребление. Правителственото потребление ще има незначителен ефект върху динамиката на физическия обем на brutния вътрешен продукт поради необходи-

мостта от спазване на консервативна фискална политика. Положителният принос на външнотърговското салдо към икономическата активност ще се запази. Ако възстановяването на икономиките на основните търговски партньори на България започне в рамките на текущата година, каквито индикации има в момента, това допълнително ще увеличи положителния принос на нетния износ. При песимистичен сценарий, включващ продължаване на финансовата и икономическата криза при основните ни търговски партньори и през следващата година, свиването на икономическата активност у нас ще бъде съпътствано от значително повишаване на безработицата, потиснато вътрешно търсене и чувствително влошени очаквания на икономическите агенти.

Нарастването на безработицата и свиването на инвестиционните разходи ще повлияят негативно върху потенциалния икономически растеж. Скоростта на бъдещото възстановяване ще зависи от преодоляването на тези отрицателни тенденции и от степента на гъвкавост на българските предприятия в ограничаване на разходите.

#### Растеж на добавената стойност и принос по сектори

(% пр.п. спрямо съответния период на предходната година)



Източник: НСИ.

#### БВП по компоненти на крайното използване (реален темп)

(процент спрямо съответния период на предходната година)

	2007 г.				2008 г.				2009 г.
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Потребление	6.0	5.0	4.2	4.5	4.7	4.8	5.4	1.4	-5.4
в т.ч.									
Потребление на домакинствата	7.8	6.1	5.1	2.7	6.5	5.4	6.5	1.5	-6.3
КПР на правителството	-1.2	-1.0	2.3	8.5	-2.9	4.1	-0.3	4.6	-2.1
Колективно потребление	-2.7	0.7	-2.5	13.3	-5.8	0.3	0.9	-1.5	1.2
Бруто образуване на основен капитал	35.9	24.7	19.7	14.0	15.5	28.6	22.3	15.8	-14.1
Износ, СНФУ	3.7	5.3	5.4	6.0	9.2	5.1	3.8	-6.0	-17.4
Внос, СНФУ	14.7	11.1	9.3	5.7	5.8	13.7	4.2	-3.2	-21.1
<b>БВП, реален растеж</b>	<b>5.5</b>	<b>7.3</b>	<b>4.9</b>	<b>6.9</b>	<b>7.0</b>	<b>7.1</b>	<b>6.8</b>	<b>3.5</b>	<b>-3.5</b>

Източници: НСИ, БНБ.

## Поведение на домакинствата

Оформилите се тенденции към ограничаване на потребителското търсене в края на 2008 г. продължават и се задълбочават през първите месеци на тази година. Крайните потребителски разходи на домакинствата за първото тримесечие на 2009 г. спадат в реално изражение с 6.3% на годишна база. Повечето разходни компоненти намаляват по постоянни цени спрямо стойностите си година по-рано, с изключение на разходите за хранителни продукти и някои услуги, които общо имат положителен принос от около 1 пр.п. Основните компоненти, които допринасят негативно за динамиката на разходите на домакинствата, са нехранителните стоки и нетните разходи за туризъм извън страната. Тези разходни групи имат силен вносен компонент и допринасят за подобряването на външнотърговското салдо.

В началото на второто тримесечие тенденциите към намаляване на търсенето продължават, а структурата на спада по разходни групи се запазва. Според данните за април и май физическият обем на продажбите в търговията на дребно спада с 9.9% спрямо същия период на предходната година. Продажбите на хранителни стоки запазват положителен растеж от 2.4%, а всички останали компоненти спадат на годишна база. Най-силно се свиват продажбите на битова техника и обзавеждане и компютърна и комуникационна техника. Продажбите на автомобили през периода януари-май на текущата година се установяват на нива с близо 34% по-ниски от тези през същия период на 2008 г.

По-ниският темп на нарастване на потреблението се дължи главно на повишената склонност на домакинствата към спестяване. Нормата на спестяване е на много високи нива в сравнение с предходните години, което може да бъде обяснено с нарасналата несигурност за бъдещите доходи.

По-високата склонност към спестяване се потвърждава и от данните за домакинските бюджети. В реално изражение доходите за първите пет месеца на текущата година нарастват с 4.9%. От друга страна, реалните разходи за същия период са на нивата си отпреди една година. От февруари 2009 г. се оформя тенденция разходите за облекло и обувки, жилищно обзавеждане и транспорт да имат силно нега-

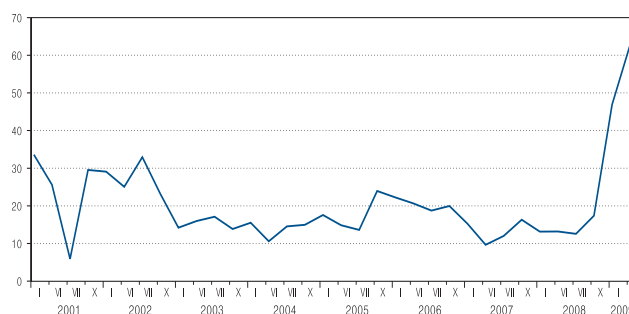
тивен принос към реалното нарастване на потребителските разходи.

В рамките на първите четири месеца на 2009 г. доходите от работна заплата имат все по-малък принос за реалното нарастване на общия доход в домакинските бюджети. Тази тенденция е обусловена от стремежа на предприятията да свиват разходите за труд чрез намаляване на заетостта и ограничаване на разходите за труд на един нает. Развитието на този процес в следващите периоди ще влияе негативно върху разходите на домакинствата.

Потребителските нагласи и очаквания се влошават от началото на годината в синхрон с влошаването на общата икономическа ситуация. От началото на годината нарастват опасенията на потребителите от повишаване на безработицата. Страхът от безработица влияе върху очакванията за евентуален спад в доходите, в резултат на което оценките на домакинствата за очакваното финансово състояние и бъдещата икономическа ситуация се влошават. Потребителите отлагат част от покупките на предмети за дълготрайна употреба и ревизират плановете си за извършване на основни разходи (мебели, домакински уреди и др.).

### Очаквания за безработицата

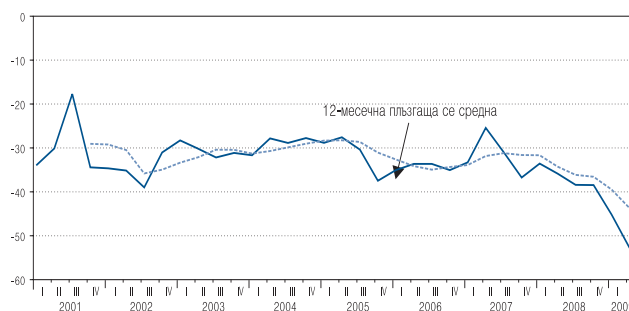
(баланс на мненията)



Източник: НСИ – анкета на потребителите.

### Показател за доверието на домакинствата

(баланс на мненията)



Източник: НСИ – Наблюдение на потребителите.

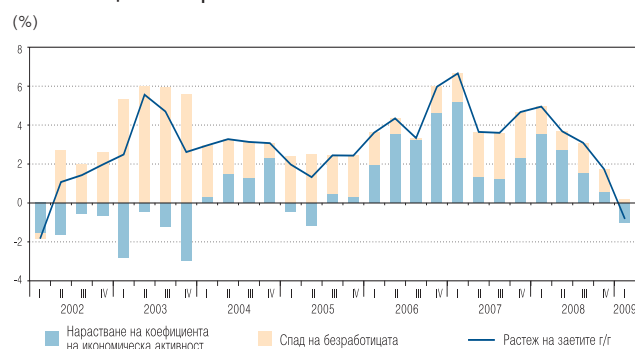
Динамиката на доходите на домакинствата до голяма степен зависи от заетостта. На годишна база броят на заетите лица спада с 0.8%. Спадът на броя на заетите все още не се отразява в нарастване на равнището на безработица – за първото тримесечие на текущата година то е 6.4% (6.5% година по-рано) според наблюдението на работната сила на НСИ. Вероятно причината за това е в структурата на освободените от работа по сектори и статус в заетостта. Половината от намалението на заетите се дължи на по-ниска заетост в селското стопанство, а останалата част – на намаляване на работните места в индустрията. Напусналите селското стопанство, които в голямата си част са самонаети, преминават извън заетостта, без да търсят активно работа като наети.

Данните от Агенцията по заетостта показват, че от началото на годината броят на регистрираните безработни се покачва. През април и май 2009 г. безработицата надвишава нивата за същия период на предходната година, достигайки 7.08% за май. Намалява и броят на заявените свободни работни места от началото на годината, които са с 4% по-малко в сравнение с година по-рано. Коефициентът на усвояване на свободните работни места<sup>10</sup> се покачва с около 5 пр.п. за първите пет месеца на годината, което е индикация, че процесът на запълване на свободните работни места не е затруднен. Не се наблюдава задълбочаване на несъответствията в структурата на търсенето и предлагането на свободен трудов ресурс. Ако тези структурни характеристики на пазара на труда се запазят, възстановяването на положи-

телен икономически растеж ще бъде съпътствано и подкрепено от подобряване на условията на пазара на труда. Съществува риск структурните промени в икономиката, свързани с преориентация на икономическата активност към различни икономически сектори, да породят дългосрочна безработица. Ключов фактор, за да се избегне този сценарий, е повишаването на професионалната и географската мобилност и квалификацията на работната сила.

Основните фактори, които ограничават потребителското търсене от началото на годината, а именно по-голямата несигурност за бъдещите доходи, по-ниската заетост и ограниченото нарастване на доходите, както и затагането на условията на потребителско кредитиране, ще продължат да действат и в следващите периоди. Поради това очакваме в реално изражение крайните потребителски разходи на домакинствата в следващите тримесечия да останат под нивата си от предходната година.

#### Източници на нарастване на заетостта



Източник: НСИ – Наблюдение на работната сила.

#### Динамика на заетостта и доходите (по тримесечия)

(процент спрямо съответния период на предходната година, ако не е посочено друго)

	2007 г.				2008 г.				2009 г.
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Наети	4.9	3	2.1	1.6	3.3	2.9	2.8	2.6	-0.5
Реална работна заплата	11.8	14.2	11.6	10.8	10.7	8.9	8.9	10.2	10.6
Фонд „Работна заплата“	17	17.2	13.7	12.1	14.1	11.7	11.8	12.7	10.0
Безработица, в края на периода, % от работната сила	8.9	7.4	6.8	6.9	6.8	6.0	5.8	6.3	6.9

Източници: НСИ – СНС, Агенция по заетостта.

<sup>10</sup> Коефициентът се образува като съотношение между броя на свободните работни места (СРМ) за месеца, които са били заети през периода, към заявените СРМ за същия период.

## Динамика на реалното потребителско търсене (по тримесечия)

(процент на нарастване в реално изражение спрямо съответния период на предходната година)

	2007 г.				2008 г.				2009 г.
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Потребителски разход на член от домакинство	10.6	12.0	8.9	6.5	6.5	1.8	1.7	-0.7	0.1
Продажби на дребно	18.4	18.8	13.8	14.5	11.2	7.8	4.4	-1.7	-9.8
Приходи в търговията на дребно	23.4	21.1	17.2	15.7	7.8	5.3	2.2	-1.2	-5.6
в т.ч.									
хранителни стоки, напитки и тютюневи изделия	17.8	18.2	11.9	10.0	4.6	0.0	2.4	4.6	3.3
неспециализирани магазини с разнообразни стоки	38.9	34.2	32.2	35.7	11.9	13.6	8.1	3.8	-4.4
автомобилни горива и смазочни материали	17.7	14.1	6.8	2.8	3.4	4.0	0.8	-5.9	-8.3
фармацевтични и медицински стоки, козметика	10.2	8.7	12.7	10.6	11.8	7.8	5.0	5.6	1.4
текстил, облекло, обувки и кожени изделия	22.1	15.0	23.7	23.7	22.9	13.1	2.3	0.1	-5.0
битова техника, мебели и други стоки за бита	40.3	38.6	34.0	31.5	10.2	5.8	1.3	-1.7	-8.1
компютърна и комуникационна техника и др.	32.6	23.8	21.4	24.2	13.2	12.2	3.8	-4.5	-15.0
извън магазини	12.0	12.8	11.2	11.4	0.0	-1.6	0.7	-1.5	-4.6
Приходи от търговия с автомобили и ремонт	37.7	36.1	34.6	34.4	22.6	13.5	10.5	-4.6	-31.1

Източник: НСИ – Бюджети на домакинствата и наблюдение на вътрешната търговия.

## Правителствени финанси и държавно потребление

Салдото по консолидираната фискална програма за първото тримесечие на 2009 г. е положително в размер на 512.9 млн. лв., а към края на май възлезе на 555.4 млн. лв. През втората половина на годината очакваме в резултат от прилагането на ограничителната политика на правителството темпът на растеж на разходите по консолидираната фискална програма да започне да намалява. Бюджетният излишък ще продължи да се понижава, като съществува значителен риск консолидираният бюджет за годината да излезе на дефицит, ако не бъдат предприети допълнителни мерки за ограничаване на разходите.

През първите три месеца на 2009 г. излишъкът по консолидираната фискална програма възлезе на 512.9 млн. лв. Спрямо първото тримесечие на 2008 г. излишъкът е по-нисък поради намаление на текущите приходи с 3.2% и нарастване на общите разходи с 16.9%. Приходите спадат най-вече поради по-ниските с 10.4% постъпления от косвени данъци в сравнение със същия период на 2008 г., резултат от свиване на потреблението. Постъпленията от данъци върху печалбата през първите три месеца на 2009 г. бяха с 11.7% по-ниски спрямо същия период на 2008 г., отразявайки низходящата икономическа динамика след есента на 2008 г., довела до по-нисък годишен корпоративен данък, дължим за внасяне до края на март. За спада на постъпленията от корпоративен данък през първото тримесечие на 2009 г. допринесе и фактът, че предприятията с ниски нетни приходи от продажби (до 200 хил. лв.) или данъчни загуби през предходната година не дължат месечни авансови вноски.

