

Икономически преглед

4/2015 г.



БЪЛГАРСКА
НАРОДНА
БАНКА

Икономически преглед

4/2015 г.



БЪЛГАРСКА
НАРОДНА
БАНКА

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. Процесите и тенденциите при международната конюнктура също са обект на анализ, тъй като българската икономика е под прякото им въздействие. Изданието предлага и количествени оценки за развитието на основните макроикономически показатели в краткосрочна перспектива – инфлация, икономически растеж, износ, внос, търговско салдо и текуща сметка на платежния баланс, преки чуждестранни инвестиции, динамика на паричните и кредитните агрегати.

„Икономически преглед“, бр. 4 от 2015 г., е представен на УС на БНБ на заседанието му на 10 февруари 2016 г. В него са използвани статистически данни и информация, публикувани до 27 януари 2016 г.

Публикуваните оценки и прогнози не следва да се считат за 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 рубрика *Изследвания и публикации*, 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.

© Българска народна банка, 2016

1000 София, пл. „Княз Александър I“ № 1

Тел. 02 9145-1906, 1271, 1469

Интернет страница: www.bnb.bg

Материалите са получени за редакционна обработка на 12 февруари 2016 г.

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

Издателска подготовка, печат и книговезко изпълнение – отдел „Печатни издания“, дирекция „Административна“

ISSN 1312–4196 (на хартия)

ISSN 2367–4954 (онлайн)

Съдържание

Резюме	7
1. Външна среда	9
Конюнктура	9
Международни цени на основни стоки	21
2. Финансови потоци, пари и кредит	24
Външни финансови потоци	24
Парични и кредитни агрегати	27
Лихвени проценти	32
Финансови потоци между сектор „държавно управление“ и другите сектори на икономиката	37
3. Икономическа активност	40
Текуща конюнктура	40
Поведение на домакинствата	43
Влияние на фискалната политика върху икономиката	46
Поведение на фирмите и конкурентоспособност	51
Износ и внос на стоки и услуги	55
4. Инфлация	61
5. Прогноза на БНБ за основни макроикономически показатели за 2015–2017 година	68

Акценти

- Процес на нормализиране на паричната политика в САЩ 17
- Основни параметри на Закона за държавния бюджет на Република България за 2016 г. и на актуализираната средносрочна бюджетна прогноза за периода 2016–2018 г. 49

Графики

Глобални индекси <i>PMI</i>	9
Световна търговия.....	9
Инфлация, измерена чрез ИПЦ.....	10
Принос по държави за растежа на реалния БВП на еврозоната (на тримесечна база).....	10
Принос по компоненти за растежа на реалния БВП на еврозоната (на тримесечна база).....	11
Индекси на потребителското доверие в еврозоната.....	11
<i>PMI</i> на преработващата промишленост и услугите.....	11
Инфлация в еврозоната.....	12
Равнище на безработицата и растеж на заетостта в еврозоната.....	12
Месечни покупки на ценни книжа по разширената програма (APP) на ЕЦБ.....	13
Разпределение на средства по целевите операции на ЕЦБ по дългосрочно рефинансиране (TLTRO).....	13
Лихвени проценти на ЕЦБ, ЕОНИА и излишък от ликвидност в еврозоната.....	14
Динамика на ЮРИБОР.....	14
Принос по компоненти за растежа на БВП на САЩ (на тримесечна база).....	14
Индекси на доверието на потребителите в САЩ.....	15
Индекси <i>ISM-PMI</i> на преработващата промишленост и услугите и растеж на БВП (на тримесечна база) в САЩ.....	15
Инфлация в САЩ.....	16
Равнище на безработицата и брой на новонаетите работници в неаграрния сектор на САЩ.....	16
Структура на баланса на Системата на Федералния резерв.....	17
Целеви и ефективен лихвен процент по федералните фондове.....	18
Изменение на БВП на Китай на тримесечна и на годишна база.....	19
Изменение на компонентите на БВП на Китай (на тримесечна база).....	19
Индекси <i>PMI</i> на услугите и на промишлеността в Китай.....	20
Ценови индекси в Китай (годишен темп на изменение).....	20
Инвестиции в основен капитал (общо) и в избрани сектори в Китай.....	20
Обменен курс <i>юан/долар</i> и индекс за ефективния обменен курс на юана.....	21
Дял на валутите в индекса на Китайската валутна търговска система (CFETS) за ефективния обменен курс на юана.....	21
Валутни резерви на Китай.....	21
Цена на суровия петрол тип „Брент“.....	21
Предлагане и търсене на суров петрол в света (по тримесечия).....	22
Цени на фючърси на суров петрол тип „Брент“.....	22
Индекси на цените на основни суровини и стокови групи.....	23
Динамика на текущата и капиталовата сметка и принос по компоненти (на годишна база).....	24
Динамика на финансовата сметка и принос по компоненти (на годишна база).....	26
Преки инвестиции – пасиви, по вид инвестиция (на годишна база).....	27
МЗ и принос на агрегата по компоненти.....	27
Депозити на нефинансови предприятия и домакинства.....	28
Депозити на банките в БНБ.....	28
Резервни пари.....	28
Пари в обращение.....	29
Покупко-продажба на валута между БНБ и банките (на месечна база).....	29
Вземания от нефинансови предприятия и домакинства.....	30
Годишен растеж на кредита за нефинансови предприятия и принос по видове кредити.....	30
Нови кредити за нефинансови предприятия (месечни обеми).....	30
Годишен растеж на кредита за домакинства и принос по видове кредити.....	31
Нови кредити за домакинства (месечни обеми).....	31
Изменения в кредитните условия.....	32
Лихвени проценти на междубанковия паричен пазар.....	33
Крива на доходност на инструментите на междубанковия паричен пазар.....	33
Лихвени проценти по новодоговорени срочни депозити.....	34
Разпределение на лихвените проценти по новодоговорени срочни левови депозити на домакинства.....	34
Лихвени проценти по новодоговорени кредити по валути за нефинансови предприятия.....	35
Лихвени проценти и ГПР на новодоговорени кредити за домакинства.....	35
Разпределение на лихвените проценти по новодоговорени жилищни кредити в евро.....	36
Лихвени проценти на първичния и вторичния пазар на ДЦК със срочност 10 години и 6 месеца.....	36
Влияние на консолидирания бюджет върху ликвидността на останалите сектори (по тримесечия).....	37
Принос по компоненти на крайното използване за растежа на БВП.....	40
Бизнес климат и доверие на потребителите.....	41
Фактори, затрудняващи дейността на предприятията.....	41
Заетост и номинален фонд „работна заплата“.....	43
Икономическа активност и дял на обезкуражените лица.....	43
Равнище на безработица.....	43
Частно потребление и доверие на потребителите.....	44
Очаквания на домакинствата за безработицата през следващите 12 месеца.....	44
Склонност на домакинствата към спестяване и очаквания.....	44
Принос на основните групи приходи за растежа на общите приходи и помощи, с натрупване (на годишна база).....	46

Принос на основните групи данъци за растежа на данъчните приходи, с натрупване (на годишна база)	47
Принос на основните групи разходи за растежа на общите бюджетни разходи, с натрупване (на годишна база)	47
Принос на компонентите на правителственото потребление за растежа на реалния БВП	48
Растеж на добавената стойност и принос по сектори	51
Динамиката на оборота в промишлеността	51
Динамика на строителната продукция и издадени разрешителни за строеж на нови сгради	51
Очаквания за бъдещата икономическа активност	52
Брутен опериращ излишък по текущи цени	52
Принос за изменението на броя заети по икономически дейности	52
Компенсация на един нает по текущи цени	53
Динамика на производителността на труда (добавена стойност на един зает)	53
Разходи за труд на единица продукция	53
Принос на изменението на факторите на производството за растежа на БВП	54
Индекс на промишленото производство и натовареност на производствените мощности в промишлеността	54
Динамика на износа и вноса на стоки	55
Динамика на износа и вноса на услуги	55
Динамика на износа към ЕС и към страните извън ЕС	56
Географско разпределение на износа на стоки	56
Износ на машини, транспортни средства, апарати, инструменти, оръжия	57
Износ на минерални продукти и горива	57
Износ на неблагородни метали и изделия от тях	57
Износ на продукти от животински и растителен произход, храни, напитки, тютюни	58
Износ на химически продукти, пластмаси, каучук	58
Годишно изменение на износа на услуги и принос по подкомпоненти	58
Внос на енергийни ресурси	59
Внос на суровини и материали	59
Внос на потребителски стоки	60
Внос на инвестиционни стоки	60
Годишно изменение на вноса на услуги и принос по подкомпоненти	60
Инфлация на годишна база и принос на основните групи стоки и услуги за нея	61
Темп на изменение на ИЦП в промишлеността и на ХИПЦ	62
Темп на изменение на ИЦП за вътрешния пазар и принос по основни подсектори	62
Годишен темп на изменение на цените на производител за вътрешния пазар по основни производствени групировки	62

Темп на изменение на индекса на цените на храните	63
Принос на нехранителните стоки (без енергийни продукти) и на основните подгрупи стоки за общата инфлация	63
Базисна инфлация	63
Принос на услугите и на основните подгрупи услуги за общата инфлация	64
Принос на основни подгрупи административно определяни цени за общата инфлация	64
Индекс на дифузия по основни групи стоки и услуги	65
Очаквания за продажните цени в промишлеността, търговията на дребно и услугите през следващите 3 месеца	65
Годишен темп на нарастване на номиналния оборот	66
Ветрилообразна графика за очаквания годишен темп на изменение на реалния БВП	70
Ветрилообразна графика за очаквания годишен темп на изменение на инфлацията в края на периода	71
Основни блокове и най-важни посоки на влияние между блоковете в прогностичния модел на БНБ	73

Таблицу

Прогнози за годишното изменение на реалния БВП на еврозоната	12
Прогнози за годишната инфлация в еврозоната	12
Потоци по основни сметки на платежния баланс	25
Потоци на банките по финансовата сметка на платежния баланс	26
Брутен външен дълг към октомври 2015 г.	27
Растеж на БВП по компоненти на крайното използване	42
Динамика на заетостта и доходите	45
Оборот в търговията на дребно	46
Приходи, разходи и бюджетно салдо по консолидираната фискална програма за 2014–2015 г.	48
Растеж на брунтата добавена стойност	54
Нетен износ на групите стоки по начин на използване, януари – октомври 2015 г.	55
Износ по стокови групи за периода януари – октомври 2015 г.	56
Внос на групите стоки по начин на използване, януари – октомври 2015 г.	59
Темп на изменение на цените на основните групи стоки и услуги и принос на тези групи за инфлацията	67
Прогноза за основните макроикономически показатели за периода 2015–2017 г.	71

Абревиатури и съкращения

АЗ	Агенция по заетостта
БДС	брутна добавена стойност
БНБ	Българска народна банка
БВП	брутен вътрешен продукт
ГПР	годишен процент на разходите
ДДС	данък върху добавената стойност
ДДФЛ	данък върху доходите на физическите лица
дол.	долар
ДОО	държавно обществено осигуряване
ДЦК	държавни ценни книжа
ЕИБ	Европейска инвестиционна банка
ЕК	Европейска комисия
ЕОНИА	<i>Euro OverNight Index Average (EONIA)</i> , регистрирана марка на Европейския институт за паричните пазари, <i>EMMI</i>)
ЕС	Европейски съюз
ЕСС	Европейска система от сметки
ЕЦБ	Европейска централна банка
ЗДБРБ	Закон за държавния бюджет на Република България
ЗМР	задължителни минимални резерви
ИПЦ	индекс на потребителските цени
ИЦП	индекс на цените на производител
КЕВР	Комисия за енергийно и водно регулиране
КН	Комбинирана номенклатура
КПР	крайни потребителски разходи
КТБ	„Корпоративна търговска банка“ АД
КФП	Консолидирана фискална програма
ЛЕОНИА	лихвен процент по реални сделки с необезпечени овърнайт депозити в левове, предоставени на междубанковия пазар
ЛИБОР	лондонски междубанков лихвен процент
М1	тесни пари
М2	М1 и квазипари
М3	широки пари
МАЕ	Международна агенция по енергетика
МВФ	Международен валутен фонд
МСС	Международни счетоводни стандарти
МФ	Министерство на финансите
н.д.	некласифицирани другаде
НЗОК	Национална здравноосигурителна каса
НРС	Наблюдение на работната сила
НСИ	Национален статистически институт
НТООД	нетърговски организации, обслужващи домакинствата
НФП	нефинансови предприятия
ОИСР	Организация за икономическо сътрудничество и развитие
ОЛП	основен лихвен процент
ОПЕК	Организация на страните – износители на петрол
ПФИ	парично-финансови институции
ПЧИ	преки чуждестранни инвестиции
РЗ	работна заплата
РТЕП	разходи за труд на единица продукция
СБ	Световна банка
СВТК	Стандартна международна външнотърговска класификация на стоките
СНС	Система на националните сметки
СНФУ	стоки и нефакторни услуги
СПТ	специални права на тираж
СФР	Система на Федералния резерв
УС	управителен съвет
ФГВБ	Фонд за гарантиране на влоговете в банките
ХИПЦ	хармонизиран индекс на потребителските цени
ЦДУ	централно държавно управление
ЮРИБОР	<i>Euro InterBank Offered Rate (EURIBOR)</i> , регистрирана марка на Европейския институт за паричните пазари, <i>EMMI</i>)

ABS	<i>Asset-backed security</i>
ABSPP	<i>Asset-backed security purchase programme</i> (програма за изкупуване на обезпечени с активи ценни книжа)
APP	<i>Asset Purchase Programme</i> (разширена програма на ЕЦБ за закупуване на активи)
CBPP	<i>Covered bond purchase programme</i> (програма за изкупуване на деноминирани в евро обезпечени облигации)
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
cif	<i>cost, insurance, freight</i>
COMEX	<i>Commodity Exchange</i>
EMBI	<i>Emerging Markets Bond Index</i>
ETFs	фондове за инвестиции в борсово търгувани стоки
fob	<i>free on board</i>
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i> (Федерален комитет по операциите на открития пазар в САЩ)
HRW	<i>hard red wheat</i>
ISM	<i>Institute for Supply Management</i> (Институт по управление на доставките)
MBS	ценни книжа, обезпечени с ипотечи върху търговски имоти
OIS	<i>Overnight Indexed Swap</i>
OMT	<i>Outright Monetary Transactions</i>
PMI	<i>Purchasing Managers' Index</i> (индекс на мениджърите по продажбите)
PSPP	<i>Public sector purchase programme</i> (програма за изкупуване на активи на публичния сектор)
TLTRO	<i>Targeted longer-term refinancing operation</i> (целева операция по дългосрочно рефинансиране)

През четвъртото тримесечие на 2015 г. общият индекс на международната конюнктура се понижи, сигнализирайки за продължаващо, но с по-бавни темпове, подобряване на икономическата активност в глобален мащаб спрямо предходното тримесечие. Продължиха да се наблюдават различия по географски региони, като според нивото на конюнктурните индикатори можеше да се очаква умерено повишение на икономическия растеж в еврозоната и забавяне на растежа в САЩ и в развиващите се икономики. Инфлацията в глобален мащаб продължи да намалява, което се определяше от пониженията на ценовите индекси както в развитите, така и в развиващите се икономики, повлияни от продължаващото понижаване на международните цени на суровините и в най-голяма степен на петрола.

Разграничаването на цикъла на паричната политика на Европейската централна банка (ЕЦБ) и на Федералния резерв се задълбочи още повече в края на 2015 г., когато централната банка на САЩ с решение от 16 декември повиши с 25 базисни точки границите на диапазона, в който може да се изменя лихвеният процент по федералните фондове от 0–0.25% на 0.25–0.50%. Основания за приемане на това решение бяха значителното подобрение на условията на трудовия пазар в САЩ и очакванията на членовете на Комитета по операциите на открития пазар (*FOMC*) на Федералния резерв за постигане на целта за инфлация в САЩ от 2% в средносрочен хоризонт. В еврозоната прогнозата за запазване на ниско ниво на инфлация бе основната причина за понижението в края на 2015 г. на лихвата по депозитното улеснение с 10 базисни точки до ниво от минус 0.30% и за увеличението на обхвата и продължителността на нестандартните мерки на паричната политика.

Рисковете от по-нисък растеж на глобалната икономика през първата половина на 2016 г. са свързани главно с възможността за по-значително забавяне на растежа в някои от развиващите се икономики, както и с неяснотата относно ефектите от започналия процес на повишаване на основните лихвени проценти в САЩ. Ако тенденцията към понижаване на международните цени на основните суровини и на петрола продължи, то това ще създаде рискове от отчитане на по-ниска глобална инфлация от очакваната към момента. Предвид тези рискове външната среда ще остане източник на несигурност за развитието на българската икономика през първата половина на 2016 г.

В периода януари – ноември 2015 г. положителното салдо по текущата и капиталовата сметка на платежния баланс отбеляза повишение спрямо същия период на 2014 г. главно в резултат от увеличението на излишъка по капиталовата сметка, свързано с нарастването на получените капиталови трансфери по програми на Европейския съюз (ЕС). Нарастването на номиналния износ на стоки с темп, по-висок от този на вноса на стоки, допринесе за свиване на дефицита по търговския баланс на годишна база през периода януари – ноември 2015 г. Влиянието на по-ниския дефицит по търговския баланс върху салдото по текущата сметка обаче бе компенсирано от увеличението на дефицита по сметка „първичен доход“. През първата половина на 2016 г. очакваме свиване на излишъка по капиталовата сметка и съответно намаляване на излишъка по текущата и капиталовата сметка.

През 2015 г. привлечените от неправителствения сектор средства в банковата система следваха тенденция към нарастване въпреки понижаващите се лихвени проценти по депозитите. Поради слабата кредитна активност в страната и липсата на инвестиционни алтернативи възможностите на банките за реализация на увеличения ресурс бяха силно ограничени и те поддържаха висока ликвидност по сметките си в централната банка. През първите две тримесечия на 2016 г. очакваме да се запази висока склонността на домакинствата към спестяване и да продължи нарастването на привлечените средства в банковата система. Прогнозираме растежът на кредита за частния сектор бавно да се повишава в съответствие с очакванията за постепенно възстановяване на икономическата активност. Очакваме динамиката на лихвените проценти по депозитите и кредитите да остане низходяща и през първата половина на 2016 г.

През третото тримесечие на 2015 г. растежът на реалния БВП се ускори спрямо предходното тримесечие и възлезе на 0.7%, като основен принос за растежа имаше частното потребление. Слаб положителен принос имаше и брутно образуване на основен капитал. Правителственото потребление се понижи спрямо предходното тримесечие. Нетният износ имаше отрицателен принос за растежа, тъй като спадът на износа на стоки и услуги на верижна база в реално изражение изпревари този при вноса на стоки и услуги.

Краткосрочните конюнктурни индикатори през четвъртото тримесечие на 2015 г. дават положителни сигнали за развитието на икономиката. Очакваното продължаващо възстановяване на търсенето на стоки и услуги при запазване на ниски цени на петрола, положителни нагласи на домакинствата и фирмите и нарастване на промишленото производство при високо натоварване на производствените мощности се предвижда да създават условия за нарастване на заетостта, доходите и инвестиционната дейност на фирмите. Въпреки това високата несигурност вероятно ще продължи да допринася за по-предпазлива инвестиционна и разходна политика на фирмите. Съответно се очаква частното потребление да нараства на верижна база, а частните инвестиции да останат слаби през първата половина на 2016 г. Правителствените инвестиции се очаква да се понижават на верижна база през този период. В реално изражение износьт на стоки и услуги се очаква да нараства с малко по-високи темпове спрямо вноса на стоки и услуги. Според описаната динамика по компоненти се очаква верижният растеж на БВП през първото и второто тримесечие на 2016 г. да се забави слабо спрямо отчетения през съответните тримесечия на 2015 г.

Годишната инфлация беше отрицателна през 2015 г. и възлезе на минус 0.9% в края на годината. Това се дължеше главно на понижаващите се международни цени на петрола, които допринесоха за значителното поевтиняване на транспортните горива, а също и на намаляването на някои административно определяни цени, които се влияят косвено от цените на горивата. Икономическата среда у нас не оказваше съществен натиск за повишение на крайните потребителски цени поради слабото нарастване на вътрешното търсене и по-ниските разходи за производство на фирмите, свързани с поевтиняването на стоките за междинно потребление и намаляването на номиналните разходи за труд на единица продукция.

Очакваме през първата половина на 2016 г. инфлацията да остане отрицателна, но с тенденция към плавно забавяне на темпа на спад. Това ще се определя главно от прогнозираното по-бавно понижение на цените на енергийните продукти и нарастване на някои цени в резултат от увеличението на винетната такса и акциза върху тютюневите изделия от началото на 2016 г.

На заседанието си на 19 ноември 2015 г. Управителният съвет на БНБ прие решение да започне публикуване два пъти годишно на прогнозите на БНБ за основни макроикономически показатели. В съответствие с решението този брой на изданието *Икономически преглед* за първи път съдържа раздел, представящ годишните прогнози на БНБ за основни макроикономически показатели до 2017 г., изготвени към 15 декември 2015 г.

Прогнозата предвижда през 2016 г. икономическият растеж да се забави до 2.1%, като специфичен за годината фактор ще бъде по-ниският обем на правителствените инвестиции. През 2017 г. очакваме реалният растеж на БВП да се ускори отново до 2.8%. Очакваме през 2016 г. при стабилизиране на международните цени на основните суровини да се преустанови дефлационната тенденция при потребителските цени у нас, а през 2017 г. при реализиране на допускането за увеличаване на международните цени инфлацията да започне бавно да се повишава.

Представената централна прогноза задава икономически обоснована най-вероятна (от гледна точка на екипа, изготвящ прогнозата) траектория за бъдещото развитие на икономиката, като в околност на тази траектория съществуват множество други възможни състояния на икономиката, които биха могли да се случат с определена вероятност. Тези обстоятелства налагат като добра практика при изготвянето и представянето на прогнози централната прогноза да бъде придружена със съответния анализ и представяне на съпътстващите рискове. На база на наличната информация за развитието на външната среда и действащите фактори във вътрешен план оценяваме рисковете пред прогнозата за икономическата активност като балансирани. Съществуват рискове от реализиране на по-ниска от прогнозната инфлация, в случай че динамиката на международните цени е по-ниска от очакванията ни.

1. Външна среда

През четвъртото тримесечие на 2015 г. общият индекс на международната конюнктура се понижи, сигнализирайки за продължаващо, но с по-бавни темпове, подобряване на икономическата активност в глобален мащаб спрямо предходното тримесечие. Продължиха да се наблюдават различия по географски региони, като според нивото на конюнктурните индикатори можеше да се очаква умерено повишение на икономическия растеж в еврозоната и забавяне на растежа в САЩ и в развиващите се икономики. Инфлацията продължи да се понижава в глобален мащаб, което се дължеше главно на продължаващото понижаване на международните цени на основни стокови групи и най-вече на петрола.

Разграничаването на цикъла на паричната политика на ЕЦБ и на Федералния резерв се задълбочи още повече в края на 2015 г., когато централната банка на САЩ с решение от 16 декември повиши с 25 базисни точки границите на диапазона, в който може да се изменя лихвеният процент по федералните фондове. Основанията за приемане на това решение бяха значителното подобрене на условията на трудовия пазар в САЩ и очакванията на членовете на Комитета по операции на открития пазар на Федералния резерв за постигане на целта за инфлация в САЩ от 2% в средносрочен хоризонт. В еврозоната прогнозата за запазване на ниско ниво на инфлация бе основната причина за предприемането на допълнителни мерки за предоставяне на ликвидност от страна на ЕЦБ.

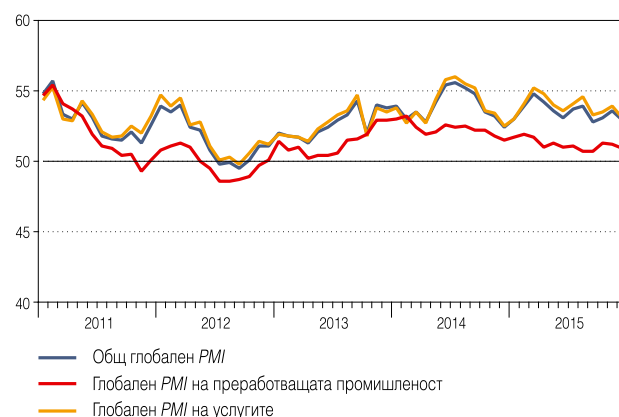
Конюнктура

През четвъртото тримесечие на 2015 г. общият индекс на международната конюнктура (глобалният PMI) се понижи спрямо средното ниво от предходното тримесечие, като понижението се дължеше на динамиката на индекса на услугите. Въпреки че през четвъртото тримесечие средната стойност на индекса на преработващата промишленост бе по-висока от тази през третото тримесечие, низходящата тенденция на индекса, наблюдавана от началото на 2014 г., се запази. През четвъртото тримесечие индексът PMI за развитите икономики, като еврозоната и САЩ, остана значително над неутралната граница от 50, докато индексът за развиващите се икономики остана под тази граница.

Разнопосочните тенденции на икономическата активност в развитите и в развиващите се икономики се отразиха и върху растежа на световната търговия по региони. Основната тенденция в динамиката на световната търговия бе в посока към понижаване, но докато САЩ и ЕС имаха положителен принос за динамиката на световната търговия, външната търговия на развиващите се страни намаля.

Инфлацията в глобален мащаб се понижи на годишна база, като през ноември достигна ниво от 1.3%. Намаляването на глобалната инфлация продължи да се определя главно

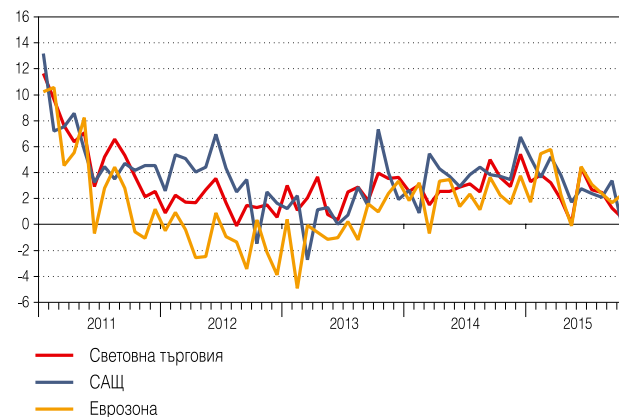
Глобални индекси PMI



Източник: JP Morgan.

Световна търговия

(годишен темп на нарастване на обема, %)



Източник: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

от понижението на цените на основни стокови групи на международните пазари и най-вече на петрола. По региони понижаване на инфлацията се наблюдаваше както в развитите, така и в развиващите се икономики.

През януари 2016 г. Международният валутен фонд (МВФ) ревизира надолу прогнозата си за глобалния икономически растеж за 2016 г.¹ Промяната отразява главно очакванията за по-нисък растеж в развиващите се икономики. Същевременно прогнозата за икономическия растеж през 2016 г. на основните търговски партньори на България от еврозоната бе ревизирана нагоре. Според МВФ рисковете за реализиране на по-нисък растеж на глобалната икономика са свързани основно с по-значително забавяне на растежа в някои от развиващите се икономики; с неяснотата относно ефектите от започналия процес на повишение на основните лихвени проценти в САЩ; с допълнителен спад в цените на суровините, както и с евентуално ескалиране на напрежението в геополитически план.

Външната среда остава основен източник на несигурност за развитието на българската икономика за първата половина на 2016 г. Въпреки това текущите макроикономически данни дават индикация за благоприятно развитие на икономическата активност в основните ни търговски партньори от еврозоната.

Еврозона

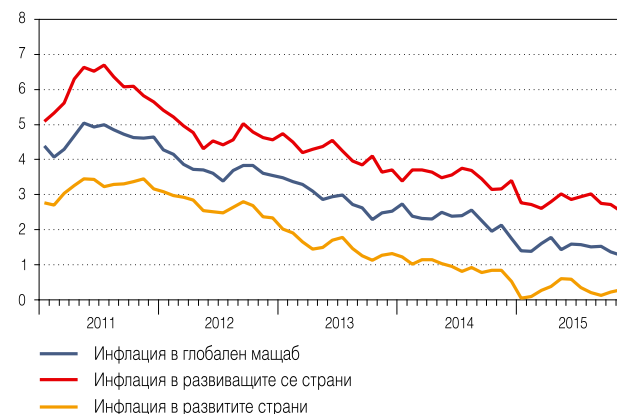
През третото тримесечие на 2015 г. реалният БВП на еврозоната нарасна на годишна база с 1.6%, също както и през предходното тримесечие. Икономическият растеж се ускори в Германия (до 1.7%), Италия (до 0.8%) и Испания (до 3.4%), а във Франция се запази на нивото от предходното тримесечие (1.1%).

На тримесечна база растежът на реалния БВП на еврозоната се забави до 0.3% от 0.4% през предходното тримесечие. Забавянето на икономическата активност се дължи на понижението на растежа в Германия (до 0.3%), Испания (до 0.8%) и Италия (до 0.2%), което бе частично компенсирано от ускорения растеж във Франция до 0.3% на тримесечна база. Съществена част от растежа на БВП на Франция се дължи на положителния принос на изменението на запасите (0.7 процентни

¹ World Economic Outlook Update, International Monetary Fund, 19 януари 2016 г.

Инфлация, измерена чрез ИПЦ

(%, годишен темп на изменение, сезонно изгладени данни)

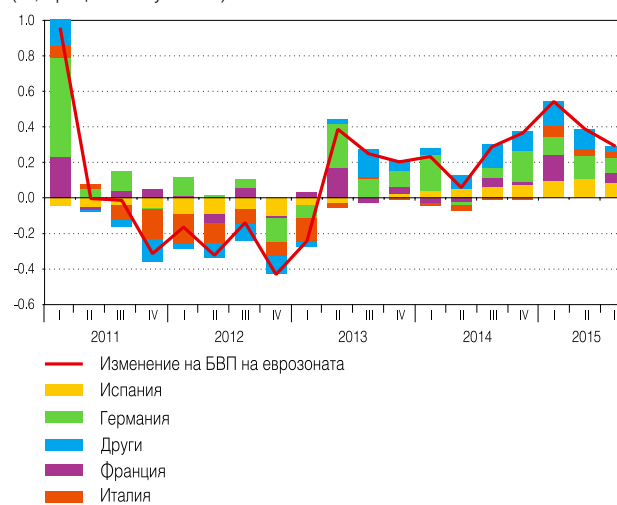


Забележка: Световната банка изчислява изменението на индексите на потребителските цени на отделните групи като претеглена медiana на измененията в индексите на потребителските цени в страните от групата. За конструиране на теглата на страните се използва реалният БВП по паритет на покупателната способност. В групите влизат само страни – членки на Световната банка, като класификацията за „развиващи се“ и „развити“ страни е на Световната банка.

Източник: Световна банка.

Принос по държави за растежа на реалния БВП на еврозоната (на тримесечна база)

(%; процентни пунктове)



Източник: Евростат и изчисления на БНБ.

пункта). По държави най-голям принос за тримесечния растеж на БВП на еврозоната през периода юли – септември продължиха да имат Германия и Испания с по 0.09 процентни пункта.

От компонентите на БВП потреблението на домакинствата и държавното потребление продължиха да имат положителен принос за тримесечния растеж на икономическата активност в еврозоната – съответно с 0.2 и с 0.1 процентни пункта. За разлика от второто тримесечие, когато имаше основен принос за растежа на БВП, през периода юли – септември нетният износ бе единственият от компонентите с отрицателен принос (минус 0.3 процентни пункта). Общите инвестиции продължиха да имат почти неутрален принос за икономическия растеж в еврозоната.

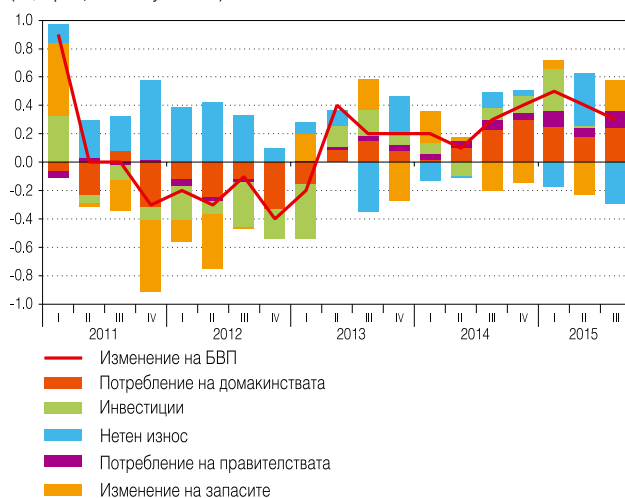
Динамиката на водещите конюнктурни индикатори за еврозоната сигнализира, че през четвъртото тримесечие темпът на растеж на БВП вероятно леко ще се ускори в сравнение с предходния период. Индексът за икономическите нагласи на Европейската комисия (ЕК) се повиши до 106.8 през декември спрямо 105.6 през септември 2015 г., а индексът за потребителското доверие се повиши до минус 5.7 през декември от минус 7.0 през септември. Индексът на ЕК за бизнес климата в еврозоната, който е показател за инвестиционната активност в региона, също отбеляза повишение към декември и възлезе на 0.41 спрямо 0.34 през септември. През четвъртото тримесечие индексите *PMI* за еврозоната се повишиха. През декември съставният индекс *PMI* възлезе на 54.3 спрямо 53.6 през септември, а подиндексите на преработващата промишленост и услугите нараснаха съответно до 53.2 и 54.2 (при 52.0 и 53.7 за септември 2015 г.).

През декември ЕЦБ остави без съществена промяна прогнозата си за растежа на БВП на еврозоната за 2016 г. и 2017 г. Перспективите за външното търсене бяха ревизирани надолу, докато тези за вътрешното търсене бяха повишени.

Инфлацията в еврозоната остана на много ниски равнища, като данните през декември показаха изменение на ХИПЦ с 0.2% на годишна база спрямо растеж с 0.1% през предходните два месеца. Инфлацията продължава да бъде обусловена главно от спада на

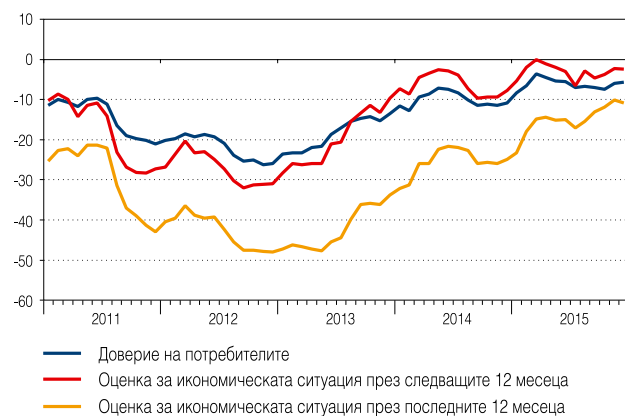
Принос по компоненти за растежа на реалния БВП на еврозоната (на тримесечна база)

(%; процентни пунктове)



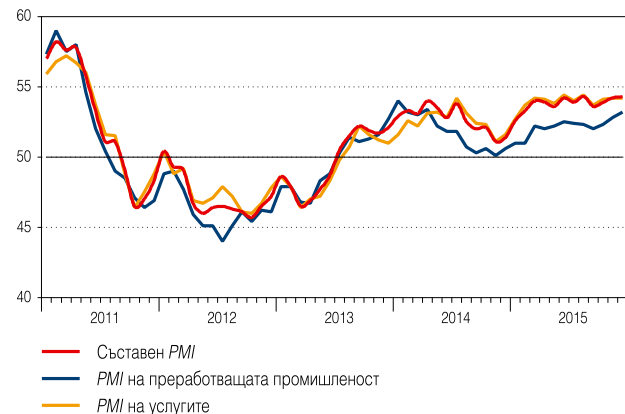
Източник: Евростат.

Индекси на потребителското доверие в еврозоната



Източник: ЕК.

PMI на преработващата промишленост и услугите



Източник: Markit.

цените на енергоизточниците. Според окончателните данни на Евростат потребителските цени през декември се понижават най-много в Кипър (минус 0.6%), Словения (минус 0.6%) и Словакия (минус 0.5%), а най-висока е инфлацията в Белгия (1.4%), Малта (1.2%) и Австрия (1.1%).

През декември ЕЦБ понижи прогнозата си за средногодишната инфлация в еврозоната през 2016 г. и 2017 г. Ревизията за 2016 г. бе с минус 0.2 процентни пункта и се дължи главно на очаквания за понижаване на цените на енергията.

Безработицата в еврозоната продължи да се понижава с бавни темпове, като през ноември 2015 г. тя възлезе на 10.5%. Равнището на безработицата през последните месеци остава най-високо в Гърция (24.6%) и Испания (21.4 %), но и в двете държави се наблюдава понижение. Нарастване на безработицата на годишна база се наблюдава в Кипър, Австрия и Латвия, където през ноември показателят се повишава с между 0.1 и 0.4 процентни пункта. Най-ниско остава нивото на безработицата в Германия (4.5%) и Малта (5.1%). Динамиката на индикатора за очакваното равнище на безработица през следващите 12 месеца, съдържащ се в индекса на ЕК за доверието на потребителите, показва влошаване на очакванията на потребителите относно тенденциите за развитие на пазара на труда. През четвъртото тримесечие средната стойност на подиндекса се повиши до 18.0 пункта спрямо 14.4 пункта през третото тримесечие.