Тенденцията към спад в тези приходни пера се задълбочи към май, като общо за първите

пет месеца на годината републиканският бюджет регистрира годишен спад на постъпленията от косвени данъци с 14.5% и от корпоративен данък с 20.5%.

В същото време данъкът върху доходите на физическите лица нарасна с 15.3%, а приходите на общественото осигуряване съответно се увеличиха със 7.1%, отразявайки продължаващия през първото тримесечие годишен растеж в компенсацията на наетите.

Увеличението на общите разходи в консолидирания бюджет през първото тримесечие се дължи главно на растежа на годишна база на заплатите и възнагражденията с 22.8%, на социалните и здравноосигурителните плащания с 15.6% и на разходите за издръжка с 14.2% (в тази група най-голям принос имат нарасналите с 34.1% разходи за външни услуги). Причина за нарастването на разходите за заплати на годишна база е индексацията на възнагражденията в бюджетната сфера в средата на 2008 г. В групата на социалните и здравноосигурителните плащания през първото тримесечие пенсиите отбелязаха годишен растеж от 16.8%,

формиран от увеличенията през втората половина на 2008 г., докато обезщетенията и помощите по социалното осигуряване нараснаха с 45.6%, понасяйки негативните ефекти от забавената икономическа активност върху пазара на труда.

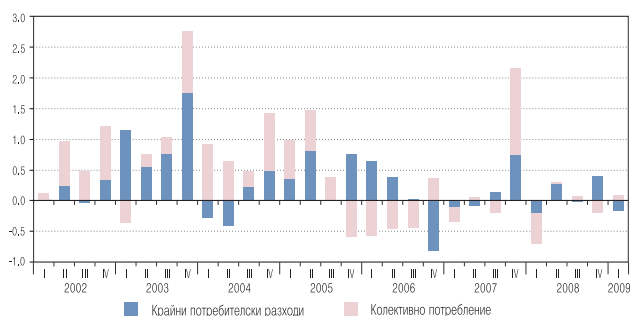
Лихвените плащания за тримесечието отбеляза спад с 5.2% спрямо същия период на 2008 година.

По консолидираната фискална програма към края на май 2009 г. общо приходите и помощите са в размер на 11 044.1 млн. лв., или 33.9% от годишния разчет, а разходите (включително вноската за бюджета на ЕС) са 10 488.6 млн. лв., или 34.5% от годишния разчет.

Очакваме темпът на растеж на разходите да започне да спада през втората половина на 2009 г. в резултат на прилагане на ограничителна фискална политика. Приходната част на консолидирания бюджет ще поддържа приблизително темпа на годишен спад от първото тримесечие. Така бюджетният излишък ще продължи да се понижава и ако не бъдат предприети допълнителни мерки за ограничаване на разходите, съществува значителен риск да премине към дефицит от приблизително 1% от БВП. При тези условия провеждането на разумна разходна политика добива особено голямо значение за запазване на устойчивостта на публичните финанси.

**Принос на прираста на крайните потребителски разходи на правителството и на колективното потребление за икономическия растеж (по тримесечия)**

(%)



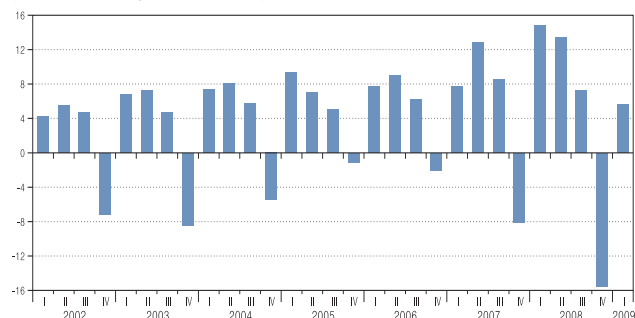
Източници: НСИ, БНБ.

През първото тримесечие крайните потребителски разходи на правителството имаха незначителен принос (-0.15 пр.п.) в спада на БВП на годишна основа, а колективното потребление отчете минимален, но положителен принос

(0.1 пр.п.). За 2009 г. се очаква общото правителствено потребление да претърпи реален годишен спад между 2% и 3%, което съответно ще даде съвсем слаб принос в прогнозирания отрицателен растеж на реалния БВП. Така въпреки номиналното антициклично влошаване на бюджетното салдо държавното потребление ще окаже пренебрежимо малък ефект върху спада в съвкупното търсене, за разлика от по-големия принос на реалния спад при частното потребление и брутообразуването в основен капитал.

**Първичен баланс (по тримесечия)**

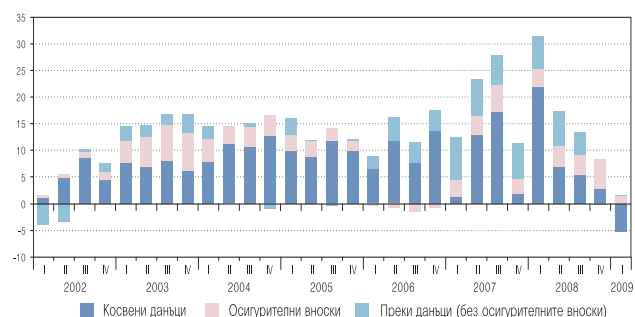
(дял от БВП за тримесечието, %)



Източници: МФ, БНБ.

**Принос на прираста на основните групи данъци за растежа на данъчните приходи по консолидираната фискална програма (по тримесечия)**

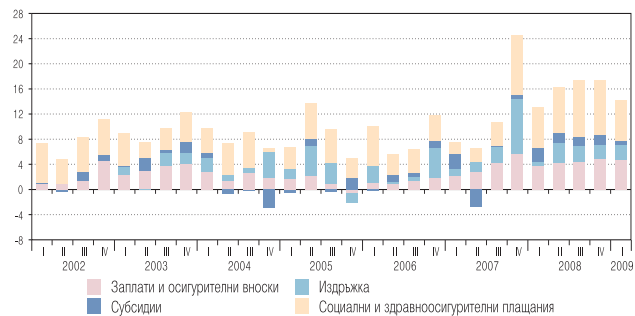
(%)



Източници: МФ, БНБ.

**Принос на прираста на основните групи текущи нелихвени разходи за общия им растеж (по тримесечия)**

(%)



Източници: МФ, БНБ.

## Поведение на фирмите и конкурентоспособност

Рязкото свиване на външното търсене в края на 2008 г. продължава и през първите четири месеца на текущата година. Всички икономически сектори изпитват затруднения в резултат на икономическата криза. Предприятията от преработващата промишленост, които са най-засегнати от слабото външно търсене, ограничават разходите си, за да минимизират негативния ефект от кризата върху финансовото си състояние.

Рязкото свиване на външното търсене заедно с по-консервативната кредитна политика на банките, по-слабия приток на чуждестранни инвестиции и повишената несигурност влияе отрицателно върху цялостното развитие на икономиката. От началото на годината почти всички икономически сектори изпитват затруднения. Най-силно се свива икономическата активност в промишлеността, основно поради ограниченото външно търсене. През периода януари-май 2009 г. средният годишен спад на промишления оборот, реализиран на външния пазар, е 34.4% (-19.4% за последното тримесечие на 2008 г.). Спадът на продажбите е характерен за преобладаващата част от промишлените отрасли. Едва около една пета от тях реализират прираст на продажбите си за износ за първите четири месеца на текущата година спрямо същия период на предходната година. Намалената производствена и инвестиционна активност на чуждестранните предприятия силно ограничават външното търсене на инвестиционни и енергийни продукти, както и на други продукти за междинно потребление.

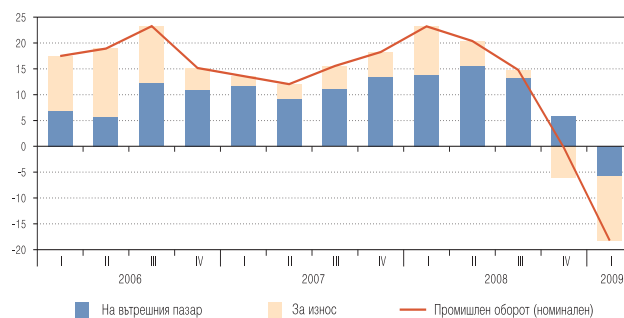
По месеци от началото на годината не се наблюдава тенденция към задълбочаване на спада на годишна база на номиналния промишлен оборот, реализиран в чужбина. Относителното задържане на годишното изменение в рамките на първите четири месеца подсказва, че е възможно най-ниските стойности на промишления износ да са вече достигнати. В случай че през втората половина на годината търсенето на основните ни търговски партньори се подобри, може да се очаква постепенно възстановяване на промишления експорт.

Продажбите за вътрешния пазар също допринасят за намалението на общите промишлени продажби. През първите пет месеца на 2009 г. годишните спадове по месеци се задълбочават – от -3.8% за януари до -21.8% за април. Както и при промишлените продажби за износ, около една пета от секторите регистрират положителен годишен прираст на оборота на вътрешния

пазар от началото на годината. Продажбите на промишлени стоки за междинно потребление и на инвестиционни стоки в страната регистрират най-силно забавяне на годишна база. Относително по-слабо са засегнати предприятията, произвеждащи потребителски стоки. Постепенното разпространение на негативния външен шок върху цялата промишленост извън експортноориентираните фирми и отрасли е очаквано. От една страна, част от стоките, използвани за междинно потребление от експортните отрасли, се осигуряват от промишлени предприятия, ориентирани към вътрешния пазар. От друга страна, общото влошаване на икономическата среда води до по-ниско търсене на потребителски и инвестиционни стоки на вътрешния пазар. Така възстановяването на продажбите за вътрешния пазар ще зависи от експортните възможности на страната и от последващото подобряване на вътрешното търсене.

### Растеж на продажбите в промишлеността

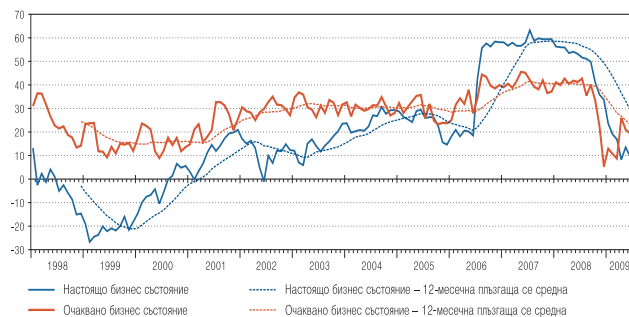
(процент спрямо съответното тримесечие на предходната година)



Източници: НСИ, БНБ.

### Бизнес климат в промишлеността

(баланс на мненията)



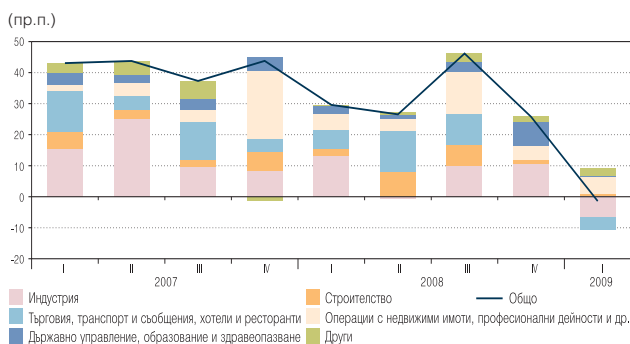
Източник: НСИ.

Тенденцията намаляването на производствената активност да обхваща повече промишлени отрасли става видна и от данните за натоварването на производствените мощности. Показателят спада от сравнително високите нива от близо 75% през 2007 и 2008 г. до 67.4% през април 2009 г. Делът на предприятията, които оценяват натоварването на производствените си мощности като нормално, се свива до 16% през април (при средно 25% за периода октомври 2006 г. – януари 2009 г.).

Откритите тенденции от края на 2008 г. относно ограниченията пред развитието на бизнеса в промишлеността (виж *Икономически преглед*, 2009, кн. 1) се запазват и през текущата година. Повишената несигурност продължава да бъде основна пречка за близо половината от предприятията. Значително по-малък дял (около една пета) от фирмите оценяват финансовото си състояние като препятствие пред разширяването на дейността си (при дял от около 15% през 2008 г.).

Пониженото натоварване на наличните производствени мощности и повишената несигурност обуславят предпазливостта на предприятията да продължат усилената си инвестиционна активност. Разходите за придобиване на дълготрайни материални активи (РПДМА) в индустрията (включително производство и разпределение на електроенергия, водоснабдяване и събиране на отпадъци) намаляват с приблизително 17%<sup>11</sup> на годишна база през първото тримесечие на текущата година. При възстановяване на производствената активност и подобрение в очакванията в промишлеността се очаква инвестиционната активност също да се интензифицира.

#### Принос за номинално нарастване на РПДМА



Източник: БНБ.

<sup>11</sup> Относителното изменение на РПДМА в сектора е изчислено, като номиналната стойност за първото тримесечие на 2009 г. по НКИД-2008 е съпоставена със сумата на РПДМА за секторите *добивна и преработваща промишленост и електроенергия, газ и вода* по НКИД-2003.