На заседанието си по паричната политика на 3 декември 2015 г. ЕЦБ понижи лихвата по депозитното улеснение с 10 базисни точки до минус 0.30%, в сила от 9 декември. В допълнение бяха приети следните решения, свързани с нестандартните мерки на паричната политика: удължава се поне до март 2017 г. срокът за изпълнение на програмата за закупуване на активи (APP), като месечният обем на покупките по нея се запазва в размер на 60 млрд. евро; да се реинвестират средствата от ценни книжа, закупени по APP, при настъпването на падежа им, докогато е необходимо; в програмата за закупуване на публични активи (PSPP) се включват покупки на деноминирани в евро търгуеми дългови инструменти, емитирани от регионални и местни правителства от еврозоната; продължава политиката на неограничено разпределение на ликвидност

Прогнози за годишното изменение на реалния БВП на еврозоната

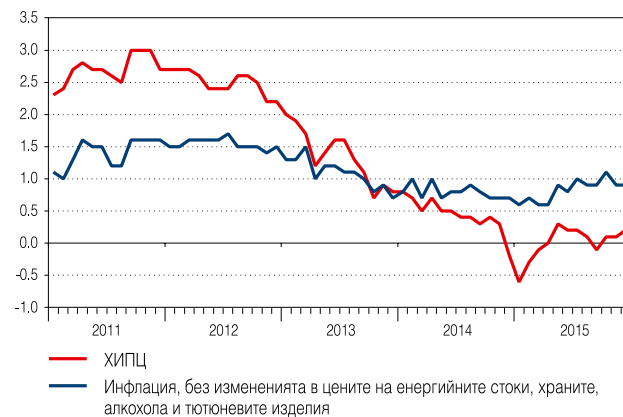
(%)

Институция	Дата на публикуване	2015 г.		2016 г.		2017 г.	
		последна	предходна	последна	предходна	последна	предходна
ЕЦБ	XII.2015 г.	1.5	1.4	1.7	1.7	1.9	1.8
ЕК	XI.2015 г.	1.6	1.5	1.8	1.9	1.9	-

Източници: ЕЦБ, ЕК.

Инфлация в еврозоната

(%, спрямо същия период на предходната година)



Източник: Евростат.

Прогнози за годишната инфлация в еврозоната

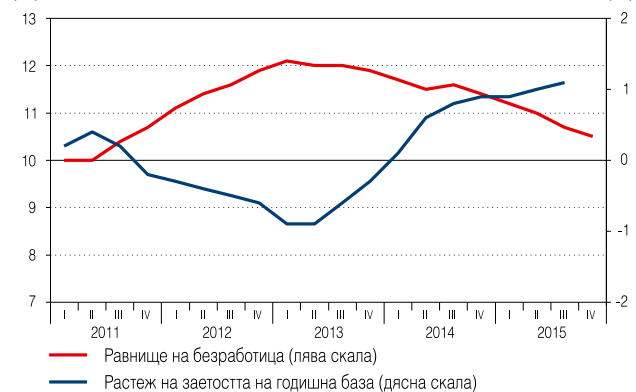
(%)

Институция	Дата на публикуване	2015 г.		2016 г.		2017 г.	
		последна	предходна	последна	предходна	последна	предходна
ЕЦБ	XII.2015 г.	0.1	0.1	1.0	1.1	1.6	1.7
ЕК	XI.2015 г.	0.1	0.1	1.0	1.5	1.6	-

Източници: ЕЦБ, ЕК.

Равнище на безработицата и растеж на заетостта в еврозоната

(%)



Източник: Евростат.

чрез операциите по рефинансиране (основни операции по рефинансиране и тримесечни операции по дългосрочно рефинансиране) поне до края на 2017 г. Според оценката на ЕЦБ продължаването на *APP* и политиката по реинвестиране на средствата от ценните книжа с настъпил падеж ще доведат до увеличение на ликвидността в банковата система в еврозоната с 680 млрд. евро (6.5% от БВП на еврозоната) до 2019 г. Размерът и обхватът на обявените от ЕЦБ допълнителни мерки на паричната политика бе по-малък от очакванията на пазарните участници, вследствие на което на 3 декември акциите и държавните облигации в еврозоната поевтиняха, а еврото поскъпна с около 3% спрямо долара² и се задържа близо до това ниво при значителни дневни колебания.

През септември, октомври, ноември и декември 2015 г. месечният обем на покупките по *APP* възлезе съответно на 60.6, 63.7, 62.6 и 50.3 млрд. евро, което отговаряше на намеренията на ЕЦБ за временно преизпълнение при покупките преди началото на декември, когато активността на финансовите пазари е обичайно по-ниска. Към 30 декември кумулативният размер на покупките по трите програми за покупка на активи (*PSPP*, *CBPP3* и *ABSPP*) достигна съответно 491.2 млрд., 143.3 млрд. и 15.3 млрд. евро.

На проведената на 11 декември шеста поред целева операция по дългосрочно рефинансиране (*TLTRO*) бяха разпределени средства на стойност 18.3 млрд. евро, а броят на банките, участвали в операцията, бе 55 (при предходната – 15.6 млрд. евро, разпределени между 88 банки).

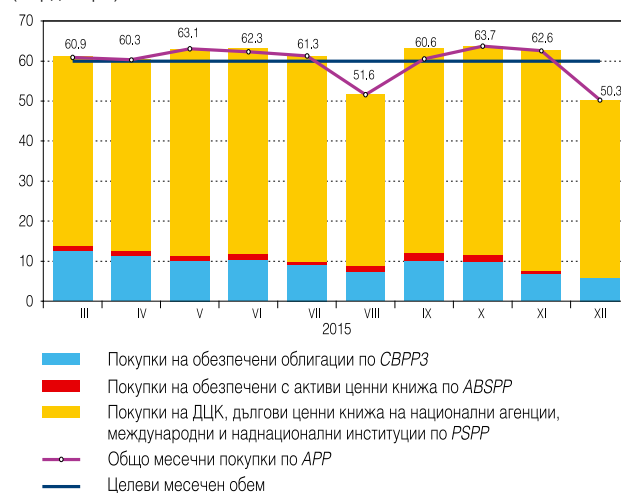
В резултат на операциите и програмите на ЕЦБ към 15 януари 2016 г. излишъкът от ликвидност в банковата система на еврозоната се увеличи до 650.1 млрд. евро спрямо 467.2 млрд. евро в края на септември 2015 г. Към 8 януари 2016 г. балансното число на ЕЦБ се увеличи с 5.6% спрямо края на септември 2015 г. и възлезе на 2.767 трлн. евро.

Вследствие на увеличението на излишъка от ликвидност ЕОНИА продължи да се понижава, като средната ѝ стойност за периода 1 октомври 2015 г. – 18 януари 2016 г. бе минус 0.17% (спрямо минус 0.12% за третото

² Тук и по-нататък под „долар“ да се разбира националната валута на САЩ.

Месечни покупки на ценни книжа по разширената програма (*APP*) на ЕЦБ

(млрд. евро)

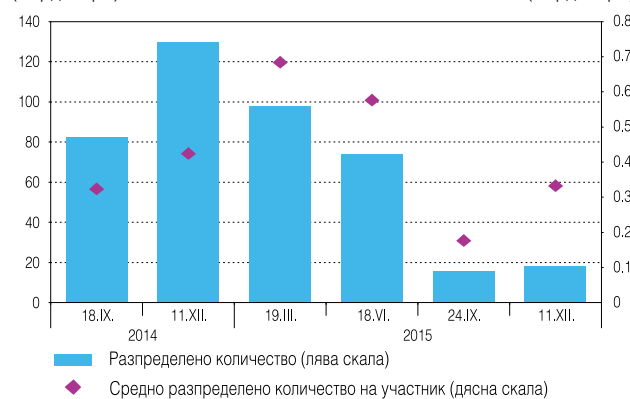


Източник: ЕЦБ.

Разпределение на средства по целевите операции на ЕЦБ по дългосрочно рефинансиране (*TLTRO*)

(млрд. евро)

(млрд. евро)



Източник: ЕЦБ.

тримесечие на 2015 г.). С увеличението на излишъка от ликвидност продължи да намалява обемът на търговията на овърнайт депозити на междубанковия пазар в еврозоната, като среднодневната стойност за периода 1 октомври 2015 г. – 18 януари 2016 г. възлезе на 11.2 млрд. евро (спрямо 16.7 млрд. за третото тримесечие на 2015 г.).

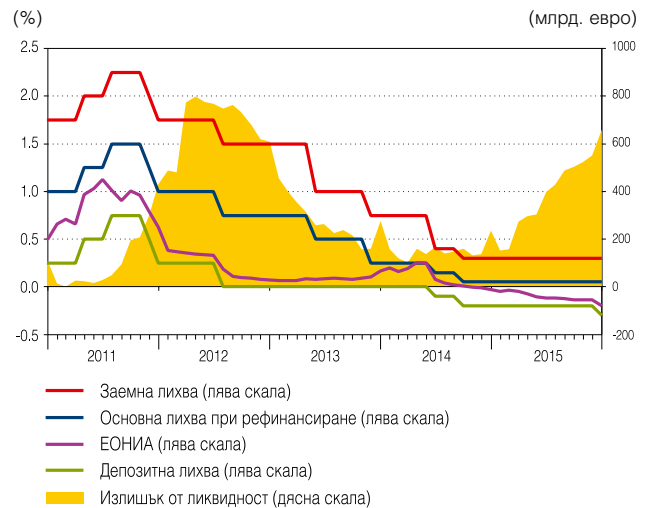
Тенденцията към понижаване на лихвите по депозитите на междубанковия пазар (ЮРИБОР) продължи. Към 18 януари 2016 г. едномесечните лихви достигнаха ниво от минус 0.22% (минус 11 базисни точки спрямо края на септември 2015 г.), а тези с матуритет от 6 и 12 месеца се понижиха до съответно минус 0.05% и 0.05% (съответно минус 8 базисни точки и минус 9 базисни точки спрямо края на септември). Предвид очакванията за по-нататъшно увеличаване на излишъка от ликвидност в банковата система и вероятността от намаляване на лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ се очаква тенденцията към спад на лихвите на паричния пазар да продължи.

След проведеното на 21 януари 2016 г. заседание по паричната политика ръководството на ЕЦБ потвърди готовността си да използва всички налични инструменти на паричната политика за постигане на целевото равнище за инфлация (под, но близо до 2%) в средно-срочен план, като отново заяви, че основните лихвени проценти в еврозоната ще останат на текущите или на по-ниски нива за продължителен период от време. Според ЕЦБ от началото на 2016 г. рисковете от реализиране на по-нисък икономически растеж и по-ниска инфлация в еврозоната са нараснали поради повишената несигурност на прогнозите за растежа на развиващите се икономики, наблюдаваните значителни колебания на финансовите пазари и на пазарите на суровини, както и поради геополитическите рискове.

САЩ

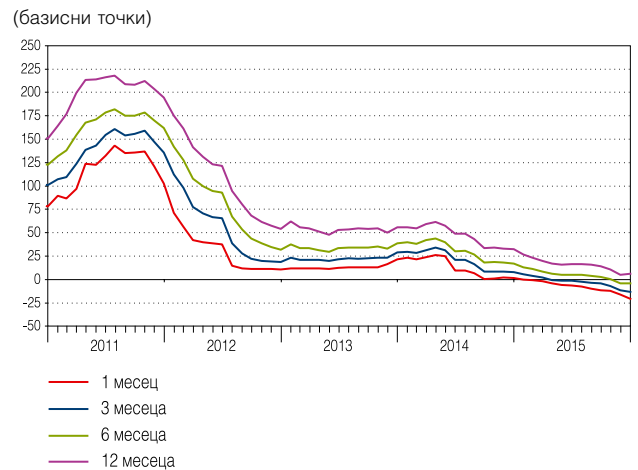
През третото тримесечие на 2015 г. растежът на реалния БВП на САЩ се забави на годишна база до 2.1% спрямо 2.7% през предходното тримесечие. За същия период темпът на изменение на БВП се понижи на тримесечна база до 0.5% от 1.0% през второто тримесечие. Забавянето на растежа се дължеше главно на отрицателния принос

Лихвени проценти на ЕЦБ, ЕОНИА и излишък от ликвидност в еврозоната



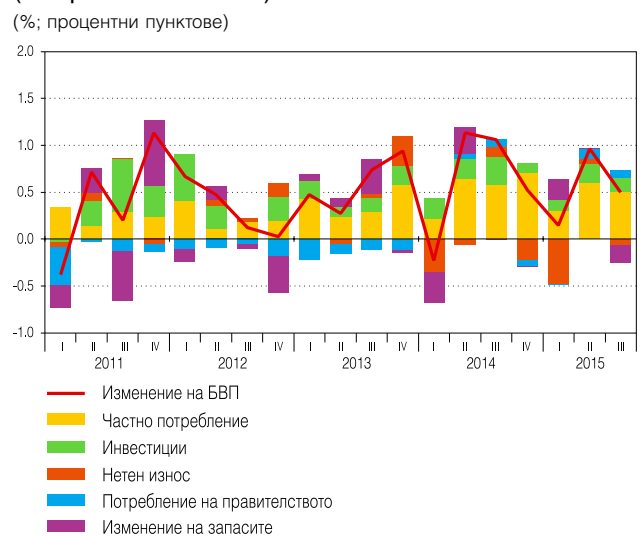
Забележка: Данните за ЕОНИА са средната стойност за месеца.
Източник: ЕЦБ.

Динамика на ЮРИБОР



Източник: ЕЦБ.

Принос по компоненти за растежа на БВП на САЩ (на тримесечна база)



Източник: Bureau of Economic Analysis.

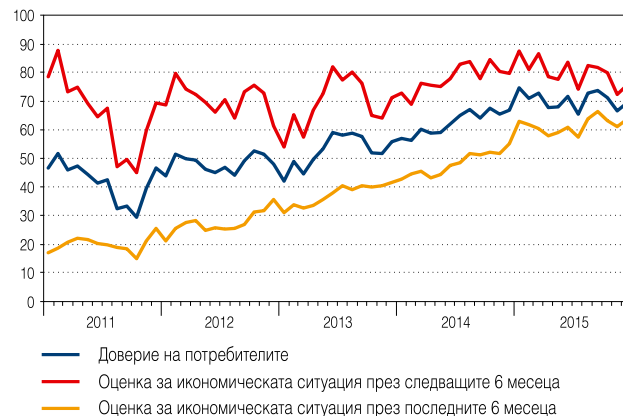
на изменението на запасите, както и на по-ниския растеж на нетния износ. Потреблението на домакинствата и инвестициите обаче продължиха да имат основен положителен принос за тримесечния растеж на БВП през периода юли – септември със съответно 0.5 и 0.15 процентни пункта.

Изменението на водещите индикатори за икономическата активност в САЩ през четвъртото тримесечие на 2015 г. бе предимно низходящо, като по-ясно изразена негативна тенденция продължи да се наблюдава най-вече при показателите за индустриалното производство. Средните равнища на показателите за потребителското доверие се понижиха, но стойностите им останаха относително високи в края на годината. Средномесечните темпове на изменение на потребителските разходи и продажбите на дребно също бяха по-ниски в сравнение с третото тримесечие. Подобна бе динамиката и на *ISM-PMI* индексите за секторите на производството и услугите, които имаха предимно низходящо изменение. В края на 2015 г. индексът *ISM* за сектора на услугите остана значително над граничната стойност от 50, докато аналогичният показател за преработващата промишленост спадна под тази стойност, което е признак за понижение на активността в сектора.

През четвъртото тримесечие показателите за динамиката на потребителските цени в САЩ слабо се повишиха. През ноември годишният темп на инфлация, измерен чрез дефлатора на личните потребителски разходи (*PCE*), се повиши до 0.4% спрямо 0.2% през предходните два месеца, докато годишният темп на базисната инфлация, която изключва компонентите „храни“ и „горива“, остана стабилен – на ниво от 1.3% за единайсети пореден месец. През декември другият показател за инфлацията в САЩ – индексът на потребителските цени (*CPI*) – се повиши на годишна база до 0.7% от 0.5% през ноември и 0.2% през октомври. От компонентите на показателя най-голям годишен растеж се наблюдаваше при разходите за жилище, медицинските и транспортните услуги, медицинските стоки и храните. Значителен годишен спад продължи да се наблюдава при енергоизточниците и в частност при горивата. Базисната инфлация през декември се повиши на годишна база с 0.1 процентни пункта до равнище от 2.1%.

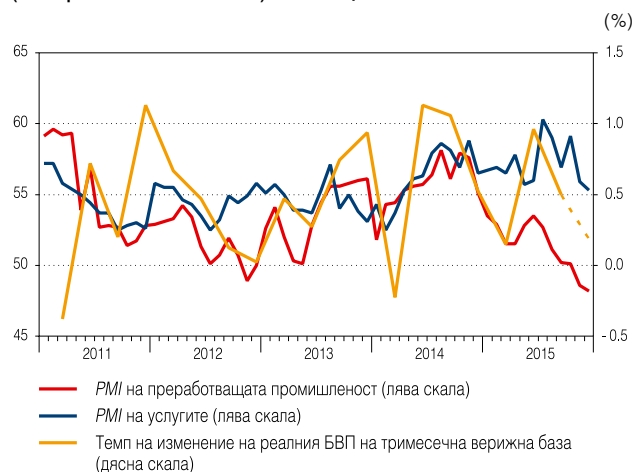
Индекси на доверието на потребителите в САЩ

(2000 г. = 100)



Източник: *The Conference Board*.

Индекси *ISM-PMI* на преработващата промишленост и услугите и растеж на БВП (на тримесечна база) в САЩ



Забележка: С пунктирната линия е обозначена прогнозата за икономическия растеж на САЩ от модела на Банката на Федералния резерв в Атланта (*GDPNowTM*).

Източници: *Institute for Supply Management*, *Bureau of Economic Analysis*, Банка на Федералния резерв в Атланта и изчисления на БНБ.

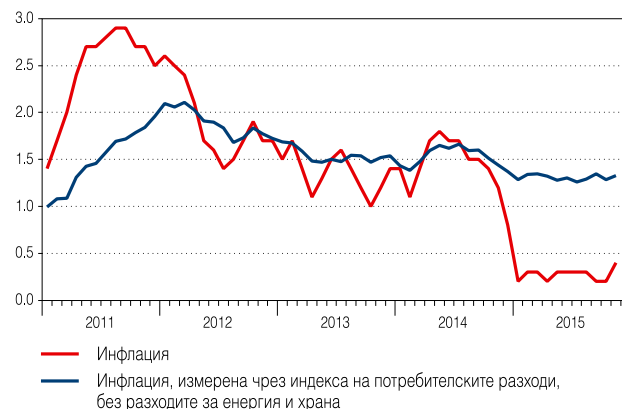
През четвъртото тримесечие на 2015 г. и в началото на 2016 г. очакванията за изменението на потребителските цени в хоризонт до една и до пет години, които са компонент от индекса на потребителското доверие на Университета в Мичиган, отбелязаха относително слабо и разнопосочно движение. Според предварителните данни за януари 2016 г. очакванията за инфлацията в хоризонт до една година се понижават до равнище от 2.4% спрямо 2.6% през декември, докато в хоризонт до пет години се повишават до 2.7% от 2.6% през декември. През първото и второто тримесечие на 2016 г. се очаква инфлацията в САЩ да остане под 2% на годишна база, като вероятно общите ценови индекси ще се понижат поради продължаващия спад на цените на горивата и другите основни суровини.

През четвъртото тримесечие безработицата в САЩ се задържа устойчиво на равнище от 5.0%. За същия период средно на месец броят на новонаетите работници в неаграрния сектор в САЩ достигна 284 хиляди души спрямо 174 хиляди за предходното тримесечие.

На проведеното на 15 и 16 декември заседание на Федералния комитет по операциите на открития пазар бе взето единодушно решение да се повишат границите на коридора на целевата лихва по федералните фондове с 25 базисни точки до съответно 0.25–0.50%. Решението бе обосновано със значителното подобряване в условията на пазара на труда и увереността, че инфлацията ще се повиши до целта от 2% в средносрочен план. Посочено бе, че бъдещите промени в целевия диапазон на лихвата по федералните фондове ще се предприемат въз основа на оценка на настъпите и очаквани промени в икономическите условия и на влиянието им върху изпълнението на целите на паричната политика – постигане на максимална заетост и годишна инфлация от 2%, като най-вероятно лихвеният процент по федералните фондове ще остане под дългосрочното равновесно равнище за известно време. Без изменение остана политиката за реинвестиране на постъпленията от ДЦК при настъпване на падежа им и от ипотечни облигации от портфейла на Федералния резерв в нови аналогични инструменти.

Инфлация в САЩ

(%, на годишна база)

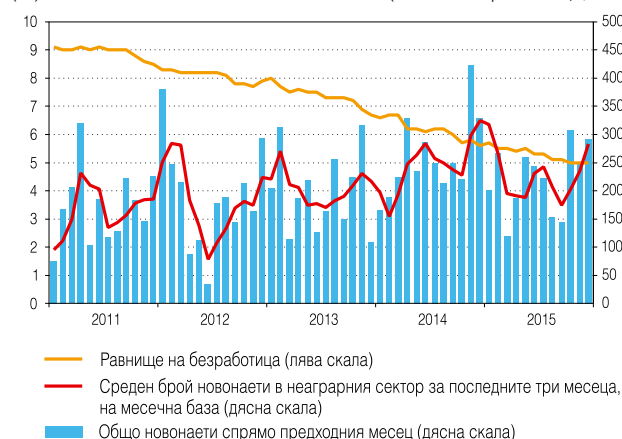


Забележка: Инфлацията е измерена чрез дефлатора на личните потребителски разходи.

Източник: Bureau of Labor Statistics.

Равнище на безработицата и брой на новонаетите работници в неаграрния сектор на САЩ

(%) (новонаети работници, хил.)



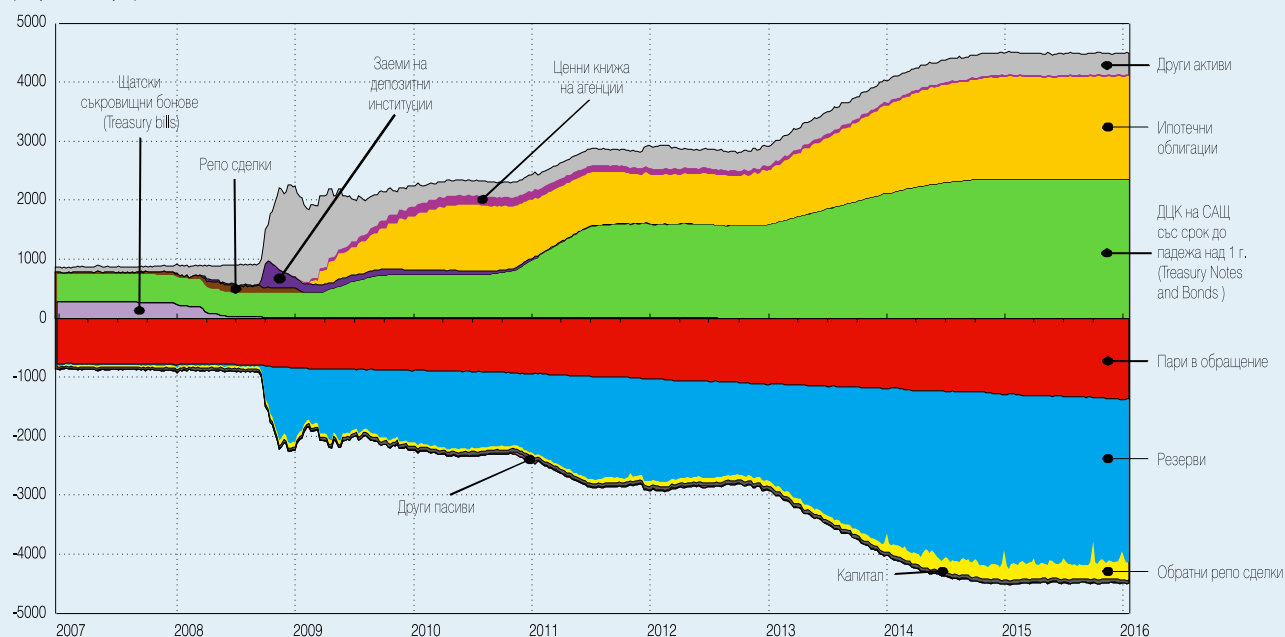
Източник: Bureau of Labor Statistics.

Процес на нормализиране на паричната политика в САЩ

Икономическата рецесия в САЩ, която започна в края на 2007 г. и продължи до средата на 2009 г.¹, предизвика значителни промени в провежданата от Федералния резерв парична политика. В периода от декември 2007 г. до октомври 2014 г. централната банка на САЩ предприе поредица от стандартни и нестандартни мерки на паричната политика. Стандартните експанзионистични (насырчителни) мерки на паричната политика започнаха с понижението на целевия лихвен процент по федералните фондове през септември 2007 г. Процесът на намаляване на основната лихва в САЩ продължи малко повече от една година. Последното понижение беше осъществено през декември 2008 г., като беше определен целеви интервал за лихвения процент по федералните фондове от 0.0% до 0.25%, който бе запазен на тези равнища до декември 2015 г. Това е най-дългият период на задържане на целевата лихва на толкова ниско равнище от възстановяването на независимостта на Системата на Федералния резерв (СФР) през 1951 г. Бързото изчерпване на ефективността на стандартните мерки на паричната политика и продължаващата икономическа рецесия в САЩ наложиха въвеждането на нестандартни мерки на паричната политика, включително програми за покупка на активи, или т.нар. количествени улеснения², първата от които бе обявена от Федералния резерв в края на ноември 2008 г. През периода, в който централната банка на САЩ провежда нестандартните мерки на паричната политика, нейното балансово число се увеличава близо пет пъти. По-голямата част от увеличението на баланса се осъществява в периода след края на рецесията и се дължи на стремежа на СФР да изпълни своя мандат за връщането на икономиката на САЩ към пълна заетост и постигането на ценова стабилност.

Структура на баланса на Системата на Федералния резерв

(млрд. долари)



Източник: Федерален резерв на САЩ.

След значителното подобрене на условията на трудовия пазар в САЩ през последните години и увереността на членовете на Федералния комитет по операциите на открития пазар (FOMC)³, че целите на Федералния резерв относно равнището на инфлацията скоро ще бъдат постигнати, на заседанието на Комитета от 16 декември 2015 г. бе взето единодушно решение да започне процес на нормализиране на паричната политика в САЩ чрез повишаване на целевия диапазон на лихвения процент по федералните фондове с 0.25 процентни пункта до 0.25–0.50%.

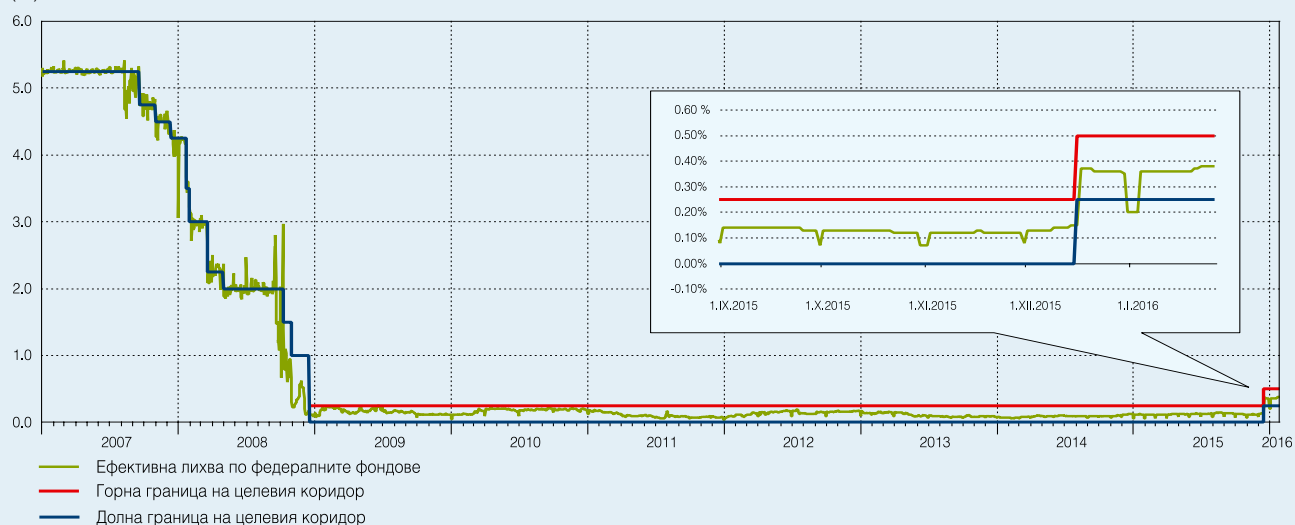
¹ Според дефиницията за икономическа рецесия на Комитета по определяне на сроковете на бизнес цикъла (*Business Cycle Dating Committee*) на Националното бюро за икономически изследвания (*National Bureau of Economic Research – NBER*).

² За повече информация относно предприетите от СФР мерки за преодоляване на финансовата криза виж интернет страницата на Федералния резерв: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst.htm>

³ Федералният комитет по операциите на открития пазар е основният орган на Системата на Федералния резерв за определяне на паричната политика.

Целеви и ефективен лихвен процент по федералните фондове

(%)



Източник: Банка на Федералния резерв в Сейнт Луис.

Процесът на нормализиране на паричната политика представлява поредица от действия, чието изпълнение ще позволи на *FOMC* след определено време да провежда парична политика по същия начин, както преди началото на финансовата криза през 2007 г.⁴ Тази поредица от действия е описана в документ, озаглавен „Принципи и планове за нормализиране на паричната политика“⁵, който бе публикуван през септември 2014 г. В него членовете на *FOMC* представят актуализиран план⁶, чието изпълнение може да се раздели на два етапа, които ще се застъпят във времето.

Първият етап от процеса на нормализиране на паричната политика предвижда постепенно повишаване на целевия диапазон на лихвения процент по федералните фондове до по-нормални нива. Планът предвижда времето и темповете на повишение на целевия лихвен процент по федералните фондове и на другите краткосрочни лихвени проценти да зависят от постъпващата информация за икономическите условия и перспективите за икономическо развитие на САЩ. Според плана от септември 2014 г. и публикуваните през март 2015 г. детайли относно неговото изпълнение текущият коридор на лихвата по федералните фондове от 25 базисни точки ще бъде запазен, като горната му граница ще се определя от лихвата по свръхрезервите на депозитните институции при Федералния резерв, а долната граница ще се определя от лихвен процент, който Федералният резерв ще изплаща по инструмента за извършване на обратни овърнайт репо операции⁷. Инструментът за осъществяване на обратни овърнайт репо операции⁸ ще бъде използван, тъй като не всички финансови институции, участващи на паричния пазар в САЩ, имат право да получават лихва по свръхрезервите си, държани при Федералния резерв⁹. Чрез определянето на горна и долна граница на лихвения процент, които Федералният резерв ще изплаща на участниците на паричния пазар, съответно със или без право на лихва по свръхрезервите, ще се създадат стимули за лихвен арбитраж при отдаване и заемане на средства между тях. По този начин, при наличието на достатъчна конкуренция между участниците на паричния пазар, ефективната лихва по федералните фондове¹⁰ би следвало да се движи близо до средата на коридора. Към момента Федералният резерв предвижда да се преустанови употребата на

⁴ За допълнителна информация относно процеса на нормализиране виж интернет страницата на Федералния резерв: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policy-normalization.htm>

⁵ Протокол от заседанието на *FOMC*, проведено на 16–17 септември 2014 г. Виж <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20140917.pdf>

⁶ Първият план с общи насоки за процеса на нормализиране на паричната политика в САЩ бе публикуван в протокола от заседанието на *FOMC*, проведено на 21–22 юни 2011 г., като *Exit Strategy Principles*. Виж <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20110622.pdf>

⁷ За целите на паричната политика този инструмент бе приспособен за по-широк кръг участници на овърнайт паричния пазар.

⁸ За повече информация относно начина на действие и ефектите от приложението на този инструмент виж *Frost, Josh, Larie Logan, Antoine Martin, Patrick McCabe, Fabio Natalucci, and Julie Remache (2015). "Overnight RRP Operations as a Monetary Policy Tool: Some Design Considerations," Finance and Economics Discussion Series 2015-010. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2015.010>.*

⁹ Актуален списък на всички контрагенти, които могат да участват в обратни овърнайт репо операции с Федералния резерв, е поместен на интернет страницата на Банката на Федералния резерв в Ню Йорк: https://www.newyorkfed.org/markets/expanded_counterparties.html

¹⁰ За повече информация относно ефективния лихвен процент по федералните фондове виж интернет страницата на Банката на Федералния резерв в Ню Йорк: <https://apps.newyorkfed.org/markets/autorates/fed%20funds>

обратните овърнайт репо операции като инструмент на паричната политика, когато вече не е нужен за контролирането на лихвения процент по федералните фондове.

Вторият етап от процеса на нормализиране на паричната политика предвижда намаляване на размера на баланса на СФР, което ще се извършва постепенно и по предвидим начин. Този етап ще се осъществи предимно чрез прекратяване на текущата политика за реинвестиране на постъпленията от ценните книжа от портфейла на Федералния резерв при настъпване на падежа им. Процесът ще започне след първоначалното повишение на целевата лихва, като моментът за преустановяване на политиката за реинвестиране ще зависи от икономическите и финансовите условия, както и от икономическите перспективи в САЩ. Към момента членовете на *FOMC* не предвиждат продажби на ипотечни облигации на агенции като част от процеса на нормализиране, въпреки че в дългосрочен план са възможни малки по размер продажби с цел намаляване или премахване на остатъчни количества от тези книжа от баланса на СФР. В дългосрочен план членовете на Комитета възнамеряват обемът на ценните книжа в баланса на СФР да не е по-голям, отколкото е необходимо за ефективното и ефикасно изпълнение на паричната политика, като се предвижда книгата в портфейла на централната банка да се сведат основно до ДЦК на САЩ. По този начин ще се минимизират евентуалните негативни ефекти върху разпределението на кредита в различните сектори на икономиката.

Към момента икономистите към Съвета на управителите на Федералния резерв очакват целият процес на нормализиране на паричната политика в САЩ да продължи около седем години¹¹. Този период е приблизителен, като се има предвид, че детайлите в процеса на нормализиране подлежат на промени, които ще зависят от развитието на икономиката и тенденциите на финансовите пазари в САЩ.

¹¹ Виж Williamson S. (2015). "Monetary Policy Normalization: What's New? What's Old? How Does It Matter?", Presentation of the Vice President and Economist Federal Reserve Bank of St. Louis, slide 33, 28 май 2015 г.

Китай

Според данните на Националното статистическо бюро на Китай реалният растеж на БВП за 2015 г. е 6.9%, малко под определената от правителството цел за 7.0% годишен растеж. През четвъртото тримесечие БВП е нараснал с 6.8% на годишна база при 6.9% за предходното тримесечие. На верижна база растежът през четвъртото тримесечие възлезе на 1.6%, като се запази тенденцията към постепенно увеличаване на активността в сектора на услугите и забавяне на темпа на растеж на индустриалното производство. През четвъртото тримесечие индексът *PMI* за индустрията в Китай продължи да се понижава, оставайки под неутралното равнище от 50 пункта, докато индексите *PMI* в сферата на услугите продължават да дават сигнали за повишаване на активността в сектора.

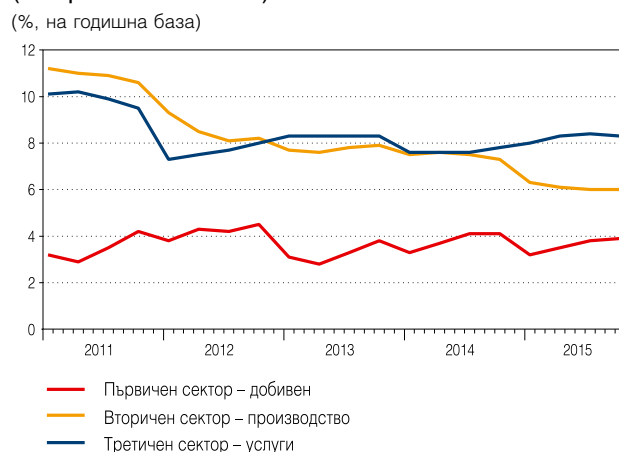
През четвъртото тримесечие на 2015 г. инфлацията остана почти без промяна спрямо периода юли – септември, като цените на храните продължиха да имат основен положителен принос за изменението на индекса на потребителските цени. При цените на производител се наблюдаваше преустановяване на тенденцията към понижаване, очертава се от средата на 2014 г., като годишният им спад се стабилизира на нива от около 6.0%. Запазващата се дефлация при производствените цени, както и съществуващият все още излишък от

Изменение на БВП на Китай на тримесечна и на годишна база



Източник: Национално статистическо бюро на Китай.

Изменение на компонентите на БВП на Китай (на тримесечна база)



Източник: Национално статистическо бюро на Китай.

свободни производствени мощности продължават да са основните фактори, действащи неблагоприятно върху икономическата активност в Китай.

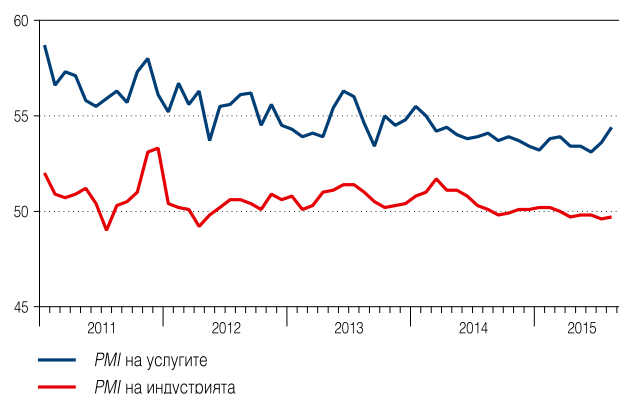
През януари 2016 г. МВФ потвърди прогнозите си за икономическия растеж на Китай от 6.3% за 2016 г. и 6.0% за 2017 г. Забавянето на темповете ще отразява процеса на ребалансиране на икономиката, който до голяма степен се изразява в постепенно понижаване на инвестиционната активност в страната.

На 30 ноември Изпълнителният съвет на МВФ взе решение за включването на китайския юан в кошницата от валути, съставляваща специалните права на тираж (СПТ). Решението ще влезе в сила от 1 октомври 2016 г., като според обновената формула теглата на валутите в СПТ ще са съответно: долар (41.73%), евро (30.93%), китайски юан (10.92%), японска йена (8.33%) и британска лира (8.09%). В резултат на включването на юана дялът на еврото в кошницата от валути, съставляваща СПТ, се понижава с 6.5 процентни пункта спрямо предходния му дял от 37.4%.