В условията на свиващо се външно и вътрешно търсене българските компании са изправени пред необходимостта от ограничаване на негативното въздействие на по-ниските продажби върху финансовото им състояние. Основният лост за ограничаване на негативните последици от влошената среда е намаляване на разходите. Предприятията от преработващата промишленост продължават да ограничават разходите си, за да минимизират негативния ефект от по-слабото търсене. От края на 2008 г. динамиката на дефлатора на брутната продукция изпреварва тази на междинното потребление. През първото тримесечие на 2009 г. дефлаторът на брутната продукция е практически равен на средното ниво за 2008 г., докато дефлаторът на междинното потребление е с 1.7% по-нисък от средния за 2008 г. В резултат на това номиналната добавена стойност в преработващата промишленост регистрира намаление с 2.4% за първо тримесечие (при номинален спад от 17.6% на брутната продукция за същия период). Ако обаче се запази тенденцията от последните няколко месеца към поскъпване на основните суровини, материали и енергоносителни, е възможно този източник за ограничаване на разходите да бъде изчерпан в следващите периоди. Поради това се налага предприятията да използват и други начини да ограничат производствените си разходи. В краткосрочен план, за да запазят разходната си конкурентоспособност, промишлените предприятия се очаква да продължат политиката за ограничаване на нарастването на заплатите и другите разходи за труд.

Реалните разходи за труд на единица продукция в преработващата промишленост спадат на годишна база през първото тримесечие. Това позволява брутният опериращ излишък да се задържи около нивото си от началото на 2008 г. и предполага, че като цяло отрасълът запазва конкурентните си позиции и относително стабилното си финансово състояние.

Ограничаването на разходите за труд в преработващата промишленост е резултат както от намаляване на заетостта, така и от ограничаване на разходите на един нает. Броят на заетите намалява с 4.6%, а компенсацията на наето лице нараства на годишна база с 1.2% (при средно 20-процентно нарастване на тези разходи през 2008 г.). Повишаването на минималната



работна заплата и на минималните осигурителни прагове от началото на 2009 г. допринася за запазване на положителния растеж на разходите за заплати на един нает.

Месечните данни за наетите лица и работната заплата от наблюдението на предприятията показват, че в рамките на първото тримесечие тенденциите към спад в заетостта и ограничаване на разходите за заплати се засилват с всеки месец. Поради това може да се очаква в следващите периоди тези тенденции да се засилят – особено що се отнася до заплатите, защото при тях се наблюдава силен базов ефект поради ускореното им нарастване през 2008 г. Стремещът на промишлените предприятия да оптимизират разходите си за труд се отразява и върху намеренията им за наемане на допълнителен персонал. От началото на годината по-малко от 5% от предприятията в промишлеността планират разширяване на заетостта, докато за 2008 г. тези предприятия са близо 10%. Освен това делът на фирмите, предвиждащи съкращения, се увеличава от около 13% за 2008 г. на 21% през април 2009 г.

Мненията на ръководителите в промишлеността подкрепят очакванията, че през втората половина на годината конюктурата в отрасъла вероятно ще се подобри спрямо настоящите ниски нива. След едновременния рязък спад в очакванията за бъдещата производствена активност и бизнес състоянието на промишлените предприятия<sup>12</sup> от октомври 2008 г. през последните месеци тези показатели възвръщат отчасти стойностите си. В допълнение, очерталата се през последните три месеца на 2008 г. и продължила през първите пет месеца на текущата година тенденция към спад в баланса на мненията за поръчките се прекъсва през юни. Тези първоначални положителни сигнали обаче следва да се интерпретират предпазливо, защото все още не се отчита устойчиво възстановяване на показателите.

Строителната активност през първото тримесечие на 2009 г. регистрира спад на годишна база, като добавената стойност се свива в реално изражение с 6%. Предварителните данни за строителната продукция през април и май

показват спад на активността с 11.6% на годишна база, което е индикация за продължаване на негативните тенденции, започнали от началото на годината.

Финансирането на търсенето на нови жилища също се забавя чувствително през първите четири месеца на 2009 г. спрямо същия период на миналата година. Отпуснатите нови жилищни кредити за периода възлизат на една пета от новите кредити година по-рано. По месеци сумата на отпуснатите кредити нараства от началото на годината, което предполага, че спадът не се задълбочава.

Ограничаването на разходите за труд в строителството през първото тримесечие не е достатъчно, за да задържи нарастването на разходите за труд на единица продукция (РТЕП). В реално изражение РТЕП се повишават на годишна база с 15%, а заетостта остава практически непроменена спрямо същия период на миналата година. Възможно е част от действителната корекция на трудовите възнаграждения и броя на наетите в строителството да не е отчетена в официалните данни поради наличието на „сива“ заетост в сектора. През тази година гъвкавостта на разходите за труд има много по-голямо значение поради реалното свиване на строителната дейност. Това става видно от динамиката на brutния опериращ излишък. През 2008 г. той нараства с близо 20%, докато в началото на 2009 г. показателят спада с 11%.

Икономическата активност в сектора на услугите запази положителен прираст през първите три месеца на 2009 г. За разлика от предходните периоди обаче само три сектора допринасят положително за икономическия растеж – *финансово посредничество, операции с недвижими имоти и бизнес услуги и транспорт и съобщения*.

Основен принос за растежа на добавената стойност на услугите в началото на 2009 г., както и през цялата 2008 г., има финансовото посредничество. Добавената стойност в сектора нараства с 22% в реално изражение през първото тримесечие на 2009 г. и има принос от близо 2 пр.п. към динамиката на физическия обем на добавената стойност в икономиката. Въпреки това положително развитие brutният опериращ излишък в сектора спада в номинално изражение със 7.6% през първото тримесе-

<sup>12</sup> Тези два показателя имат силна корелационна зависимост (0.85) в предходните години.

чие, след като в продължение на седем години нараства с ускорени темпове. По-ниската рентабилност на финансовия сектор се дължи на оскъпяването на наличния паричен ресурс, започнало още от края на 2008 г. вследствие на разразилата се глобална финансова криза. В резултат на това прирастът на дефлатора на междинното потребление изпреварва динамиката на дефлатора на крайната продукция в сектора, което води до спад в номиналния размер на добавената стойност от 1.7% през първото тримесечие на 2009 г. Въпреки по-ниската възвръщаемост от началото на годината очакваме финансовото посредничество да продължи да се задълбочава с умерени темпове поради стабилността на банковата система и запазването на дългосрочния интерес на чуждестранните банки към местния пазар.

През първото тримесечие на 2009 г. добавената стойност в сектор *операции с недвижими имоти* и *бизнес услуги* нараства с 4.8% в реално изражение. Годишният растеж за този период е сходен с реализирания през 2008 г. (5.5%). Поради групирането на двата подсектора – *операции с недвижими имоти* и *бизнес услуги* – не може да се направят директни изводи за развитието на всеки от тях поотделно. Въпреки това запазването на положителен растеж на сектора показва, че негативният ефект от по-слабото търсене на пазара на недвижими имоти се усеща в по-голяма степен от строителството, докато подсекторът *операции с недвижимо имущество* продължава да развива посредническата си дейност. Данните за разходите за придобиване на ДМА в недвижими имоти запазват положителните си тенденции в началото на текущата година.

Все пак в следващите периоди забавянето на търсенето и продължаването на тенденцията към намаление на цените на недвижимите имоти ще ограничи развитието на сектора.

Под влияние на по-слабото търсене в търговията растежът на добавената стойност в този сектор става отрицателен (-8.5% за първото тримесечие на 2009 г.). В номинално изражение обаче добавената стойност е приблизително равна на тази от предходната година. По-бързото нарастване на дефлатора на брутната продукция спрямо ценовия индекс на разходите за междинно потребление показва, че фирмите в сектора запазват и дори увеличават

маржа над себестойността на продаваните стоки.

Въпреки влошените оценки и очаквания на мениджърите в търговията и по-високите РТЕП балансовият показател за намеренията за наемане и освобождаване на персонал не се променят чувствително.

Конюнктурните данни за продажбите в търговията през април и май показват, че спадът в търсенето продължава и в началото на второто тримесечие. В съответствие с данните от потребителските разходи стоките, които регистрират най-голям годишен спад, са битова техника и обзавеждане, компютри и комуникационна техника и автомобили. В подкрепа на очакванията за продължаване на тенденцията към по-слабо потребителско търсене на вносни стоки са пониските очаквания в търговията на дребно относно поръчки към доставчици от чужбина.

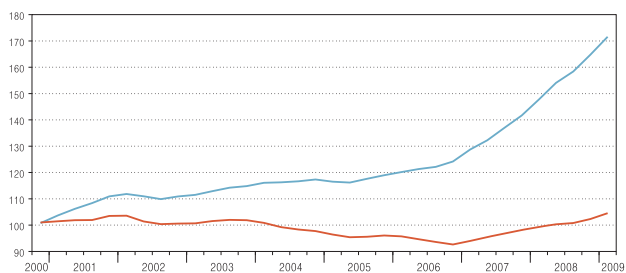
Общият спад на икономическата активност в страната, както и забавянето на вноса и износа на стоки създават затруднения пред фирмите от сектор *транспорт и съобщения*. Въпреки реалния прираст на добавената стойност с 5.4% за първото тримесечие в номинално изражение добавената стойност е практически равна на произведеното количество година по-рано. Поради свиването на търсенето фирмите са принудени да намаляват цените на предлаганата услуга, за да запазят позициите си на пазара. В резултат на това брутният опериращ излишък спада на годишна база със 7.4%, а броят на заетите намалява с 5.3% на годишна база. Отрасълът е достатъчно гъвкав по отношение на цени и разходи за труд, което дава основания да се очаква, че възстановяването на общата икономическа активност бързо ще се отрази положително върху сектора.

През първите шест месеца на годината текущото бизнес състояние на фирмите в услугите се задържа на ниските нива от края на миналата година, а очакванията се подобряват умерено. Освен несигурната икономическа среда недостатъчното търсене също е сериозна пречка пред развитието на бизнеса при около 20% от фирмите в отрасъла. Възстановяването на положителния растеж в сектора на услугите ще следва общото икономическо възстановяване.

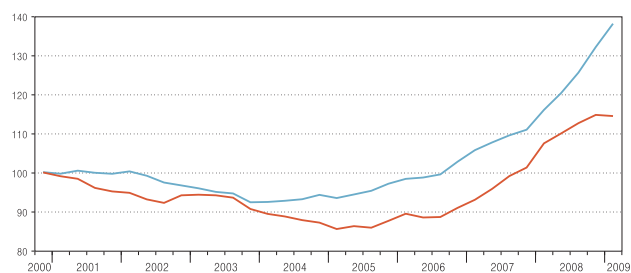
В началото на текущата година номиналните и реалните РТЕП общо за икономиката продъл-

Разходи за труд на единица продукция (по тримесечия)  
(2000 г. = 100)

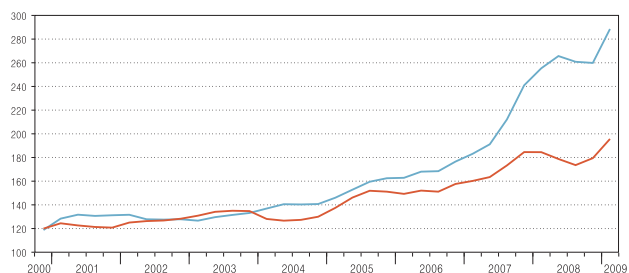
Общо за икономиката



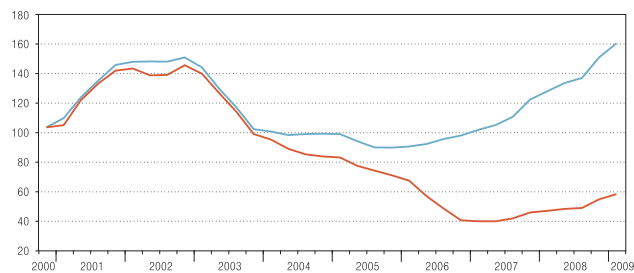
Преработваща промишленост



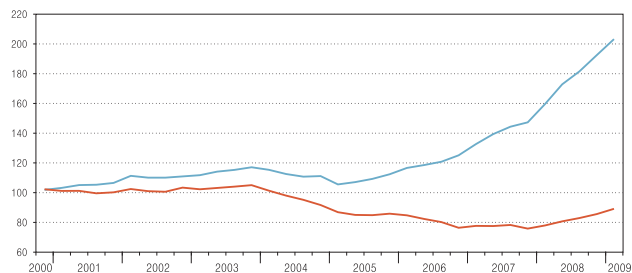
Аграрен сектор



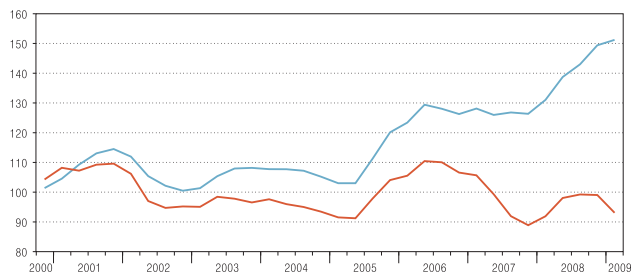
Добивна промишленост



Строителство



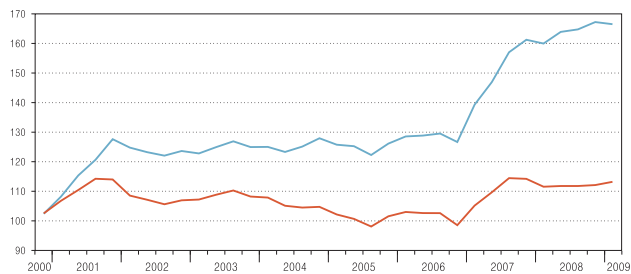
Електроенергия, газ и вода



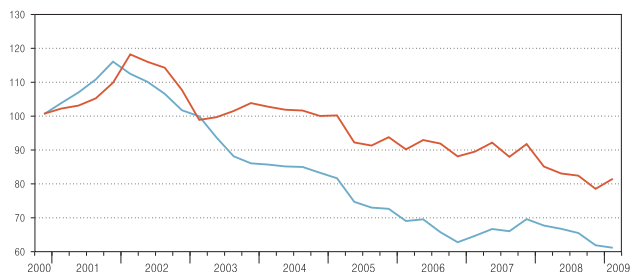
Търговия



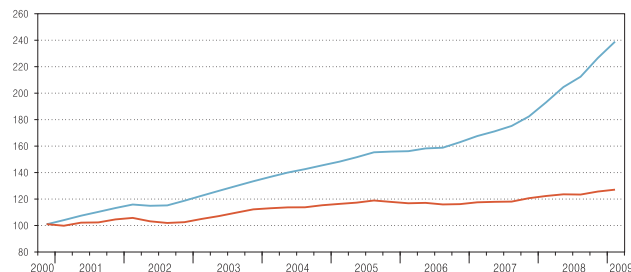
Транспорт и съобщения



Финансово посредничество



Други сектори



— Номинални – плъзгаща се средна за 4 тримесечия  
— Реални – плъзгаща се средна за 4 тримесечия

**Забележка:** Методологията за изчисляване на разходите за труд на единица продукция е променена и съответства на методологията на ЕЦБ. Номиналните разходи за труд на единица продукция са изчислени като съотношение между компенсацията на един нает и производителността на труда (реална стойност) на един зает. Реалните разходи за труд на единица продукция са изчислени по същата формула, но производителността на труда на един зает е изчислена на база на номиналната добавена стойност.