В края на 2015 г. Китайската валутна търговска система (*China Foreign Exchange Trade System – CFETS*) към Народната банка на Китай публикува индекс на ефективния обменен курс на юана, базиран на кошница от 13 валути. От съобщението на *CFETS* става ясно, че новият индекс по-адекватно отразява относителната сила на местната валута в сравнение с обменния курс на юана спрямо долара. Същевременно това дава знак, че Народната банка на Китай ще следи по-скоро за стабилността на обменния курс на юана спрямо кошницата от валути, отколкото спрямо долара.

През четвъртото тримесечие на 2015 г. намаляването на валутните резерви на Китай се задълбочи, като спадът им през периода достигна 184 млрд. долара. За 2015 г. понижението на международните валутни резерви на Китай възлезе на 513 млрд. долара. Значителният им спад се дължи главно на интервенциите на централната банка на валутния пазар, които имат за цел допълнително да ограничат поевтиняването на юана вследствие на отлива на капитали от Китай.

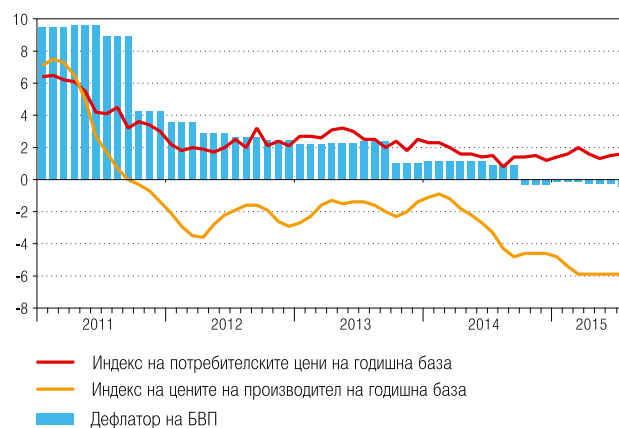
Индекси PMI на услугите и на промишлеността в Китай



Източник: Китайска федерация по логистика и снабдяване.

Ценови индекси в Китай (годишен темп на изменение)

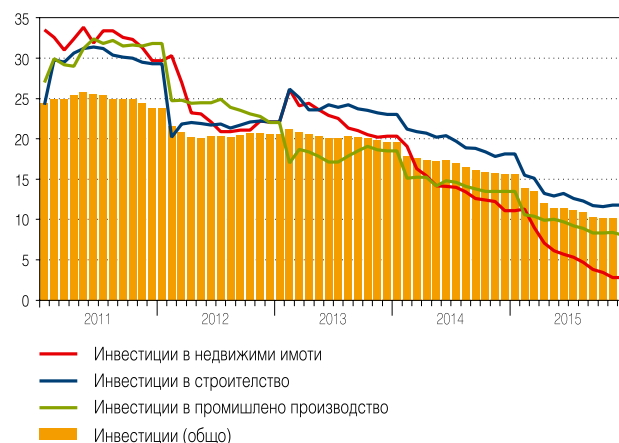
(%, на годишна база)



Източник: Национално статистическо бюро на Китай.

Инвестиции в основен капитал (общо) и в избрани сектори в Китай

(%, на годишна база)



Източник: Национално статистическо бюро на Китай.

Очакваното забавяне на икономическата активност в Китай може да доведе до забавяне на растежа в основните ни търговски партньори и съответно би породило по-слабо търсене от тяхна страна на български стоки и услуги. По-ниският растеж в Китай ще допринесе за по-слабо търсене на основни суровини и суров петрол, което ще оказва натиск за понижаване на цените им на международните пазари. За икономиката на България това би означавало по-продължителен период на дефлация, свързана с ниски международни цени на суровини и горива.

Обменен курс юан/долар и индекс за ефективния обменен курс на юана



Забележка: Скалата е обрната.

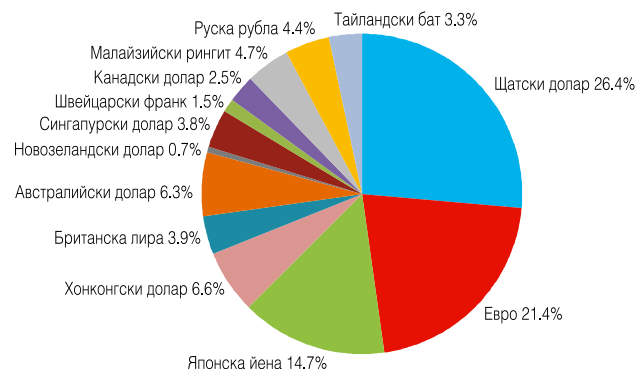
Източник: Народна банка на Китай.

Международни цени на основни стоки

Суров петрол

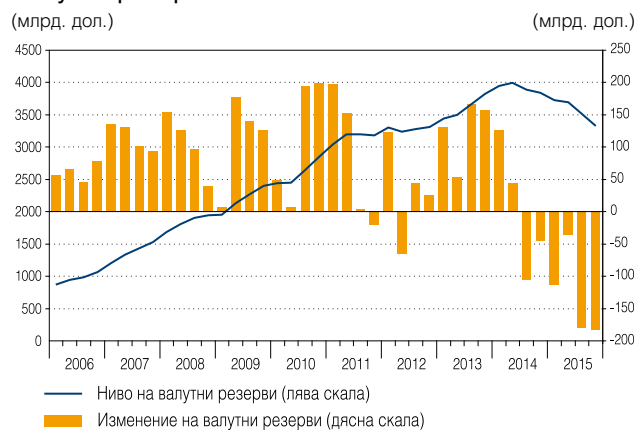
През четвъртото тримесечие на 2015 г. цената на суровия петрол продължи да се понижава, достигайки 43.4 долара за барел средно за периода. Основният фактор за намаляването на цената продължи да бъде свръхпредлагането в глобален мащаб, причинено най-вече от повишения добив на страните – членки на ОПЕК, които продължават да защитават пазарния си дял. Последниците от ниските цени на суровия петрол върху световния добив се проявяват все по-ясно, като към декември 2015 г. добивът в страните извън ОПЕК се забави на годишна база, което може да е признак, че политиката на Организацията на страните износителки за отстояване на пазарния ѝ дял има ефект в изтласкване на конкурентите от пазара. Добивът в страните от

Дял на валутите в индекса на Китайската валутна търговска система (CFETS) за ефективния обменен курс на юана



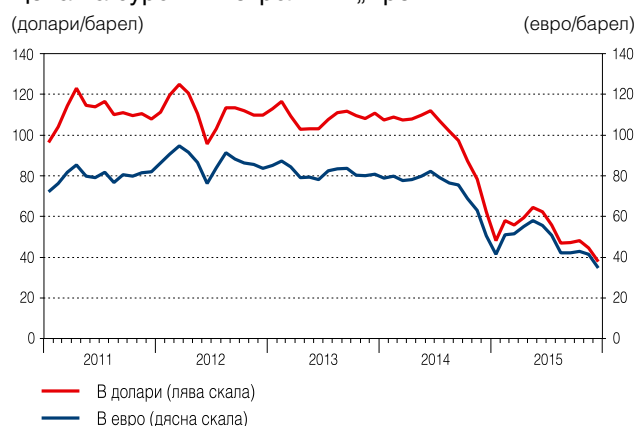
Източник: Народна банка на Китай.

Валутни резерви на Китай



Източник: Народна банка на Китай.

Цена на суровия петрол тип „Брент“



Източник: Световна банка.

ОПЕК продължава да нараства, като от началото на 2016 г. се очаква и Иран да започне да изнася петролни продукти, след като по-голяма част от икономическите санкции срещу тази държава бяха отменени.

По данни на Международната агенция по енергетика (МАЕ) в световен план продължава да има свръхпредлагане на петрол въпреки значително нарасналото търсене на петролни продукти от средата на 2014 г., когато цената на петрола започна да се понижава. За първата половина на 2016 г. Агенцията очаква световното търсене на суров петрол да остане по-ниско от регистрираното през втората половина на 2015 г. поради по-слабия икономически растеж в развиващите се икономики.

Очакванията за цената на петрола през първата половина на 2016 г., наблюдавани чрез цената на фючърсите през декември, бяха за повишаване до ниво от 40–45 долара за барел.

Цени на основни суровини и храни

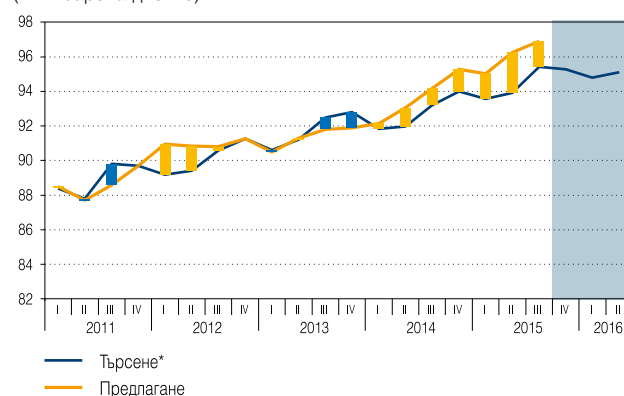
През четвъртото тримесечие на 2015 г. цените в долари на основните групи стоки на международните пазари продължиха да се понижават на годишна и на верижна база. Същевременно, поради обезценяването на еврото спрямо долара с 12.3% на годишна база, през четвъртото тримесечие на 2015 г. някои от ценовите индекси регистрираха разнопосочна динамика в долари и в евро.

Общият индекс, публикуван от ЕЦБ, отчитащ цените на металите в евро, спадна на годишна база с 19.6% (с 29.5% в долари) през четвъртото тримесечие на 2015 г. и с 8.6% спрямо предходното тримесечие. Този спад се дължеше на високото ниво на запасите, както и на забавящия се растеж на търсенето от Китай, чието потребление възлиза на половината от световното производство на метали. По същите причини на международните пазари цената на медта, която е основен подкомпонент в износа на България, се понижи значително на верижна и на годишна база през четвъртото тримесечие на 2015 г. и в евро, и в долари.

Очакванията за цените на индустриалните (черните и цветните, без благородните) метали в евро са за забавящ се на верижна база спад през първата половина на 2016 г., тъй като се прогнозира предлагането да продължи да надвишава търсенето.

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

(млн. барела дневно)

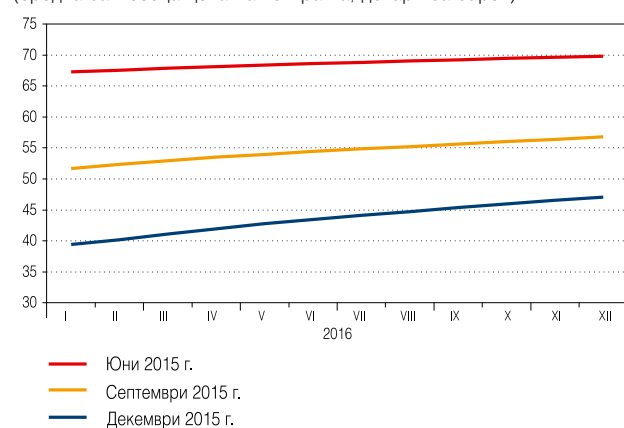


* Включени са последните налични публикувани данни на МАЕ от декември 2015 г. относно търсенето на суров петрол.

Източник: МАЕ.

Цени на фючърси на суров петрол тип „Брент“

(средна за месеца цена на контракта, долари за барел)



Източник: JP Morgan.

През четвъртото тримесечие на 2015 г. общият индекс на цените на храните се понижи с 9.0% в долари спрямо същия период на 2014 г. Същевременно поради обезценяването на еврото спрямо долара цената на храните в евро отбеляза повишение с 3.9%. На верижна база средната цена на храните през четвъртото тримесечие на 2015 г. се понижи спрямо предходното тримесечие както в евро, така и в долари. През периода цените в долари на повечето подкомпоненти на индекса се понижиха на годишна база, което се дължеше на нарастващото предлагане и слабото търсене на тези стоки в световен мащаб. През четвъртото тримесечие на 2015 г. цената на пшеницата в евро, която е от основно значение за българския износ, се понижи с 2.2% (при спад от 14.1% в долари) поради очакванията за изобилна реколта в основните страни производителки, както и поради нарастващите запаси в световен план.

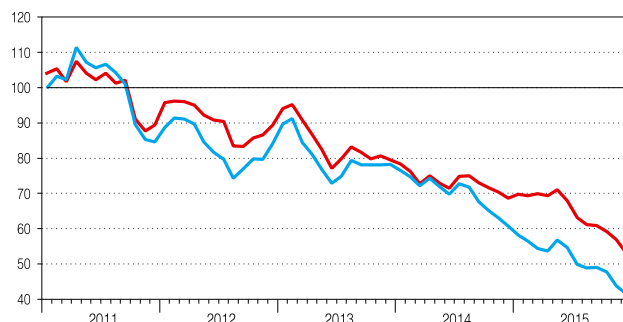
Очакванията са цените в евро на храните на международните пазари да започнат да се покачват слабо на верижна база през първата половина на 2016 г., но да останат по-ниски спрямо стойностите за същия период на 2015 г.

Въз основа на очакванията ни за динамиката на цените на основните суровини и храни за прогнозния хоризонт може да се направи оценка, че през първата половина на 2016 г. условията на търговия за България ще останат благоприятни.

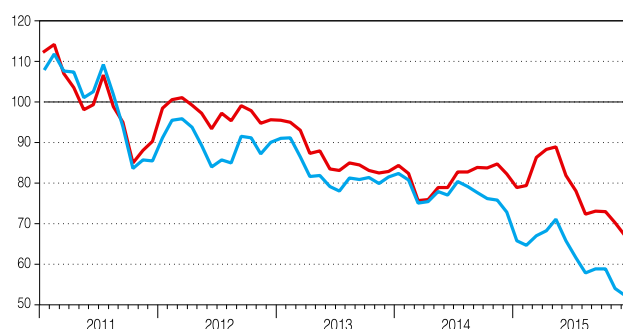
Индекси на цените на основни суровини и стокови групи

(2011 г. = 100)

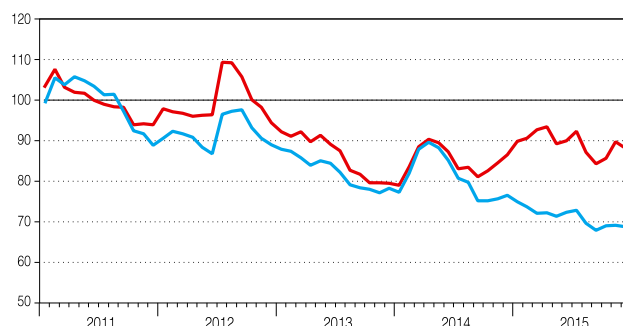
Метали



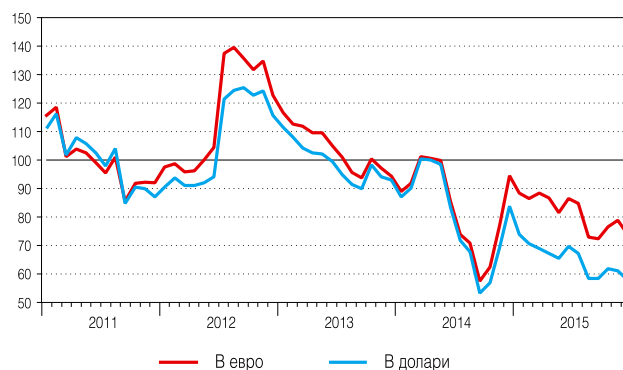
Мег



Храни



Пшеница



Източници: ЕЦБ и изчисления на БНБ.

2. Финансови потоци, пари и кредити

В периода януари – ноември 2015 г. положителното салдо по текущата и капиталовата сметка на платежния баланс отбеляза повишение спрямо същия период на 2014 г. главно в резултат от увеличението на излишъка по капиталовата сметка, свързано с нарастването на получените капиталови трансфери по програми на ЕС. През първата половина на 2016 г. очакваме свиване на излишъка по капиталовата сметка и съответно понижението на излишъка по текущата и капиталовата сметка.

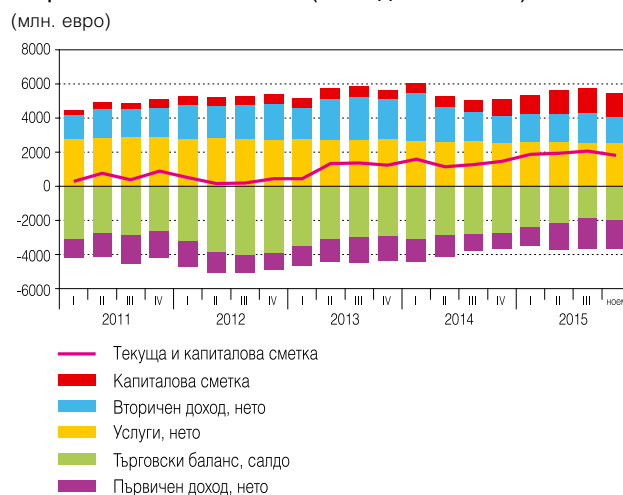
През 2015 г. привлечените средства от неправителствения сектор в банковата система следваха тенденция към нарастване въпреки понижаващите се лихвени проценти по депозитите. Поради слабото търсене на кредити в страната и липсата на инвестиционни алтернативи възможностите на банките за реализация на увеличения ресурс бяха силно ограничени и те поддържаха висока ликвидност по сметките си в БНБ. През първите две тримесечия на 2016 г. очакваме запазване на висока склонност на домакинствата към спестяване и продължаващ прираст на привлечените средства в банковата система. Прогнозираме растежът на кредита за частния сектор бавно да се повишава в съответствие с очакванията за постепенно възстановяване на икономическата активност. Динамиката на лихвените проценти по депозитите и кредитите очакваме да се запази низходяща и през първото шестмесечие на 2016 г.

Външни финансови потоци

Нарастването на номиналния износ на стоки с темп, по-висок от този на вноса на стоки, допринесе за свиване на дефицита по търговския баланс на годишна база през периода януари – ноември 2015 г. Влиянието на по-ниския дефицит по търговския баланс върху салдото по текущата сметка обаче бе компенсирено от увеличението на дефицита по сметка „първичен доход“. Излишъкът общо по текущата и капиталовата сметка нарасна на годишна база главно в резултат от по-високия излишък по капиталовата сметка, свързан с увеличението на получените капиталови трансфери по програми на ЕС.

Независимо от забавянето на растежа на външното търсене на български стоки и услуги през 2015 г. изчерпването на ефекта на специфични фактори с еднократен характер, ограничаващи износа през 2014 г.³, повлия положително за прираста на физическия обем на износа, докато понижаващите се цени бяха причина за задържане на номиналния му растеж. Слабата динамика на частното потребление и на частните инвестиции оказваше ограничаващо влияние върху реалния внос и в съчетание с благоприятните условия на търговия допринесе за по-нисък номинален годишен растеж на вно-

Динамика на текущата и капиталовата сметка и принос по компоненти (на годишна база)



Източник: БНБ.

³ За повече информация вж. *Икономически преглед*, 2014, № 2, с. 36.

са на стоки (2.1%) спрямо този на износа на стоки (6.1%). В резултат на тези тенденции през януари – ноември 2015 г. търговският дефицит се сви значително на годишна база.

По-ниските входящи потоци по подстатия „пътувания“ за януари – ноември 2015 г. спрямо съответния период на 2014 г. бяха свързани с намаляване на туристическите пътувания предимно от Русия и Гърция. В същото време пътуванията на българи в чужбина нараснаха. В резултат положителното салдо по услугите⁴ се понижи.

Тенденцията към нарастване на brutния опериращ излишък общо за икономиката беше предпоставка за по-високите изходящи потоци по позиция „дивиденди и разпределена печалба“ за периода януари – ноември 2015 г. Тази динамика заедно с изходящите потоци по позиция „реинвестирана печалба“ имаше определящо значение за същественото увеличение на дефицита по сметка „първичен доход“ спрямо съответния период на 2014 г.

През разглеждания период излишъкът по статия „вторичен доход“ се понижи на годишна база. Динамиката на потоците по статията се определяше от по-високите плащания по вноската в бюджета на ЕС,⁵ които бяха само частично компенсирани от нарастването на постъпленията към сектор „държавно управление“ по програмите на ЕС.

В резултат на очертаните процеси салдото по текущата сметка остана положително за периода януари – ноември 2015 г., като излишъкът по статията намаля незначително спрямо съответния период на 2014 г. главно под влияние на по-големия дефицит по сметка „първичен доход“.

През първата половина на 2016 г. очакваме излишъкът по текущата сметка да остане на ниво близо до текущото като процентен дял БВП, като се запазят наблюдаваните до момента тенденции, свързани с намаляване на дефицита по търговския баланс в комбинация със свиване на положителното салдо по услугите и разширяване на дефицита по статия „първичен доход“ като процент от БВП. Динамиката на

⁴ В глава 3 е представен по-подробен анализ на износа и вноса на стоки и услуги.

⁵ През ноември 2015 г. бяха преведени средства по вноската в бюджета на ЕС в размер на 251.1 млн. лв. за сметка на значително по-ниското плащане през декември (в размер на 10.6 млн. лв. по предварителни оценки на Министерството на финансите).

Потоци по основни сметки на платежния баланс

(млн. евро)

	2013 г.	2014 г.	Януари – ноември 2015 г.
Текуща сметка	765.2	495.2	789.5
Търговско салдо	-2890.7	-2734.6	-1645.7
Услуги, нето	2735.1	2530.0	2529.4
Първичен доход, нето	-1474.9	-915.7	-1574.7
Вторичен доход, нето	2395.6	1615.6	1480.4
Капиталова сметка	469.3	959.6	1207.6
Финансова сметка	1421.6	-1627.3	-1374.6
Изменение на резервите	-531.8	1810.4	4048.2

Източник: БНБ.

номиналния износ ще се определя от очакванията ни за подобряване на икономическата активност в основните ни търговски партньори от еврозоната и съответно за засилване на търсенето на български стоки. Същевременно възстановяването на растежа на частното потребление и на частните инвестиции ще повлияе положително за нарастване на номиналния внос, докато по-ниските правителствени инвестиции ще задържат растежа му. Запазването на благоприятни условия на търговия за българската икономика ще представлява друг фактор, който се очаква да допринесе за намаляване на дефицита по търговския баланс. През първата половина на 2016 г. салдото по услугите се очаква да се свие като процентен дял от БВП поради по-слаби приходи от туризъм, свързани с икономическите проблеми във важни за туристическия сектор на България страни. Очакваме увеличаване на дефицита по статията „първичен доход“ поради изплащанията по подстатията „инвестиционен доход“, свързани с предвижданото нарастване на брутния опериращ излишък в икономиката. През прогнозния хоризонт излишъкът по капиталовата сметка се очаква да се свие и в резултат общият излишък по текущата и капиталовата сметка да се понижи като процентен дял от БВП.

За януари – ноември 2015 г. финансовата сметка беше отрицателна, като салдото ѝ се определяше до голяма степен от операциите на банките и от притока на преки инвестиции в страната. При трансакциите на банките нетните активи бяха отрицателни поради по-големия спад на чуждестранните активи на банките спрямо този на чуждестранните им пасиви⁶.

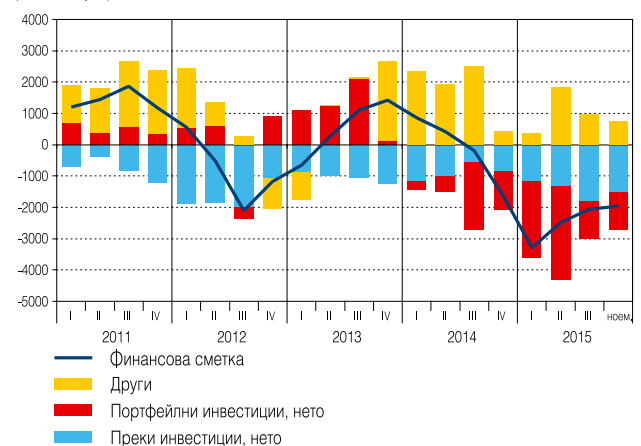
За януари – ноември 2015 г. пасивите по преките инвестиции (отчитащи преките инвестиции в страната) възлязоха на 1416.4 млн. евро. Значителен приток бе отчетен в подстатията „дялов капитал, без реинвестирана печалба“ на нефинансовия сектор и в по-ниска степен в подстатията „реинвестирана печалба“ на други парично-финансови институции и други сектори.

През разглеждания период салдото по финансовата сметка беше повлияно и от трансакциите на правителството. Въпреки емисията на еврооблигации през март 2015 г. пасивите на сектор „държавно управление“ за януари – ноември 2015 г. се понижиха поради

⁶ В раздел „Парични и кредитни агрегати“ в глава 2 е представен по-подробен анализ на дейността на банките.

Динамика на финансовата сметка и принос по компоненти (на годишна база)

(млн. евро)



Забележка: Статията „други“ включва „други инвестиции, нето“ и „финансови деривати (различни от резерви) и опции върху акции на наетите лица, нето“.

Източник: БНБ.

Потоци на банките по финансовата сметка на платежния баланс

(млн. евро)

	2013 г.	2014 г.	Януари – ноември 2015 г.
Преки инвестиции			
активи	18.1	35.0	-2.5
пасиви	109.1	106.1	191.5
Портфейлни инвестиции			
активи	292.3	-309.4	-873.7
пасиви	67.0	-50.6	-2.8
Други инвестиции			
активи	2007.5	1238.2	-1776.6
пасиви	-811.7	-295.6	-1627.5
Общо активи	2318.0	963.8	-2652.8
Общо пасиви	-635.6	-240.1	-1438.8
Нетни активи	2953.6	1203.9	-1214.0

Източник: БНБ.

погашенията по държавни облигации, емитирани на международните капиталови пазари, и на поетия мостов банков заем в края на 2014 г.

Положителните нетни потоци по текущата и капиталовата сметка, както и притокът на средства по финансовата сметка за първите единайсет месеца на 2015 г. доведоха до нарастване на международните валутни резерви с 4048.2 млн. евро по данни от платежния баланс.⁷ Към ноември 2015 г. покритието с международни валутни резерви на средния номинален внос на стоки и нефакторни услуги за последните 12 месеца нарасна на 8.7 месеца (7.1 месеца в края на 2014 г.).

Към октомври 2015 г. брутният външен дълг на България отбеляза спад спрямо края на 2014 г. Този спад се дължеше в най-голяма степен на свиването на дълга по линия на вътрешнофирменото кредитиране в резултат от едностранното отписване на вземане от страна на чуждестранен кредитор⁸. Важно значение за свиването на брутния външен дълг имаше и намалението на дълга на банките. Делът на дългосрочния дълг в общия брутнен външен дълг на страната се увеличи главно заради емисията на правителствен дълг през март 2015 г., като към октомври той възлезе на 77.3%.

В условията на понижаващи се лихвени проценти на международните финансови пазари за периода януари – октомври 2015 г. се запази тенденцията към подобряване на достъпа до ново външно финансиране и обслужване на външните задължения на резидентите. За разглеждания период беше отчетено увеличение на годишна база на декларираните сделки по предоставяне на финансови кредити от нерезиденти и понижение на разходите за обслужване на външните задължения на резидентите.

Парични и кредитни агрегати

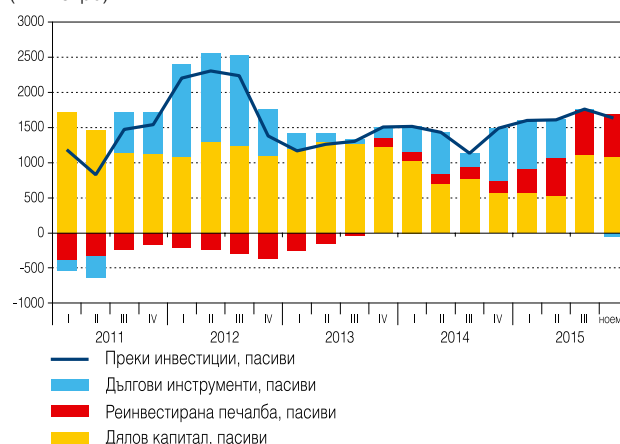
През 2015 г. основно влияние върху динамиката на паричните и кредитните агрегати оказваха запазващата се висока склонност на домакинствата към спестяване и продължаващото нарастване на депозитите на неправителствения сектор в банковата система, както и ниската кредитна активност в страната.

⁷ Без отчитане на валутнокурсните разлики и ценовите преоценки.

⁸ Вж. „Брутен външен дълг, октомври 2015 г.“ на интернет страницата на БНБ: <http://bnb.bg/Statistics/StExternalSector/StGrossExternalDebt/index.htm>

Преки инвестиции – пасиви, по вид инвестиция (на годишна база)

(млн. евро)



Източник: БНБ.

Брутен външен дълг към октомври 2015 г.

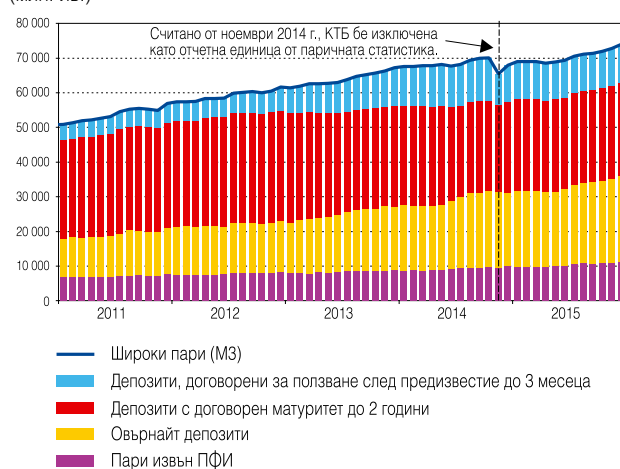
(млн. евро)

	Размер	Изменение	
		от декември 2014 г.	за последните 12 месеца
Държавно управление	5 639.9	-386.6	728.1
Централна банка	0.0	0.0	0.0
Банки	4 034.6	-1 432.7	-1 668.8
Други сектори	11 932.7	-52.3	-57.3
ПЧИ – вътрешнофирмени заеми	12 718.1	-3 159.7	-3 265.6
Общо	34 325.2	-5 031.2	-4 263.6

Източник: БНБ.

М3 и принос на агрегата по компоненти

(млн. лв.)



Забележка: Компонентът „търгуеми инструменти“ не е показан на графиката поради незначителния му принос за изменението на широките пари.

Източник: БНБ.

Към декември 2015 г. широкият паричен агрегат М3 нарасна с 6.0 млрд. лв., или с 8.8%, спрямо края на предходната година. Въпреки продължаващото понижаване на лихвените проценти по депозитите средствата на неправителствения сектор⁹ в банковата система следваха тенденция към нарастване през цялата 2015 г. Динамиката на привлечените средства се обуславяше главно от повишението на овърнайт депозитите и в значително по-малка степен от нарастването на парите извън ПФИ и на депозитите с договорен матуритет. Основен принос за наблюдаваната динамика имаха депозитите на домакинствата, които към декември достигнаха 42.6 млрд. лв. и отбелязаха растеж от 8.5% спрямо края на 2014 г. Домакинствата предпочитаха да спестяват главно в срочни влогове, които на фона на общото понижаване на лихвените проценти все още представляват източник на известна доходност¹⁰, както и във високоликвидните овърнайт депозити. През 2015 г. се запази тенденцията по-голяма част от средствата на домакинствата да бъдат депозирани в местна валута.

Депозитите на нефинансовите предприятия нараснаха до 18.2 млрд. лв. в края на 2015 г., като отбелязаха растеж от 18.7% спрямо декември 2014 г. За разлика от домакинствата фирмите предпочитаха да депозират средствата си в овърнайт депозити, докато депозитите им с договорен матуритет регистрираха понижение спрямо декември 2014 г. От гледна точка на валутната структура на влоговете на предприятията по-голям принос за общия им растеж от средата на 2015 г. имаха левовите депозити.

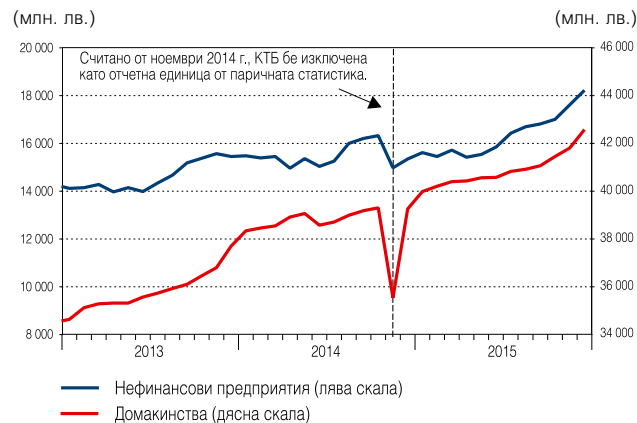
В резултат от увеличаващите се привлечени средства от резиденти ефективната имплицитна норма на задължителните минимални резерви към декември възлезе на 9.28%¹¹. Депози-

⁹ Депозитите на неправителствения сектор включват депозити на домакинства, депозити на нефинансови предприятия и депозити на финансови предприятия. Основен дял в депозитите на неправителствения сектор заемат депозитите на домакинства (68% средно за 2015 г.) и на нефинансови фирми (27% средно за 2015 г.), поради което анализът е концентриран върху тези два сектора.

¹⁰ На фона на общата тенденция към понижаване на лихвите по депозити по-съществено намаление през 2015 г. се наблюдаваше при лихвените проценти по депозитите, договорени за ползване след предизвестие, спрямо лихвите по другите депозити – стимул за домакинствата да насочват спестяванията си в депозити с по-дълъг срок.

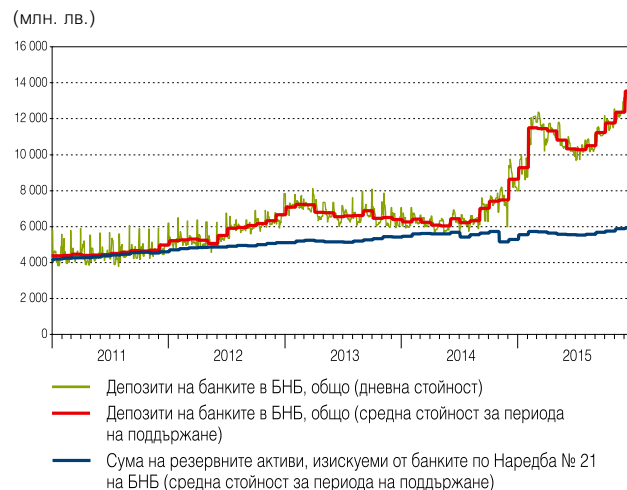
¹¹ Съгласно чл. 3 от Наредба № 21 на БНБ нормата на задължителните минимални резерви за привлечените средства от резиденти е 10% от депозитната база, от нерезиденти – 5%, а от държавния и местните бюджети, когато са обезпечени с ценни книжа – съответно 0%.

Депозити на нефинансови предприятия и домакинства



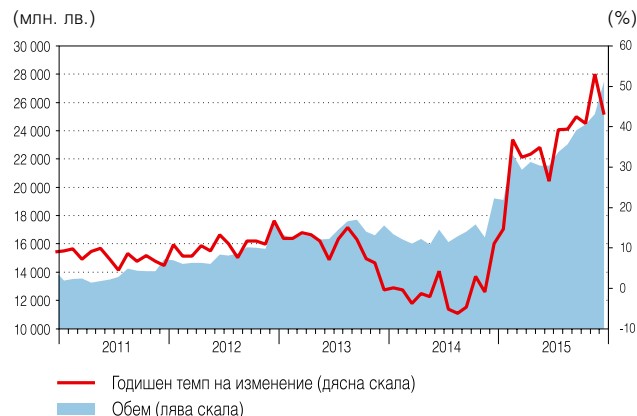
Източник: БНБ.

Депозити на банките в БНБ



Източник: БНБ.

Резервни пари



Източник: БНБ (парична статистика).

тите на търговските банки в БНБ съставляваха 8.13 процентни пункта в изпълнението на задължителните резерви, а останалите 1.15 процентни пункта бяха под формата на признати касови наличности и средства по сетълмент сметките на банките в системата ТАРГЕТ2-БНБ¹².

Значителното увеличение на банковите резерви през 2015 г. имаше основен принос за растежа на резервните пари, който към декември достигна 43.0% на годишна база. По-нисък принос за изменението на паричната база имаха банкнотите и монетите в обращение, чийто годишен темп на прираст възлезе на 9.8% в края на 2015 г.

Нарастващите депозити в банковата система в съчетание с ниското търсене на кредити от страна на фирмите и домакинствата обуславяха засилването на ликвидната позиция на търговските банки. За повишената ликвидност в банковата система допринесоха и наложените в началото на 2015 г. от БНБ мерки спрямо банките с гръцка акционерна собственост¹³. Към края на ноември 2015 г. коефициентът на ликвидните активи¹⁴ на банковата система нарасна до 34.80% спрямо 30.12% в края на 2014 г. Липсата на алтернативи за пласиране на излишъка от ликвидност извън страната поради понижаващата се и дори отрицателна доходност в еврозоната бе причина банките да увеличават средствата си по сметки в БНБ. Към декември 2015 г. свръхрезервите, оценени чрез превишението на поддържаните средства в БНБ над изискуемия минимум на резервни активи по Наредба № 21, възлязоха среднодневно на 127.8% (56.5% в края на 2014 г.).

На 26 ноември 2015 г. Управителният съвет на БНБ прие нова Наредба № 21 за задължителните минимални резерви на банките, която влезе в сила от 4 януари 2016 г.¹⁵ С новата наредба се въвежда определение за „свръхрезерви“¹⁶ на банките и се прилагат: отрицателен лихвен процент за свръхрезервите,

¹² Вж. чл. 4 от Наредба № 21 на БНБ.

¹³ Вж. карето „Предпазни мерки на БНБ за противодействие на външни рискове за банковата система в България“, *Икономически преглед*, 2015, № 2, с. 29.

¹⁴ Вж. Наредба № 11 на БНБ.

¹⁵ Наредбата е обнародвана в „Държавен вестник“, бр. 94 от 4 декември 2015 г.

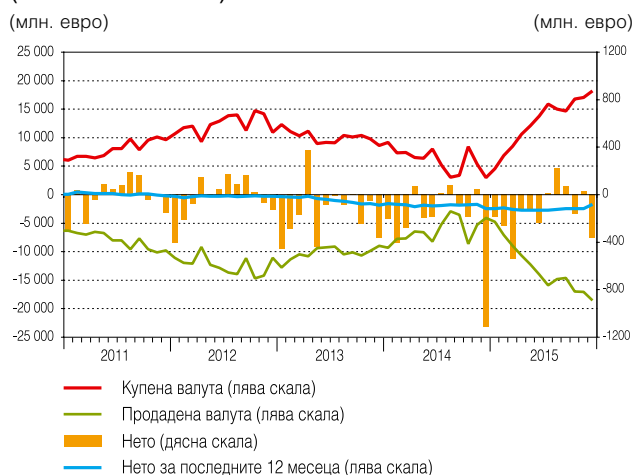
¹⁶ Съгласно чл. 5, ал. 1 от новата Наредба № 21 „свръхрезерви“ е превишението с повече от 5% на наличностите, държани в резервни активи над изискуемия размер на задължителните минимални резерви.

Пари в обращение



Източник: БНБ.

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



Забележка: „Нето“ означава купена от БНБ валута минус продадена от БНБ валута. Данните се отнасят за всички сделки на банките с валута, включително операциите по управление на ликвидността, свързани с прехвърляне на собствени средства от левови сметки в БНБ към свои сметки в БНБ в евро, и обратно.

Източник: БНБ.

когато лихвеният процент по депозитното улеснение на ЕЦБ е отрицателен, и нулев лихвен процент, когато лихвеният процент по депозитното улеснение на ЕЦБ е положителен или нулев. С новата наредба отпада и признаването за резервни активи на средствата на банките по сметки в националния системен компонент TARGET2-БНБ. С влизането в сила на новата наредба в периода от 4 януари до 20 януари 2016 г. се наблюдаваше понижение на депозитите на банките в БНБ поради намаление на свръхрезервите им.

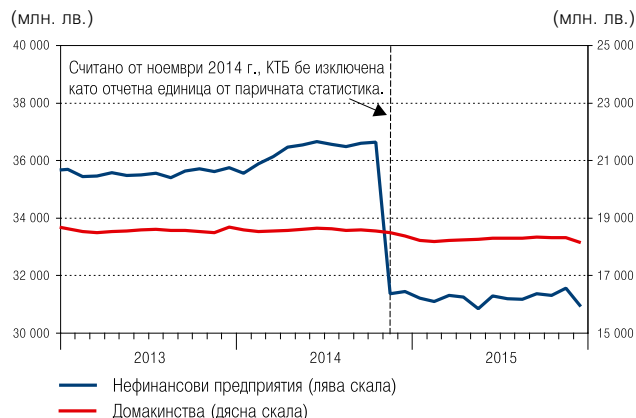
Банките управляваха ликвидните си ресурси и посредством валутната търговия с БНБ. През годината преобладаващата тенденция при търговията с резервна валута между банките и БНБ бе покупките на евро от страна на банките да надвишават продажбите. За последните 12 месеца към декември 2015 г. банките са закупили от БНБ нетно 1.7 млрд. евро.

През 2015 г. кредитната активност в страната бе ниска, което се обуславяше от запазващото се слабо търсене на кредити и нежелание на фирмите и домакинствата да натрупват нови задължения в условията на все още несигурна икономическа среда. Същевременно банките продължиха да провеждат сравнително предпазлива кредитна политика. Към декември размерът на вземанията от неправителствения сектор се понижи с 1.6% спрямо края на 2014 г. Спад на годишна база се наблюдаваше при вземанията както от нефинансови предприятия (минус 1.6%), така и от домакинства (минус 1.3%). Влияние за динамиката на кредита за неправителствения сектор през 2015 г. оказва и нетната продажба на кредити от страна на търговските банки.

Размерът на отпуснатите нови кредити¹⁷ за нефинансови предприятия през 2015 г. бе по-нисък в сравнение с предходната година, но средно за последните 12 месеца към ноември остана на нива над 1 млрд. лв. По валути през 2015 г. се запази тенденцията да нарастват новоотпуснатите кредити за предприятия в местна валута при понижение на дела на кредитите в евро и долари. Към ноември отпуснатите нови кредити на фирми в левове средно за последните 12 месеца заемаха дял от 45.6% в общия размер на новоотпуснатите фирмени

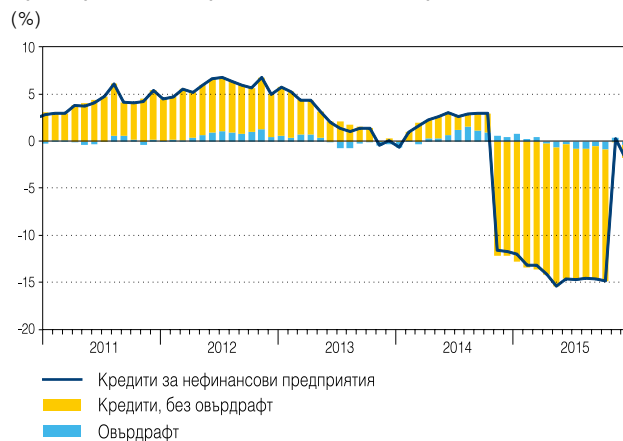
¹⁷ Използваните тук и по-нататък в текста термини „нови“ и „новоотпуснати“ се отнасят за статистическата категория „нов бизнес“.

Вземания от нефинансови предприятия и домакинства



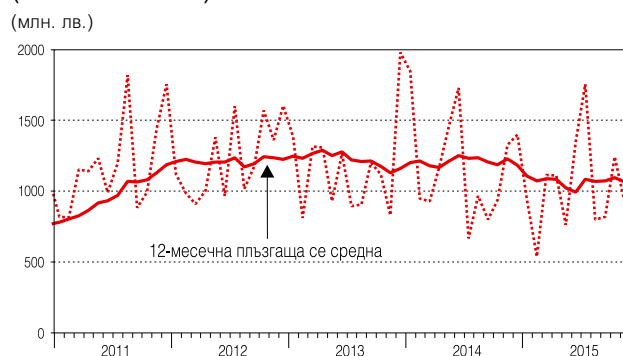
Източник: БНБ.

Годишен растеж на кредита за нефинансови предприятия и принос по видове кредити



Източник: БНБ.

Нови кредити за нефинансови предприятия* (месечни обеми)



* За данни, които се характеризират със значителни колебания, се представят допълнително плъзгащи се средни, изчислени за подходящо избрани периоди, с цел изглаждане на колебанията в съответните времеви редове и представяне на тенденциите в развитието им.

Източник: БНБ.

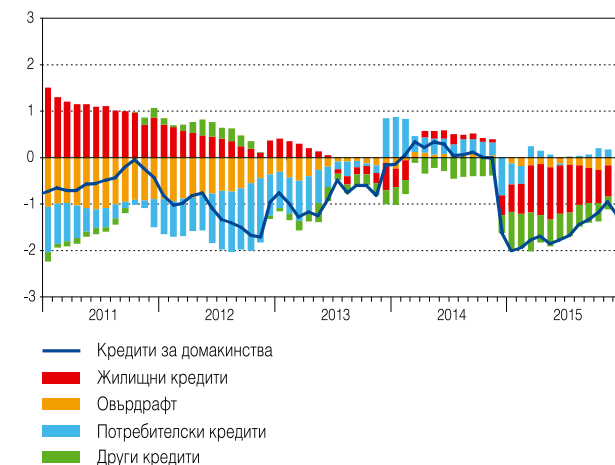
кредити. Делът на кредитите в евро се понижи до 52.1%, а на деноминираните в долари спадна до 2.3%.

През 2015 г. динамиката на кредита за домакинства се характеризираше с тенденция към забавяне в темпа на спад, който на годишна база достигна минус 1.3% към декември. Основен принос за отрицателния растеж на кредитите за домакинствата имаше категорията „жилищни кредити“. Спад се наблюдаваше и при овърдрафта и категорията „други кредити“, докато потребителските кредити имаха слаб положителен принос през по-голямата част от годината. При новите кредити за домакинствата тенденцията през 2015 г. бе към повишаване на обемите. Положителната динамика се обуславяше от нарастващите обеми на новоотпуснатите жилищни и потребителски кредити, докато при другите кредити не се наблюдаваше съществено изменение спрямо нивата от предходната година.

Според резултатите от провежданата от БНБ анкета за кредитната активност на банките през третото тримесечие на 2015 г. се наблюдаваше повишение на търсенето на кредити от фирмите и домакинствата. Финансовите нужди на предприятията за оборотни средства и запаси, както и за инвестиционни цели, бяха фактори, допринасящи за увеличеното търсене на корпоративни кредити. Същевременно при домакинствата по-значителен интерес бе регистриран по отношение на кредитите за потребителски цели. Политиката на банките за отпускане на фирмени кредити се запази без съществена промяна. При кредитирането на домакинствата по-съществено разхлабване на банковите стандарти бе отчетено при потребителските кредити. Факторите, които според резултатите от анкетата са действали в посока облекчаване на кредитните условия, продължават да бъдат цената и обемът на привлечените ресурси и конкуренцията от страна на други банки. Влияние за затягане на стандартите са оказвали кредитният риск и рискът, свързан с обезпечението, и в по-ниска степен състоянието на макроикономическата среда. За периода октомври – декември 2015 г. банките очакват търсенето на кредити от предприятия и домакинства да продължи да се повишава, докато в същото време очакват облекчаване на стандартите по отношение на фирмените и потребителските кредити и запазването им без

Годишен растеж на кредита за домакинства и принос по видове кредити

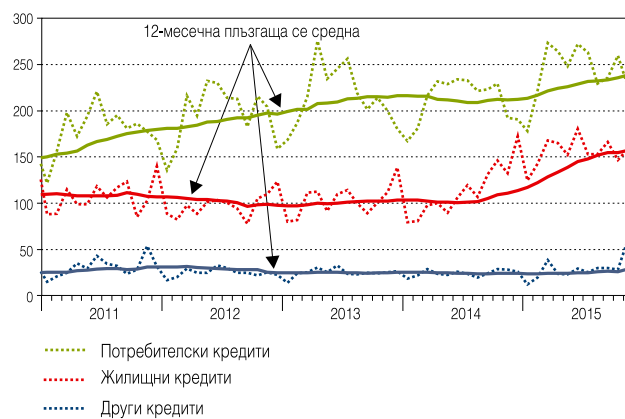
(%, процентни пунктове)



Източник: БНБ.

Нови кредити за домакинства (месечни обеми)

(млн. лв.)



Източник: БНБ.

съществена промяна при жилищните кредити за домакинства.

През първата половина на 2016 г. очакваме депозитите на неправителствения сектор да продължат да нарастват и ликвидността в банковата система да остане висока. Очакваната динамика е свързана с предвижданото запазване на висока склонност на домакинствата към спестяване въпреки продължаващото понижение на лихвените проценти по депозитите.

В условията на отрицателни стойности на лихвите по краткосрочни финансови инструменти в еврозоната и липсата на инвестиционни алтернативи очакваме банките да продължат да поддържат сравнително високи депозити в БНБ. Фактор, който ще влияе в посока понижаване на свръхрезервите на банките в БНБ, е новата Наредба № 21, която въвежда от началото на 2016 г. лихва върху свръхрезервите им (към момента лихвата е отрицателна и е равна на лихвата по депозитното улеснение на ЕЦБ), което би могло да създаде допълнителен стимул да се търсят алтернативни източници на доходност.

По отношение на кредитирането на частния сектор през първите две тримесечия на 2016 г. прогнозираме бавно нарастване на кредита в съответствие с очакванията за постепенно възстановяване на икономическата активност. Положителен ефект върху кредитирането на фирмите и домакинствата предвиждаме да окаже и запазващата се тенденция към понижаване на лихвените проценти по банковите кредити. В същото време продажбата на кредитни портфейли от страна на банките може да оказва задържащо въздействие върху номиналния растеж на кредита.

Лихвени проценти

През 2015 г. търгуваните обеми на паричния левов пазар намаляха значително в сравнение с предходната година поради увеличената ликвидност в банковата система и слабата кредитна активност. Ниската активност на междубанковия паричен пазар в съчетание с лихвените условия в еврозоната бяха основни фактори за намалението на лихвените проценти във всички матуритети, търгувани между банките през годината.

През 2015 г. спредът между индексите ЛЕОНИА и ЕОНИА, който в края на 2014 г. беше на ниво близо до нула, постепенно се

Изменения в кредитните условия

а) при кредити за предприятия

(баланс на мненията)



б) при потребителски кредити

(баланс на мненията)



в) при жилищни кредити

(баланс на мненията)



Забележка: Графиките представят баланс на мненията на банките като разлика в процентни пунктове между дела на банките, отговорили със „затегнаха“ („значително“ и „в известна степен“), и процента на банките, отговорили с „облекчиха“ („значително“ и „в известна степен“). Всички отговори на банките са претеглени с пазарния им дял в съответния кредитен сегмент. В графиките очакванията са илюстрирани с изместване на данните с едно тримесечие напред.

Източник: БНБ.

разшири и достигна 21 базисни точки към декември 2015 г. Това се дължеше на задълбочаващия се спад на ЕОНИА след преминаването му през последното тримесечие на 2014 г. към отрицателни стойности и задържането на ЛЕОНИА на ниво близо до нула. Запазването на нивото на лихвения процент по овърнайт депозитите у нас се определяше от възможностите на българските банки да съхраняват излишните си средства по сметки в БНБ при нулева лихва. През декември 2015 г. спадът на ЕОНИА допълнително се задълбочи, следвайки новото понижение на лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ¹⁸.

През последните 12 месеца лихвените проценти по междубанковите депозити със срок 3 месеца у нас и в еврозоната продължиха да следват дългосрочна тенденция към спад.¹⁹ В резултат на равномерното понижение на двата индекса през годината спредът между тях се запази на ниво близо до отчетеното в края на 2014 г. Тенденция към намаление следваха и лихвените проценти в по-дългосрочните матуритети на междубанковия пазар. При 6-месечните депозити намалението спрямо декември 2014 г. беше в размер на 24 базисни точки, а при 12-месечните – съответно 49 базисни точки.

От началото на 2016 г., след въвеждането на отрицателна лихва по свръхрезервите на банките в БНБ, индексът ЛЕОНИА, както и осреднените стойности между котировките на необезпечени депозити в левове СОФИБОР и СОФИБИД в срочностите до 3 седмици станаха отрицателни.

Продължаващото нарастване на привлечения ресурс от резиденти, както и лихвените условия на междубанковите парични пазари у нас и в еврозоната създаваха стимул за търговските банки да продължат да понижават лихвените проценти по депозити през 2015 г. Към ноември 2015 г. среднопретегленият лихвен процент по нови срочни депозити общо за секторите „нефинансови предприятия“ и „домакинства“ възлезе на 1.1% (2.1% към декември 2014 г.). Понижение на лихвите се наблюдаваше както по новите депозити на домакинствата, така и

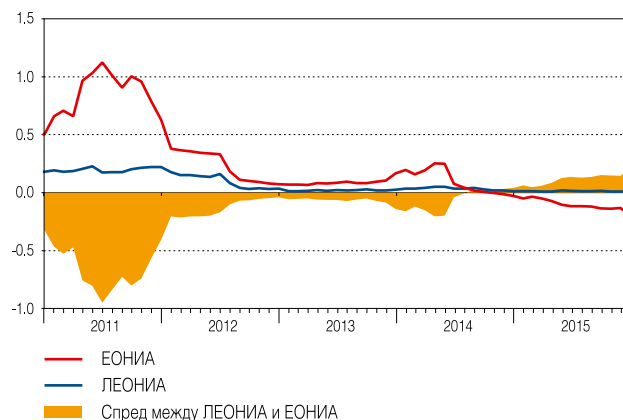
¹⁸ На 3 декември 2015 г. Управителният съвет на ЕЦБ взе решение лихвеният процент по депозитното улеснение да бъде понижен с 10 базисни точки до -0.30%, считано от 9 декември 2015 г.

¹⁹ Коментарът се базира на средната стойност между котировките на необезпечени депозити в левове СОФИБОР и СОФИБИД със срок 3 месеца.

Лихвени проценти на междубанковия паричен пазар

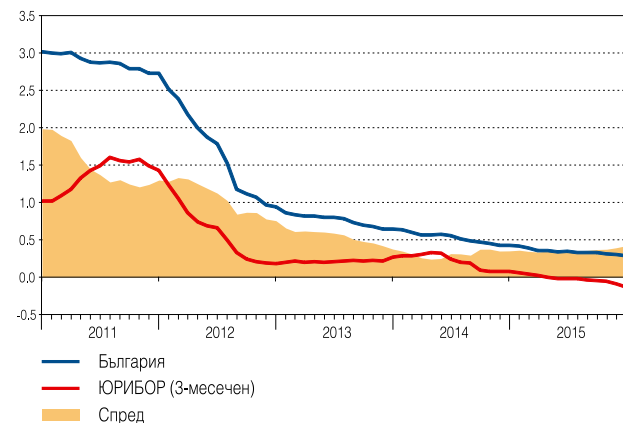
а) по овърнайт депозити

(%; процентни пунктове)



б) по депозити със срок три месеца

(%; процентни пунктове)

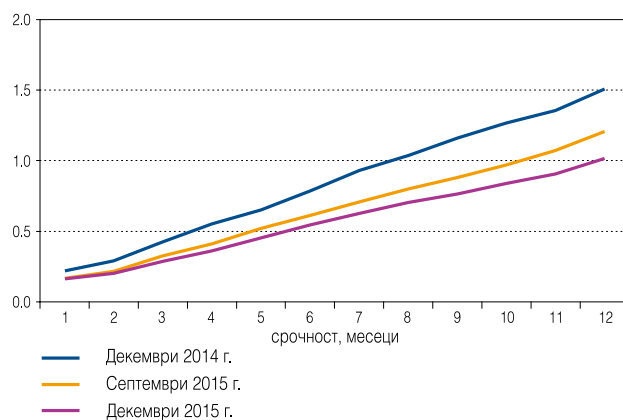


Забележка: Стойностите за България отразяват средната стойност между котировките СОФИБОР и СОФИБИД на необезпечени депозити в левове със срок 3 месеца.

Източници: БНБ, ЕЦБ.

Крива на доходност на инструментите на междубанковия паричен пазар

(%)



Забележка: Стойностите отразяват средната стойност между котировките СОФИБОР и СОФИБИД на необезпечени депозити в левове.

Източник: БНБ.

по тези на нефинансовите предприятия, с по-силно изразена тенденция към спад при домакинствата. И в двата сектора регистрираните темпове на намаление бяха по-значителни през първите седем месеца на годината.

Според валутата на договаряне през 2015 г. тенденция към спад следваха лихвените проценти по новодоговорените депозити както в местна валута, така и в евро и долари. Спрямо края на 2014 г. намалението беше по-силно изразено по отношение на цената на привлечените средства в левове и евро и по-слабо при доларовите депозити. Към декември 2015 г. делът на привлечените средства в чуждестранна валута, основната част от които са деноминирани в евро, се понижи слабо спрямо края на предходната година и възлезе на 41.4% (42.3% през декември 2014 г.).

Според разпределението на лихвените проценти по банки средното лихвено ниво, при което банките приемаха нови срочни депозити от домакинства в левове през ноември 2015 г., възлезе на 1.46%, като намалѝ с 8 базисни точки спрямо септември 2015 г. Стандартното отклонение се сви със 7 базисни точки до 0.65%. В разглеждания период се наблюдаваше увеличение на броя банки, които приемат срочни депозити при лихви в интервала 1–2%, и намаление на банките, предлагащи лихви до 1% и в интервала 2–3%.

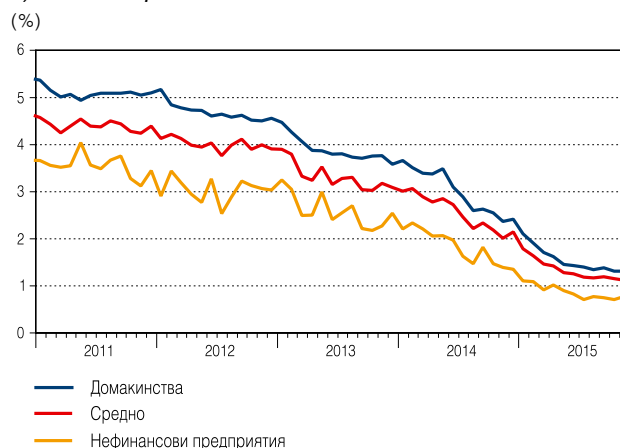
Намаляващата цена на привлечените ресурси и нарастването на ликвидните средства в банковата система, както и засилената конкуренция между банките при все още ниско търсене на заемни средства, бяха основните фактори, определящи понижението на лихвените проценти по кредити през годината. През 2015 г. бе регистрирано намаление на лихвените проценти по новоотпуснатите кредити за предприятия както в левове, така и в евро и долари. По-силно изразена низходяща динамика спрямо края на 2014 г. се наблюдаваше при кредитите в чуждестранна валута. Към ноември 2015 г. лихвените проценти по кредитите, деноминирани в долари и евро, възлязоха съответно на 7.5% и 6.6%, а тези в левове – на 6.5%.²⁰

Цената на заемните средства за домакинства също следваше тенденция към понижението през годината. Към ноември 2015 г. годишният

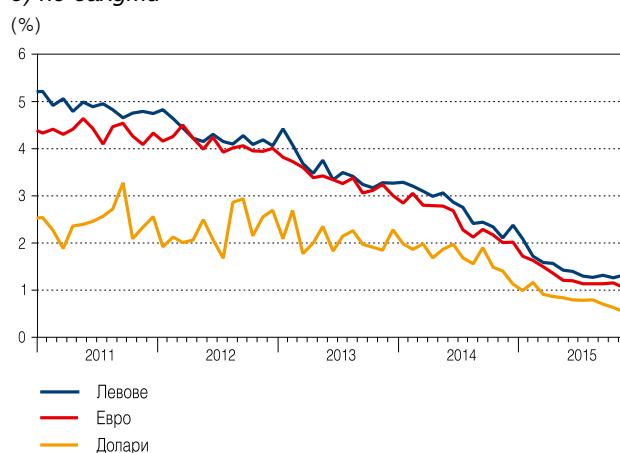
²⁰ Посочените величини на лихвените проценти по кредити за нефинансови предприятия представляват претеглени средни на 12-месечна база.

Лихвени проценти по новодоговорени срочни депозити

а) по сектори



б) по валути

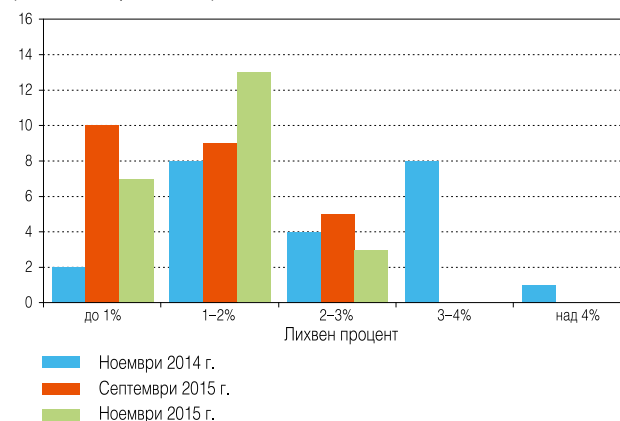


Забележка: Средният лихвен процент се изчислява от лихвените проценти за всички сектори, матурирети и валути, претеглени със съответните обеми новодоговорени депозити.

Източник: БНБ.

Разпределение на лихвените проценти по новодоговорени срочни левови депозити на домакинства

(честота – брой банки)



Източник: БНБ.

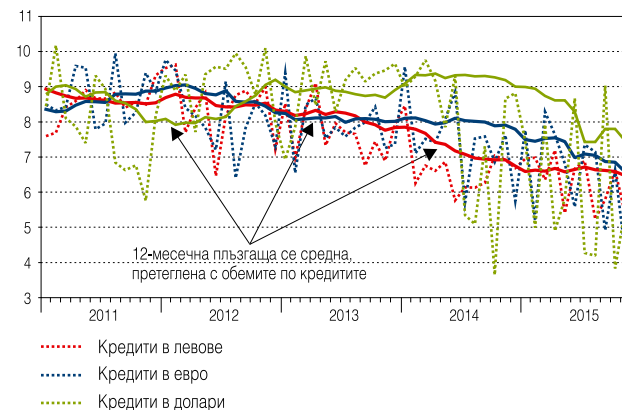
процент на разходите (ГПР) по потребителски кредити възлезе на 11.5%, а по жилищни – на 6.5% (към декември 2014 г. съответно 12.4% и 7.4%).²¹ И при двете категории кредити спрямо края на предходната година намаляха както лихвените, така и нелихвените разходи, като понижението на лихвените разходи беше по-голямо. За периода от началото на 2015 г. спадът на лихвения процент по потребителски и жилищни кредити беше в размер съответно на 67 и 70 базисни точки, а намалението на имплицитния процент на нелихвените разходи – респективно 16 и 18 базисни точки. От средата на 2015 г. при финансирането за потребителски нужди се наблюдаваше слабо повишение на имплицитния процент на нелихвените разходи.

През ноември 2015 г. според разпределението по банки средният лихвен процент по новоотпуснати жилищни кредити в евро нарасна спрямо септември 2015 г. със 17 базисни точки и възлезе на 6.02%. Стандартното отклонение намаля с 20 базисни точки до 0.74%. В разглеждания период се наблюдаваше увеличение на броя банки, отпускащи заеми при лихва в интервала 6–7%, за сметка на спад на банките, кредитиращи при лихва до 6%. Броят банки, отпускащи жилищни кредити в евро при лихвен процент в интервала 7–8%, се запази без изменение спрямо септември 2015 г.

Очакваме динамиката на лихвените проценти по нови срочни депозити да се запази низходяща през първите две тримесечия на 2016 г. Продължаващото понижаване на цената на привлечения ресурс от резиденти ще се определя от запазването на висока норма на спестяване на домакинствата в среда на ниски и в краткосрочните сегменти отрицателни лихвени проценти на междубанковите парични пазари както у нас, така и в еврозоната. Ниската цена на привлечения ресурс ще определя продължаващото понижаване на лихвените проценти по новоотпуснати кредити през първото шестмесечие на 2016 г. Новата Наредба № 21, която въвежда отрицателен лихвен процент по свръхрезервите на банките (равен на лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ), може да окаже допълнително влияние за намалението на лихвените проценти по заеми

²¹ Посочените размери на ГПР и на лихвените проценти по кредити за потребление и по жилищни кредити за домакинства представляват претеглени средни величини на 12-месечна база.

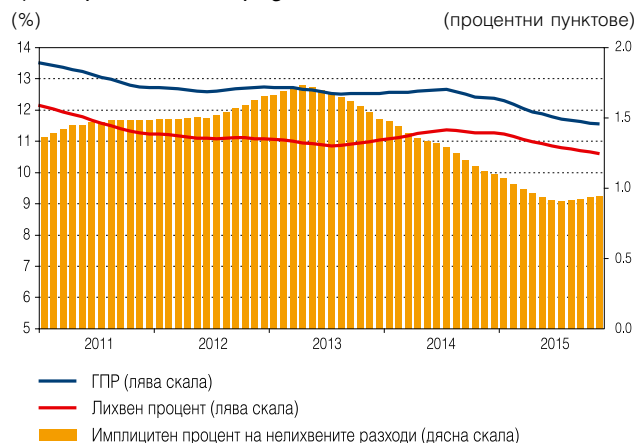
Лихвени проценти по новодоговорени кредити по валути за нефинансови предприятия (%)



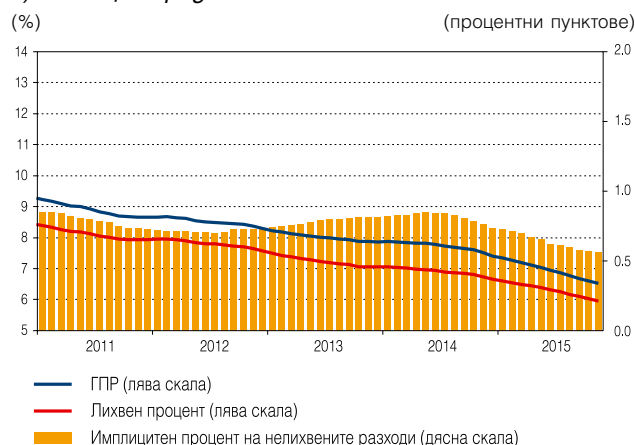
Източник: БНБ.

Лихвени проценти и ГПР на новодоговорени кредити за домакинства

а) потребителски кредити



б) жилищни кредити



Забележки: Лихвените проценти са претеглени по матуритет и валути със съответните обеми новодоговорени кредити за 12-месечен период. Имплицитният процент представлява разлика между ГПР и съответните лихвени проценти и отразява приблизителния процент на всички нелихвени разходи по обслужването на кредитите (включително такси и комисиони).

Източник: БНБ.

средства, в случай че банките са склонни да поемат кредитен риск.

Към края на 2015 г. се наблюдаваше намаляване на доходността по предложените на първичния пазар ДЦК с матуритет десет и пет години (от съответно 2.48% и 0.97% през октомври до съответно 2.34% и 0.79% през декември). Това намаляние би могло да се обясни с нарасналата ликвидност на финансовия сектор в резултат от настъпването на падежа на значителни по обем съкровищни бонове в началото на декември.²²

Динамиката на лихвените проценти по ДЦК през четвъртото тримесечие не бе еднопосочна, като през ноември се наблюдаваше краткотрайно увеличение на доходността във всички матуритети както на първичния, така и на вторичния пазар в резултат главно на сравнително слабия интерес от страна на инвеститорите и техните предпочитания да инвестират на вторичния пазар в български ДЦК, емитирани на международните капиталови пазари.

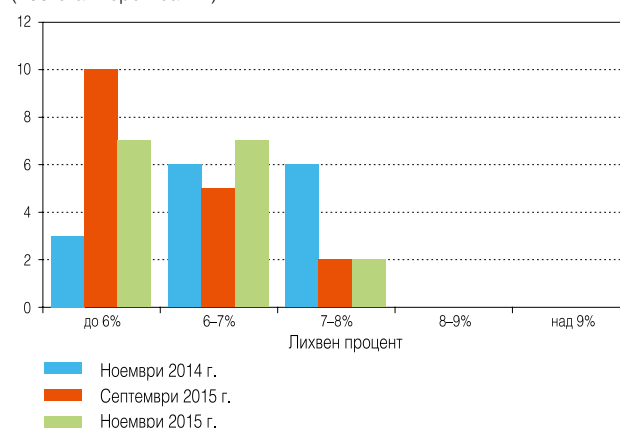
След временно увеличение през ноември, което бе в синхрон с наблюдаваната динамика през този период на първичния и вторичния пазар на ДЦК, към края на декември дългосрочният лихвен процент на вторичния пазар на ДЦК достигна ниво от 2.43%.

Доходността на всички български еврооблигации се понижи през последното тримесечие на годината в синхрон с умереното намаляние на доходността на ДЦК на страните от еврозоната, но едновременно с това отразяваше и свиването на спреда към бенчмарковите книжа на Германия. Тази тенденция бе по-силно изразена при книжата с падеж 2017 г. и 2022 г. През част от януари 2016 г. доходността на книжата с падеж 2017 г. стана отрицателна.

През първата половина на 2016 г. очакваме доходността на българските ДЦК да продължи да се понижава, като търсенето може да се увеличи под влияние на значителния обем ДЦК с настъпващ падеж (общо в размер на 845.5 млн. лв. за полугодieto) и при високо ниво на свръхрезервите на банковата система.

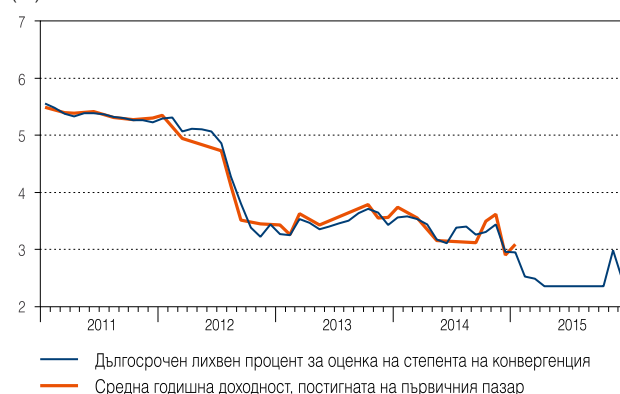
²² През декември настъпи падежът на 12-месечни съкровищни бонове на обща стойност 775.8 млн. лв. Нетната емисия на ДЦК през последното тримесечие бе отрицателна в размер 214.8 млн. лв.

Разпределение на лихвените проценти по новодоговорени жилищни кредити в евро
(честота – брой банки)



Източник: БНБ.

Лихвени проценти на първичния и вторичния пазар на ДЦК със срочност 10 години и 6 месеца
(%)



Източник: БНБ.

Финансови потоци между сектор „държавно управление“ и другите сектори на икономиката

Приходната и разходната политика на правителството, както и операциите по финансирането на бюджета, влияят върху разпределението на ликвидността между икономическите сектори.²³

През третото тримесечие на 2015 г. външният сектор представляваше важен източник на средства за консолидирания държавен бюджет. През това тримесечие, както и през предходното, значителен принос за нарастването на ликвидността имаше притокът на средства от фондовете на ЕС, който възлезе на 729.3 млн. лв. (3.1% от БВП за тримесечието). Тези ресурси надхвърлиха размера на разпределените към външния сектор средства за лихви по държавни дългови инструменти, притежание на чуждестранни инвеститори, и в по-малка степен за вноската на България в общия бюджет на ЕС.²⁴ В резултат нетният приток на ликвидни ресурси от външния сектор към бюджета възлезе на 2.3% от БВП за тримесечието.

Вследствие на операциите на правителството по финансиране на бюджета през периода юли – септември финансовият сектор (без БНБ) бе получател на ликвидност. Нетно преразпределените средства към сектора бяха в размер на 4.8% от БВП за тримесечието главно в резултат от реализираната отрицателна нетна емисия на ДЦК на вътрешния пазар (-1009.5 млн. лв.), както и от извършените лихвени плащания по държавни дългови инструменти към резиденти. Политиката по финансиране на бюджета доведе до намаление на депозита на правителството и на бюджетните организации в БНБ с 3.4% от БВП за третото тримесечие.

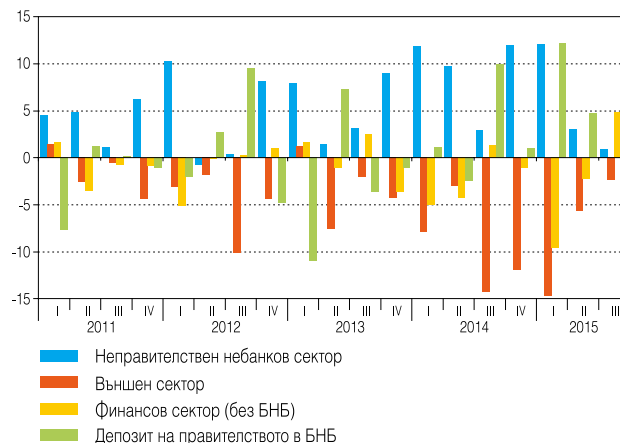
Наличните месечни данни към средата на януари 2016 г. и предварителните оценки на Министерството на финансите (МФ) за изпълнението на консолидираната фискална програма (КФП) през 2015 г. дават индикация,

²³ За повече информация относно формирането на финансовите потоци между бюджета и останалите сектори вж. *Икономически преглед*, май 2004 г., с. 30. Знакът „+“ на съответния финансов поток означава, че в резултат от своите операции бюджетът нетно е предоставил ресурси на съответния сектор, а знакът „-“ – че бюджетът нетно е изтеглил ресурси от съответния сектор.

²⁴ По-голямата част от лихвените разходи представляваха купонни плащания по еврооблигациите с падеж 2017 г. и 2024 г.

Влияние на консолидирания бюджет върху ликвидността на останалите сектори (по тримесечия)

(дял от БВП, %)



Източници: МФ, БНБ.

че през последното тримесечие на 2015 г. външният сектор ще продължи да бъде нетен източник на ликвидност за консолидирания държавен бюджет. Това показват данните за получените средства от Структурните и от Кохезионния фонд на ЕС (575.7 млн. лв. общо за октомври – декември), които надвишават размера на изплатената вноска в бюджета на ЕС (321.9 млн. лв.) и погашенията по външни заеми.

През последното тримесечие на 2015 г. емисионната политика на правителството на вътрешния пазар доведе до предоставяне на ликвидност на финансовия сектор (без БНБ) вследствие на реализираната отрицателна вътрешна емисия на ДЦК в размер на 214.8 млн. лв.

По предварителни оценки на МФ реализираният дефицит през четвъртото тримесечие на 2015 г. е в размер 2.9 млрд. лв. Отрицателното бюджетно салдо предполага значително пренасочване на ликвидност от бюджета към неправителствения небанков сектор посредством намаление на депозита на правителството и бюджетните организации в БНБ с 3129 млн. лв. за периода от края на септември до края на декември 2015 г.