Източници: НСИ, БНБ.

жават да нарастват на годишна база в условията на влошена икономическа конюнктура. Фактор за това е повишаването на минималната работна заплата и на минималните осигурителни прагове от началото на текущата година. На верижна база при отчитане на сезонността разходите за заплати чувствително забавят нарастването си и това предполага, че в следващите тримесечия е възможно да се реализира спад на тези разходи в реално изражение. В

секторите, които са най-пряко засегнати от влошеното външно търсене, а именно тези от преработващата промишленост, фирмите успяват да коригират разходите за заплати, така че да запазят разходната си конкурентоспособност. Значителна част от повишението на реалните РТЕП се дължи на публичния сектор. В допълнение, в някои сектори наличието на „сива“ заетост не позволява отчитането на действителните промени в разходите за труд.

## Износ и внос на стоки

През третото и четвъртото тримесечие на 2009 г. очакваме продължаване на отрицателните темпове на растеж на износа и вноса при запазване на тенденцията вносът да спада по-бързо от износа, което ще доведе до подобряване на търговския дефицит.

Поради задълбочаване на икономическата криза в глобален план и в основния ни търговски партньор – държавите от ЕС, през първите четири месеца на 2009 г. е регистрирано рязко забавяне на динамиката на външнотърговските потоци на България<sup>13</sup>. Износът е с отрицателен темп на растеж (-30.4%) спрямо първите четири месеца на 2008 г., а вносът регистрира спад от 32.6%<sup>14</sup>.

През май тази тенденция се запазва и по предварителни данни износът намалява с 32%, а вносът – с 36.7%.

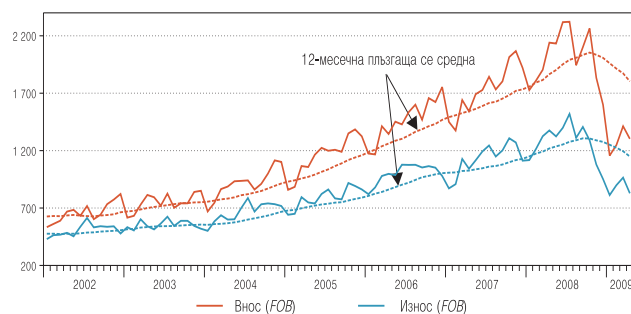
През първите четири месеца на 2009 г. групите *минерални продукти и горива* и *суровини и материали* са с най-силно изразен спад в износа и вноса. Групата *минерални продукти и горива* традиционно има проциклична динамика. При групата *суровини и материали* износът спада заради свиване на външното търсене и намаляване на цените, а спадът на вноса е породен както от по-ниските цени, така и от спада на вътрешното търсене и на износа на инвестиционни и потребителски стоки.

Основен принос за свиването на търговския дефицит с 929.8 млн. евро за януари-април 2009 г. имат *инвестиционните стоки* (-17.5

пр.п.) и *минералните продукти и горива* (-10.5 пр.п.). И в двете групи вносът по всички позиции спада, като общият спад е по-бърз от този на износа. Най-силно изразен спад във вноса на инвестиционни стоки имат *машини и оборудване* и *транспортни средства* поради синхронното намаляване на производствената и инвестиционната активност в страната и в основния ни търговски партньор – Европейския съюз.

### Динамика на износа и вноса

(млн. евро)



Източник: БНБ.

През януари-април 2009 г. всички групи с изключение на *продукти от животински и растителен произход, храни, напитки и тютюни* допринасят за негативния растеж на износа, като основен принос има динамиката при *неблагородни метали* (-11.4 пр.п.), *минерални продукти и горива* (-8.0 пр. п.), *текстилни материали, дрехи и обувки* (-2.6 пр.п.) и *машини, транспортни средства и апарати* (-2.5 пр.п.).

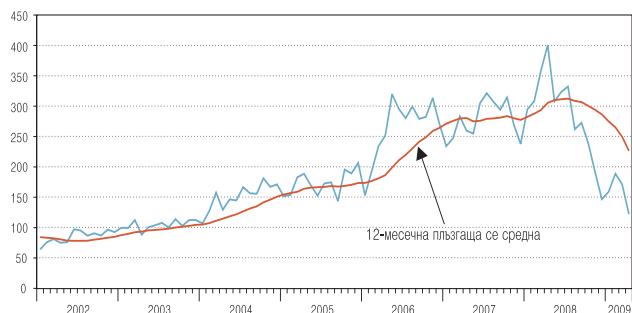
<sup>13</sup> За сравнителен анализ с другите нови държави – членки на ЕС, виж тук карето „Глобалната икономическа криза – конкурентоспособност и роля на валутния курс“.

<sup>14</sup> Анализът, представен в този раздел, използва данни за износа и вноса в номинално изражение в евро.

Приходите от износ на неблагородни метали са в размер на 638.7 млн. евро за януари-април 2009 г., което е с 53% по-малко от предходната година. С основен отрицателен принос от групата към общата динамика на износа са *мед* (-6.0 пр.п.) и *желязо и стомана* (-3.1 пр.п.), което се дължи на по-ниските международни цени и на по-слабото външно търсене. Очакванията ни за износа на неблагородни метали през прогнозния хоризонт са за продължаване на спада поради свиване на външното търсене и по-ниските цени.

#### Износ на неблагородни метали

(млн. евро)

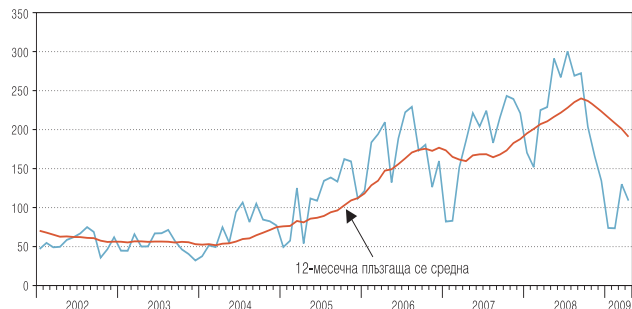


Източник: БНБ.

Приходите от износ на минерални продукти и горива са намалели с 390.2 млн. евро (50.2%). Отрицателно развитие за периода се отчита при всички основни позиции от групата, като най-голям негативен принос имат горивата (-7.5 пр.п.) поради по-ниската цена и свиването на външното търсене. Поради силно изразената досега проциклична динамика на износа на минерални продукти и горива очакванията ни за третото и четвъртото тримесечие на 2009 г. са за запазване на тенденцията към спад вследствие на икономическата криза в международен план въпреки известното повишаване на цената на петрола, прогнозирано за периода.

#### Износ на минерални продукти и горива

(млн. евро)

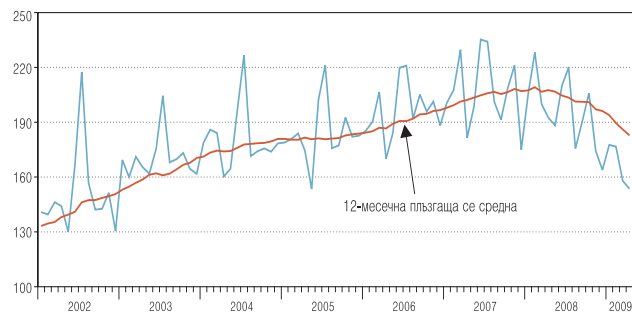


Източник: БНБ.

Реализираните приходи от износ на текстилни материали през първите четири месеца на 2009 г. са по-малко спрямо същия период на 2008 г. съответно със 160.5 млн. евро (19.4%), като най-голямо влияние оказва намалението на износа на облекла (принос от -1.3 пр.п.). За прогнозния период очакваме запазване на тенденцията към спад, която започна от началото на 2007 г. и продължи през цялата 2008 г. и през първите четири месеца на 2009 г. както поради реструктуриране на отрасъла, така и поради влошената външна среда.

#### Износ на текстилни материали, дрехи и обувки

(млн. евро)

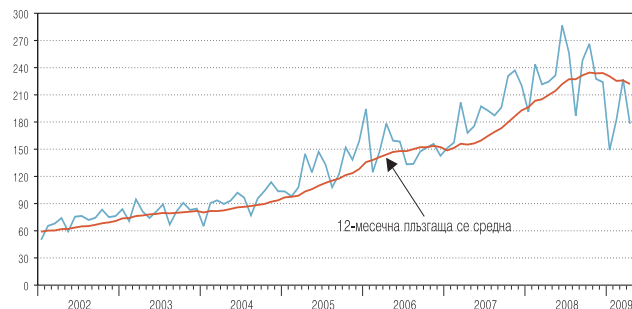


Източник: БНБ.

Приходите от износ на машини, транспортни средства и апарати са намалели със 144.1 млн. евро (16.4%). Всички позиции от тази група регистрират спад с изключение на групата *транспортни средства и резервни части за самолети*, които запазват положителни темпове въпреки влошената международна среда. С основен отрицателен принос е динамиката при *ядрени реактори, котли, машини, апарати и механизми* (принос от -1.8 пр.п.). Поради влошената международна среда се очаква отрицателният растеж на тази група да продължи и през прогнозния хоризонт.

#### Износ на машини, транспортни средства и апарати

(млн. евро)

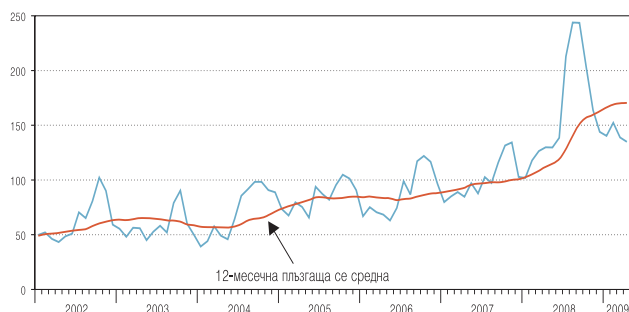


Източник: БНБ.

Износът на продукти от животински и растителен произход, храни, напитки и тютюни е единствената група с положителен принос към общия износ за януари-април 2009 г. Приходите са нараснали с 89.9 млн. евро (18.9%), като с най-голям принос са *зърно* (2.1 пр.п.) и *тютюн* (0.4 пр.п.), което се дължи на добрата селскостопанска реколта и добрите конкурентни позиции. През прогнозния хоризонт очакваме да се запази тази тенденция, като съществуват рискове поради несигурността относно очакваната селскостопанска реколта.

#### Износ на продукти от животински и растителен произход, храни, напитки, тютюни

(млн. евро)



Източник: БНБ.

#### Принос на съответните групи стоки за нарастването на търговията през януари – април 2009 г.

	Износ		Внос	
	растеж, %	принос, пр.п.	растеж, %	принос, пр.п.
Потребителски стоки	-6.8	-1.5	-12.5	-2.1
Суровини и материали	-37.9	-17.9	-38.1	-13.4
Инвестиционни стоки	-23.8	-3.9	-33.0	-8.9
Енергийни ресурси	-51.0	-7.1	-39.3	-8.4
<b>Общ растеж</b>	<b>-30.4</b>		<b>-32.6</b>	

Източник: БНБ.

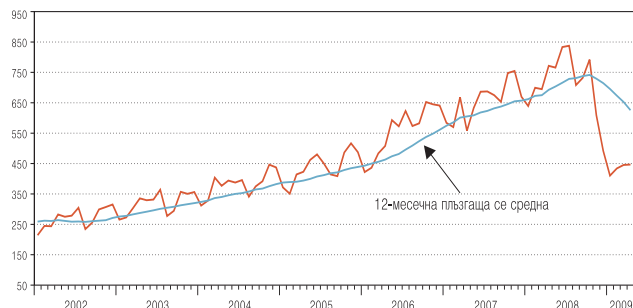
Вносът (*CIF*) достигна 5374.9 млн. евро през януари-април 2009 г., което представлява номинално намаление с 2598.4 млн. евро (32.6%) спрямо съответния период на предходната година. В структурата на вноса по начин на използване най-голям отрицателен принос се отчита при *суровините и материалите* (-13.4 пр.п.), при *инвестиционните стоки* (-8.9 пр.п.) и при *минералните продукти и горива* (-8.4 пр.п.).