Динамиката на финансовите потоци, генерирани в процеса на взаимодействие на външни и вътрешни икономически фактори, допринесе за прираста на брутните международни валутни резерви. Към края на 2015 г. пазарната стойност на международните валутни резерви – актив по баланса на управление „Емисионно“²⁵, се повиши на годишна база с 3.8 млрд. евро и възлезе на 20.3 млрд. евро (39.7 млрд. лв.). Съгласно принципите на функциониране на паричния съвет повишението на международните валутни резерви съответстваше на нарастването на балансовата стойност на пасивите на управление „Емисионно“²⁶. Основен принос за повишението на пасивите към края на 2015 г. спрямо края на предходната година имаха задълженията към банки и в значително по-малка степен банкнотите и монетите в обращение.

²⁵ Пазарната стойност на международните валутни резерви включва измененията от трансакции, валутнокурс-ви разлики и ценови преоценки.

²⁶ Съгласно чл. 28, ал. 1 от ЗБНБ „общата сума на паричните задължения на БНБ не може да превишава левовия еквивалент на брутният международен валутен резерв“, като левовият еквивалент се изчислява по фиксирания валутен курс.

През първата половина на 2016 г. средствата на банките в БНБ се очаква да се запазят на относително високи равнища с тенденция към понижение. Влияние върху депозита на правителството в БНБ ще оказват емисионната политика на правителството и реализираното бюджетно салдо. При парите в обращение очакваме сравнително висок растеж с тенденция към постепенно забавяне.

3. Икономическа активност

През третото тримесечие на 2015 г. растежът на БВП в реално изражение се ускори спрямо предходното тримесечие и възлезе на 0.7%. Основен принос за растежа през тримесечието имаше частното потребление. Слаб положителен принос за растежа имаше и брутообразуването на основен капитал. Правителственото потребление се понижи спрямо предходното тримесечие. Нетният износ имаше отрицателен принос за растежа, тъй като спадът на износа на стоки и услуги на верижна база в реално изражение изпревари този при вноса на стоки и услуги.

Краткосрочните конюнктурни индикатори през четвъртото тримесечие на 2015 г. дават позитивни сигнали за развитието на икономиката. Очакваното продължаващо възстановяване на търсенето на стоки и услуги при запазване на ниски цени на петрола, положителни нагласи на домакинствата и фирмите и нарастване на промишленото производство при високо натоварване на производствените мощности се предвижда да създават условия за нарастване на заетостта, доходите и инвестиционната дейност на фирмите. Въпреки това повишената несигурност вероятно ще продължи да допринася за по-предпазлива инвестиционна и разходна политика на фирмите. Съответно се очаква частното потребление да нараства на верижна база, а частните инвестиции да останат слаби през първото полугодие на 2016 г. Правителствените инвестиции се очаква да се понижават на верижна база през този период. В реално изражение износоът на стоки и услуги се предвижда да нараства с малко по-високи темпове спрямо вноса на стоки и услуги. Според описаната динамика по компоненти се очаква верижният растеж на БВП през първото и второто тримесечие на 2016 г. да се забави слабо спрямо съответните тримесечия на 2015 г.

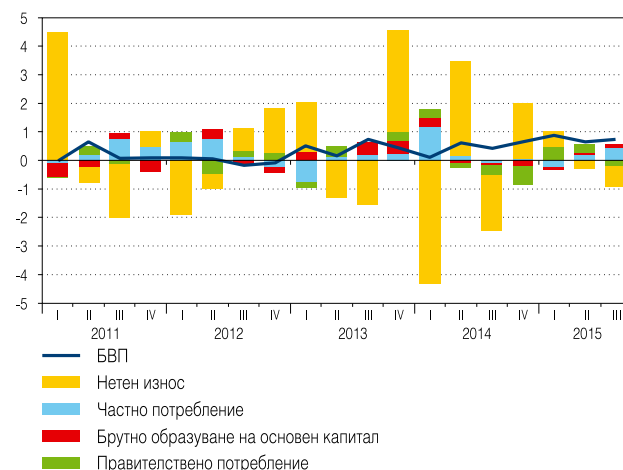
Текуща конюнктура

В началото на 2015 г. растежът на БВП в реално изражение отразяваше до голяма степен високия реален растеж на износа на стоки и услуги, довел до значителен положителен принос на нетния износ, и слабото вътрешно търсене. В хода на годината приносът на нетния износ постепенно започна да намалява, докато крайното потребление и инвестициите в основен капитал увеличиха растежа си. През третото тримесечие на 2015 г. верижният растеж²⁷ на реалния БВП възлезе на 0.7%. От подкомпонентите на БВП през тримесечието основен принос за растежа имаше частното потребление. Инвестициите в основен капитал и изменението на запасите също имаха слаб положителен принос за растежа. Правителственото потребление се понижи, а в резултат от по-силен спад на износа от този на вноса

²⁷ При анализа на показателите на верижна база в тази глава са използвани сезонно изгладени данни, освен ако не е указано друго. За показателите, за които НСИ или Евростат не публикуват сезонно изгладени данни, изглаждането е извършено с програмата *TRAMO SEATS* или *OxMetrics*, като са използвани автоматични настройки за диагностика и оптимизация на параметрите на изглаждането.

Принос по компоненти на крайното използване за растежа на БВП

(%; процентни пунктове; спрямо предходното тримесечие; сезонно изгладени данни)



Забележка: Данните за приноса не са адитивни поради директно верижно обвързване и сезонно изглаждане на БВП и компонентите му; не е включен приносът на изменението на запасите.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

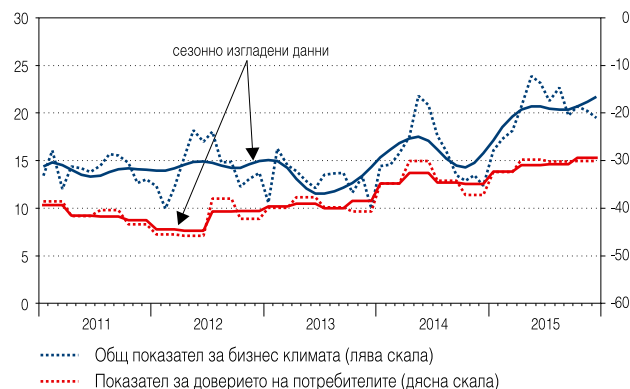
на стоки и услуги на верижна база нетният износ също имаше отрицателен принос за растежа.

Индикаторите за нагласите на фирмите и домакинствата (бизнес климат и доверие на потребителите на НСИ) остават на сравнително високи нива през четвъртото тримесечие на 2015 г. През декември показателят на бизнес климата нарасна според сезонно изгладени данни, като подобрене се наблюдаваше във всички сектори с изключение на услугите. През октомври и ноември се наблюдаваше и възстановяване на реалния компонент на промишления оборот на външния пазар и нарастване на оборотите в търговията на дребно спрямо средното за третото тримесечие на 2015 г.

През първата половина на 2016 г. фактори, които ще стимулират инвестиционната активност на фирмите, са подобренията нагласи за дейността им през следващите месеци, ниските цени на петрола и продължителният период на запазване на сравнително високо натоварване на производствените мощности в промишлеността. В същото време е възможно запазващата се висока несигурност във външната среда да повлияе за приемане на по-умерени планове за бъдещо развитие на дейността им. Противоречивият характер на индикаторите дава основание да очакваме частните инвестиции да останат слаби. Повишението на доверието на потребителите, което се наблюдава в анкетата на НСИ, и нарастването му през второто и третото тримесечие на 2015 г. дават основание да се очаква на верижна база растежът на частното потребление да продължи и през първите две тримесечия на 2016 г.

Правителственото потребление и публичните инвестиции се очаква да нараснат през четвъртото тримесечие на годината въз основа на предварителна информация за изпълнението на КФП към декември 2015 г. При изпълнение на заложените в Закона за държавния бюджет на Република България (ЗДБРБ) за 2016 г. параметри се очаква правителственото потребление в началото на годината да се понижи слабо на верижна база спрямо по-високите си нива в края на 2015 г., но минимално да се увеличи на годишна база. Прави-

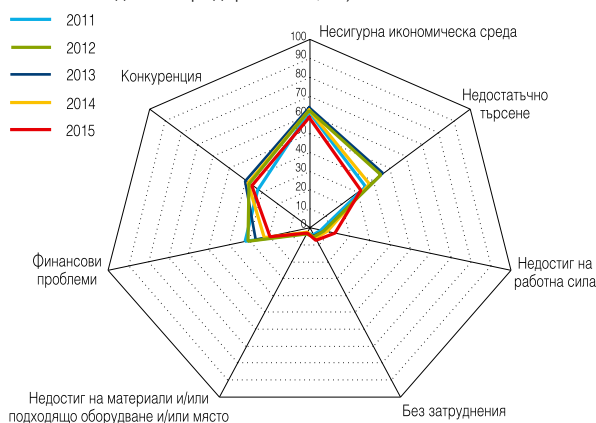
Бизнес климат и доверие на потребителите



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Фактори, затрудняващи дейността на предприятията

(относителен дял от предприятията, %)



Забележка: Данните за 2011–2015 г. са средни за съответната година и са изчислени като претеглени с относителния дял на предприятията по сектори (промишленост, строителство, търговия и услуги).

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

телствените инвестиции се очаква да ограничават растежа на БВП през първата половина на 2016 г., като се понижат поради очакваното забавено стартиране на нови инвестиционни проекти от началото на програмния период 2014–2020 г.

Износът се прогнозира да нараства с малко по-високи темпове от вноса на стоки и услуги в началото на 2016 г.

В съответствие с описаната динамика по компоненти се очаква верижният растеж на реалния БВП през първите две тримесечия на 2016 г. да бъде по-слаб от наблюдавания през 2015 г., като забавянето се очаква да се отрази и върху растежа на годишна база.

Външната среда продължава да е източник на несигурност. По-бавни от очакваните темпове на растеж при основните ни търговски партньори биха допринесли за по-нисък от очаквания растеж у нас, докато по-силно изразено понижение в цената на петрола и по-продължителното ѝ задържане на ниски нива може да стимулира потреблението, да намали производствените разходи на фирмите и да повиши растежа над очакванията. Ако фирмите продължат да бъдат предпазливи относно инвестиционната си политика и очакваното възстановяване на частните инвестиции се отложи, то това ще се изрази в по-нисък от очаквания икономически растеж. Рискове и в двете посоки съществуват и по отношение на публичните инвестиции.

Растеж на БВП по компоненти на крайното използване

(%, спрямо предходното тримесечие; реален темп, сезонно изгладени данни)

	2012 г.				2013 г.				2014 г.				2015 г.		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
Потребление	0.8	0.9	0.3	0.0	-0.5	0.0	-0.2	-0.1	4.9	-1.6	-1.3	-0.8	0.1	0.7	1.0
в т.ч.															
Потребление на домакинствата	1.0	1.1	0.1	-0.4	-1.2	0.2	0.3	0.3	1.8	0.2	-0.2	0.1	-0.4	0.3	0.7
Крайни потребителски разходи на правителството	4.1	-6.3	2.1	1.9	-2.6	3.3	-3.2	2.5	4.2	-1.2	-1.2	-7.1	5.3	3.9	-3.1
Колективно потребление	0.2	0.3	0.7	1.3	-0.1	1.5	2.8	1.3	-0.2	-1.0	-3.0	-1.3	0.9	0.2	0.5
Брутно образуване на основен капитал	0.0	1.7	-0.6	-0.9	1.4	0.0	2.1	2.2	1.4	-0.4	-0.2	-0.9	-0.4	0.4	0.6
Износ, СНФУ	-8.2	9.4	0.0	-0.1	5.8	1.9	1.4	1.1	-5.0	4.5	-2.5	7.3	4.0	-3.2	-1.9
Внос, СНФУ	-4.6	9.5	-1.2	-2.6	2.7	4.0	3.7	-4.3	1.9	-0.9	0.6	3.8	3.0	-2.7	-0.8
БВП, реален растеж	0.1	0.0	-0.2	-0.1	0.5	0.2	0.7	0.4	0.1	0.6	0.4	0.6	0.9	0.6	0.7

Източник: НСИ.

Поведение на домакинствата

През третото тримесечие на 2015 г. потреблението на домакинствата ускори растежа си, въпреки че нормата на спестяване се задържа на достигнатите сравнително високи нива, а предлагането на труд слабо се понижи. Нарастването на заетостта продължава да е слабо. Доходите на домакинствата от работна заплата растяха с нисък темп през по-голямата част от 2015 г. спрямо 2014 г. (както на годишна база според сезонно изгладените данни за фонд „работна заплата“ и средна работна заплата на един нает, така и на верижна база според сезонно изгладени данни от националните сметки²⁸). Очакванията на предприятията за числеността на персонала предполагат продължаващо възстановяване на търсенето на труд от страна на фирмите в повечето сектори. В същото време в период на поевтиняване на енергийните продукти съществуват предпоставки за увеличаване на разходите за труд, без да се нарушат конкурентните позиции на предприятията. Тези фактори в краткосрочен хоризонт вероятно ще допринесат за нарастване на доходите от труд на домакинствата и се очаква да стимулират потреблението им.

Според Наблюдението на работната сила (НРС) на НСИ през третото тримесечие на 2015 г. предлагането на труд от страна на домакинствата беше ниско (измерено с верижните изменения на сезонно изгладените данни за работната сила²⁹). Нарастването на коефициента на икономическа активност³⁰ през по-голямата част от годината се дължеше главно на намаляването на лицата в трудоспособна възраст. Слабото понижение на коефициента на икономическа активност според сезонно изгладените данни през третото тримесечие на 2015 г. беше обусловено в по-голяма степен от намаляване на работната

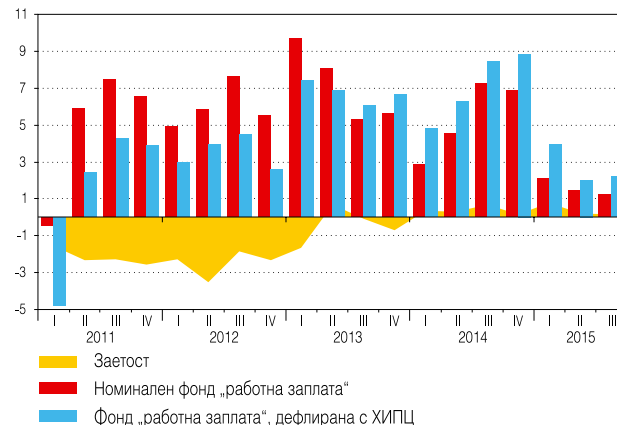
²⁸ Верижните темпове на изменение на сезонно изгладени данни дават индикации за най-новата динамика на показателите, неподлежащи на базисни ефекти от съответния период на предходната година.

²⁹ Работната сила (текущото икономически активно население) представлява лицата на 15 и повече навършени години, които влягат или предлагат своя труд за производство на стоки и услуги. Работната сила включва заетите и безработните лица.

³⁰ Коефициентът на икономическа активност представлява съотношението между икономически активните лица (работната сила) и населението на същата възраст.

Заетост и номинален фонд „работна заплата“

(годишно изменение, %)

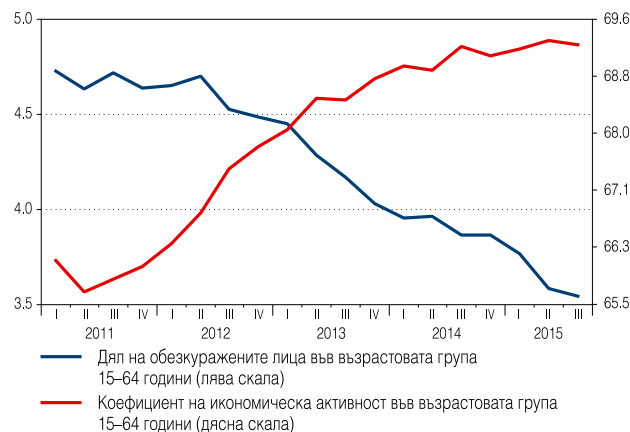


Източници: НСИ – СНС, изчисления на БНБ.

Икономическа активност и дял на обезкуражените лица

(%; сезонно изгладени данни)

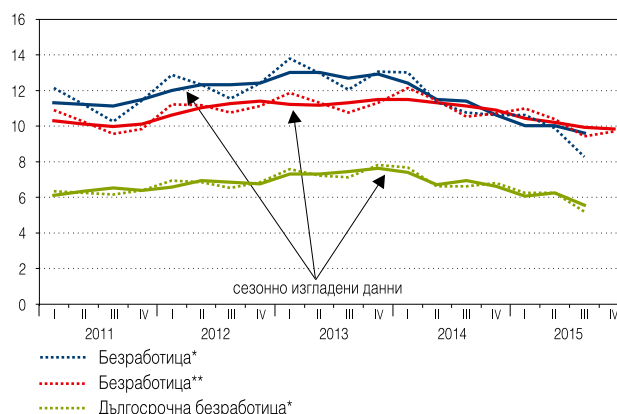
(%; сезонно изгладен)



Източници: НСИ – НРС, изчисления на БНБ.

Равнище на безработица

(%, дял от работната сила)



* По данни на НСИ.

** По данни на Агенцията по заетостта.

Източници: НСИ – НРС, Агенция по заетостта, изчисления на БНБ.

сила през това тримесечие. Броят на обезкуражените лица продължи да се понижава и през третото тримесечие на 2015 г.

Равнището на безработица³¹ според сезонно изгладените данни от НРС през третото тримесечие на 2015 г. продължи да се понижава, като достигна 9% (според сезонно неизгладени данни равнището на безработица възлезе на 8.3%), което се дължеше главно на намаление в броя на дългосрочно безработните лица (без работа повече от 1 година). В резултат делът на дългосрочно безработните възлезе на 5.6% от работната сила. Сезонно изгладеното равнище на безработицата³², изчислено от данни на Агенцията по заетостта, също се понижаваше слабо през третото и четвъртото тримесечие, като към декември 2015 г. достигна 10% (9.9% според сезонно неизгладените данни).

Потреблението на домакинствата през третото тримесечие на 2015 г. според сезонно изгладените данни от националните сметки нарасна с 0.7% на верижна база. Въпреки че оборотите в търговията на дребно се понижиха в същия период спрямо второто тримесечие на 2015 г. според сезонно изгладени данни, през първите два месеца на четвъртото тримесечие те отново нараснаха. Същевременно стойността на показателя на потребителското доверие се повиши според сезонно изгладени данни вследствие на запазване на по-добрите очаквания на домакинствата за икономическата ситуация и за финансовото им състояние, отчетено в проведеното от НСИ Наблюдение на потребителите³³ през октомври 2015 г. В условията на ниски цени на петрола, продължаващо нарастване на доходите от труд

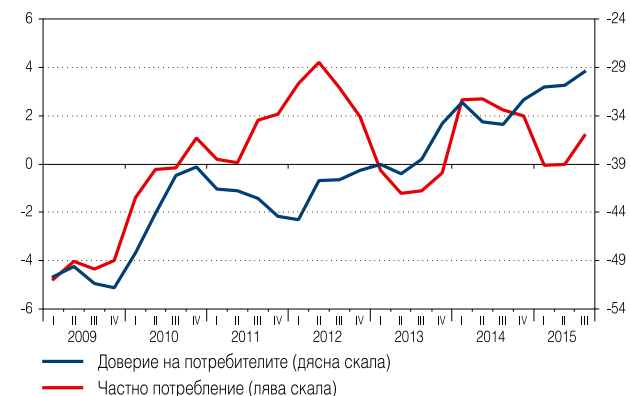
³¹ Равнището на безработица представлява съотношение-то между броя на безработните и работната сила на база данните от НРС.

³² Дефиницията на равнище на безработица според Агенцията по заетостта съответства на посочената в бел. 31, но се използва константно ниво на работната сила, обхващащо броя лица в съответната възрастова група от последното преброяване на населението.

³³ Крайните резултати от Наблюдението на потребителите представляват баланси на мненията и се изчисляват като разлика между относителните дялове на позитивните и относителните дялове на негативните мнения на потребителите по поставените им въпроси. Съставният показател на доверието на потребителите се изчислява като средна аритметична на балансите на очакванията за развитието през следващите 12 месеца на: финансовото състояние и спестяванията на домакинствата, общата икономическа ситуация в страната и безработицата, като последният баланс се взема с обратен знак.

Частно потребление и доверие на потребителите

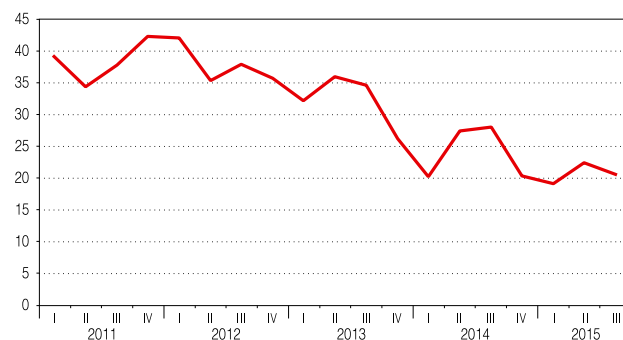
(годишно изменение, %; сезонно изгладени данни) (%; сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ – Наблюдение на потребителите, изчисления на БНБ.

Очаквания на домакинствата за безработицата през следващите 12 месеца

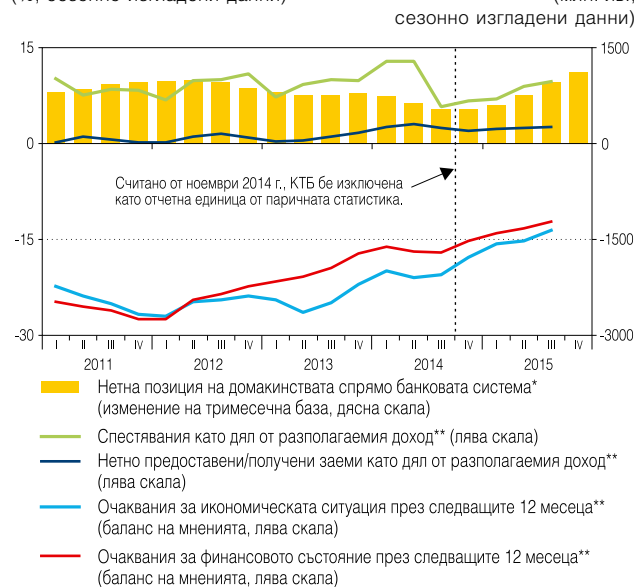
(баланс на мненията, %; сезонно изгладени данни)



Източник: НСИ – Наблюдение на потребителите.

Склонност на домакинствата към спестяване и очаквания

(%; сезонно изгладени данни)



* По данни на БНБ.

** По данни на НСИ.

Източници: НСИ – Наблюдение на домакинските бюджети, Наблюдение на потребителите; БНБ.

и подобряване на потребителското доверие се очаква потреблението на домакинствата да продължи да се възстановява през първата половина на 2016 г.

Нормата на спестяване на домакинствата остана сравнително висока и през третото тримесечие на 2015 г. Според Наблюдението на домакинските бюджети на НСИ делът на спестяванията в разполагаемия доход на домакинствата остава на сравнително високи нива. Висок остава и делът на домакинствата, които имат намерение да увеличат спестяванията си през следващите 12 месеца (според Наблюдението на потребителите през октомври 2015 г.). През третото тримесечие на 2015 г. продължиха да нарастват и нетните активи на домакинствата, измерени чрез нетната им позиция спрямо банковата система (според паричната статистика на БНБ).

Очакваме през първото и второто тримесечие на 2016 г. потребителското търсене да нараства, нормата на спестяване на домакинствата да остане висока, а предлагането на труд – сравнително ниско. Рисковете пред тези прогнози са балансирани и са свързани с фактори, които биха повлияли върху потребителското доверие, като заетост и доходи от труд.

Динамика на заетостта и доходите

	2012 г.				2013 г.				2014 г.				2015 г.		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
(% , спрямо предходното тримесечие; сезонно изгладени данни)															
Заети	-0.6	-1.7	1.0	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0
Номинална работна заплата на 1 нает*	1.6	2.1	2.3	1.5	3.1	0.8	0.8	1.3	1.6	1.3	1.4	0.7	-0.6	0.6	0.2
Реална работна заплата на 1 нает**	0.5	2.1	1.6	1.4	3.0	1.2	1.2	1.7	2.3	1.7	1.7	1.3	-0.8	0.4	0.0
Фонд „работна заплата“, номинално изражение	0.9	1.6	2.3	0.8	3.0	0.7	0.6	1.3	1.4	1.7	1.2	0.8	-0.1	0.8	0.6
Фонд „работна заплата“, реално изражение**	-0.2	1.6	1.6	0.6	2.9	1.0	1.0	1.7	2.0	2.0	1.5	1.4	-0.3	0.5	0.5
(% , спрямо съответното тримесечие на предходната година; сезонно неизгладени данни)															
Заети	-2.3	-3.5	-1.9	-2.3	-1.7	0.7	-0.1	-0.7	0.3	0.3	0.7	0.1	0.8	0.2	0.2
Номинална работна заплата на 1 нает*	7.1	7.9	8.5	8.2	12.3	8.6	6.2	6.6	3.5	4.3	7.3	7.3	1.3	0.9	-0.1
Реална работна заплата на 1 нает**	5.1	6.0	5.3	5.3	9.9	7.4	6.9	7.7	5.4	6.1	8.5	9.2	3.1	1.5	0.9
Фонд „работна заплата“, номинално изражение	4.9	5.8	7.6	5.5	9.7	8.0	5.3	5.6	2.9	4.5	7.2	6.9	2.1	1.4	1.3
Фонд „работна заплата“, реално изражение**	3.0	3.9	4.5	2.6	7.4	6.9	6.0	6.7	4.8	6.3	8.5	8.8	3.9	2.0	2.2

* Работната заплата е изчислена по данни от НСИ (СНС), като от компенсацията на наетите са извадени социалните осигуровки от страна на работодателя и разликата е разделена на броя наети.

** Данните са дефлирани с ХИПЦ.

Източници: НСИ – СНС, изчисления на БНБ, Евростат.

Оборот в търговията на дребно

(%, спрямо предходното тримесечие; сезонно изгладени данни по съпоставими цени)

	2012 г.				2013 г.				2014 г.				2015 г.			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	ОКТ.- НОЕМ.
Търговия на дребно, без автомобили и мотоциклети	5.9	-1.0	-0.5	-0.5	1.0	3.1	1.4	1.4	1.0	-0.1	1.9	0.9	0.0	-0.7	-1.1	0.7
в т.ч.																
Хранителни стоки, напитки и тютюневи изделия	1.5	0.9	0.0	1.5	-4.6	3.6	3.9	0.2	0.8	0.7	0.9	0.8	-1.7	-1.3	-0.8	-0.2
Текстил, облекло, обувки и кожени изделия	8.2	-4.8	2.3	3.5	2.2	4.6	6.3	-3.4	-3.6	1.8	3.1	-0.1	-5.2	0.1	-5.0	0.6
Битова техника, мебели и други стоки за бита	8.4	0.5	-2.4	-0.8	1.4	2.7	2.4	2.4	0.0	0.6	1.5	2.5	1.2	1.0	1.1	0.0
Компютърна и комуникационна техника и др.	-3.3	1.4	0.0	-8.1	5.1	5.6	1.5	5.5	4.2	-2.5	1.1	0.7	-0.9	-0.1	-2.1	3.3
Фармацевтични и медицински стоки, козметика и тоалетни принадлежности	2.6	0.8	1.2	-4.6	7.2	5.3	4.3	1.7	-1.2	0.0	1.8	3.9	0.7	1.6	3.2	0.0
Неспециализирани магазини с разнообразни стоки	8.6	-1.4	-1.3	1.2	0.5	11.7	-4.6	-1.2	-1.2	0.4	-0.3	0.1	0.0	-0.8	2.5	-0.9
Автомобилни горива и смазочни материали	5.1	0.2	1.3	0.9	-3.6	4.6	-5.4	-0.8	1.3	-0.9	6.8	-1.1	6.2	-5.9	-3.5	2.3

Източник: НСИ – Краткосрочна бизнес статистика.

Влияние на фискалната политика върху икономиката

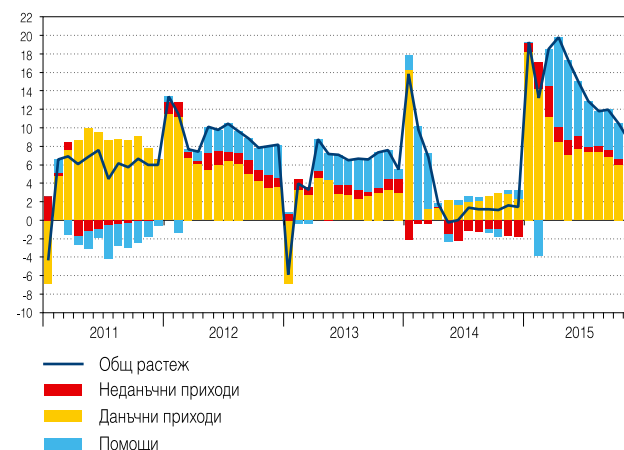
Към края на ноември 2015 г. салдото по КФП бе отрицателно в размер на 406.4 млн. лв., като по предварителни разчети на МФ към края на годината бюджетният дефицит се увеличава до 2287.0 млн. лв. (2.6% от БВП). Съсредоточаването на 23.4% от извършените годишни разходи в рамките на последните два месеца на годината (14.7% от които само през декември) е основният фактор, който определя обръщането на тенденцията на акумулиране на бюджетни излишъци, наблюдавана през първите десет месеца на 2015 г. Същевременно реализираният дефицит към декември е под планирания в разчетите както на първоначално одобрената, така и на актуализираната от Народното събрание в края на годината бюджетна рамка³⁴, като отчетеното подобрене спрямо 2014 г. е с 1.1 процентни пункта от БВП.

Основните канали за влияние на фискалната политика върху икономическия растеж през цялата 2015 г. бяха посредством по-високите правителствени инвестиции. Приносът на правителственото потребление за растежа на БВП за деветмесечието бе отрицателен.

³⁴ В преходните и заключителните разпоредби на ЗДБРБ за 2016 г., обнародван на 8 декември 2015 г., се прави и актуализация на държавния бюджет за 2015 г., като в мотивите към закона е посочено, че актуализираните разчети са за бюджетен дефицит по КФП до 3.3% от БВП.

Принос на основните групи приходи за растежа на общите приходи и помощи, с натрупване (на годишна база)

(%; процентни пунктове)



Източници: МФ, изчисления на БНБ.

Въпреки наблюдаваното забавяне на темпа на растеж на косвените данъци и помощите в края на годината постъпленията по тези пера надхвърлят заложеното в актуализираните разчети и по предварителни данни на МФ преизпълнението на общите приходи за 2015 г. е с 1.9%. Мерките за повишаване на събираемостта и растежът на компенсацията на наетите, на brutния опериращ излишък и частното потребление в икономиката допринесоха за значителното увеличение на всички категории данъчни постъпления, като основен принос за растежа на общите приходи имаха косвените данъци и социалноосигурителните вноски.

Възходящата динамика в приходната част на бюджета даде възможност за увеличение на националното съфинансиране и съответно за реализиране в максимална степен на проектите, финансирани по финансовата рамка 2007–2013 г., за които 2015 г. бе последната възможна година за изпълнение. В резултат се наблюдаваше ускоряване на растежа на капиталовите разходи през цялата година, като те имаха основен принос за увеличението на общите инвестиции в икономиката особено през втората половина на 2015 г.

Социалните плащания ускориха своя растеж през втората половина на годината вследствие на индексацията на пенсиите от 1 юли с 1.9%. Разходите за субсидии се понижиха с 0.4% за периода януари – ноември.

Устойчивата тенденция към намаление на разходите за издръжка през първите единайсет месеца на годината бе основен фактор за спада на реалното правителствено потребление през третото тримесечие. В периода юли – септември се наблюдаваше и намаление на годишна база на разходите за компенсация на наетите, което също допринесе за отрицателния принос на правителственото потребление за растежа на БВП в този период (минус 0.2 процентни пункта). Въпреки частичния прогрес, постигнат по отношение на оптимизирането на средствата за заплати в публичния сектор през 2015 г., редица фактори от еднократен характер, действащи в посока увеличение на тези разходи, наложиха актуализирането през декември 2015 г. на залегналите в ЗДБРБ годишни разчети за компенсация на наетите. Извършването на по-големи разплащания, свързани с разходи за

Принос на основните групи данъци за растежа на данъчните приходи, с натрупване (на годишна база)

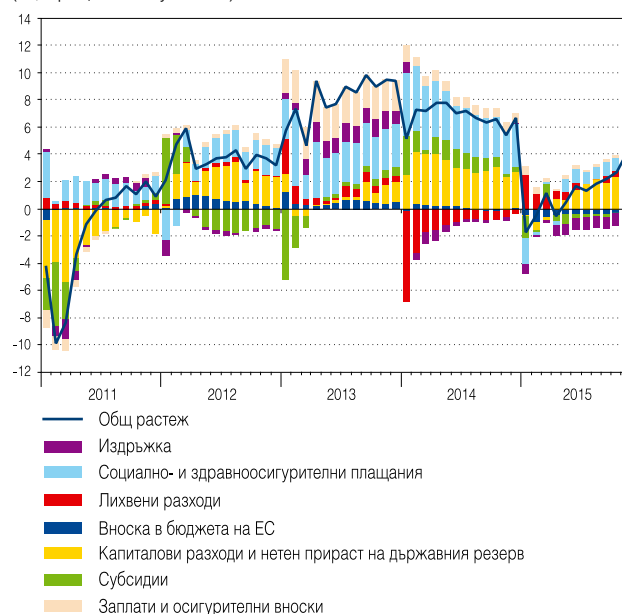
(%; процентни пунктове)



Източници: МФ, изчисления на БНБ.

Принос на основните групи разходи за растежа на общите бюджетни разходи, с натрупване (на годишна база)

(%; процентни пунктове)



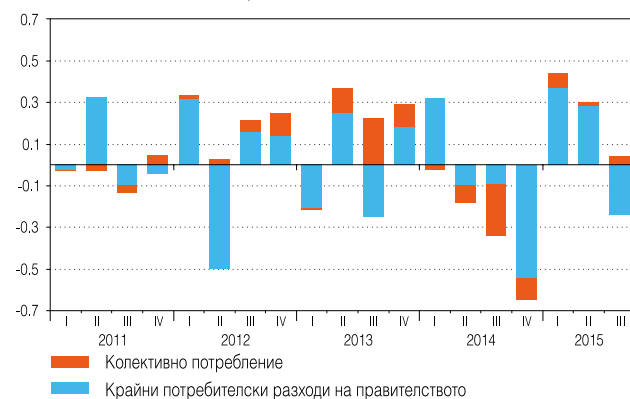
Източници: МФ, изчисления на БНБ.

заплати към края на годината, вероятно ще доведе до положителен растеж на потреблението на правителството през последното тримесечие на годината.

Изпълнението на бюджетните приходи през първите две тримесечия на 2016 г. ще бъде повлияно от увеличението на акцизните ставки върху цигарите и горивата и на минималните осигурителни прагове и минималната работна заплата (вж. карето „Основни параметри на Закона за държавния бюджет на Република България за 2016 г. и на актуализираната средносрочна бюджетна прогноза за периода 2016–2018 г.“). Вероятно е да бъдат реализирани и по-големи касови постъпления от ДДС в началото на годината в резултат от извършените по-високи разходи в края на 2015 г. Същевременно може да се очакват и значителни постъпления от помощи за възстановяване на извършените след 31 октомври 2015 г.

Принос на компонентите на правителственото потребление за растежа на реалния БВП

(процентни пунктове; спрямо предходното тримесечие, сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Приходи, разходи и бюджетно салдо по консолидираната фискална програма за 2014–2015 г.

Консолидирана фискална програма	2014 г.		2015 г.						2014 г.		2015 г.	
	януари – декември		I		II		III		януари – ноември ¹		януари – ноември ¹	
	млн. лв.	% ²	млн. лв.	% ²	млн. лв.	% ²	млн. лв.	% ²	млн. лв.	% ²	млн. лв.	% ²
Общо приходи и помощи	29 409	1.5	7 795	18.5	16 303.1	15.1	7 859	6.4	26 738	1.6	29 076	8.7
Данъчни приходи	23 028	2.9	5 937	14.2	12 286.0	9.9	6 282	6.6	21 023	3.7	22 510	7.1
Корпоративен данък	1 679	8.1	464	2.4	1 008.5	6.3	230	5.0	1 343	5.4	1 449	7.9
Данък върху доходите на физическите лица	2 597	10.6	621	-0.2	1 349.2	4.4	671	4.0	2 376	11.7	2 493	4.9
Данък върху добавената стойност	7 264	-1.4	1 969	21.8	3 946.3	13.2	2 136	5.3	6 850	1.5	7 199	5.1
Акцизи	4 039	-0.4	950	11.1	2 006.7	9.4	1 326	15.1	3 720	0.6	4 125	10.9
Мита и митнически такси	153	4.8	39	12.5	75.4	7.6	38	-9.4	139	2.7	144	3.1
Социално- и здравноосигурителни вноски	6 449	6.4	1 625	16.4	3 351.8	10.4	1 729	5.2	5 794	5.3	6 268	8.2
Други данъци	847	0.8	269	21.7	548.1	7.6	152	-7.5	801	1.7	832	4.0
Неданъчни приходи	3 460	-12.4	1 080	25.8	2 018.9	10.7	832	-4.8	3 204	-12.0	3 423	6.8
Помощи	2 921	10.0	778	50.3	1 998.2	71.3	744	20.8	2 511	4.6	3 143	25.2
Общо разходи	32 482	6.8	7 539	1.2	15 413.0	1.6	8 116	3.1	28 339	5.4	29 483	4.0
(вкл. вноската в бюджета на ЕС)												
Заплати и осигурителни вноски	6 020	3.4	1 415	1.4	2 934.4	1.6	1 460	-0.8	5 415	3.3	5 462	0.9
Издръжка	4 725	0.6	1 005	-1.1	2 035.1	-5.9	959	-6.3	3 941	-1.9	3 698	-6.2
Лихви	580	-15.8	263	31.8	309.6	29.0	321	18.4	534	-20.7	656	22.9
Социално осигуряване, подпомагане и грижи	13 709	7.5	3 388	0.4	6 891.9	2.3	3 472	2.5	12 393	7.0	12 639	2.0
Субсидии	1 551	9.5	401	21.9	779.0	-7.0	288	-1.2	1 294	5.6	1 289	-0.4
Капиталови разходи и прираст на държавния резерв	4 942	20.2	765	-2.6	1 957.7	12.7	1 498	16.6	3 951	19.2	4 803	21.5
Вноски в общия бюджет на Европейския съюз	955	2.2	302	-13.4	505.3	-10.0	119	-14.1	810	-2.8	936	15.5
	млн. лв.	разлика ³ (млн. лв.)	млн. лв.	разлика ³ (млн. лв.)	млн. лв.	разлика ³ (млн. лв.)	млн. лв.	разлика ³ (млн. лв.)	млн. лв.	разлика ³ (млн. лв.)	млн. лв.	разлика ³ (млн. лв.)
Бюджетно салдо, касова основа	-3 072.9	-1 632.0	255.9	1 130.6	890.0	1 885.6	-257.0	225.6	-1 600.7	-1 028.7	-406.4	1 194.3

Забележка: Разликата между сбора по компоненти и общата сума се дължи на закръгляване.