Плащанията за внос на суровини и материали през първите четири месеца на 2009 г. възлязоха на 1741.4 млн. евро, като са намалели с 38.1%. Всички позиции в тази група регист-

рират спад, като основен негативен принос имат *желязо и стомана* (-3 пр.п.) и *руди* (-2.3 пр.п.) поради по-ниските цени, спад в производствената активност и свиване на вътрешното търсене.

#### Внос на суровини и материали

(млн. евро)

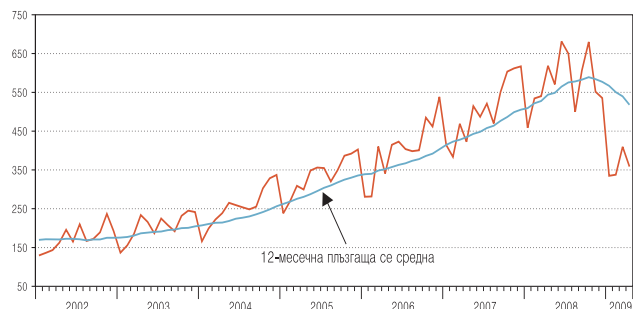


Източник: БНБ.

Вносът на инвестиционни стоки намалю с 33% за януари-април 2009 г., като тези продукти представляват втората по големина група при вноса (след суровини и материали) с дял от 26.8%. Стойностният обем достигна 1443 млн. евро. Всички позиции от групата са с отрицателен растеж, като най-голям негативен принос имат *транспортни средства* (-3.3 пр.п.), следвани от *машини и оборудване* (-2.4 пр.п.) поради намаляване на инвестиционната активност в страната. Очакванията ни за третото и четвъртото тримесечие на 2009 г. при групите *суровини и материали* и *инвестиционни стоки* са за продължаване на тенденцията към спад поради по-ниски международни цени и отслабващо вътрешно инвестиционно и потребителско търсене.

#### Внос на инвестиционни стоки

(млн. евро)



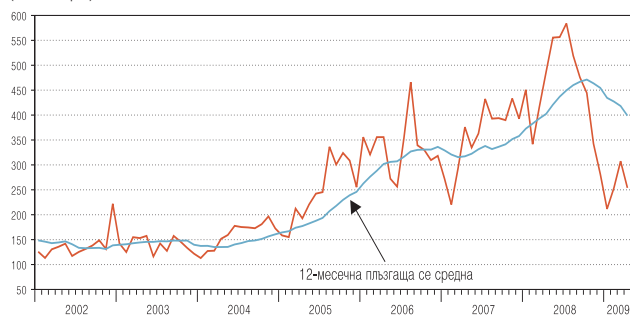
Източник: БНБ.

Плащанията за внос на минерални продукти и горива през януари-април 2009 г. възлязоха на 1029.9 млн. евро, като намалюха с 39.3%. Всички позиции са с отрицателен растеж, като

основен негативен принос имат горивата (-7.3 пр.п.) и природният газ (-7.2 пр.п.). Очакванията ни за минералните продукти и горива са спадът в номиналните темпове на растеж през първите четири месеца на 2009 г. да продължи вследствие на по-ниските международни цени и намаленото вътрешно търсене.

### Внос на енергийни ресурси

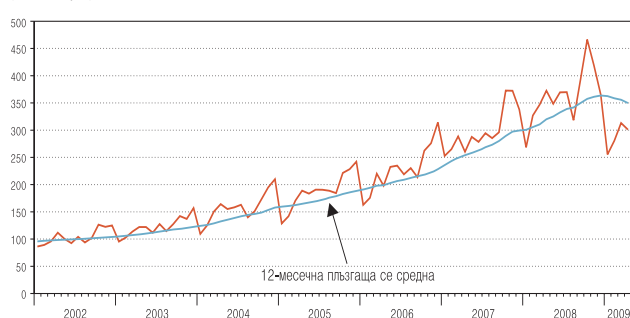
(млн. евро)



Източник: БНБ.

### Внос на потребителски стоки

(млн. евро)



Източник: БНБ.

Вносът на потребителски стоки намаля през януари-април 2009 г. със 164.1 млн. евро (12.5%) спрямо съответния период на предходната година, като стойностният му обем достигна 1148.3 млн. евро. Всички позиции от тази група с изключение на *храни, напитки и тютюни* и *медицина и козметика* са с отрицателен растеж. С основен отрицателен принос са *автомобили* (-1.4 пр.п.) и *мебели* (-0.9 пр.п.), което съответства на нашите очаквания за спад в търсенето и отлагането на покупки на потребителски стоки за дълготрайна употреба. Очакванията ни за прогнозния хоризонт са за продължаване на наблюдаваната тенденция за вноса на потребителски стоки поради свиване на крайното потребителско търсене.

През януари-април 2009 г. българският износ, насочен към другите държави – членки на Европейския съюз, намалява с 26.5% по предварителни данни, докато към страните извън Общността спада с 36.7%. Внесените стоки с произход от Общността намаляват с 30.7%, а тези от трети страни – с 34.6%. Не очакваме съществени изменения в географската структура на българската външна търговия през прогнозния хоризонт.

На фона на спада на световната търговия и рецесията в страните, които са основни търговски партньори на България, пазарният дял на българските стоки в общия внос на държавите – членки на Общността, намалява и достига 0.55% към първото тримесечие на 2009 г. (на годишна база) спрямо 0.59% една година по-рано.

Понижаващите се международни цени и свиването се външно и вътрешно търсене ще продължат да действат и през третото и четвъртото тримесечие на годината. Очакваме в номинално изражение вносът да продължи да се свива с по-бързи темпове от износа, в резултат на което търговският дефицит ще се подобри.

## Глобалната икономическа криза – конкурентоспособност и роля на валутния курс

Финансовата криза започна през лятото на 2007 г. като криза на пазара на високорискови ипотечни кредити в САЩ, а от есента на 2008 г., след фалита на „Леман Брадърс“, значително се задълбочи, причинявайки глобален спад в икономическата активност, което от своя страна допълнително влоши състоянието на финансовия сектор. Въпреки безпрецедентните мерки, предприети от правителствата и централните банки на основните икономики, понастоящем е постигнато стабилизиране, но не и нормализиране във функционирането на международните финансови пазари, като между основните институции на тези пазари недоверието остава високо. Тези процеси бяха съпроводени с номинално обезценяване на валутите на редица страни, особено тези на малките и силно отворени икономики.

В литературата се застъпва разбирането, че страните с фиксиран валутен курс са в по-неблагоприятна позиция по време на криза по отношение на своята конкурентоспособност в сравнение със страните с плаващ валутен курс. Това се обяснява с възможността за обезценяване на валутите на страните с плаващ валутен курс, което би следвало да прави техния износ по-конкурентен, както и с евентуалното провеждане на антициклична парична политика. На практика обаче съществуват канали на въздействие, които могат да смекчат или изцяло да неутрализират положителните ефекти от обезценяването на валутата и автономната парична политика.

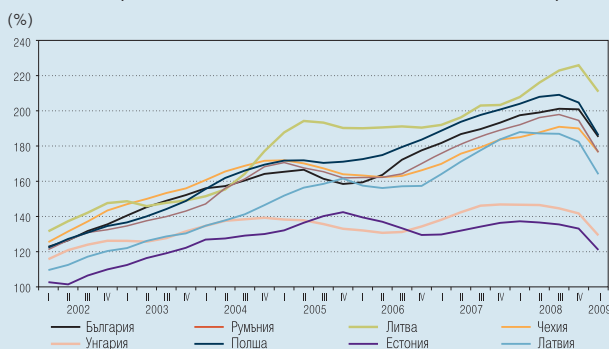
Обезценяването на националната валута оскъпява вносният компонент в производствената дейност (вноса на суровини и материали, вноса на инвестиционни стоки), което води до по-високи разходи за предприятията и влошава конкурентните позиции на *износа*. По-високата цена на вноса влияе пряко и върху *нивото на инфлация* в страната. По-високата инфлация от своя страна оказва натиск за номинално повишение на заплатите, което допълнително повишава разходите на предприятията. По тази причина *гъвкавостта на пазара на труда* е много по-важен фактор за запазването на конкурентните позиции на икономиката от възможността за номинална промяна на валутния курс. Обезценяването на местната валута има и пряк негативен ефект върху финансовото състояние на предприятията, защото обслужването на поетите задължения в чуждестранна валута се оскъпява (*ефект на баланса*).

Друг стандартен аргумент в подкрепа на режима на свободно плаване на валутния курс е възможността за провеждане на *автономна антициклична парична политика*, преследваща вътрешноикономически цели. За успешната трансмисия на паричната политика обаче е необходимо изпълнението на определени условия (например наличието на нормално функциониращи финансови пазари и липса на валутна субституция). Освен това, дори когато тези условия са изпълнени, провеждането на паричната политика обикновено е съобразено с динамиката на валутния курс\*.

### Динамика на износа и валутнокурсен режим

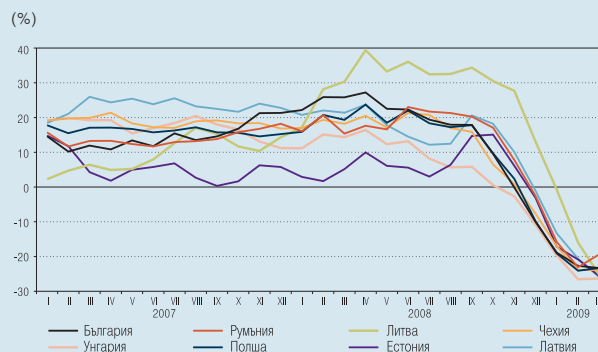
Наличната емпирична информация не подкрепя предимството на плаващите валутни курсове в текущата влошена конюнктура. От данните за дела на износа на страните от Централна и Източна Европа във вноса на държавите от ЕС-27 в евро се вижда, че страните не могат да бъдат групирани по отношение на своя валутнокурсен режим – фиксиран или плаващ. Делът на износа на Литва във вноса на ЕС-27 (годишен базов индекс) продължава да нараства и през първото тримесечие на 2009 г. Най-големият спад е регистриран от Латвия и Полша, следвани от Чехия, България, Литва, Румъния и Унгария.

Дял на износа на държавите от ЦИЕ във вноса на ЕС-27 (индекс на годишна база, 2000 г. = 100)



Източници: Евростат, БНБ.

Динамика на общия износ в евро на новите държави – членки на ЕС (годишен растеж, 3-месечна плъзгаща се средна)



Източници: Евростат, БНБ.

\* Валутният курс би могъл да бъде междинна цел на паричната политика. Дори когато не е такава, неговото влияние върху икономическите процеси в страната се отчита при формулирането и провеждането на паричната политика.

(продължава)



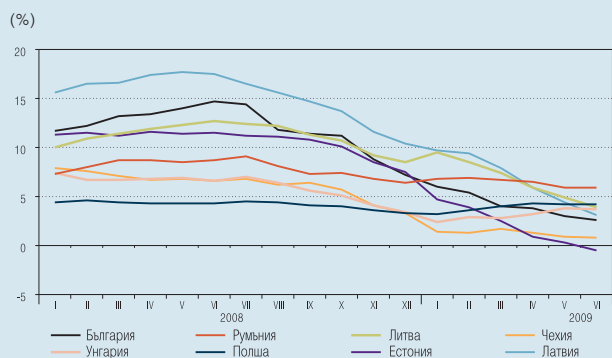
(продължение)

Динамиката на общия износ в евро на новите държави – членки на ЕС, също не се различава значително в страните с фиксиран и с плаващ валутен курс. Международната търговия във всички страни значително се свива през последното тримесечие на 2008 г., като това става синхронно, независимо дали валутният курс е фиксиран или плаващ, и се обяснява с общия шок – значителното намаляване на външното търсене.

## Инфлация и динамика на валутните курсове

Обезценяването на валутите на страните с плаващ курс, наблюдавано от края на третото тримесечие на 2008 г. до първите месеци на 2009 г., е един от важните фактори за повишаване инфлацията в тези страни. В страните, регистрирали най-силна обезценка на валутите си – Полша, Румъния и Унгария, се отчита нарастване или относително задържане на годишния темп на инфлацията през първата половина на тази година. За сравнение в страните с фиксиран курс се наблюдава ясно изразен низходящ тренд на инфлацията под влияние на спада в икономическата активност и поевтиняването на международните цени на основни суровини и на петрола.

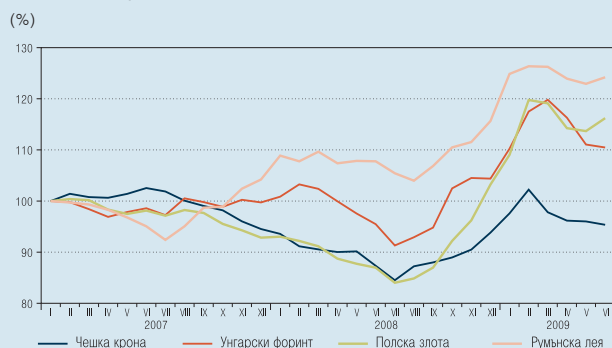
### Годишен темп на инфлация в новите държави-членки



Източник: Евростат.

## Гъвкавост на пазара на труда

### Индекси на средномесечни номинални курсове към еврото (януари 2007 г. = 100)



Източници: ЕЦБ, БНБ.