¹ На база на месечните отчети за касовото изпълнение на бюджета и сметките за средства от ЕС на първостепенните разпоредители с бюджет.

² Годишен темп на изменение спрямо същия период на предходната година.

³ Изменение на бюджетното салдо спрямо същия период на предходната година.

Източник: МФ.

разходи по програми, финансирани от фондове на ЕС.

Очакваме публичните инвестиции да повлияят най-силно за забавяне на икономическата активност през първата половина на 2016 г. Съгласно разчети на МФ от октомври 2015 г. публичните инвестиции през 2016 г. се очаква да бъдат по-ниски спрямо нивата, достигнати през 2015 г.

При изпълнение на заложените параметри в ЗДБРБ за 2016 г. очакваме през първото шестмесечие на годината текущите разходи на правителството да имат минимален положителен принос за растежа на БВП главно по линия на прогнозирания нисък растеж на правителственото потребление и в по-малка степен по линия на подпомагащите разполагаемия доход на домакинствата социални плащания.

Основни параметри на Закона за държавния бюджет на Република България за 2016 г. и на актуализираната средносрочна бюджетна прогноза за периода 2016–2018 г.

Според ЗДБРБ за 2016 г. и актуализацията на средносрочната бюджетна прогноза на правителството от октомври 2015 г. касовият дефицит по КФП за 2016 г. се планира да бъде в размер 1800 млн. лв. (2.0% от прогнозния БВП). Предвижда се подобрението на бюджетното салдо да се реализира както по линия на нарастване на общите приходи и помощи като процентен дял от БВП (от 36.8% на 37.4%), така и чрез свиване на общите разходи към БВП (от 40.2% на 39.4%).

По отношение на бюджетните приходи се предвижда увеличението на данъчно-осигурителните и неданъчните приходи (съответно с 5.1% и 23.8% спрямо очакваното изпълнение за 2015 г.) изцяло да компенсира понижението в помощите (с 23.0% спрямо очакваното изпълнение за 2015 г.). Положително влияние върху изпълнението на данъчно-осигурителните приходи се очаква да окажат увеличението на минималните осигурителни прагове по основни икономически дейности и квалификационни групи професии със средно 8.6% и увеличението на минималната работна заплата¹. Положителен, но сравнително ограничен принос за нарастване на приходите от косвени данъци се предвижда да има повишението на акцизните ставки върху цигарите и горивата. Увеличението на акцизните ставки, както и влязлото в сила от 1 януари 2016 г. увеличение на винетните такси ще имат пряко влияние и върху темпа на инфлацията през годината. Подобно на бюджетната рамка за 2015 г., и в разчетите за данъчно-осигурителните приходи през 2016 г. са заложили положителни бюджетни ефекти от прилагането на мерки за подобряване на събираемостта на данъчните приходи и мерки срещу сивия сектор и контрабандата.

Заложеният значителен растеж на неданъчните приходи се дължи главно на предвидените еднократни приходи от отдаване на концесия на „Летище София“ и в много по-малка степен на увеличение на винетните такси и постъпления от продажба на нефинансови активи. Направените в средносрочната бюджетна прогноза разчети за спад на приходите от помощи през 2016 г. могат да се обяснят с приключването през 2015 г. на проектите по финансовата рамка 2007–2013 г. и

¹ Минималната работна заплата е определена на 360 лв. от 1 януари 2015 г., 380 лв. от 1 юли 2015 г. и 420 лв. от 1 януари 2016 г.

все още ранния етап на изпълнение на оперативните програми, финансирани от фондовете на ЕС за новия програмен период 2014–2020 г.²

Заложеният през 2016 г. спад на общите разходи (вкл. вноската в бюджета на ЕС) като процент от БВП е повлиян от по-ниски капиталови разходи предвид разчетите за усвояването на средства по програми на ЕС. Допълнително влияние оказват както предвидената консолидация на разходите за текуща издръжка, така и липсата на обособен резерв за структурни и/или допълнителни фискални мерки за разлика от предвидения резерв в актуализираната бюджетна рамка за 2015 г.

През 2016 г. социалните плащания имат основен принос за нарастване на текущите нелихвени разходи главно поради предвиденото повишение на разходите за пенсии в резултат от осъвременяването на пенсиите от 1 юли 2016 г. по „швейцарското правило“ с 2.5% и от увеличението на минималната пенсия за осигурителен стаж и на социалната пенсия за старост. Съгласно мотивите към проекта на Закона за бюджета на държавното обществено осигуряване за 2016 г. оцененият ефект от тези мерки върху разходите за пенсии е в размер на 120 млн. лв. Допълнително влияние върху разходите за пенсии оказва и очакваният по-голям брой пенсионери през 2016 г., обусловен от по-плавното увеличаване на пенсионната възраст (с 2 месеца вместо с 4) и въведената от тази година възможност за по-ранно пенсиониране (до 12 месеца) преди навършване на пенсионна възраст, с оценка за общ ефект върху разходната част на бюджета в размер на 64.5 млн. лв. Умерено увеличение се очаква също така при здравноосигурителните плащания³ и при разходите за заплати.

Според актуализираната средносрочна програма за периода 2016–2018 г. през 2017 г. и 2018 г. се предвижда намаление на бюджетния дефицит като процент от БВП със съответно 0.6 и 0.4 процентни пункта, като се планира подобрението на бюджетното салдо да се реализира главно чрез свиване на общите разходи. Очаква се съотношението на държавния дълг към БВП да се увеличи от 27.2% към ноември 2015 г. до 28.9% през 2018 г.

Бюджетната рамка за 2016 г. и предвиденият процес на фискална консолидация в средносрочната бюджетна прогноза показват намеренията на правителството да се придържа към ограниченията, заложи в Пакта за стабилност и растеж. От своя страна фискалната консолидация ще допринесе за ограничаване на растежа на държавния дълг. Предвиденото съсредоточаване на по-голямата част от усилията за консолидация през 2016 г. е положителна стъпка от гледна точка на съществуващата несигурност за развитието на външната среда.

Рисковете пред изпълнението на ЗДБРБ за 2016 г. са свързани с евентуално реализиране на по-неблагоприятен сценарий по отношение на приходите в сравнение със заложения от МФ, включително и при продължаващ спад на цените на петрола и на енергийните ресурси на международните пазари. Направените изчисления в тематичното изследване „Икономически и финансови ефекти от понижението на цената на петрола“, (*Икономически преглед*, 2014, № 4) илюстрират, че очакваният нетен бюджетен ефект от понижението на цената на петрола е отрицателен, като прогнозираният спад в постъпленията от ДДС надвишава спестяванията в разходната част на бюджета и постъпленията от акцизи върху горивата и от други данъци, увеличени в резултат от стимулиращия ефект на спада на енергийните цени върху икономическата активност. Рискове биха могли да възникнат и при неизпълнение в пълен размер на очакваните приходи от концесията на „Летище София“ и при отклонение от заложените нива на текущите нелихвени разходи за годината. Във връзка с това е необходим консервативен подход, като не се допусне извършването на бюджетни разходи в пълен размер до окончателното потвърждение за реализацията на еднократните неданъчни постъпления. В средносрочен план рискове пред изпълнението на бюджетната рамка биха могли да произтекат от забавянето в изпълнението на структурни реформи в сектори като енергетиката и транспорта.

² Според актуализираната средносрочна бюджетна прогноза за периода 2016–2018 г. влияние върху по-ниския размер на помощите биха оказали и промените в подхода за предоставяне на средства по оперативните програми от страна на ЕК, които се отнасят за начина на предоставяне на предварителното финансиране, както и въведеното годишно уравниване на сметки.

³ В Закона за бюджета на Националната здравноосигурителна каса (НЗОК) за 2016 г. е предвидено увеличение на разходите за лекарствени продукти в размер на 210 млн. лв., като същевременно са предвидени по-ниски разходи за други дейности и в резултат разходите за здравноосигурителни плащания се увеличават със 129 млн. лв.

Поведение на фирмите и конкурентоспособност

Реалната добавена стойност общо за икономиката забави слабо верижния си растеж през третото тримесечие на 2015 г. до 0.2% спрямо 0.3% през предходното тримесечие. Всички сектори на икономиката имаха положителен принос за растежа на добавената стойност.

Брутната добавена стойност в промишлеността забави нарастването си през третото тримесечие на 2015 г. до 0.6% (при 1.4% растеж през второто тримесечие). Показателят за промишления оборот от краткосрочната статистика на НСИ отчете понижение за същия период на верижна база както на вътрешния, така и на външния пазар.

В строителството добавената стойност се увеличи с 0.2% на верижна база през третото тримесечие на 2015 г. Положителната динамика в сектора беше подкрепена и от данните за индекса на строителната продукция по постоянни цени, където се наблюдаваше нарастване на гражданското строителство и забавяне на спада при сградното строителство. Слабо повишение се наблюдава и при броя разрешителни за строеж на жилищни сгради.

Добавената стойност в услугите продължи да нараства и през третото тримесечие на 2015 г., като положителен принос за растежа през периода имаха подсекторите „държавно управление“³⁵, „търговия, транспорт, хотелиерство и ресторантьорство“³⁶ и „професионални дейности и научни изследвания“³⁷.

Наличната информация за оборотите в промишлеността, строителството и търговията за октомври – ноември 2015 г. от краткосрочната бизнес статистика на НСИ дава индикации за растеж на брутната добавена стойност и през четвъртото тримесечие. Нарастването на номиналния промишлен оборот средно за периода

³⁵ Подсектор „държавно управление; образование; хуманно здравеопазване и социална работа“ по разбивка A10 на икономическите дейности.

³⁶ Подсектор „търговия, ремонт на автомобили и мотоциклети; транспорт, складиране и пощи; хотелиерство и ресторантьорство“ по разбивка A10 на икономическите дейности.

³⁷ Подсектор „професионални дейности и научни изследвания; административни и спомагателни дейности“ по разбивка A10 на икономическите дейности.

Растеж на добавената стойност и принос по сектори

(%; процентни пунктове, спрямо предходното тримесечие; сезонно изгладени данни)

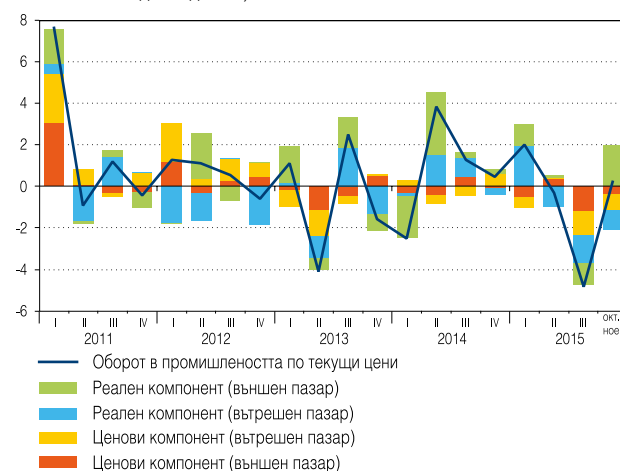


Забележка: Данните за приноса не са адитивни поради директно сезонно изглаждане на добавената стойност и компонентите ѝ.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Динамиката на оборота в промишлеността

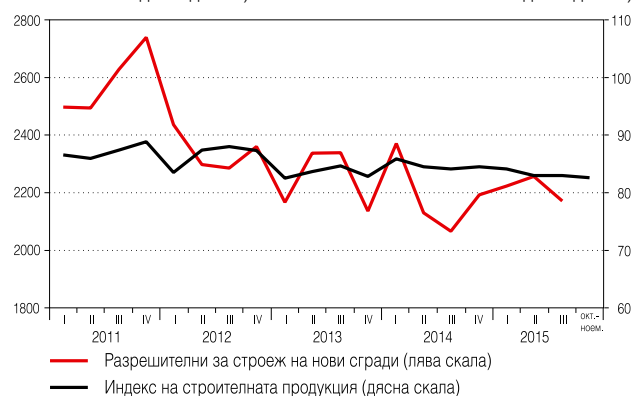
(%; процентни пунктове, спрямо предходното тримесечие; сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Динамика на строителната продукция и издадени разрешителни за строеж на нови сгради

(брой сгради; (2010 г. = 100; сезонно изгладени данни) сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

октомври – ноември 2015 г. на верижна база се дължеше изцяло на реалния компонент на продажбите на външния пазар, докато спадът на реалния компонент на продажбите на вътрешния пазар продължи да се забавя. Оборотите в търговията на дребно се увеличи-ха по съпоставими цени спрямо третото три-месечие на 2015 г. Индексът на строителната продукция се запази близо до предходните си нива. Тази динамика предполага продължава-що възстановяване на вътрешното търсене и през четвъртото тримесечие.

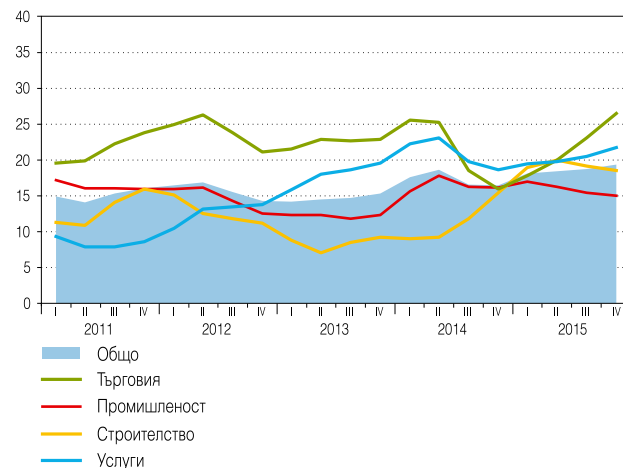
Нагласите и очакванията на фирмите, изме-рени с индикатора за бизнес климата, запа-зиха и през четвъртото тримесечие на 2015 г. възходящата си тенденция, наблюдавана от последното тримесечие на 2014 г. Очаквания-та за бъдещата икономическа активност общо за икономиката също продължиха плавното си нарастване и през периода октомври – декем-ври 2015 г. За същия период се запазва както повишаването на очакванията за числеността на персонала през следващите три месеца, по-ясно изразено в секторите на промиш-леността и търговията, така и по-големият недостиг на персонал. Тази динамика дава положителни сигнали за продължаване на тен-денцията към постепенно възстановяване на заетостта.

Данните от националните сметки през трето-то тримесечие на 2015 г. показват увеличение на общите инвестиции в основен капитал в реално изражение с 0.1% на верижна база. Това нарастване се дължи главно на капита-ловите разходи по КФП, докато по изчисления на БНБ (на базата на данни от националните сметки и от тримесечни нефинансови сметки на сектор „държавно управление“, публикува-ни от НСИ) частните инвестиции спадат.

Въпреки разнопосочната динамика по три-месечия от началото на 2015 г. брутният опе-риращ излишък се задържа на ниво близо до наблюдаваното през 2014 г. През третото три-месечие на 2015 г. показателят отново спадна както на верижна, така и на годишна база, с основен отрицателен принос на търговията и промишлеността.

Очаквания за бъдещата икономическа активност

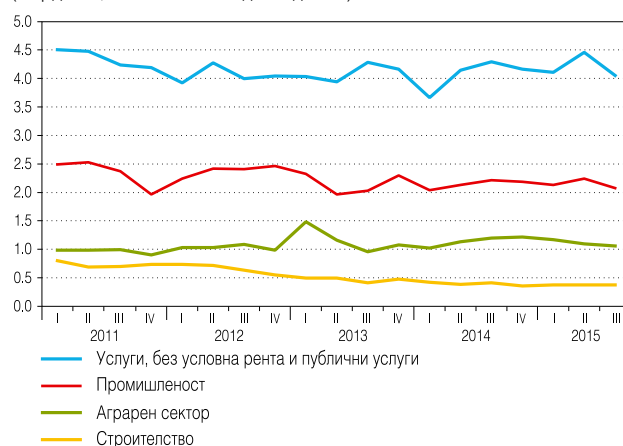
(баланс на мненията, %; сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Брутен опериращ излишък по текущи цени

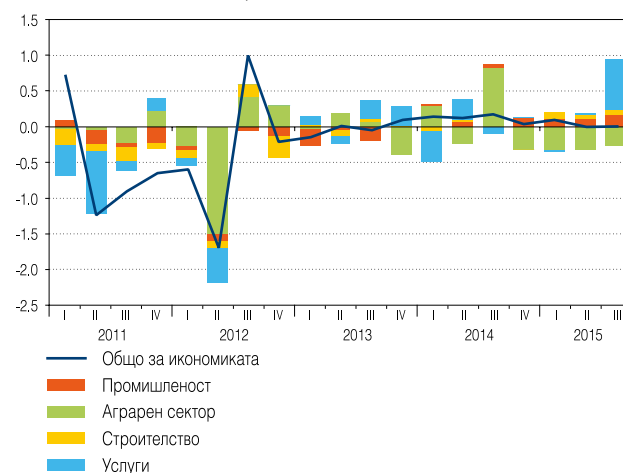
(млрд. лв., сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Принос за изменението на броя заети по икономически дейности

(%; процентни пунктове, спрямо предходното тримесечие, сезонно изгладени данни)



Забележка: Данните за приноса не са адитивни поради директно сезонно изглаждане на общата сума и компонентите ѝ.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

През третото тримесечие на 2015 г. заетостта общо за икономиката се запази на нива близо до тези от предходните две тримесечия, но повишение на индикатора се наблюдаваше в по-голямата част от секторите на икономиката. Заетостта се понижи единствено в аграрния сектор. Предвид възстановяването на икономическата активност и повишаването на конюнктурните показатели, свързани с очакванията на предприятията за числеността на персонала, заетостта се очаква плавно да продължи да се възстановява през първата половина на 2016 г.

Вследствие на стабилизирането на заетостта и нарастването на брутната добавена стойност производителността на труда продължи да се повишава на верижна база и през периода юли – септември 2015 г. с темпове, сходни с наблюдаваните от началото на 2014 г. досега. Повишение на производителността имаше в по-голямата част от секторите, като в строителството показателят преустанови спада си.

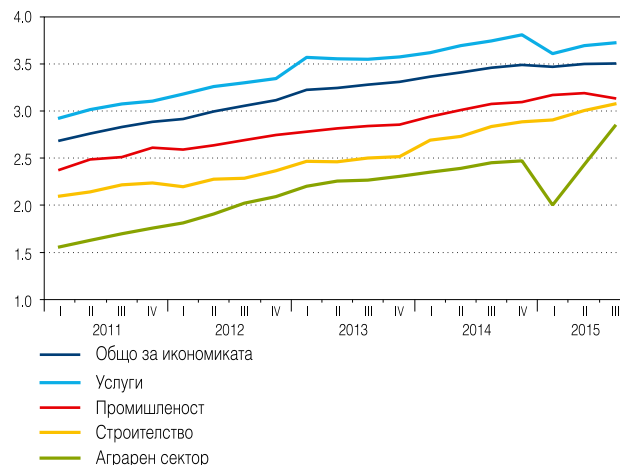
Компенсацията на един нает в номинално изражение забави както верижния си темп на растеж през третото тримесечие на 2015 г., така и годишния си растеж. Това се дължеше на понижение на възнагражденията за труд в голяма част от подсекторите на услугите, докато в аграрния сектор, строителството и търговията те продължиха да нарастват.

Поради по-силното нарастване на производителността на труда спрямо компенсацията на един нает номиналните разходи за труд на единица продукция общо за икономиката леко се понижиха през третото тримесечие на 2015 г. спрямо предходното тримесечие и на годишна база. Този показател се повишава в реално изражение на верижна база както в повечето сектори, така и общо за икономиката.

Вследствие запазването на натовареността на производствените мощности на високо ниво през 2015 г. капиталът и общата факторна производителност продължават да имат положителен принос за растежа на реалния БВП като производствени фактори и през третото тримесечие. Почти нулевият принос на труда отразява главно слабата динамика на заетостта.

Компенсация на един нает по текущи цени

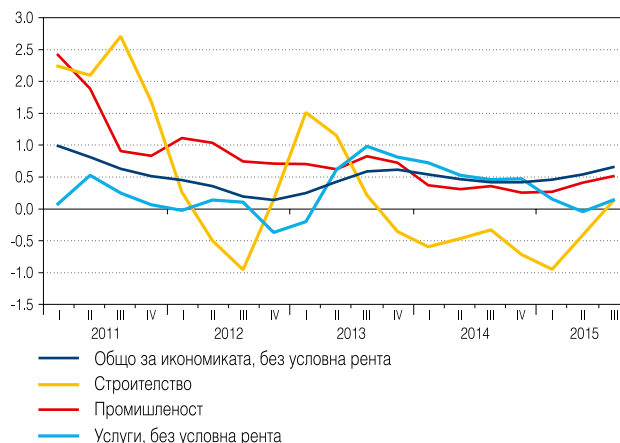
(хил. лв., сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Динамика на производителността на труда (добавена стойност на един зает)

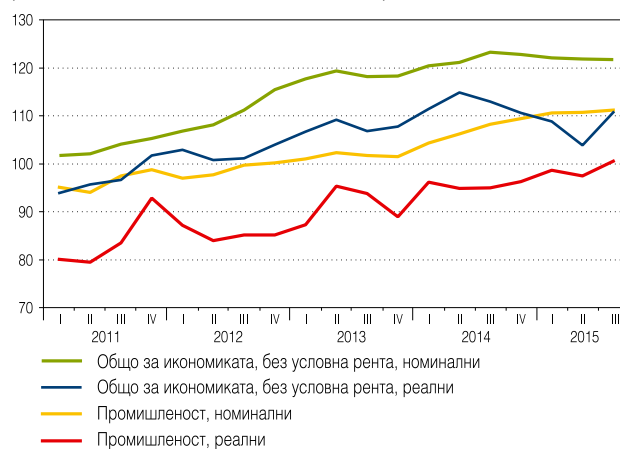
(%, спрямо предходното тримесечие, сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Разходи за труд на единица продукция

(2010 г. = 100, сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Растеж на брутната добавена стойност

(%; спрямо предходното тримесечие; реален темп, сезонно изгладени данни)

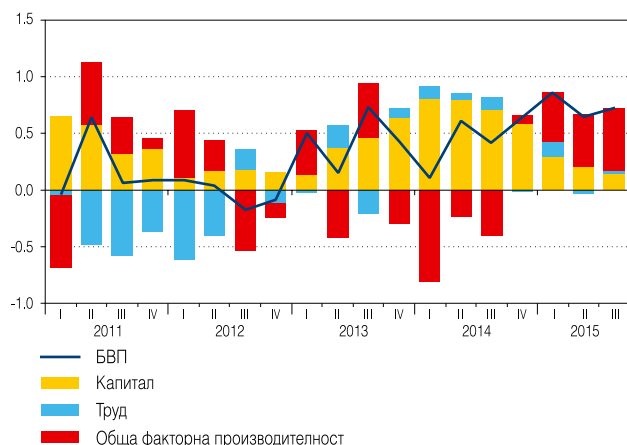
	2012 г.				2013 г.				2014 г.				2015 г.		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
Селско и горско стопанство, лов и риболов	-2.1	-3.1	-0.1	1.7	1.4	-0.8	2.1	-0.9	1.9	3.9	-2.0	1.3	-0.5	-0.7	1.0
Добивна промишленост; преработваща промишленост; производство и разпределение на електроенергия, газ и вода	0.6	1.2	-0.1	0.7	-0.3	0.2	0.1	1.5	-0.3	0.8	0.6	1.1	0.3	1.4	0.6
Строителство	-1.2	-0.7	-1.4	-10.3	11.2	-1.2	-0.8	-2.2	-0.2	-0.8	0.1	-0.7	-0.6	0.0	0.2
Търговия, ремонт на автомобили и мотоциклети; транспорт, складиране и пощи; хотелиерство и ресторантьорство	1.6	-0.8	-0.1	0.6	1.1	-0.6	2.4	0.4	-0.3	1.2	-1.6	-0.5	0.7	0.1	0.3
Създаване и разпространение на информация и творчески продукти; далекосъобщения	-2.1	0.2	0.2	0.5	0.7	0.0	1.0	-0.2	0.1	0.4	0.5	0.9	1.3	1.5	0.0
Финансови и застрахователни дейности	-2.6	-8.2	3.6	-5.4	0.7	2.5	-2.2	-2.0	0.2	2.7	-2.8	0.4	1.3	-0.2	-1.0
Операции с недвижими имоти	-0.6	1.2	0.0	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	0.0	0.2	0.0	1.3	0.9	0.4	0.4	0.0
Професионални дейности и научни изследвания; административни и спомагателни дейности	-2.9	-1.2	2.4	0.2	-0.8	4.3	-1.2	1.7	2.1	-0.5	-0.1	0.6	0.8	1.0	0.6
Държавно управление; образование; хуманно здравеопазване и социална работа	1.9	0.2	-1.5	2.0	-1.5	0.1	3.2	-0.2	2.0	1.6	-1.0	1.7	0.4	0.5	0.6
Култура, спорт и развлечения; други дейности; дейности на домакинства като работодатели; недиференцирани дейности на домакинства по производство на стоки и услуги за собствено потребление; дейности на екстериториални организации и служби	1.2	-4.0	-2.2	-8.4	0.9	0.5	2.9	3.5	-2.5	1.9	1.2	1.3	-1.1	-1.0	-1.0
БДС общо за икономиката	-0.5	0.1	-0.2	-0.5	0.7	-0.2	1.3	0.4	0.3	0.7	-0.1	0.8	0.2	0.3	0.2

Източник: НСИ.

Възстановяването на икономическата активност и подобряването на нагласите и очакванията на фирмите при запазване на висока натовареност на производствените мощности в условията на ниски цени на петрола благоприятстват формирането на по-дълготрайна тенденция към реален растеж. Въпреки това несигурната икономическа среда все още е силен фактор, ограничаващ инвестиционната активност на фирмите, поради което частните инвестиции се очаква да останат слаби през първото и второто тримесечие на 2016 г.

Принос на изменението на факторите на производството за растежа на БВП

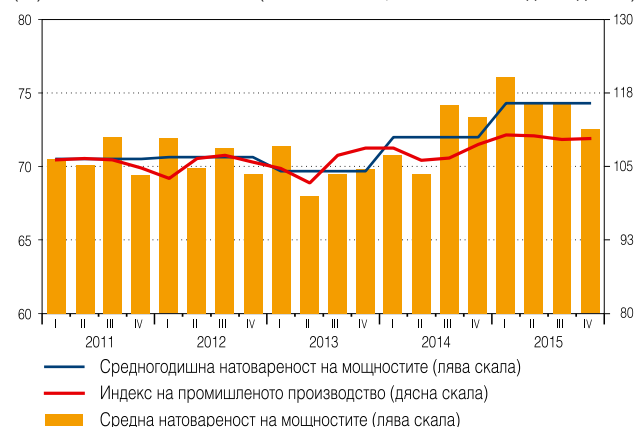
(%; процентни пунктове, спрямо предходното тримесечие; сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Индекс на промишленото производство и натовареност на производствените мощности в промишлеността

(%) (2010 г. = 100; сезонно изгладени данни)



Забележка: Данните за индекса на промишленото производство за четвъртото тримесечие на 2015 г. са осреднени за периода октомври – ноември.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Износ и внос на стоки и услуги

За периода януари – октомври 2015 г. номиналният износ на стоки нарасна с 5.9% на годишна база, а номиналният внос на стоки – с 1.1%.³⁸ Според сезонно неизгладените данни за БВП реалният растеж на износа на стоки за първите три тримесечия на 2015 г. възлезе на 9.7% на годишна база, докато реалният внос на стоки нарасна с 5.1%. Съпоставката на измененията на износа и вноса на стоки в номинално и в реално изражение показва, че за първите девет месеца на 2015 г. динамиката на международните цени е ограничавала номиналния растеж на външнотърговските потоци.

По тримесечия динамиката на номиналния износ и внос на стоки беше разнопосочна, като през първата половина на годината износьт и вносьт нараснаха, докато през третото тримесечие отбелязаха спад на годишна база. Този спад се дължеше на дефлационните тенденции при международните цени, докато общо изнесените и внесените физически обеми нараснаха. Най-голям принос за спада при номиналния износ на стоки през третото тримесечие на 2015 г. имаше износьт на енергийни продукти³⁹ за страни извън ЕС. Основен отрицателен принос имаше и износьт на желязо, стомана и мед. Върху номиналния внос на стоки през третото тримесечие на 2015 г. негативно влияние оказва вносьт на енергийни ресурси и на инвестиционни стоки.

Очакваме през първата половина на 2016 г. реалният износ и внос на стоки да продължат да нарастват спрямо първата половина на 2015 г., като се запази тенденцията растежът на износа да изпреварва този на вноса. Динамиката на реалния износ ще бъде в съответствие с очакванията ни за повишаване на външното търсене на български стоки, докато реалният внос на стоки ще отразява прогнозираното нарастване на потреблението и частните инвестиции в страната. Спадащите международни цени на основни стокоски групи ще продължат да потискат динамиката на износа и вноса в номинално изражение, като очакванията ни са за запазване на благоприятните условия на търговия. В резултат очакваме растежът на номиналния износ да изпревари този

Нетен износ на групите стоки по начин на използване, януари – октомври 2015 г.

	Салдо (млн. евро)	Изменение* (млн. евро)	Растеж на износа** (%)	Растеж на вноса** (%)
Потребителски стоки	524.3	-38.0	6.5	8.2
Суровини и материали	-169.5	-190.7	5.8	8.3
Инвестиционни стоки	-1374.0	382.2	15.7	3.3
Енергийни ресурси	-1313.4	698.5	-9.2	-20.8
Друг износ	-70.9	3.3	22.5	2.9
Общо	-2403.6	855.3	5.9	1.1

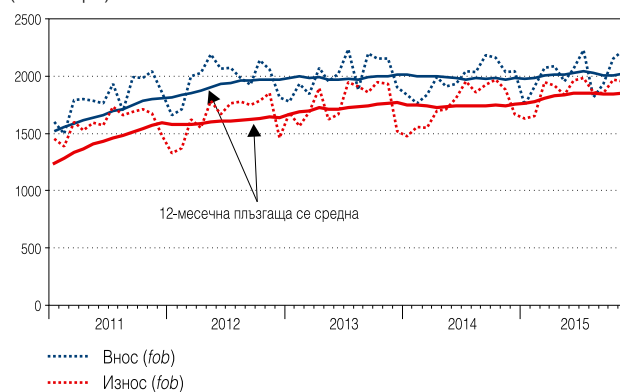
* Изменение на салдото спрямо съответния период на предходната година.

** Растеж на износа/вноса за периода на годишна база.

Източник: БНБ.

Динамика на износа и вноса на стоки

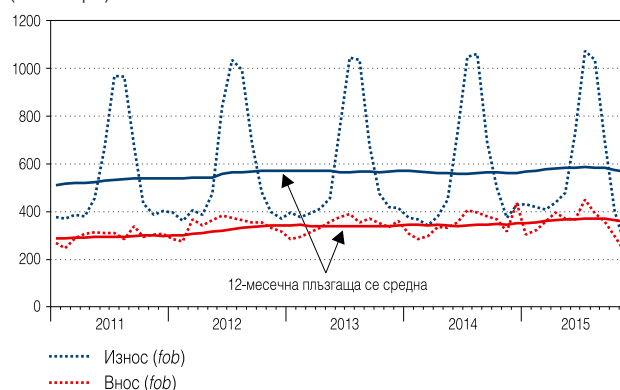
(млн. евро)



Източник: БНБ.

Динамика на износа и вноса на услуги

(млн. евро)



Източник: БНБ.

³⁸ По данни за външната търговия.

³⁹ В тази глава да се разбира групата „минерални продукти и горива“ по Комбинираната номенклатура (КН).

на вноса, намалявайки дефицита по търговския баланс като процент от БВП.

По данни от платежния баланс за януари – ноември 2015 г. износът и вносът на услуги нараснаха спрямо съответния период на 2014 г. Данните от националните сметки за първите девет месеца на 2015 г. дават индикации, че това се дължи както на нарастване на физическите обеми, така и на увеличаване на цените на износа и вноса на услуги.

През първата половина на 2016 г. очакваме реалният износ на услуги да спадне спрямо първата половина на 2015 г. в резултат от по-ниски приходи по подстатия „пътувания“, дължащи се на забавяне на икономическата активност в основни за туристическия сектор в България търговски партньори. От друга страна, очакванията ни за реалния внос на услуги са за растеж на годишна база в синхрон с нарастващото вътрешно търсене.

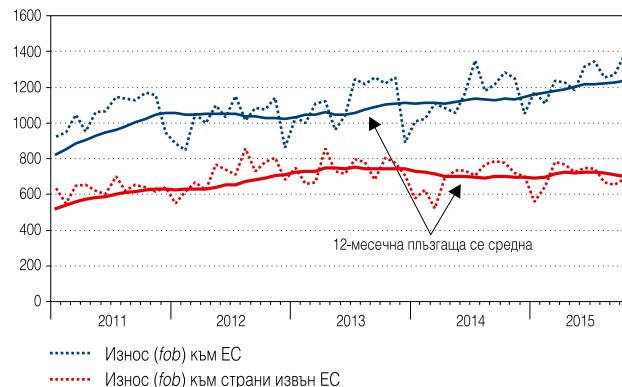
За периода януари – октомври 2015 г. износът на стоки към държави – членки на ЕС, нарасна на годишна база с 9.0% в съответствие с подобряването на икономическата активност в ЕС. С основен принос за този растеж беше износът за Германия, Италия и Белгия. По стокови групи за динамиката на износа към държави – членки на ЕС, допринесе в най-голяма степен износът на машини⁴⁰ и на химически продукти⁴¹. Износът към държави извън ЕС за периода януари – октомври 2015 г. се увеличи с 0.8% на годишна база, като най-голям растеж се наблюдаваше при износа към САЩ. Растежът на износа към страни извън ЕС беше ограничен главно от спад в износа на петролни продукти под влияние на ниските международни цени. Делът на износа на стоки към държави – членки на ЕС, се увеличи за сметка на този за страни извън ЕС.

Номиналният износ на всички стокови групи по Комбинираната номенклатура, с изключение на петролните продукти, отбеляза растеж на годишна база за периода януари – октомври 2015 г., като най-значителен положителен принос имаше износът на машини и химически продукти.

⁴⁰ В тази глава да се разбира групата „машини, транспортни средства, апарати, инструменти, оръжия“ по КН.

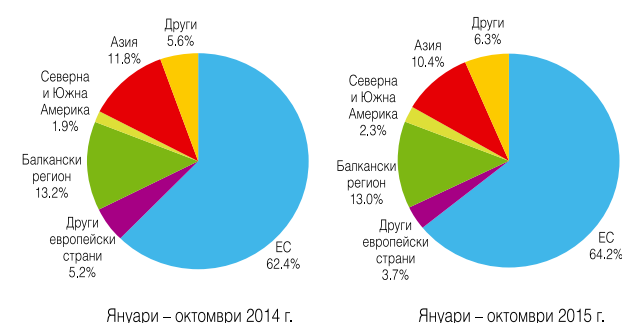
⁴¹ В тази глава да се разбира групата „химически продукти, пластмаси, каучук“ по КН.

Динамика на износа към ЕС и към страните извън ЕС (млн. евро)



Източник: БНБ.

Географско разпределение на износа на стоки



Източник: БНБ.

Износ по стокови групи за периода януари – октомври 2015 г.

	млн. евро	Изменение* (млн. евро)	Растеж** (%)	Принос** (процентни пунктове)
Изделия от дърво, хартия, керамика и стъкло	1 018.6	74.9	7.9	0.4
Машини, транспортни средства, апарати, инструменти, оръжия	4 656.5	684.2	17.2	3.7
Минерални продукти и горива	2 669.6	-199.3	-6.9	-1.1
Неблагородни метали и изделия от тях	3 146.4	54.2	1.8	0.3
Продукти от животински и растителен произход, храни, напитки, тютюни	3 082.7	116.2	3.9	0.6
Текстил, кожени материали, дрехи, обувки и други потребителски стоки	2 546.2	73.4	3.0	0.4
Химически продукти, пластмаси, каучук	2 357.8	288.1	13.9	1.6
Общо износ	19 477.6	1 091.7	5.9	

* Изменение спрямо съответния период на предходната година.

** Растеж/принос за растежа на общия износ за периода на годишна база.

Източник: БНБ.

За периода януари – октомври 2015 г. износът на машини нарасна на годишна база, като това се дължеше както на увеличение в изнесените количества, така и на повишение на цените⁴². Значително нарастване на номиналния износ на групата се наблюдаваше за страните извън ЕС и в по-малка степен за държавите – членки на ЕС. Под влияние на засилващото се външно търсене и отчитайки високия дял на групата в общия износ на България, очакваме износът на машини да продължи да се увеличава през първата половина на 2016 г.

Номиналният износ на енергийни продукти за периода януари – октомври 2015 г. регистрира спад на годишна база, дължащ се на понижението на цените на петролните продукти на международните пазари. Същевременно изнесените физически обеми за разглеждания период се повишиха спрямо януари – октомври 2014 г.⁴³ Очакваме през първата половина на 2016 г. низходящата динамика на международните цени на петролните продукти да продължи да ограничава номиналния износ на групата.

Износът на неблагородни метали⁴⁴ се повиши на годишна база за периода януари – октомври 2015 г., като това се дължеше на растеж както в цените, така и в изнесените физически обеми⁴⁵. По географско разпределение увеличението на износа на метали беше по линия на износа към държави – членки на ЕС. С основен положителен принос за растежа на групата за периода беше износът на мед, докато при износа на желязо и стомана беше отчетен спад. За първото и второто тримесечие на 2016 г. прогнозираме номиналния износ на метали да продължи да нараства поради увеличаване на изнасяните физически обеми. Същевременно номиналният растеж ще бъде ограничен от очакваното понижението на годиш-

⁴² За оценка на ценовия ефект са използвани тримесечните дефлатори на износа за група „машини, оборудване и превозни средства“ за първите девет месеца на 2015 г. по Стандартната международна външнотърговска класификация на стоките (СВТК).

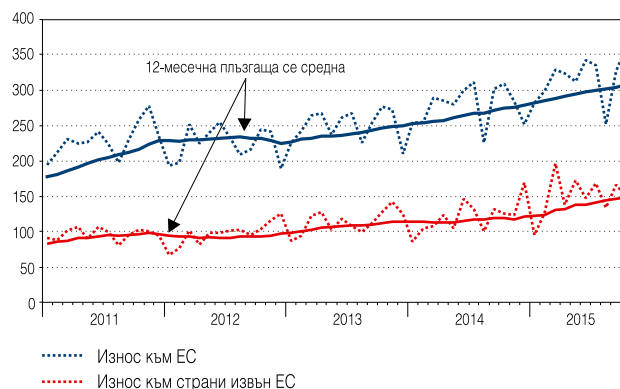
⁴³ Според „Платежен баланс“, ноември 2015 г., с. 52, и при използване на тримесечните дефлатори на износа за група „минерални горива, масла и подобни продукти“ за първите девет месеца на 2015 г. по СВТК.

⁴⁴ В тази глава да се разбира групата „неблагородни метали и изделия от тях“ по КН.

⁴⁵ Според „Платежен баланс“, ноември 2015 г., с. 52, за подгрупата на цветните метали и при използване на тримесечните дефлатори на износа за групата „благородни и други цветни метали“ за първите девет месеца на 2015 г. по СВТК.

Износ на машини, транспортни средства, апарати, инструменти, оръжия

(млн. евро)



Източник: БНБ.

Износ на минерални продукти и горива

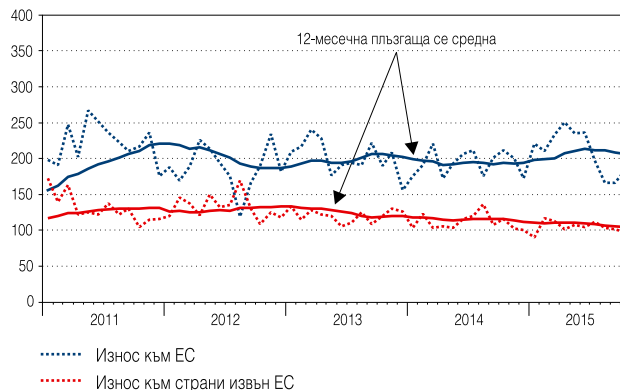
(млн. евро)



Източник: БНБ.

Износ на неблагородни метали и изделия от тях

(млн. евро)



Източник: БНБ.

на база на международната цена на металите в евро.

За периода януари – октомври 2015 г. износът на продукти от животински и растителен произход⁴⁶ нарасна на годишна база както към държавите – членки на ЕС, така и към останалите страни. Растежът в износа на групата се дължеше на увеличение в изнесените количества, докато спадащите международни цени на стоките от тази група оказаха задържащ ефект⁴⁷. За прогнозния хоризонт очакваме номиналният износ на групата да запази тенденцията си към нарастване под влияние на по-високо външно търсене, но растежът ще бъде ограничаван от очаквания спад на цените на храните на международните пазари.

Износът на химически продукти⁴⁸ за януари – октомври 2015 г. нарасна значително на годишна база, като с основно значение за този растеж беше износът на торове и пластмасови изделия. Положителен принос за групата имаха както по-високите цени, така и по-големите физически обеми.⁴⁹ По-значим растеж в износа на химически продукти се наблюдаваше към страните в ЕС. През първото и второто тримесечие на 2016 г. очакваме износът на групата да продължи да нараства на годишна база с близки до наблюдаваните темпове в резултат от по-високото външно търсене.

По данни на платежния баланс износът на услуги се повиши с 1.0% на годишна база за периода януари – ноември 2015 г. въпреки отбелязания спад при подгрупите „транспорт“ и „пътувания“. Приходите от туризъм за разглеждания период се понижиха с 3.8% на годишна база, като данните на НСИ отчитат спад с близо 6.7% на посещенията на чужденци в България с цел туризъм спрямо съответния период на 2014 г. Спадът се дължеше главно на по-малкото посещения от Румъния, Русия и Гърция.

⁴⁶ В тази глава да се разбира групата „продукти от животински и растителен произход, храни, напитки, тютюни“ по КН.

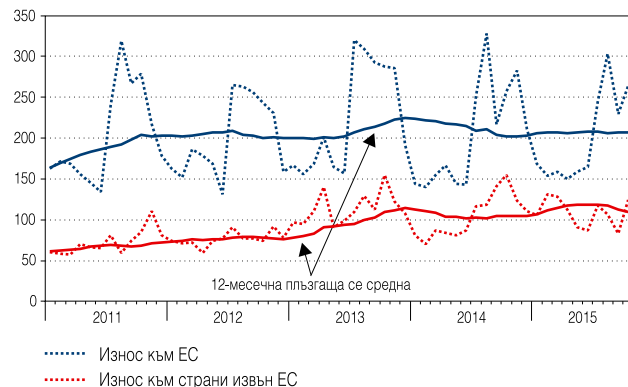
⁴⁷ За оценка на ценовия ефект са използвани тримесечните дефлатори на износа за подгрупите „зърнени растения и мелничарски продукти“ за първите девет месеца на 2015 г. по СБТК.

⁴⁸ Група „химически продукти, пластмаси, каучук“ по КН.

⁴⁹ За оценка на ценовия ефект са използвани тримесечните дефлатори на износа за групата „химични вещества и продукти“ за първите девет месеца на 2015 г. по СБТК.

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

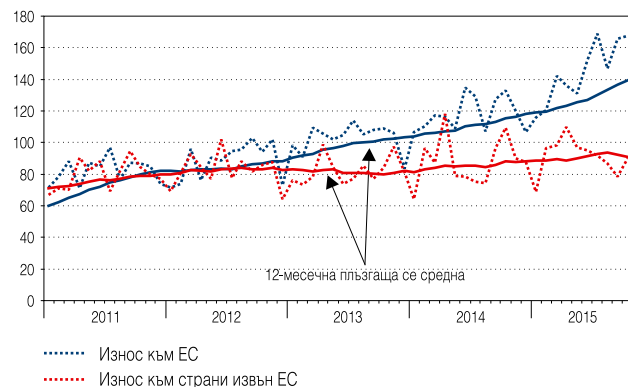
(млн. евро)



Източник: БНБ.

Износ на химически продукти, пластмаси, каучук

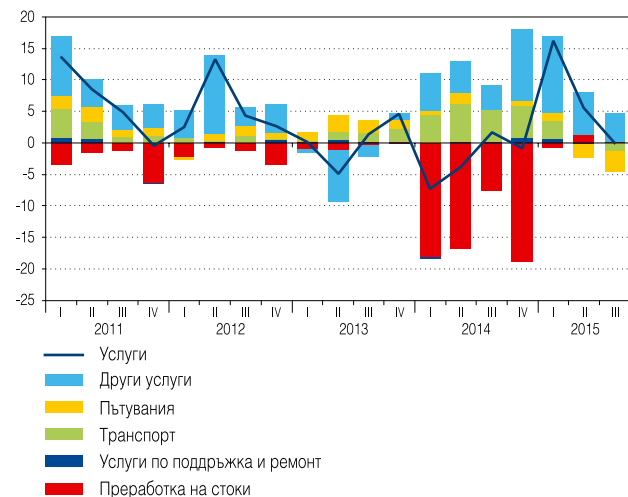
(млн. евро)



Източник: БНБ.

Годишно изменение на износа на услуги и принос по подкомпоненти

(%; процентни пунктове)



Източник: БНБ.

За периода януари – октомври 2015 г. номиналният внос (*cif*) на стоки отбеляза покачване от 1.1% спрямо съответния период на 2014 г. Въз основа на съпоставка на реалния и номиналния годишен растеж на вноса на стоки за първите девет месеца на 2015 г. от сезонно неизгладените данни за БВП може да се заключи, че този растеж се дължи на увеличение на внесените физически обеми. С най-голям принос за номиналния растеж на вноса на стоки по начин на използване бяха суровините, като растежът им съответстваше на наблюдавания годишен растеж на промишлено-то производство.

За периода януари – октомври 2015 г. вносът на стоки от държави – членки на ЕС, нарасна с 5.8% на годишна база, като с най-голям положителен принос беше вносът от Германия. От друга страна, вносът от страни извън ЕС за разглеждания период спадна с 3.6% спрямо съответния период на 2014 г. главно поради отрицателния принос на вноса от Русия. За януари – октомври 2015 г. делът на вноса от ЕС се повиши до 52.4%.

Номиналният внос на енергийни ресурси спадна на годишна база за периода януари – октомври 2015 г. По-ниският номинален внос на групата се дължеше на понижаващите се международни цени на енергийните ресурси⁵⁰, докато физическите обеми нараснаха спрямо съответния период на 2014 г. Очакваме през първата половина на 2016 г. номиналният внос на енергийни продукти да продължи да бъде ограничаван от прогнозирания спад на цената на петрола в долари и в евро.

За периода януари – октомври 2015 г. вносът на групата „суровини и материали“ отбеляза най-значим растеж на годишна база в общия внос по начин на използване. Оценката за ценовите изменения предполага, че този растеж се дължи на увеличение във внесените количества, докато спадащите международни цени на по-голямата част от съответните стоки са ограничавали вноса на групата⁵¹. През

⁵⁰ Според „Платежен баланс“, ноември 2015 г., с. 52, и при използване на тримесечните дефлатори на вноса за група „минерални горива, масла и подобни продукти“ за първите девет месеца на 2015 г. по СВТК.

⁵¹ За оценка на ценовия ефект са използвани тримесечните дефлатори на вноса за групите „храни и живи животни; необработени (сурови) материали, негодни за консумация (изкл. горивата)“; „химични вещества и продукти“ и „артикули, класифицирани главно според вида на материала“ за първите девет месеца на 2015 г. по СВТК.

Внос на групите стоки по начин на използване, януари – октомври 2015 г.

	млн. евро	Изменение* (млн. евро)	Растеж** (%)	Принос** (процентни пунктове)
Потребителски стоки	4 572.4	347.1	8.2	1.6
Суровини и материали	8 197.7	631.3	8.3	2.9
Инвестиционни стоки	5 487.5	177.2	3.3	0.8
Енергийни ресурси	3 518.1	-922.3	-20.8	-4.3
Друг внос	105.5	3.0	2.9	0.0
Общо внос (<i>cif</i>)	21 881.2	236.4	1.1	

* Изменение спрямо съответния период на предходната година.

** Растеж/принос за растежа на общия внос за периода на годишна база.

Източник: БНБ.

Внос на енергийни ресурси

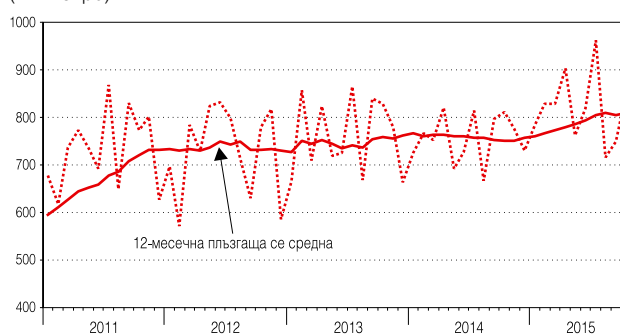
(млн. евро)



Източник: БНБ.

Внос на суровини и материали

(млн. евро)



Източник: БНБ.

първите две тримесечия на 2016 г. очакваме вносът на суровини и материали да продължи да се увеличава под влияние на нарастване на частните инвестиции и на износа на стоки, за чието производство се използват вносни суровини.

Вносът на потребителски стоки също имаше основно значение за повишението на общия номинален внос. Въпреки слабия годишен растеж на потребителското търсене номиналният внос на групата се увеличи на годишна база за периода януари – октомври 2015 г. С най-голям принос за този растеж бяха подгрупите „храни, напитки и цигари“ и „лекарства и козметика“. За прогнозния хоризонт очакваме номиналният внос на групата да продължи да нараства с устойчив темп под влияние на очакваното увеличение на частното потребление.

За периода януари – октомври 2015 г. номиналният внос на инвестиционни стоки отбеляза растеж на годишна база. Това увеличение се дължеше както на нарастване на внесените физически обеми, така и на покачване на цените на годишна база⁵². Прогнозата за вноса на групата е за запазване на темпа на растеж през първата половина на 2016 г. в съответствие с възстановяването на годишния темп на растеж на частните инвестиции.

По данни на платежния баланс вносът на услуги се увеличи с 1.9% на годишна база за периода януари – ноември 2015 г. Най-голям растеж имаше вносът на други бизнес услуги. За периода се наблюдаваше и увеличение на годишна база на разходите на български резиденти за пътувания. Според данни на НСИ пътуванията на българи в чужбина за разглеждания период са се увеличили на годишна база, като най-значително са нараснали посещенията в Гърция и Турция.

⁵² За оценка на ценовия ефект са използвани тримесечните дефлатори на вноса за групата „машини, оборудване и превозни средства“ за първите девет месеца на 2015 г. по CBTK.

Внос на потребителски стоки

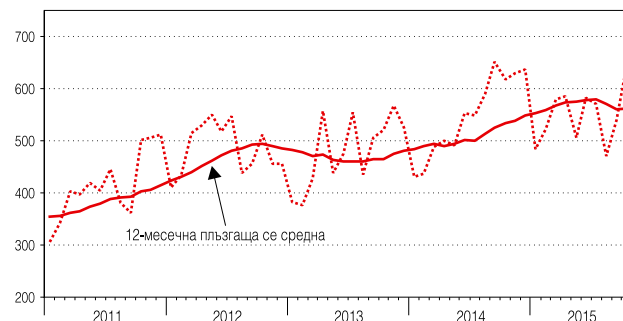
(млн. евро)



Източник: БНБ.

Внос на инвестиционни стоки

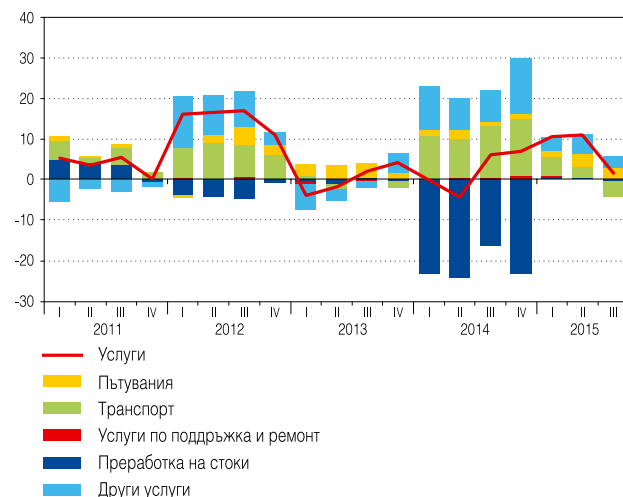
(млн. евро)



Източник: БНБ.

Годишно изменение на вноса на услуги и принос по подкомпоненти

(%, процентни пунктове)



Източник: БНБ.

4. Инфлация

Годишната инфлация беше отрицателна през 2015 г. и възлезе на минус 0.9% в края на годината. Това се дължеше главно на понижаващите се международни цени на петрола, които допринесоха за значителното поевтиняване на транспортните горива, а също и на някои административно определени цени, които се влияят косвено от цените на горивата. Икономическата среда у нас не оказваше съществен натиск за повишение на крайните потребителски цени поради слабото нарастване на вътрешното търсене и по-ниските разходи за производство на фирмите, свързани с поевтиняването на стоките за междинно потребление и намаляването на номиналните разходи за труд на единица продукция.

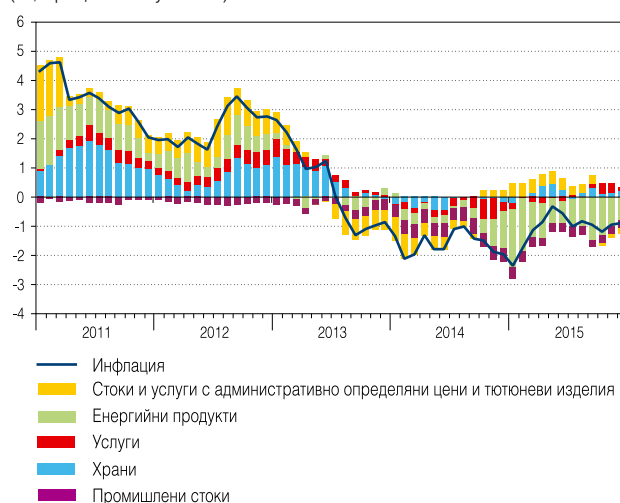
Очакваме инфлацията през първата половина на 2016 г. да остане отрицателна, но с тенденция към плавно забавяне на темпа на спад. Това ще се определя главно от прогнозираното по-бавно понижаване на цените на енергийните продукти и нарастване на някои цени в резултат от увеличението на винетната такса и акциза върху тютюневите изделия от началото на 2016 г.

Дефлационното влияние на външната среда, което отразяваше низходящата динамика на международните цени на стоки и основни суровини, беше основният фактор, който оказваше въздействие върху годишната инфлация през 2015 г. В края на 2015 г. годишната инфлация бе минус 0.9% (при минус 2.0% към декември 2014 г.).⁵³ Цените на стоките, внасяни в България, продължиха тенденцията, формирана още от началото на 2013 г., да се понижават на годишна база и да бъдат предпоставка за понижаване на общите индекси на вътрешните цени на производител и на крайните потребителски цени.⁵⁴ Обезценяването на еврото спрямо долара средно с 16.5% през 2015 г. противодействаше частично на тенденциите към спад при цените на вносните стоки.⁵⁵

През 2015 г. инфлацията при енергийните продукти беше силно отрицателна, което съответстваше на отчетения спад с 36.3% на международната цена на петрола в евро сред-

Инфлация на годишна база и принос на основните групи стоки и услуги за нея

(%; процентни пунктове)



Забележки: Използваната структура съответства на класификацията на Евростат, като допълнително са отделени тютюневите изделия и стоките и услугите с административно определяни цени. Индексът на стоките и услугите с административно определяни цени е изчислен чрез претегляне на съответните елементарни агрегати от потребителската кошница.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

⁵³ Анализът в този раздел използва данните на НСИ за хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ).

⁵⁴ На база на данни за вноса по СВТК средно за първите девет месеца на 2015 г. по-силен спад на цените на годишна база беше отчетен при вноса по групите „храни и живи животни“ и „минерални горива, масла и подобни продукти“ и в по-малка степен при „химични вещества и продукти“ и „артикули, класифицирани главно според вида на материала“.

⁵⁵ За повече информация виж тематичното изследване „Потенциални ефекти върху българската икономика от промяната на валутния курс „долар/евро“, *Икономически преглед*, 2015, № 2.

но за периода (в долари цената на петрола се понижи с 47.1%). Към декември транспортните горива⁵⁶ отчетоха спад от 10.5% на годишна база и имаха най-висок отрицателен принос за общата инфлация (минус 0.81 процентни пункта). Поевтиняването на услуги, свързани с топлоенергия и газоснабдяване, които се влияят косвено от цените на петрола, допринесе за отрицателния принос на групата стоки и услуги с административно определяни цени за общата инфлация.

Общият индекс на цените на производител (ИЦП) на вътрешния пазар също до голяма степен следваше динамиката на международните цени. Той продължи да се понижава на годишна база и възлезе на минус 3.8% към ноември 2015 г. (в сравнение с минус 0.9% в края на 2014 г.). Цените в подсектор „преработваща промишленост“ имаха значителен отрицателен принос за изменението на общия индекс на цените на производител, което се дължеше главно на по-ниските цени при производството на рафинирани нефтопродукти.⁵⁷ Подсекторът, свързан с производството на електрическа и топлинна енергия⁵⁸, също имаше отрицателен принос за годишния темп на изменение на цените на производител към ноември 2015 г. в съответствие с наблюдаваното през 2015 г. понижаване на цената на внасяния природен газ.⁵⁹

В същото време цените на производител за вътрешния пазар, свързани с производството на потребителски стоки за недълготрайна употреба, от средата на 2015 г. започнаха постепенно да се повишават под влияние на нарастване на цените на хранителните продукти⁶⁰ и отчасти на облеклото. Инфлацията при групата на храните към декември 2015 г.

⁵⁶ В групата на енергийните продукти (без административно определяните цени на електроенергията, топлоенергията и централното газоснабдяване) транспортните горива имат най-голям относителен дял, поради което тяхната ценова динамика е определяща и за цените на енергийните продукти като цяло.

⁵⁷ „Производство на кокс и рафинирани нефтопродукти“.

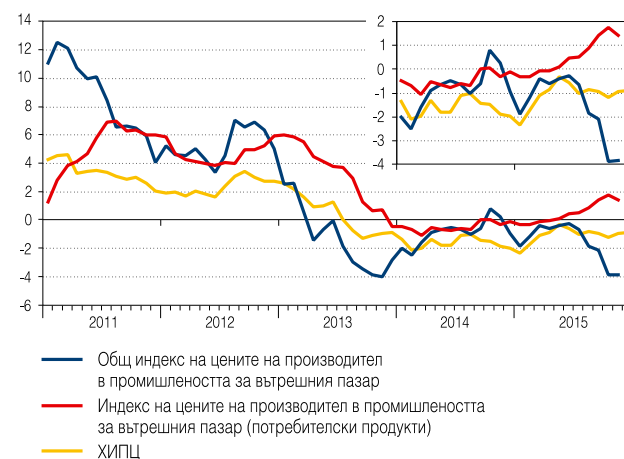
⁵⁸ „Производство и разпределение на електрическа и топлинна енергия и на газ“.

⁵⁹ Принос за понижението на цените в тази група имаше и административното намаление на цената на електроенергията за небитови клиенти от 1 ноември 2015 г. За повече информация вж. прессъобщението на Комисията за енергийно и водно регулиране (КЕВР): <http://www.dker.bg/newsbg.php?n=2694>

⁶⁰ Използвани са данни на НСИ от „Икономически сметки за селското стопанство през 2015 г. (първа оценка)“.

Темп на изменение на ИЦП в промишлеността и на ХИПЦ

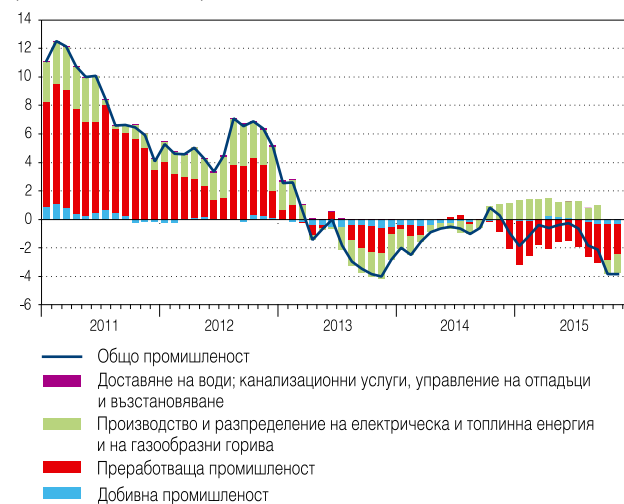
(%, на годишна база)



Източник: НСИ.

Темп на изменение на ИЦП за вътрешния пазар и принос по основни подсектори

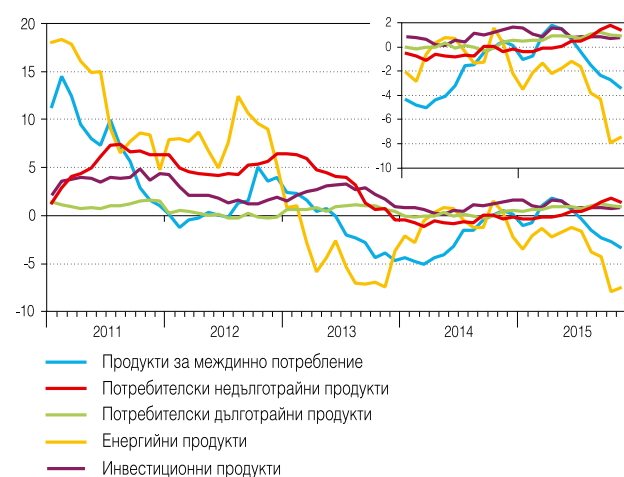
(%, на годишна база)



Източник: НСИ.

Годишен темп на изменение на цените на производител за вътрешния пазар по основни производствени групировки

(%)



Източник: НСИ.

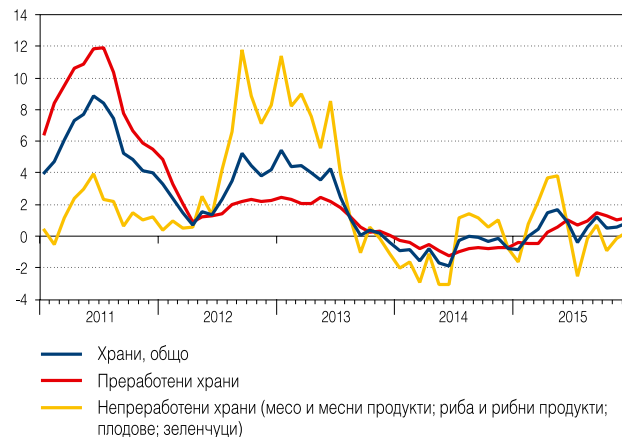
възлезе на 0.9% (минус 0.7% в края на 2014 г.), което се определяше от растеж на цените на преработените и непреработените храни. Цените на преработените храни имаха положителен принос за общата инфлация от второто тримесечие на 2015 г., което отразяваше възходящата динамика на цените на производител в групата. Към декември 2015 г. най-голям положителен принос за инфлацията имаха групите „захар и захарни изделия“⁶¹ и „животински и растителни масла и мазнини“. За това допринесоха съответно поскъпването на захарта в търговията на едро средно със 17% през 2015 г. и нарастването на вносните цени на животинските и растителните масла и мазнини през първите девет месеца на годината. Към декември 2015 г. при непреработените храни се наблюдаваше слабо поскъпване на годишна база, което се дължеше на положителен принос на групите „плодове“ и „зеленчуци“. Продължаващото от средата на 2014 г. понижаване на цените на групата „месо и месни продукти“, обусловено от спад на вносните цени и цените на производител в селското стопанство, беше фактор за задържане на растежа на цените при непреработените храни.

Цените на производител за вътрешния пазар при стоките за дълготрайна употреба също отчетоха нисък положителен растеж на годишна база през 2015 г., но не повлияха върху крайните цени на нехранителните стоки, при които инфлацията беше отрицателна и достигна минус 1.4% към декември (при минус 2.2% в края на 2014 г.). В групата на стоките за дълготрайна употреба от началото на 2015 г. сравнително висок темп на спад на цените на годишна база продължи да се наблюдава при автомобилите, като относително по-слабо поевтиняване регистрираха компютърната и телевизионната техника, мебелите и предметите за обзавеждане.

Наблюдаваното през 2015 г. понижаване на цените на производител при енергийните продукти, а през втората половина на годината и при цените на продуктите за междинно потребление⁶², които формират значителна

Темп на изменение на индекса на цените на храните

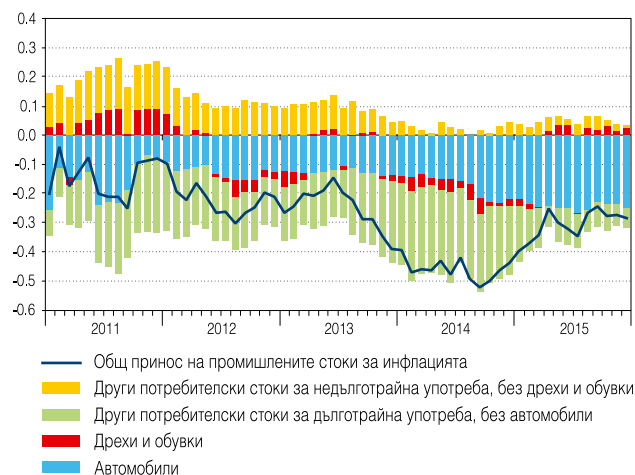
(%, на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Принос на нехранителните стоки (без енергийни продукти) и на основните подгрупи стоки за общата инфлация

(%, процентни пунктове)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

⁶¹ „Захар, сладка, мед, шоколадови и захарни изделия“.

⁶² Това са „продукти за междинно потребление“, „енергийни продукти“, „инвестиционни продукти“, „потребителски дълготрайни продукти“ и „потребителски недълготрайни продукти“.

част от разходите за производство на фирмите, дава сигнали, че низходящата динамика на международните цени на петрола и на основни суровини ще продължи да бъде предпоставка за понижаване и/или задържане на крайните потребителски цени през следващите месеци. Върху динамиката на потребителските цени влияние оказва и политиката на фирмите по отношение на разходите за труд. По данни от националните сметки разходите за труд на единица продукция се понижиха общо за икономиката с 1.4% в номинално изражение през първите девет месеца на годината, което също бе предпоставка за задържане и/или понижаване на крайните потребителски цени.

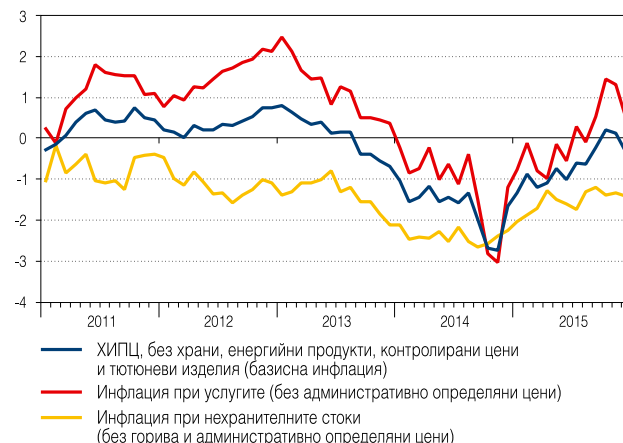
Базисната инфлация беше отрицателна през 2015 г., но с тенденция към преустановяване на спада в края на годината. Към декември 2015 г. дефлацията при базисните компоненти на ХИПЦ се забави до 0.3% в сравнение с 1.6% в края на 2014 г. За свиването на отрицателния размер на базисната инфлация допринесе динамиката на цените както на групата на нехранителните стоки, така и тази на услугите. През втората половина на 2015 г. беше отчетено преустановяване на започналата в началото на 2014 г. тенденция към понижаване на цените на услугите. Към декември 2015 г. инфлацията при групата на услугите (без тези с административно определяни цени) възлезе на 0.5% (минус 1.2% в края на 2014 г.). Това отразяваше главно изчерпването на базови ефекти от еднократни понижения на цените през 2014 г. при лекарските, стоматологичните⁶³ и телекомуникационните услуги⁶⁴, както и поскъпване при общественото хранене и услугите, свързани с почивка и туристически пътувания, културен отдих и настаняване. В края на 2015 г. телекомуникационните услуги отчетоха слабо понижаване на годишна база в съответствие с дългосрочната тенденция към намаляване на цените в тази група. От април 2015 г. транспортните услуги имаха отрицателен принос за общата инфлация, което се дължеше главно на поевтиняване на въздушния транспорт, докато косвените ефекти от

⁶³ От януари 2014 г. беше административно понижена потребителската такса при лекари специалисти и стоматолози, сключили договор с НЗОК, с 28.6%.

⁶⁴ От юли 2014 г. беше намален таванът за тарифите в роуминг за всички държави – членки на ЕС.

Базисна инфлация

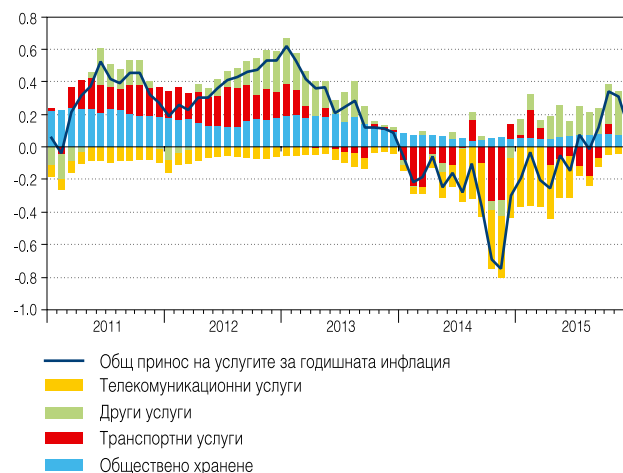
(%, на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Принос на услугите и на основните подгрупи услуги за общата инфлация

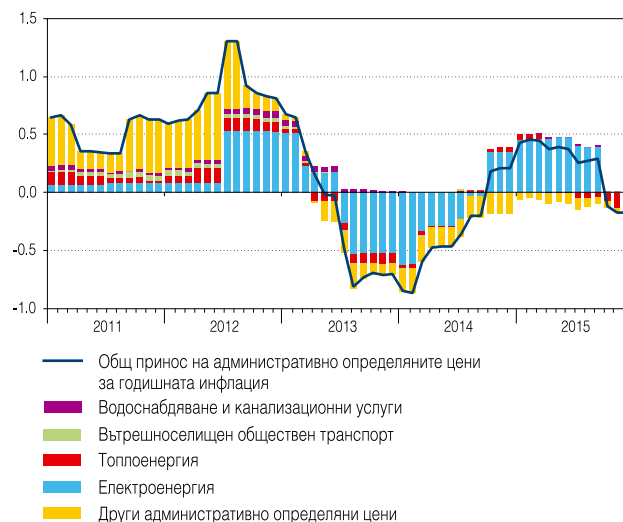
(%, процентни пунктове)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Принос на основни подгрупи административно определяни цени за общата инфлация

(%, процентни пунктове)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

по-ниските цени на горивата върху останалите видове транспорт остават ограничени.

През първите девет месеца на 2015 г. инфлацията при стоките и услугите с административно определяни цени остана положителна, след което стана отрицателна и възлезе на минус 0.7% към декември на годишна база. За това допринесе изчерпването на ефекта от повишението на регулираната цена на електроенергията за бита с 10.1% от октомври 2014 г. В същото време през 2015 г. цената, по която „Булгаргаз“ продава природен газ, се понижи за четири поредни тримесечия общо с 31.2%, което отразяваше по-ниските цени на алтернативните на природния газ горива на международните пазари. Това беше основание КЕВР да понижи регулираните цени на топлоенергията и природния газ през април, юли и октомври 2015 г., в резултат на което тези групи имаха отрицателен принос за общата динамика на цените в края на годината. Цените на лекарствата⁶⁵ също следваха тенденция към спад от началото на годината.

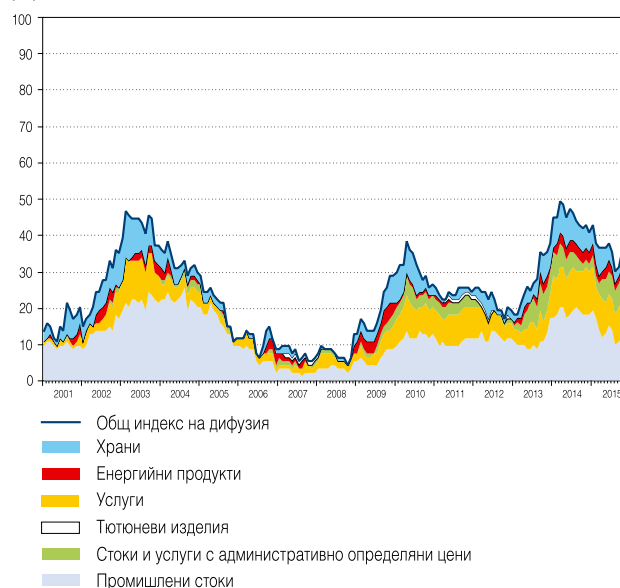
Към декември 2015 г. индексът на дифузия, който показва дела на групите стоки и услуги със спад на цените на годишна база, се понижи слабо до 35.5% в сравнение с 40.9% в края на 2014 г. При административно определяните цени се наблюдаваше увеличение на подгрупите със спад на цените, което отразява косвени ефекти от по-ниските цени на енергийните продукти и е предпоставка индексът на дифузия да се задържи на сравнително високо ниво през следващите месеци. През 2015 г. продължи бавно да нараства броят на стоките и услугите, чиито цени се повишават, но увеличението на цените е сравнително слабо (основно до 1%) и то не може да компенсира отрицателния принос на стоките и услугите с дефлация.