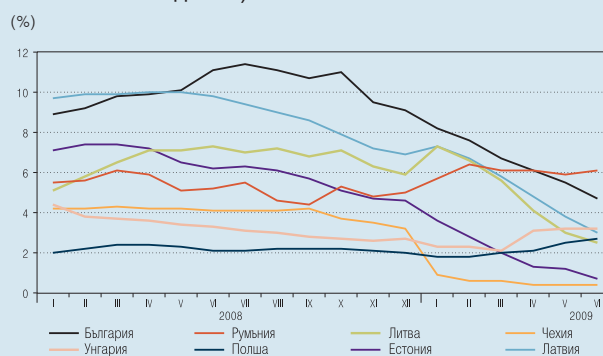
### Дял на кредитите в чужда валута от общите кредити за нефинансови предприятия и домакинства

	Нефинансови предприятия (%)	Домакинства (%)
България	73.3	29.8
Естония	88.5	83.3
Литва	-	64.7
Латвия	91.6	88.2
Чехия	17.9	0.12
Унгария	60.2	68.3
Полша	26.9	39.6
Румъния	57.6	60.1

Забележка: Данните са към април 2009 г.

Източници: Централните банки на страните и ЕЦБ.

### Годишен темп на инфлация в новите държави-членки (без храни, енергийни продукти, алкохол и тютюневи изделия)



Източник: Евростат.

Гъвкавостта на заплатите в посока надолу е важна предпоставка за запазване на конкурентоспособността при влошените външни икономически условия.

През последните години номиналните разходи за труд на единица продукция (РТЕП) се повишават във всички разглеждани страни, което отразява процесите на номинално сближаване (повишаване на цени и заплати). Тази динамика не зависи от валутнокурсния режим на отделните страни. През първите три месеца на 2009 г. в повечето икономики корекцията на разходите за труд не е достатъчна, за да компенсира отрицателния икономически растеж, и РТЕП нарастват. Реакцията на заплатите в резултат от икономическата криза също не зависи от разделението фиксиран-плаващ валутен курс.

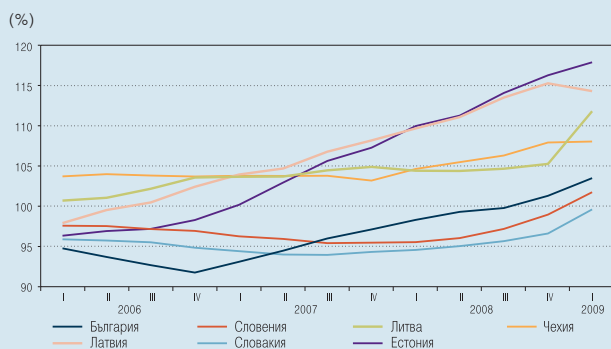
## Валутен курс и ефект на баланса

От страните с плаващ курс в Унгария и Румъния дялът на кредитите за нефинансови предприятия в чужда валута е около 60%, което предполага, че в тези страни ефектът на баланса е по-силно изразен. В България и в балтийските страни, в които дялът на кредитите в чужда (основно резервна) валута е сравнително по-висок, поради фиксирания валутен курс не се наблюдава съществен ефект на баланса.

(продължава)

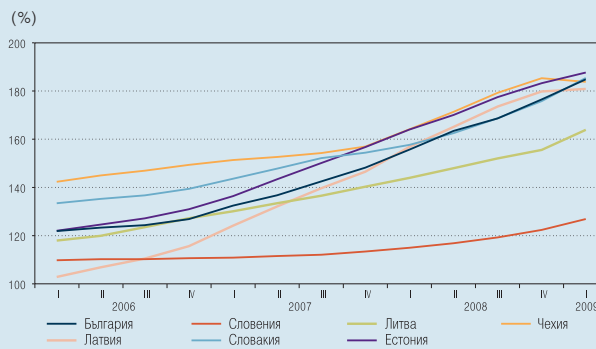
(продължение)

### Реални разходи за труд на единица продукция (2000 г. = 100)



Източник: Евростат.

### Номинални разходи за труд на единица продукция (2000 г. = 100)



Източник: Евростат.

## Валутнокурсен режим и монетарни условия

Текущата ситуация на глобална икономическа криза е илюстрация за това, че изборът на валутнокурсен режим не може да се асоциира еднозначно с предимства или недостатъци. Във връзка с възможностите на автономната парична политика да насърчи реалната икономическа активност е достатъчно да бъдат посочени само два от текущо проявяващите се проблеми. Първо, в условията на голямо недоверие на международните финансови пазари и на все още невъзстановено нормализиране на тяхното функциониране трансмисията на провежданата парична политика е силно ограничена. Така например, въпреки серията от намаления на лихвата по операциите по рефинансиране на ЕЦБ ефектът върху лихвените проценти на финансовите пазари в еврозоната беше малък и спредът между тях нарастваше. Въпреки осигурената значителна ликвидност от ЕЦБ недоверието между финансовите институции и ниската им склонност към поемане на риск не позволи активизиране на кредитирането. В отговор ЕЦБ въведе серия от инструменти за по-дългосрочно рефинансиране, достигайки до операции с матуритет от 12 месеца, въведени през юни 2009 г.

Второ, преследването на вътрешноикономически цели чрез автономна парична политика е още по-трудно при малки отворени икономики. Така например в отговор на високата инфлация през 2008 г. и вероятно на обезценяващата се валута от втората половина на 2008 г. и началото на 2009 г. румънската и унгарската централна банка повишиха значително основните си лихви, което се пренесе и във високи лихви по овърнайт междубанковите депозити. По този начин въпреки рецесията, обхванала тези икономики (отчетеният спад на БВП за първото тримесечие е 5.4% в Унгария и 5.7% в Румъния), централните банки на тези страни не успяват да осигурят монетарни стимули за растеж на икономиката.

По отношение на преодоляването на ефектите от икономическата криза в условията на фиксиран валутен курс един от основните аргументи за отказ от автономна парична политика е свързан с внасянето на монетарните условия от страната, чиято валута се използва за резервна. Така режимът на паричен съвет у нас в най-висока степен спомага монетарните условия в България да следват тези в еврозоната, като осигурява стабилност и предвидимост на макроикономическата среда.

## Перспективи за възстановяване от кризата

Очакванията, че страните с плаващ валутен курс ще се възстановят по-бързо от рецесията, се основават на предположенията, че поевтиняването на националните валути ще бъде трайно, а по-скъпият внос няма да повлияе върху разходите на предприятията за стоки за междинно потребление и инвестиционни стоки и няма да се стигне до спирала цени-заплати. Посочените по-горе данни до момента не потвърждават тези предположения. По-бързото възстановяване на отделните икономики на държавите-членки ще зависи от набор от фактори, свързани с реалното развитие на икономическите процеси, а не с номиналните стойности на валутните курсове. Следователно определящи ще бъдат структурните характеристики на отделните икономики, като гъвкавост на трудовия пазар и възможност за повишаване на ефективността на фирмено и секторно ниво. От ключово значение ще бъдат и запазването на инвеститорския интерес и воденето на разумна и последователна фискална политика.

# 4. Инфлация

Очакваме през третото тримесечие годишната инфлация да продължи да спада. Намалването на потребителското търсене в резултат на очакванията за по-висока безработица и несигурността по отношение на доходите ще ограничават нарастването на цените. През третото тримесечие е възможно в някои месеци да бъде отчетена дефлация на годишна база. През четвъртото тримесечие очакваме инфлацията да се запази положителна на ниско равнище.

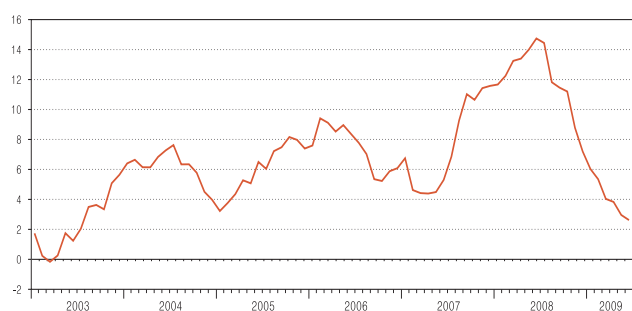
През първата половина на годината се запази тенденцията към понижаване на инфлацията на годишна база, като през юни тя достигна 2.6% (7.2% в края на 2008 г.).

Двете групи с основен принос за забавянето на инфлацията от втората половина на 2008 г. – храните и горивата – продължиха да определят ясно изразения ѝ низходящ тренд и през първите две тримесечия на тази година. Ценовата динамика при храните и горивата отразява както глобалната тенденция към понижаване на цените им, така и продължаващото влияние на повишеното предлагане на основни суровини за производство на храни поради добрата реколта в страната през 2008 г.

От началото на годината се наблюдава рязко спадане на инфлацията при храните, като към юни техните цени остават близо до равнището си от година по-рано и имат принос от 0.1 пр.п. към годишната инфлация (1.5 пр.п. към годишната инфлация през декември). Приносът на горивата за инфлацията на годишна база през юни се запазва отрицателен (-1.3 пр.п.) поради базов ефект въпреки повишаването на цените им. За сравнение тази група имаше принос от -1 пр.п. към годишната инфлация през декември.

## Хармонизиран индекс на потребителските цени

(инфлация спрямо съответния месец на предходната година, %)

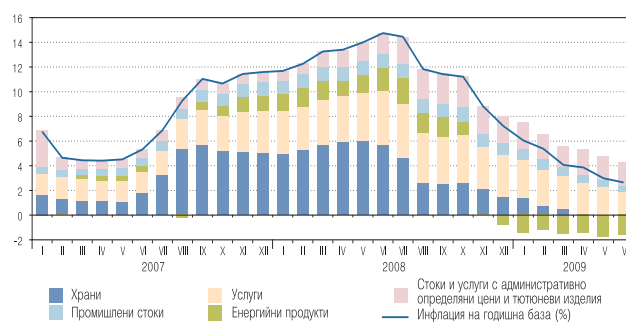


Източник: НСИ.

Важен фактор за снижаването на общия темп на инфлация от четвъртото тримесечие на 2008 г., освен ценовата динамика при храните и горивата, е започналото забавяне на растежа на потребителското търсене, което през първото тримесечие на тази година регистрира спад от 6.3%.

## Темп на инфлация спрямо съответния месец на предходната година и принос на основните групи стоки и услуги\*

(спрямо съответния месец на предходната година, %)



\* Изложената структура съответства на класификацията на Евростат, като допълнително са отделени тютюневите изделия и стоките и услугите с административно определяни цени.

Източници: НСИ, БНБ.

Нарасналата несигурност на икономическата среда поражда предпазливост в поведението на домакинствата. Тя намира израз в повишаване на склонността към спестяване и ограничаване на потребителските разходи независимо от все още положителната динамика на реалните доходи (виж тук раздел *Икономическа активност*). Започналото нарастване на безработицата и влошаването на очакванията за нея, както и сравнително по-трудният достъп до кредит и повишаването на лихвените проценти по депозитите също засилват склонността към спестяване и потискат търсенето. Спадът в реалното потребление на домакинствата е основен фактор за забавянето на годишния темп на нарастване на цените на услугите и нехрани-

телните стоки (без горивата). Към юни приносът на услугите в инфлацията на годишна база е 1.8 пр.п. (3.4 пр.п. през декември), а на нехранителните стоки – съответно 0.5 пр.п. (1 пр.п. в края на 2008 г.). Базов ефект, определен от ускореното повишаване на цените на някои услуги (като тези за транспорт и обществено хранене) през първата половина на 2008 г., също спомага за бързия спад на инфлацията при услугите.

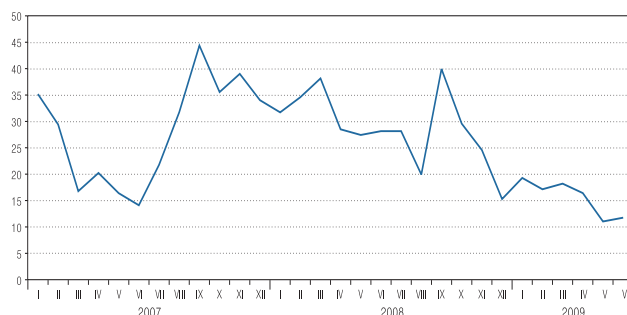
За разлика от предходната година, когато поради повишаването на акциза на тютюневите изделия тяхното поскъпване се реализира плавно през годината, през 2009 г. в тази група бе отчетено еднократно значително поскъпване през април поради по-краткия гратисен период. В резултат на ускоряването на годишния темп на нарастване на цените на тютюневите изделия в началото на второто тримесечие на тази година не бе реализирано по-бързо понижаване на общата инфлация. Общият принос на тютюневите изделия и на стоките с административно определяни цени към годишната инфлация през юни бе близо до равнището си през декември 2008 г. – около 2 пр.п.

Натрупаната инфлация от началото на година та до юни достигна 1.2% (с 4.5 пр.п. по-ниска от тази през същия период на 2008 г.). Основен положителен принос за нея имат тютюневите изделия (0.7 пр.п.), горивата (0.5 пр.п.) и услугите (0.4 пр.п.). Общото равнище на цените

на храните през юни е с 2% по-ниско спрямо края на 2008 г. (с принос от -0.5 пр.п.), а при нехранителните стоки дефлацията е по-ниска (-0.2%) и определя принос на тази група от -0.03 пр.п. Натрупаната инфлация без тютюневи изделия и административно определяни цени е минимална (0.3%) и отразява значителното отслабване на инфлационния натиск в страната поради спада в икономическата дейност.

Ограниченото нарастване на потребителските цени от края на 2008 г. е видно и от данните за индекса на дифузия, отчитащ дела на групите от потребителската кошница с месечно поскъпване, по-високо от 1%. Според него през юни такова нарастване на цените се наблюдава при едва 12% от групите в кошницата.