Според проведената от НСИ бизнес анкета за стопанската конюнктура през декември 2015 г. преобладаващата част от мениджърите в промишлеността, услугите и търговията на дребно очакват задържане на продажните цени през следващите три месеца. В сектора на услугите балансът на мненията беше слабо отрицателен през втората половина на 2015 г. поради по-големия дял на мениджърите,

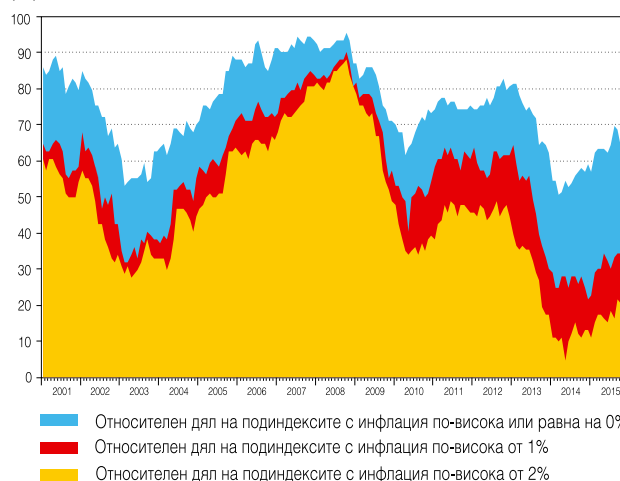
⁶⁵ „Лекарства и други фармацевтични продукти“.

Индекс на дифузия по основни групи стоки и услуги

а) относителен дял на подиндексите на ХИПЦ със спад на годишна база (%)



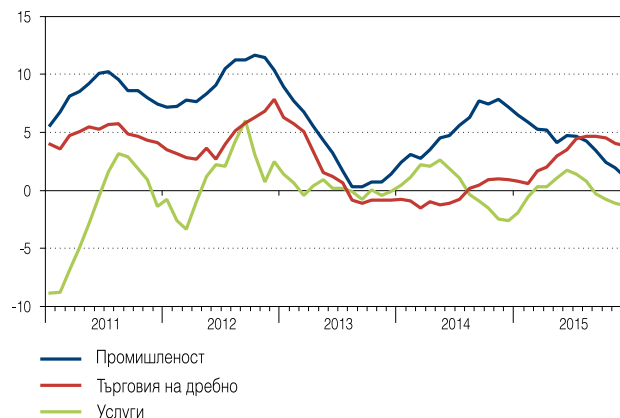
б) относителен дял на подиндексите на ХИПЦ с растеж на годишна база (%)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Очаквания за продажните цени в промишлеността, търговията на дребно и услугите през следващите 3 месеца

(баланс на мненията, %, 6-месечна плъзгаща се средна)



Източник: НСИ.

които очакват понижение на цените, спрямо тези, които очакват повишение. Нагласите на мениджърите не дават основание да се очаква натиск за повишение на продажните цени през следващите месеци, което вероятно отразява както по-ниските разходи за производство, така и продължаващата несигурност на фирмите за икономическата среда, конкуренцията и недостатъчното търсене. От страна на вътрешното потребителско търсене също не се наблюдава проинфлационен натиск.⁶⁶ Реалните обороти в търговията на дребно, които са индикатор за потребителското търсене, следваха тенденция към забавяне на годишния си темп на растеж през януари – ноември 2015 г. при едновременно намаление на цените. Тази тенденция беше по-силно изразена при търговията с хранителни стоки⁶⁷ и горива⁶⁸, при които в края на периода се наблюдаваше спад на физическия обем на оборотите. В същото време при нехранителните стоки⁶⁹ и търговията в неспециализирани магазини⁷⁰ беше отчетен растеж на годишна база през октомври – ноември 2015 г.

В края на първото тримесечие на 2016 г. очакваме инфлацията да бъде в диапазона от минус 0.6% до минус 0.3%, а към средата на 2016 г. да бъде в границите от минус 0.6% до плюс 0.6%⁷¹. Прогнозата се основава на допускане за слабо повишение на международните цени на храните в евро през първата половина на 2016 г. спрямо края на 2015 г., но при запазващ се спад на годишна база. Административно определяните цени се очаква да имат положителен принос за общата инфлация, което ще отразява увеличението на винетната такса и акциза върху тютюневите изделия от началото на 2016 г. Базисната инфлация ще има нисък положителен принос за общата инфлация в съответствие с прог-

⁶⁶ Вж. тук глава 3.

⁶⁷ „Търговия на дребно с хранителни стоки, напитки и тютюневи изделия“.

⁶⁸ „Търговия на дребно с автомобилни горива и смазочни материали“.

⁶⁹ „Търговия на дребно с нехранителни стоки, без търговията с автомобилни горива и смазочни материали“.

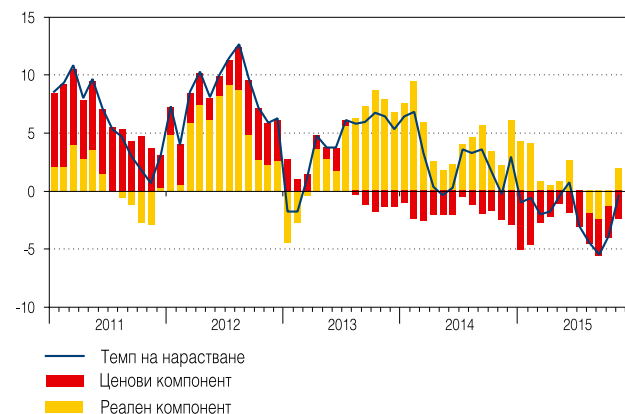
⁷⁰ „Търговия на дребно в неспециализирани магазини с разнообразни стоки“.

⁷¹ Посочените тук интервали за очаквания годишен темп на инфлация съответстват на вероятност от 40% съгласно нашите експертни разчети за вероятностното разпределение на прогнозата за съответното тримесечие (вж. тук „Прогноза на БНБ за основни макроикономически показатели за 2015–2017 г.“).

Годишен темп на нарастване на номиналния оборот

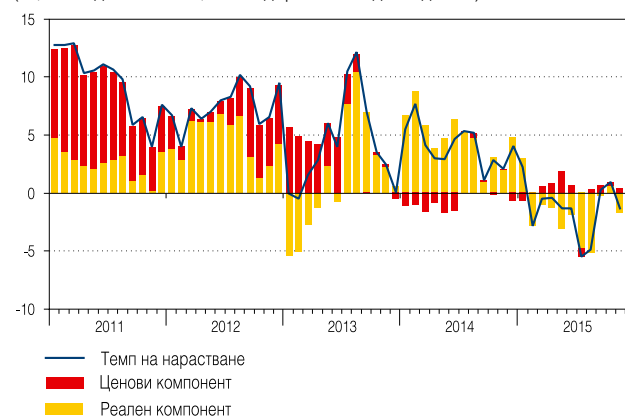
а) В търговията на дребно (без търговията с автомобили и мотоциклети)

(%, на годишна база, календарно изгладени данни)



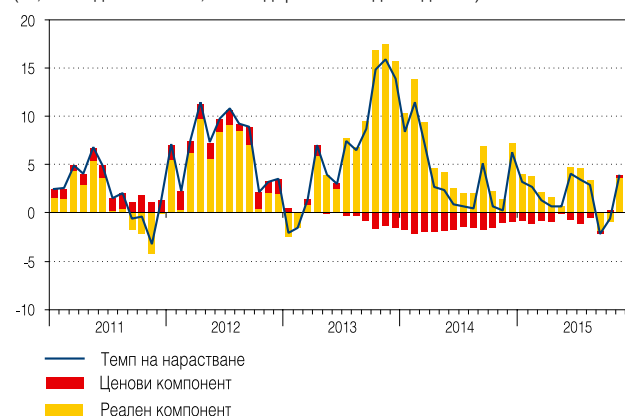
б) В търговията на дребно с хранителни стоки, напитки и тютюневи изделия

(%, на годишна база, календарно изгладени данни)



в) В търговията на дребно с нехранителни стоки, без търговията с автомобилни горива и смазочни материали

(%, на годишна база, календарно изгладени данни)



Източник: НСИ.

Темп на изменение на цените на основните групи стоки и услуги и принос на тези групи за инфлацията

	Натрупана инфлация към декември 2014 г. (декември 2013 г. = 100)		Натрупана инфлация към декември 2015 г. (декември 2014 г. = 100)		Годишен темп на инфлация към декември 2015 г. (декември 2014 г. = 100)	
Инфлация (%)	-2.0		-0.9		-0.9	
	темп на инфлация по групи (%)	принос (процентни пунктове)	темп на инфлация по групи (%)	принос (процентни пунктове)	темп на инфлация по групи (%)	принос (процентни пунктове)
Храни	-0.7	-0.19	0.9	0.22	0.9	0.22
Преработени храни	-0.7	-0.12	1.2	0.20	1.2	0.20
Непреработени храни	-0.8	-0.07	0.3	0.02	0.3	0.02
Услуги	-1.2	-0.30	0.5	0.12	0.5	0.12
Обществено хранене	0.9	0.05	1.6	0.09	1.6	0.09
Транспортни услуги	2.4	0.09	-3.6	-0.13	-3.6	-0.13
Телекомуникационни услуги	-7.7	-0.37	-1.3	-0.06	-1.3	-0.06
Други услуги	-0.6	-0.07	2.0	0.23	2.0	0.23
Енергийни продукти	-13.9	-1.28	-10.5	-0.81	-10.5	-0.81
Транспортни горива	-14.8	-1.27	-11.7	-0.83	-11.7	-0.83
Промишлени стоки	-2.2	-0.43	-1.4	-0.28	-1.4	-0.28
Стоки и услуги с административно определяни цени*	1.2	0.20	-1.1	-0.17	-1.1	-0.17
Тютюневи изделия	1.0	0.04	0.6	0.02	0.6	0.02

* Индексът на стоките и услугите с административно определяни цени е изчислен чрез претегляне на съответните елементарни агрегати от потребителската кошница.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

нозираното нарастване на потребителските разходи на домакинствата при продължаващо подобряване на трудовия пазар и растеж на компенсацията на наетите.

Съществуват рискове за по-ниска от прогнозната годишна инфлация, които произтичат най-вече от възможността цената на петрола да продължи да се понижава с по-бързи темпове от очакваното. Допълнително поевтиняване на някои стоки и услуги може да се очаква в резултат на понижението от КЕВР на регулираната цена на природния газ през първото тримесечие на 2016 г.⁷² Формирането на трайни очаквания у мениджърите на фирмите за нови понижения на цените на енергийните ресурси е предпоставка през следващите месеци да се наблюдават по-значителни косвени ефекти върху други групи стоки и услуги. От април 2016 г. ще започне постепенно намаляване на таксите за роуминг за държавите – членки на ЕС, иницирано от ЕК, което е предпоставка за по-нататъшно поевтиняване на телекомуникационните услуги.

⁷² За повече информация вж. прессъобщението на КЕВР: <http://www.dker.bg/newsbg.php?n=2729>

5. Прогноза на БНБ за основни макроикономически показатели за 2015–2017 година¹

Темпът на развитие на световната икономика започна да се забавя през 2015 г. главно вследствие на по-нисък растеж в развиващите се икономики. Очакваме през 2016 г. и 2017 г. растежът в развиващите се страни да се повиши, водейки до ускоряване на глобалния растеж. Значителното понижаване на международните цени на основни суровини, и в най-голяма степен на суровия петрол, през 2015 г. се дължи на запазването на високо ниво на производството и запасите при отслабване на търсенето. Тенденцията към понижаване на цените се очаква да бъде преустановена най-рано през втората половина на 2016 г. под влияние на възстановяването на растежа в развиващите се страни. Повишаване на цените на международните пазари на основни суровини може да се очаква през 2017 г.

Икономическата активност в България през 2015 г. се ускори, като очакваме растеж на реалния БВП от близо 3%. През 2016 г. растежът ще се забави до 2.1%, като специфичен за тази година фактор ще бъде по-ниският обем на правителствените инвестиции. През 2017 г. очакваме растежът на БВП в реално изражение да се ускори отново до 2.8%. Оценяваме рисковете пред прогнозата за икономическата активност като балансирани.

Поради отворения характер на българската икономика и значителния внос на основни суровини и горива динамиката на цените им на международните пазари оказва съществено влияние върху вътрешните цени. Очакваме през 2016 г. при стабилизиране на международните цени на основните суровини да се преустанови дефлационната тенденция при потребителските цени у нас, а през 2017 г. при реализиране на допускането за увеличаване на международните цени инфлацията да започне бавно да се повишава. Съществуват рискове от реализиране на по-ниска от прогнозната инфлация, в случай че динамиката на международните цени е по-ниска от очакванията ни.

Прогноза

През 2015 г. продължи тенденцията към забавяне на растежа в Китай и в развиващите се икономики, които бяха негативно засегнати от значителния спад на международните цени на суровините, вследствие на което глобалният растеж бе по-слаб в сравнение с предходната година. През 2016 г. и 2017 г., основавайки се на прогнози на ЕЦБ и МВФ за развитието на световната икономика, очакваме глобалният икономически растеж слабо да се ускори в синхрон с по-високия растеж в развиващите се държави и плавното нарастване на БВП в САЩ и в еврозоната.

Търсенето на основни суровини и горива през 2015 г. се сви поради забавянето на икономическата активност в развиващите се страни и особено в Китай. При наличие на високо ниво на запаси и производство това доведе до спад в цените им в хода на 2015 г. Очакваме тези тенденции да продължат и през първата половина на 2016 г., като стабилизиране на международните цени на основните суровини и горива може да се очаква едва през втората половина на годината под влияние на засилващо се търсене при по-висок растеж в развиващите се икономики. По-съществено ребалансиране на търсенето и предлагането на стоковите пазари, което да доведе до покачване на цените на енергийните и неенергийните продукти, може да се очаква през 2017 г.

Икономическият растеж в България се ускори значително през 2015 г. с основен принос на износа (положителен принос за реалния растеж на нетния износ от близо 1.7 процентни пункта) независимо от забавения растеж в глобалната икономика. Друг важен компонент на БВП с положителен принос за растежа през 2015 г. са правителствените инвестиции вследствие на концентрираното в периода 2013–2015 г. изпълнение на проекти, финансирани със средства по фондове на ЕС за програмния период 2007–2013 г. По-бавното нарастване на разполагаемия доход, свързано с по-нисък

¹ Прогнозата е изготвена на базата на информация към 15 декември 2015 г.

растеж на компенсацията на един нает при много слабо увеличение на заетостта, бе фактор за ниския темп на растеж на частното потребление и незначителния му принос за растежа на реалния БВП за 2015 г.

Вътрешното търсене ще определя динамиката на икономическата активност през 2016 г. и 2017 г. Частното потребление ще продължи да нараства под влияние на повишение в реалния разполагаем доход и ще бъде основен фактор за растежа. Важно допускане в прогнозата е, че частните инвестиции ще преустановят тенденцията си към понижаване и ще започнат да се възстановяват както поради достигнатото високо ниво на натоварване на производствените мощности, така и вследствие на положителния ефект на публичните инвестиции върху растежа. Специфичен фактор за 2016 г., допринасящ за забавяне на икономическия растеж през годината, са по-ниските спрямо предходната година правителствени инвестиции (обемът на правителствените инвестиции, включен в прогнозата на БНБ, е в съответствие с предвиденото в изготвените през октомври 2015 г. разчети на МФ). Очакваният растеж на частните инвестиции през 2016 г. няма да бъде достатъчен, за да компенсира по-ниския обем правителствени инвестиции, вследствие на което брутното образуване на основен капитал в реално изражение ще спадне. През 2017 г. този ефект се очаква да се изчерпи и общите инвестиции ще нарастват вследствие както на продължаващия растеж на частните инвестиции, така и на увеличението на правителствените инвестиции.

През 2016 г. и 2017 г. очакваме положителният принос на нетния износ за растежа на БВП постепенно да се свива в сравнение с относително високото му ниво през 2015 г. Очакваме реалният растеж на износа през 2016 г. да се забави в сравнение с предходната година, след което да започне процес на ускоряване в съответствие с динамиката на външното търсене на български стоки и услуги. Вносът на стоки и услуги също ще се забави през 2016 г. и ще възстанови темпа си на реален растеж през 2017 г. заедно с постепенното засилване на вътрешното търсене.

При представените по-горе допускания очакваме икономическият растеж да се забави през 2016 г. до 2.1% и отново да се ускори до 2.8% през 2017 г.

При реализиране на прогнозата за динамиката на международните цени очакваме условията на търговия, измерващи изменението на цените на износа спрямо цените на вноса, да останат благоприятни за нас в периода 2016–2017 г. и да допринасят за свиване на търговския дефицит на платежния баланс. От друга страна, отчитайки влошаването на икономическата активност във важни за туристическия сектор на България търговски партньори, като Русия и Гърция, очакваме по-ниски приходи от износа на услуги през 2016 г. и съответно намаление на положителното салдо по услугите като процентен дял от БВП. С възстановяване на икономическата активност в страната печалбите на фирмите ще започнат да нарастват, което може да доведе до по-високо ниво на изплащане на дивиденди и разпределена печалба към нерезиденти и съответно до увеличаване на дефицита по сметка „първичен доход“ на платежния баланс. През 2016–2017 г. нетният вторичен доход ще остане без съществена промяна. Салдото по текущата сметка на платежния баланс за периода 2016–2017 г. ще остане положително и като дял от БВП ще се задържи близо до нивата от 2015 г.

Заетостта ще продължи да се повишава, но през 2016 г. с по-ниски темпове от наблюдаваните през 2015 г. поради забавянето на икономическата активност. Фирмите ще останат предпазливи при откриване на нови работни места, оптимизирайки разходите си за труд. През 2017 г. очакваме слабо ускорение в нарастването на заетостта. През 2016–2017 г. равнището на безработица ще продължи да се понижава. При очакваното слабо нарастване на заетостта производителността на труда ще следва главно динамиката на реалния БВП. С постепенното ускоряване на растежа на реалната компенсация на един нает до този на производителността на труда очакваме разходите за труд на единица продукция да нараснат с темп от около 2% през 2016 г. и 2017 г.

Очакваното от средата на 2016 г. стабилизиране на международните цени на суровия петрол, храните и основните суровини ще допринесе за преустановяване на дефлационния тренд в хармонизирания индекс на потребителските цени у нас и в края на 2016 г. очакваме годишната инфлация да достигне около 1%. Следвайки динамиката на международните цени, инфлацията у нас ще продължи бавно да се повишава до края на 2017 г. Увеличението на някои административно определяни цени,

отразяващи промени в данъчното законодателство, ще има положителен принос за инфлацията. Прогнозата отчита влиянието върху инфлацията на поскъпването на винетната такса от началото на 2016 г. и увеличението на акциза върху тютюневите изделия през 2016–2017 г. Очакваме показателят за базисната инфлация да преустанови дефлационния си тренд под въздействие на положителен принос на цените на услугите. Инфлацията при услугите ще се определя от растежа на потребителските разходи на домакинствата в условията на продължаващо подобряване на трудовия пазар и нарастване на реалния разполагаем доход.

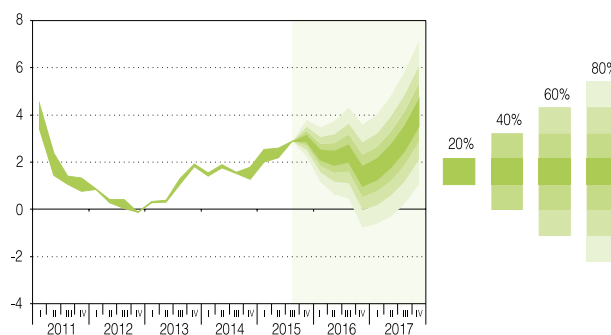
Очакваното запазване на висока норма на спестяване на домакинствата въпреки понижаващите се лихвени проценти по депозитите ще допринесе за продължаващо нарастване на депозитите на неправителствения сектор и запазване на висока ликвидност в банковата система. В периода 2016–2017 г. прогнозираме годишният темп на нарастване на депозитите на частния сектор да бъде в диапазона от 5 до 6%. Прогнозираното плавно увеличаване на частното потребление и на частните инвестиции ще допринесе за постепенно възстановяване на кредитния растеж през 2016–2017 г. Положителен ефект върху търсенето на кредити от нефинансови предприятия и домакинства очакваме да окаже и продължаващото понижаване на лихвените проценти по кредитите под влияние на притока на депозити в банковата система и на лихвените условия в еврозоната. Въведената отрицателна лихва по свръхрезервите на банките в БНБ ще оказва допълнително известно въздействие за намалението на лихвените проценти по депозитите и вследствие върху кредитите.

Рискове за реализиране на прогнозата

Рисковете по отношение реализирането на прогнозата за икономическия растеж са балансирани: рискът от по-бавно спрямо допусканията развитие на световната икономика през 2016 г. и 2017 г. се компенсира от възможността частните компоненти на вътрешното търсене да нараснат по-динамично в сравнение с базисния ни сценарий. Възможен е също така и по-висок икономически растеж през 2016 г. и 2017 г. при значително подобрене на международната конюнктура, намаляване на геополитическото напрежение или по-висок растеж в еврозоната и в развиващите се страни в сравнение с допусканията. По-висок растеж е възможен и ако вътрешното търсене нараства по-бързо от прогнозираното както заради по-голямо увеличение на частното потребление и частните инвестиции, така и при евентуално по-нисък спад от очакваното на публичните инвестиции през 2016 г.

Несигурността по отношение на прогнозата за даден показател може да бъде илюстрирана графично с помощта на т.нар. ветрилообразна графика². Лентите на графиката задават интервали, в които с определена вероятност се очаква да попадне реализацията на прогнозираната величина (за повече подробности виж забележката към графиката за растежа на БВП). Всеки интервал се разширява с увеличаване на прогнозния хоризонт, което отразява нарастващата несигурност по отношение на по-далечното бъдеще. Ветрилообразната графика за годишния растеж на БВП

Ветрилообразна графика за очаквания годишен темп на изменение на реалния БВП

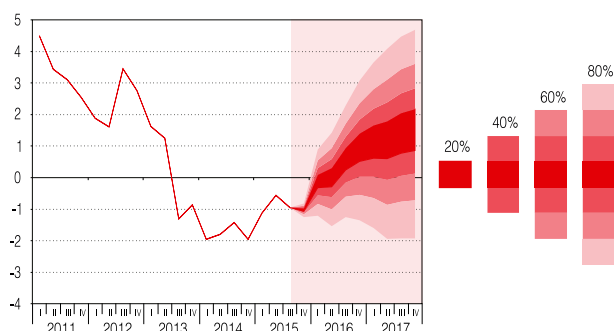


Забележка: Ветрилообразната графика представя експертните възгледи на изготвилите прогнозата за несигурността по отношение на прогнозираната величина на база вероятностно разпределение. В отчетния период са показани ревизиите на оценките за растежа на БВП. Средната лента на графиката, отбелязана с най-тъмен цвят, включва централната прогноза, а според построеното вероятностно разпределение вероятността действителната величина да попадне в тази лента е 20% за всяко от тримесечията. Ако към средната лента се прибавят съседните ленти от двете ѝ страни (в еднакъв по-светъл цвят), то общо се покриват 40% от вероятностната маса. Така с добавянето на всяка двойка ленти в еднакъв цвят вероятността стойността да попадне там се увеличава с по 20 процентни пункта, докато се стигне до 80%. Вероятността реализираната стойност да не попадне в оцветената част от графиката според избраното разпределение е 20%.

Източник: БНБ.

² Използването на ветрилообразните графики е обсъдено по-подробно в карето „Измерване и представяне на несигурността при прогнозиране на икономическите показатели“, *Икономически преглед*, 2012, № 1.

Ветрилообразна графика за очаквания годишен темп на изменение на инфлацията в края на периода



Забележка: Ветрилообразната графика представя експертните възгледи на изготвилите прогнозата за несигурността по отношение на прогнозираната величина на база вероятностно разпределение. Средната лента на графиката, отбелязана с най-тъмен цвят, включва централната прогноза, а според построеното вероятностно разпределение вероятността действителната величина да попадне в тази лента е 20% за всяко от тримесечията. Ако към средната лента се прибавят съседните ленти от двете ѝ страни (в еднакъв по-светъл цвят), то общо се покриват 40% от вероятностната маса. Така с добавянето на всяка двойка ленти в еднакъв цвят вероятността стойността да попадне там се увеличава с по 20 процентни пункта, докато се стигне до 80%. Вероятността реализираната стойност да не попадне в оцветената част от графиката според избраното разпределение е 20%.

Източник: БНБ.

за 2016 г. показва, че най-вероятно растежът ще бъде в интервала от 1% до 3%.

Рисковете пред прогнозата за инфлацията са изместени в посока към по-ниска инфлация в сравнение с базисния сценарий. Основните фактори, които влияят върху инфлацията, са темповете на изменение на международните цени на основни суровини и горива. В частност, съществува възможност цените на горивата да продължат да се понижават по-бързо от очакваното или за по-продължителен период от време, в резултат на което освен преките дефлационни ефекти ще се проявят и вторични дефлационни ефекти по линия на понижаване на разходите за производство. Несигурност за прогнозата произтича и от възможни промени в някои административно определяни цени (топливната енергия и газоснабдяване), включително и в резултат на косвени ефекти от понижаващите се цени на петрола. Балансът на рисковете по отношение на инфлацията е илюстриран графично на ветрилообразната графика по-горе.

Основният източник на несигурност за прогнозата за платежния баланс остава външната среда и по-специално икономическата активност в основните ни търговски партньори. При по-слаб от прогнозираното растеж на външното търсене на български стоки и услуги може да се очаква по-висок дефицит по търговския баланс и по-малък излишък по баланса на търговията с услуги, което ще се отрази в по-ниско салдо по текущата сметка.

Рисковете пред прогнозата за паричния сектор са свързани с реализирането на по-нисък от очаквания икономически растеж и по-слабо от очакваното понижаване на лихвените проценти по сред-

Прогноза за основните макроикономически показатели за периода 2015–2017 г.

(%)

	2013	2014	2015	2016	2017
Годишен темп на изменение					
БВП по постоянни цени	1.3	1.5	2.9	2.1	2.8
Частно потребление	-1.4	2.7	0.5	2.3	2.4
Правителствено потребление	2.2	0.1	1.0	1.4	2.1
Брутно образуване на основен капитал	0.3	3.4	2.2	-2.2	3.1
Износ на стоки и услуги	9.2	-0.1	7.1	3.7	4.3
Внос на стоки и услуги	4.9	1.5	4.2	2.3	4.0
ХИПЦ в края на периода*					
Базисна инфлация	-0.7	-1.6	-0.3	0.2	1.0
Енергийни продукти	2.2	-13.9	-10.5	5.1	7.7
Храни	-0.3	-0.7	0.9	0.5	0.9
Стоки и услуги с административно определяни цени и тютюневи изделия	-3.0	1.2	-0.7	1.8	1.3
Заеетост					
Разходи за труд на единица продукция	7.0	4.4	-0.6	2.2	1.9
Производителност на труда	1.7	1.2	2.6	1.9	2.3
Равнище на безработица (дял от работната сила)	12.9	11.4	9.4	8.5	7.9
Вземания от неправителствения сектор*					
Вземания от предприятия	0.3	-7.7	-1.6	1.5	3.4
Вземания от домакинствата	0.3	-12.0	-1.6	1.5	3.4
Вземания от домакинствата	-0.2	-1.6	-1.3	1.4	3.2
Депозити на неправителствения сектор*	8.7	1.5	10.6	5.9	5.7
Съотношение към БВП					
Текуща сметка на платежния баланс	1.8	1.2	1.8	2.2	1.9
Търговски баланс	-6.9	-6.4	-4.0	-2.9	-2.5
Услуги, нето	6.5	5.9	5.2	5.0	5.1
Първичен доход, нето	-3.5	-2.1	-3.3	-4.0	-4.2
Вторичен доход, нето	5.7	3.8	3.8	3.9	3.5
Годишен темп на изменение					
Външни допускания					
Външно търсене	2.4	3.2	1.5	3.4	4.5
Средногодишна цена на петрол тип „Бrent“ (в долари)*	-2.8	-9.1	-47.1	-12.3	16.0
Средногодишна цена на неенергийни продукти (в долари)*	-6.1	-8.6	-19.9	-9.5	3.2
Цена на петрол тип „Бrent“ в края на периода (в долари)*	-0.9	-30.5	-42.9	10.9	12.5
Цена на неенергийни продукти в края на периода (в долари)*	-7.0	-13.3	-20.4	-0.2	3.1

* Данните за 2015 г. са отчетни.

Източник: БНБ.

ствата, отпускани от търговските банки, което ще намери отражение в по-бавно възстановяване на кредита за частния сектор.

Прогностична дейност в БНБ

Една от най-важните дейности на централните банки, която подпомага вземането на решения и изготвянето на позиции по отношение на икономическата политика, е прогнозирането на основните макроикономически показатели, описващи икономическото развитие на страната. Чрез тази дейност централните банки си осигуряват актуален поглед както върху очакваното развитие на икономиката, така и върху рисковете за бъдещата ѝ динамика. Стандартно прогнозите на централните банки се изготвят на базата на макроикономически модели, резултатите от които се допълват с експертни оценки. Моделите възплъщават в себе си основни връзки в икономиката, а експертите добавят специфична информация и знания, които е трудно да бъдат формализирани в рамките на модел. Допълването на резултатите от макроикономическия модел с експертен анализ позволява да се изготвят реалистични виждания за бъдещото развитие на икономиката при отчитане на несигурността за реализиране на прогнозите.

Основната цел на процеса на прогнозиране в централните банки е да се представи ясна и логически издържана история за най-вероятно бъдещо развитие на икономиката. Прогнозата представлява икономически обоснована най-вероятна (от гледна точка на екипа, изготвящ прогнозата) траектория за бъдещото развитие на икономиката, като в околност на тази траектория съществуват множество други възможни състояния на икономиката, които биха могли да се реализират с определена вероятност. Тези обстоятелства налагат като добра практика при изготвянето и представянето на прогнози централната прогноза (базисен сценарий) да бъде придружена с анализ, в резултат на който се идентифицират съпътстващите рискове. В зависимост от конкретните случаи рисковете може да бъдат представени текстово или графично³, а при по-голяма степен на несигурност – под формата на алтернативен сценарий за бъдещото развитие на икономиката.

Подобно на други централни банки, макроикономическите прогнози на БНБ представляват резултат от използването на макроикономически прогностичен модел и експертна оценка за най-вероятния сценарий на бъдещото икономическо развитие на страната. Прогностичният модел, използван от БНБ, работи с данни с тримесечна честота и е от групата на макроиконометричните прогностични модели. Той е основният инструмент на БНБ за изготвяне на прогнози и симулации на ефекти от икономически шокове. Системата от уравнения в модела се базира на допускането за наличие на дългосрочни и краткосрочни поведенчески връзки в икономиката. Смята се, че въпреки наличието на краткосрочни шокове в икономиката макроикономическите променливи следват своя дългосрочна динамика, която се осигурява в модела посредством т.нар. *механизъм на корекция на грешката*.⁴

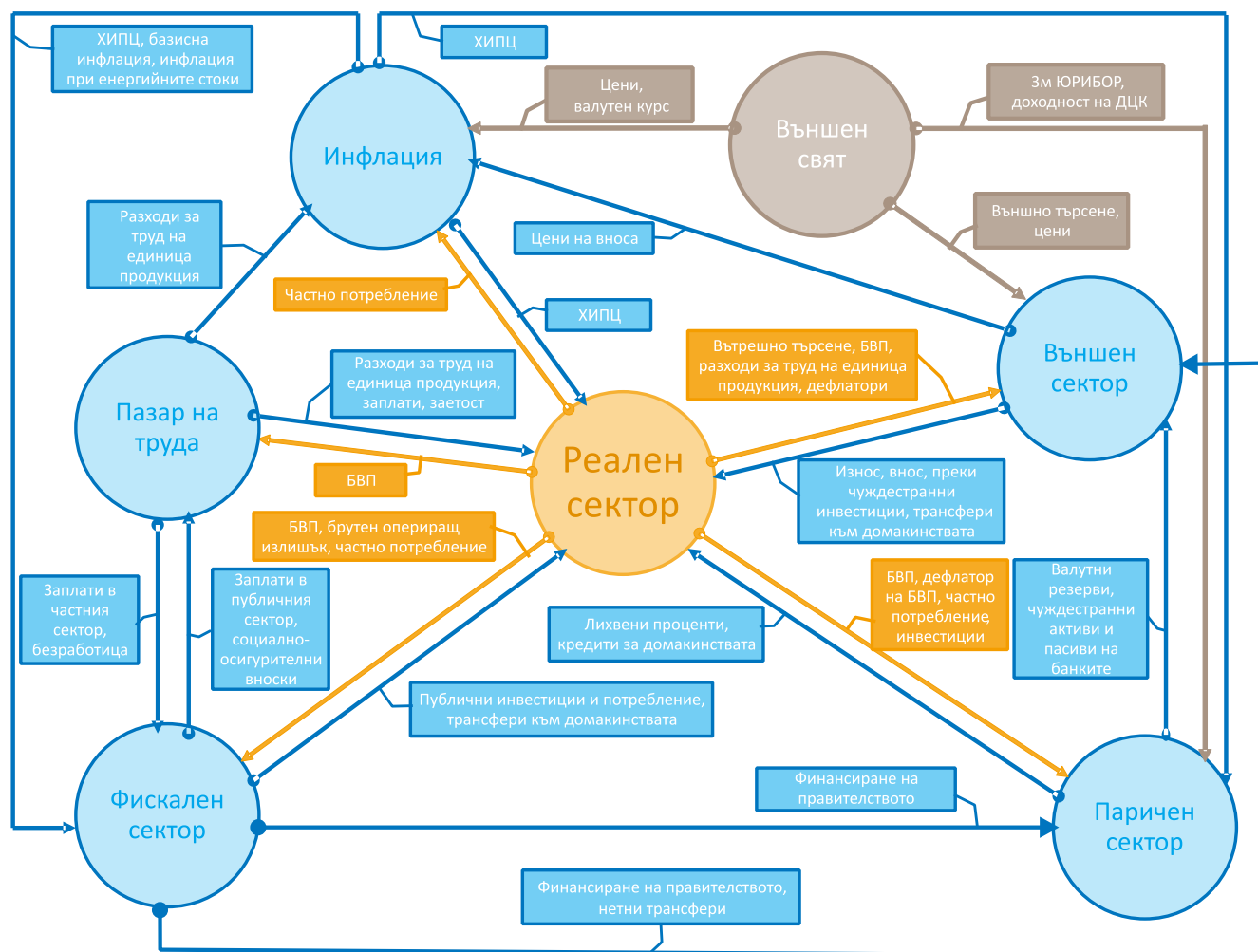
Първата версия на модела е създадена през 2008 г.⁵ Моделът непрекъснато се развива с добавяне на нова информация с цел по-обхватно отчитане на поведенческите връзки в икономиката. Връзките в модела описват основните макроикономически механизми в българската икономика и взаимодействието ѝ с основните търговски партньори. Моделът е съставен от шест взаимодействащи си блока: реален сектор, потребителски цени (инфлация), пазар на труда, външен сектор, фискален сектор и паричен сектор. Основните връзки между блоковете са представени на фигурата по-долу. Моделът се решава едновременно за всички блокове и резултатите се подлагат на задълбочен експертен анализ, който се вгражда в окончателния вариант на прогнозата за основните макроикономически показатели.

³ Публикуваните в *Икономически преглед* ветрилообразни графики са един от стандартните начини за графично представяне на рисковете пред дадена прогноза.

⁴ Моделите с корекция на грешката заемат важно място в съвременната икономическа литература. Една от основните статии по темата е: Engle, R. and C. Granger (1987). "Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing", *Econometrica* (55).

⁵ На интернет страницата на БНБ е публикувана презентация на първата версия на тримесечния прогностичен модел, представена на конференция на тема *Forecasting Models and Procedures of EU Central Banks*, София, 23 април 2008 г.: http://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_download/p_e_sc_annual_conf_2008_a5_bg.ppt

Основни блокове и най-важни посоки на влияние между блоковете в прогностичния модел на БНБ



Източник: БНБ.

Условно процесът на прогнозиране може да се раздели на четири етапа. Първият етап започва с публикуването на първите официални оценки за тримесечния БВП на България от НСИ и се състои от подготвяне на данните и работната среда за модела. На този етап се оформят външните допускания в модела като прогнози, изготвени на база информация от външни институции като ЕЦБ или МВФ, за външното търсене на български стоки и услуги⁶ и за динамиката на цените на основни стокови групи на международните пазари. Уточняват се техническите допускания, които ще залегнат в прогнозата, например допускания за непромяна в определени параметри на икономическата политика, валутните курсове на българския лев спрямо долара и СПТ, и цената на златото, които се фиксират на средната им стойност за период от 10 дни преди зареждането на модела с данни. Допусканията за тримесечния ЮРИБОР се базират на средната цена на фючърсни договори с различни матуритети за период от 10 дни преди зареждането на модела с данни. Експертите подготвят макроикономически анализ, чиято цел е да определи (в контекста на текущата външноикономическа конюнктура) началните условия, в които се намира българската икономика към момента на изготвянето на прогнозата. Уточнява се общата рамка на базисния сценарий на прогнозата, а в случай на голяма несигурност – и рамка за алтернативен сценарий. Алтернативните сценарии обикновено се съставят на базата на констатирано от експертите наличие на съществени рискове, които базисният сценарий не може да обхване.

⁶ Външното търсене се измерва чрез претегляне на реалния внос на основните търговски партньори на България.

На втория етап зареденият с данни модел се решава и експертите анализират получените резултати. С оглед на споменатите по-горе несъвършенства на макроикономическите модели на този етап решението на модела се подлага на експертен анализ, за да може да се коригира, така че то да отрази и виждането на екипа, изготвящ прогнозата, относно очакваните тенденции в икономиката.

Третият етап е свързан с изготвянето на описание на прогнозата, което представя логически издържана история за бъдещото развитие на българската икономика. Описват се факторите, които се очаква да формират бъдещите тенденции, както и рисковете, които според експертния екип биха могли да доведат до отклонение на отчетните показатели спрямо прогнозната им стойност.

Последният етап започва след публикуване на отчетни данни, с които се сравняват прогнозираните стойности на съответните макроикономически показатели. Експертите обсъждат факторите, довели до отклонения на показателите спрямо прогнозата, и ако сметнат за необходимо, преоценяват поведенческите връзки в макроиконометричния модел.