#### Индекс на дифузия\*



\* Индексът на дифузия е изчислен на равнище елементарни агрегати от потребителската кошница и представлява относителен дял на агрегатите с месечен темп на нарастване на цените, по-висок от 1%.

Източници: НСИ, БНБ.

#### Темп на нарастване на цените на основните групи стоки и услуги и приносът им към натрупаната инфлация

	януари – юни 2008 г.		януари – юни 2009 г.		юни 2008 г. – юни 2009 г.	
	темп на инфлация по групи, %	принос, пр.п.	темп на инфлация по групи, %	принос, пр.п.	темп на инфлация по групи, %	принос, пр.п.
Инфлация (%)	5.7		1.2		2.6	
<b>Храни</b>	<b>3.3</b>	<b>0.83</b>	<b>-2.2</b>	<b>-0.53</b>	<b>0.2</b>	<b>0.07</b>
Преработени храни	5.1	0.81	-2.1	-0.33	-2.1	-0.32
Непреработени храни	0.2	0.02	-2.2	-0.20	4.2	0.39
<b>Услуги</b>	<b>6.6</b>	<b>1.91</b>	<b>1.2</b>	<b>0.37</b>	<b>6.1</b>	<b>1.80</b>
Обществено хранене	7.1	0.76	2.3	0.27	9.7	1.06
Транспортни услуги	14.0	0.71	-0.9	-0.04	0.8	0.05
Телекомуникационни услуги	-0.9	-0.04	-0.7	-0.03	-1.0	-0.04
Други услуги	5.4	0.48	1.9	0.17	8.2	0.73
<b>Енергийни продукти</b>	<b>16.0</b>	<b>1.38</b>	<b>5.5</b>	<b>0.42</b>	<b>-17.6</b>	<b>-1.66</b>
Транспортни горива	16.5	1.28	6.9	0.46	-20.2	-1.34
<b>Промислени стоки</b>	<b>2.2</b>	<b>0.38</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.03</b>	<b>3.0</b>	<b>0.51</b>
<b>Стоки и услуги с административно определяни цени</b>	<b>4.4</b>	<b>0.72</b>	<b>1.6</b>	<b>0.25</b>	<b>7.2</b>	<b>1.14</b>
<b>Тютюневи изделия</b>	<b>12.6</b>	<b>0.43</b>	<b>23.3</b>	<b>0.67</b>	<b>26.1</b>	<b>0.76</b>

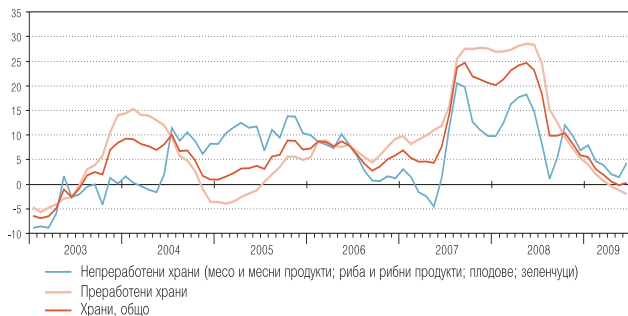
Източници: БНБ, НСИ.

## Цени на храните

През първата половина на 2009 г. храните продължиха да имат основен принос за спада на инфлацията. Това се дължеше на ясно изразената тенденция към забавяне в темповете на нарастване на цените им и на сравнително високото им тегло в потребителската кошница (25%). През юни цените на храните регистрираха незначително нарастване спрямо същия месец на предходната година, като основно значение за тази динамика имаше ускоряването на годишната инфлация при непреработените храни. Същевременно при цените на преработените храни се отчита поевтиняване на годишна база.

### Хармонизирани индекси на цените на храните

(инфлация спрямо съответния месец на предходната година, %)

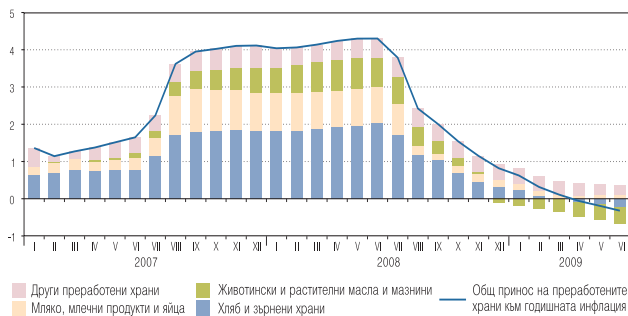


Източници: НСИ, БНБ.

Основен натиск за намаляване на цените на храните оказва повишеното предлагане особено на зърнени и на маслодайни култури в резултат на много добрата реколта през 2008 г., което продължи да се отразява върху тях и през първата половина на 2009 г.

### Принос на основните групи преработени храни към годишната инфлация

(пр.п.)



Източници: НСИ, БНБ.

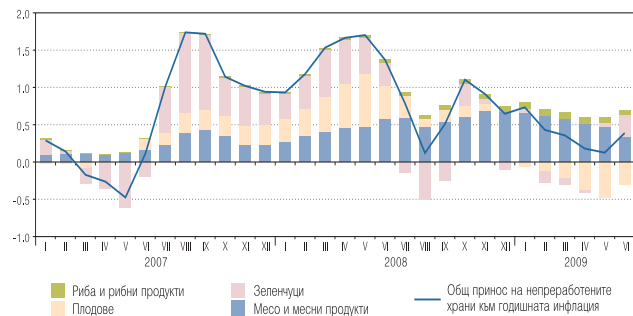
Инфлацията при преработените храни се забавя много бързо и към юни в тази група бе отчетена дефлация на годишна база от -2.1%.

Основен принос за понижаването на общата инфлация на потребителските цени имат групите *хляб и зърнени храни* и *растителни масла*. В групата на непреработените храни определящо значение за спада на общата инфлация от края на 2008 г. имат месото и месните продукти. В същото време наблюдаваното в края на второто тримесечие на 2009 г. ускоряване на годишната инфлация при зеленчуците и в по-малка степен при плодовете действа в противоположна посока спрямо общата инфлация.

Цените на производител в хранителната промишленост спадат с 5.9% на годишна база през май, което показва, че в групата на храните (без зеленчуците и плодовете) може да се очаква допълнително прехвърляне на по-ниските производствени цени към цените за крайните потребители през следващите няколко месеца.

### Принос на основните групи непреработени храни към годишната инфлация

(пр.п.)



Източници: НСИ, БНБ.

Поради базов ефект ниската инфлация при храните през третото тримесечие вероятно ще се запази или може да бъде регистрирана дефлация в резултат най-вече на динамиката при преработените храни, чиито цени все още ще зависят от запасите от производствени суровини от реколтата от 2008 г. През последното тримесечие на годината е налице несигурност по отношение на цените на храните поради неяснотата по отношение на реколтата през тази година. Вероятно при някои от преработените храни може да бъде отчетено слабо нарастване на цените на тримесечна база. Въпреки това нашите очаквания са до края на 2009 г. цените на храните да останат близки до равнището си от миналата година.

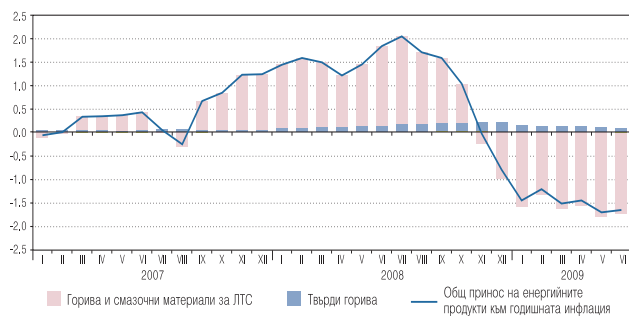
## Цени на енергийните продукти

През първата половина на годината цените на енергийните продукти (без тези с административни цени) продължиха да се понижават на годишна база в резултат на значителния спад в цената на петрола в сравнение с равнището ѝ през същия период на 2008 г. С това те допринесоха за снижаването на общата инфлация на годишна база.

Нарастването на цената на петрола от 37 евро/барел през март до около 49 евро/барел през юни бе съпроводено с поскъпване на горивата – основния компонент в групата на енергийните продукти – с около 12%. Въпреки това поради базов ефект годишното изменение на цените на енергийните продукти през юни се запази отрицателно и достигна -18% (-20% съответно при горивата).

### Принос на основните групи енергийни продукти (без тези с административно определяни цени) към годишната инфлация

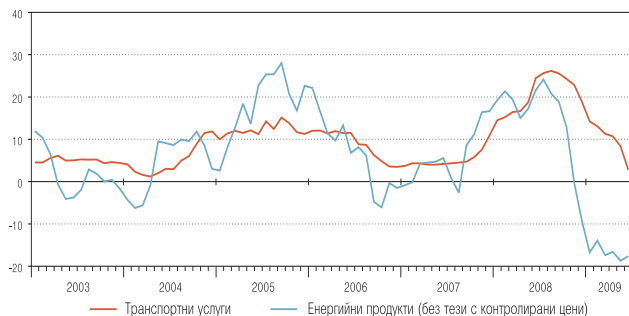
(пр.п.)



Източници: НСИ, БНБ.

### Хармонизирани индекси на цените на енергийните продукти и транспортните услуги

(инфлация спрямо съответния месец на предходната година, %)



**Забележка:** Енергийните продукти без тези с контролирани цени включват горива и смазочни материали за лични транспортни средства; твърди, течни и газообразни горива за битово потребление.

Източници: НСИ, БНБ.

Годишната инфлация при транспортните услуги (включваща и тези с административно определяни цени) продължи да следва ясно изра-

зен низходящ тренд, въпреки че той е по-бавен от този при горивата.

Макар в двете подгрупи на транспортните услуги (с пазарно определяни и с административни цени) да се наблюдава сходна тенденция, тя е много по-силно изразена в първата група. Това се дължи на дефлацията в тази група от началото на годината, която, дори и незначителна (-0.9%), позволява по-бързо забавяне на годишния темп на инфлация в сравнение с този при вътрешноселищния и железопътния транспорт, при които не се отчитат намаления на цените поради по-голямата им негъвкавост в посока надолу.

Очакванията цената на петрола да се колебае в границите 60–80 щ.д. през втората половина на годината ще оказват допълнително влияние върху цените на горивата. Очаква се годишната дефлация при енергийните продукти да се запази, макар и по-слабо изразена, и през третото тримесечие и с това да допринесе за понижаването на общия темп на инфлацията. В края на годината в резултат на базов ефект, определен от значителното поевтиняване на горивата през същия период на предходната година, годишният растеж на цените на енергийните продукти ще стане положителен. Очаква се тази особеност в ценовата динамика на енергийните продукти да повиши общата инфлация в края на 2009 г.

Независимо от предвижданото поскъпване на горивата вероятно ще наблюдаваме задържане или минимално повишение на цените на транспортните услуги в резултат от свиването на търсенето им. Такава динамика ще бъде свързана с нисък положителен или близък до нулев годишен темп на нарастване на цените на тези услуги в края на годината.

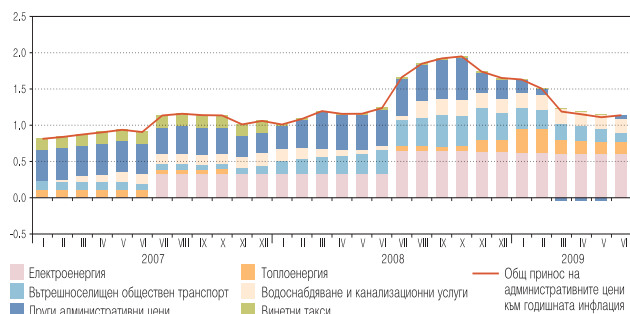
### Административно определяни цени и цени на тютюневи изделия

През първата половина на годината административно определяните цени се характеризираха с по-слабо повишение спрямо същия период на предходната година, поради което годишният им темп на нарастване се забави от 10.2% в края 2008 г. до 6.9% през май. Поскъпването на лекарствата по позитивния списък на здравната каса бе основен фактор за повишаването на инфлацията в тази група до 7.2% през юни. Общият принос на административни-

те цени към годишната инфлация в края на първата половина на годината възлиза на 1 пр.п. Най-голям принос от тях в общата хармонизирана инфлация има електроенергията (0.6 пр.п.), докато водоснабдяването и топлоенергията дават принос от по 0.2 пр.п.

#### Принос на основните групи стоки с административно определяни цени към годишната инфлация

(пр.п.)



Източници: НСИ, БНБ.

Очакваме през втората половина на 2009 г. инфлацията при административните цени да се забави съществено и в края на годината да достигне ниско положително равнище. Причина за това ще бъдат пониженията при някои групи цени, както и базов ефект, свързан с повишенията, осъществени през предходната година<sup>15</sup>. Очакванията са още в началото на третото тримесечие инфлацията при контролираните цени да отбележи рязък спад и с това да допринесе значително за забавянето на годишния темп на цялата инфлация.

Най-голямо значение за очакваното съществено забавяне на инфлацията при административните цени ще имат пониженията в цените на електроенергията и топлоенергията, както и тези в цените на едро на телефонните разговори от фиксирана към мобилна мрежа. Поевтиняването на електроенергията е с 1.6%, а на топлоенергията – с около 10–11%. Корекцията в цената на електроенергията ще има основен принос за спада на инфлацията още през юли, като силно влияние ще оказва и базов ефект, обусловен от поскъпването с 14% през юли 2008 г. Отразяването на по-ниските цени на топлоенергията в потребителската кошница вероятно ще бъде разпределено във времето. Възможно е то да има по-голям ефект върху инфлацията през последното тримесечие пора-

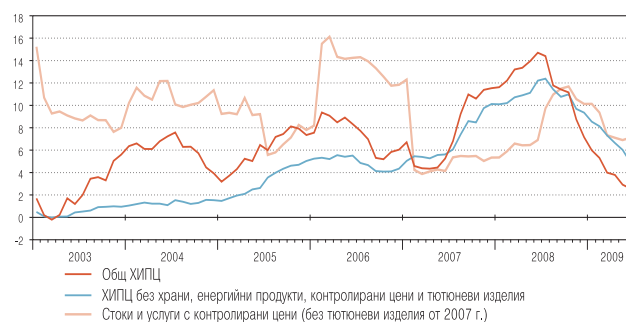
<sup>15</sup> За тези групи, за които към момента не е налице информация за промяна в цените, е направено допускане, че те няма да бъдат коригирани.

ди обвързаността на включването на цените на услугите в потребителската кошница с действителния им период на потребление.

Поевтиняването на цените на едро на телефонните разговори от фиксирана към мобилна мрежа от 1 юли също ще допринесе за забавянето на инфлацията при административните цени и с това на общата инфлация<sup>16</sup>. В допълнение, вследствие на намаляване на цените на едро в рамките само на мобилните мрежи, също в сила от 1 юли 2009 г., може да се очаква и известно поевтиняване на пазарно определяните цени на разговорите между мобилните оператори.

#### Хармонизирани индекси на стоките с контролирани и с неконтролирани цени

(инфлация спрямо съответния месец на предходната година, %)



**Забележка:** Поради зависимостта на цените на тютюневите изделия от административно определяните акцизни ставки те се разглеждат извън групата на стоките и услугите с неконтролирани цени въпреки либерализацията на пазара на тютюневи изделия от началото на 2007 г.

Източници: НСИ, БНБ.

При отсъствието на съществени корекции в някои от останалите контролирани цени с по-голямо относително тегло в потребителската кошница, като обществен транспорт и водоснабдяване, базов ефект, свързан с повишенията им през втората половина на 2008 г., ще влияе допълнително в низходяща посока на инфлацията. Очакваме такъв ефект да се прояви и при таксите за обучение във висшите училища, за които през тази година е утвърдено по-малко нарастване (с 8%) спрямо това през миналата година (с 20%). Евентуално влизане в сила още през тази година на по-високите ад-

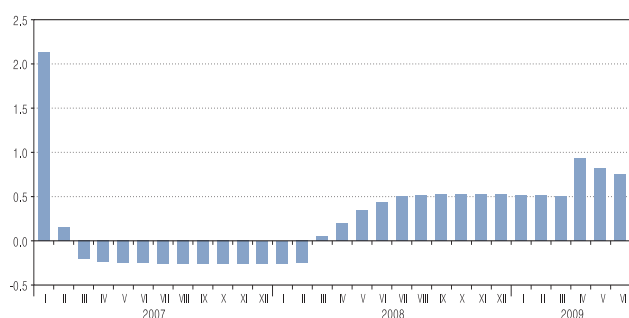
<sup>16</sup> Корекциите в тези цени са в резултат на синхронизацията на политиката на Комисията за регулиране на съобщенията с препоръките на Европейската комисия по отношение на пазара на фиксирани и мобилни услуги в страната. По информация на Комисията за регулиране на съобщенията от 13.03.2009 г. въвеждането на симетрия между тарифите от фиксирана към мобилна и от мобилна към мобилна мрежа ще доведе до понижаване на цените от фиксирана към мобилна мрежа съответно с 14% за силен трафик и 24% за слаб трафик.

министративни такси за издаване на лични документи би могло да влияе във възходяща посока върху годишната инфлация при административните цени.

Тютюневите изделия имат най-висок принос към натрупаната инфлация от началото на годината. За първото полугодие повишаването на цените на цигарите поради по-високия акциз за тази година е по-голямо от предварително очакваното (15–16%) и достига около 23%. В сравнение с 2008 г., когато тяхното поскъпване се реализира плавно през годината, през тази бе отчетено еднократно значително поскъпване през април (с 18%), което вероятно се дължи на скъсяването на гратисния период за продажба по стари цени до първите 3 месеца на годината. При допускане за задържане на цените на тютюневите изделия на достигнатото вече равнище годишната инфлация при тях ще се забави до около 23% през декември (от 26% през май). Очакваме заедно с горивата тютюневите изделия да имат основен принос за инфлацията в края на годината.

#### Принос на тютюневите изделия към годишната инфлация

(пр.п.)



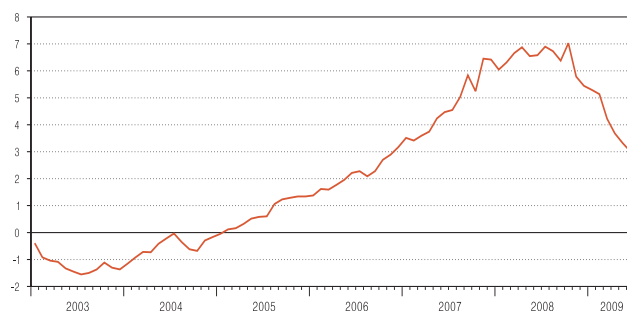
Източници: НСИ, БНБ.

#### Цени на промишлените стоки

Под влияние на свиването на потребителското търсене тенденцията към забавящо се нарастване на цените на промишлените стоки, започнала през последните няколко месеца на 2008 г., се запази и през първата половина на тази година. През юни цените на стоките в тази група отбелязаха поскъпване с 3.0% спрямо същия месец на миналата година (при годишен растеж от 5.4% през декември).

#### Хармонизиран индекс на цените на промишлените стоки без енергийни продукти и без стоките с административно определяни цени

(инфлация спрямо съответния месец на предходната година, %)



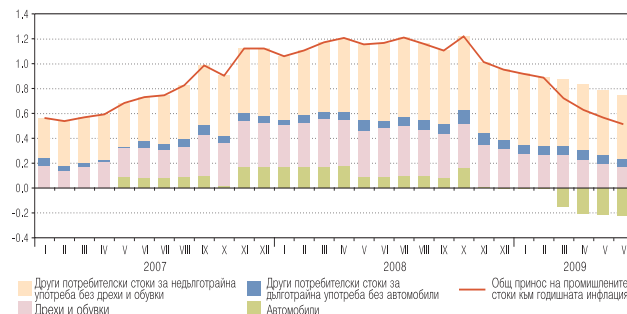
Източници: НСИ, БНБ.

Намаляването на приноса на нехранителните стоки към инфлацията се дължи основно на понижаването на цените на автомобилите и побавните темпове на нарастване на цените на дрехите и обувките.

В същото време при останалите нехранителни стоки не се отчита толкова бързо снижаване на инфлацията. Това, от една страна, може да се обясни с факта, че фирмите вероятно не изпитват толкова силно ограничаване на търсенето, както при търговията с автомобили, дрехи и обувки, което може да е характерно особено за стоките за краткотрайна употреба. На второ място, трябва да се отчита сравнително по-големият относителен дял на горните три групи в индекса на потребителските цени, поради което тяхното влияние върху общата инфлация е по-изразено. Трето, значение може да има и различен базов ефект при отделните групи стоки.

#### Принос на основните групи промишлени стоки (без енергийни продукти и стоки с административно определяни цени) към годишната инфлация

(пр.п.)



Източници: НСИ, БНБ.



Наблюдението за свиване на потреблението основно на предмети за дълготрайна употреба, както и на дрехи и обувки, се потвърждава от промишлените продажби на вътрешния пазар, приходите в търговията на дребно, вноса и търговията с автомобили, домакинските бюджети и наблюдението на потребителите (виж тук раздел *Икономическа активност*). По-ниското търсене предимно на стоки за дълготрайна употреба, като автомобили, се определя в значителна степен от зависимостта от финансиране на покупките с кредит. Нарасналата несигурност за икономическата среда и влошаването на очакванията за безработицата и доходите ограничават търсенето на кредити, а освен това влияние оказва и самото затягане на кредитната политика на банките. В същото време определящо значение за по-устойчивата ценова динамика при предметите за краткотрайна употреба има по-постоянният характер на тяхното търсене.

Последните данни от стопанската конюнктура в търговията на дребно за юни показват, че преобладаващото мнение в сектора е за запазване на равнището на цените през следващите три месеца. Тези данни може да се разглеждат като индикатор, че свиването на търсенето продължава да потиска цените на нехранителните стоки.

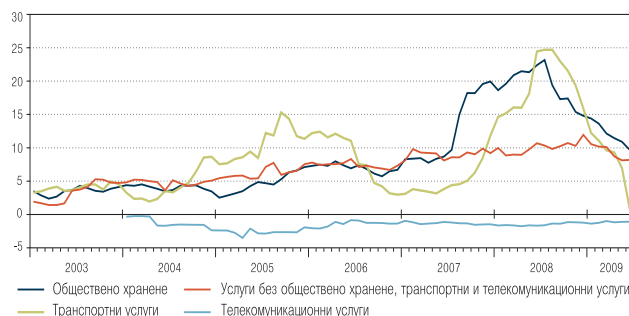
Очакваме до края на годината инфлацията при нехранителните стоки да продължи постепенно да се забавя поради намаляването на потребителското търсене в резултат от по-високата безработица и несигурността по отношение на доходите. В края на годината очакваме нисък положителен темп на нарастване на цените на нехранителните стоки. Тенденцията към свиване на търсенето на предмети за дълготрайна употреба, дрехи и обувки вероятно ще се запази, а потреблението на останалите групи стоки ще зависи от степента на ограничаване на търсенето им.

### Цени на услугите

През първата половина на 2009 г. годишната инфлация при услугите (без тези с контролирани цени) продължи низходящия си тренд. През юни цените на услугите отбелязаха поскъпване с 6.1% спрямо същия месец на 2008 г. Годишният растеж на цените в тази група бе с 5.7 пр.п. по-нисък от този в края на предходната година. Поради сравнително високия относителен дял на услугите в потребителската кошница (30%) това допринесе съществено за бързото намаляване на общата инфлация.

Хармонизиран индекс на цените на услугите без тези с контролирани цени

(инфлация спрямо съответния месец на предходната година, %)



Източници: НСИ, БНБ.

Базов ефект поради ускореното повишаване на цените на услугите в началото на 2008 г. води до бърз спад на инфлацията на годишна база през първата половина на тази година. Това се отнася особено за цените на транспортните услуги и общественото хранене, върху които ценовата динамика при горивата и храните през тази година оказва значително по-слаб натиск в сравнение със същия период на 2008 г.

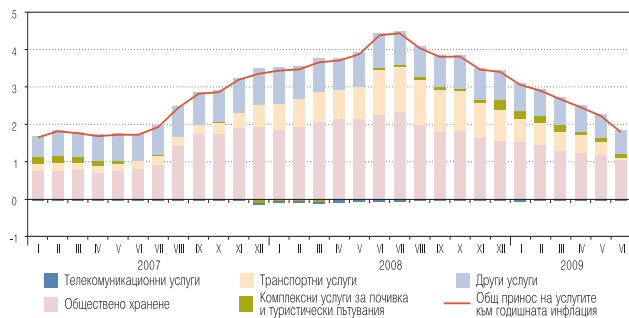
Както и при нехранителните стоки, силно понижената ценова динамика при услугите е резултат основно на спада в икономическата активност, който влияе негативно върху потреблението на домакинствата. Фирмите в сектора се сблъскват с нараснала несигурност в икономическата среда, поради което са принудени да ограничават своите разходи, в това число и разходите си за труд. Така те придобиват по-добри позиции на пазара при засилената конкуренция в условията на по-малко търсене. Нарастването на цените на услугите от началото на годината до юни едва с 1.2% (спрямо 6.6% през миналата година) показва, че ценовата политика на фирмите е значително по-предпазлива от тази през 2008 г.

В условията на продължаващ икономически спад тенденцията към понижаване на годишния темп на нарастване на цените на услугите ще се запази. По-силен спад на инфлацията в тази група може да се очаква в началото на третото тримесечие поради очакваните по-малки сезонни повишения на цените на общественото хранене и комплексните услуги за почивка и туристически пътувания. През това тримесечие

очакваме принос за спада на инфлацията при услугите да имат и телекомуникационните услуги в резултат на намалението на цените на едро в мобилните мрежи, в сила от 1 юли 2009 г. В края на годината цените на услугите вероятно ще останат с нисък положителен растеж спрямо същия период на 2008 г.

**Принос на основните групи услуги  
(без тези с административно определяни цени)  
към годишната инфлация**

(пр.п.)



Източници: НСИ, БНБ.

**Очаквания за инфлацията през втората половина на годината**

Очакваме през третото тримесечие годишната инфлация да продължи да спада. Намаляването на потребителското търсене в резултат

на спада в икономическата активност и свързаните с него по-висока безработица и несигурност по отношение на доходите ще ограничават нарастването на цените. За понижаването на инфлацията ще допринесе и базов ефект поради ускореното повишаване на цените миналата година, както и пониженията в някои административни цени. През някои месеци е възможно инфлацията да достигне близки до нулеви равнища или временно да бъде отчетена дефлация.

През четвъртото тримесечие очакваме инфлацията да се запази положителна на ниско равнище, а в края на годината да бъде в интервала 0–1%. Влияние върху инфлацията в края на годината ще окаже базов ефект, свързан със значителното поевтиняване на горивата през последните месеци на 2008 г. Очакваме заедно с горивата тютюневите изделия да имат основен принос за инфлацията в края на 2009 г. Известни рискове пред прогнозата произтичат от възможна по-силно възходяща динамика при горивата и храните, при която степента на прехвърляне на по-високите разходи в крайните цени ще зависи от потребителското търсене и възможността на фирмите да ограничават други свои разходи.