

Икономически преглед

3/2014 г.



135
ГОДИНИ



БЪЛГАРСКА
НАРОДНА
БАНКА

Икономически преглед

3/2014 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. 3 от 2014 г. е представен на УС на БНБ на заседанието му на 19 ноември 2014 г. В него са използвани статистически данни и информация, публикувани до 14 ноември 2014 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, 2014

Материалите са получени за редакционна обработка на 25 ноември 2014 г.

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

Издание на Българската народна банка

За въпроси и коментари – дирекция „Икономически изследвания и прогнози“, управление „Емисионно“

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

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

Тел. 02 9145-1906, 1271, 1033

Интернет страница: www.bnb.bg

ISSN 1312–4196 (на хартия)

ISSN 2367–4954 (онлайн)

Съдържание

Резюме	7
1. Външна среда	9
Конюнктура	9
Международни цени на основни борсови стоки.....	21
2. Финансови потоци, пари и кредит	30
Външни финансови потоци	33
Парични и кредитни агрегати.....	36
Лихвени проценти	42
Финансови потоци между сектор „държавно управление“ и другите сектори на икономиката	48
3. Икономическа активност	50
Поведение на домакинствата	52
Влияние на фискалната политика върху икономиката.....	56
Поведение на фирмите и конкурентоспособност.....	60
Износ и внос на стоки	66
4. Инфлация	73

Акценти

- Влияние на мерките по паричната политика на ЕЦБ през 2014 г. върху финансовия пазар в еврозоната и върху българската банкова система 23
- Динамика на инфлацията в България и в другите държави – членки на ЕС, в периода август 2013 г. – септември 2014 г. 83

Графики

Глобални индекси <i>PMI</i>	9
Световна търговия	9
Инфлация, измерена чрез ИПЦ	10
Принос по компоненти за растежа на реалния БВП на еврозоната (на тримесечна база)	10
Индекси на потребителското доверие в еврозоната	11
<i>PMI</i> на преработващата промишленост и услугите	11
Инфлация в еврозоната	11
Равнище на безработицата и растеж на заетостта в еврозоната	12
Лихвени проценти на ЕЦБ и ЕОНИА	13
Излишък от ликвидност, депозитно улеснение и ЕОНИА	14
Премия за кредитен и ликвиден риск (спред между ЮРИБОР и <i>OIS</i>)	14
Очаквания за нивото на референтната лихва в еврозоната според ЮРИБОР фючърсите	15
Принос по компоненти за растежа на БВП на САЩ (на тримесечна база)	15
Индекси на доверието на потребителите в САЩ	16
Индекси <i>ISM-PMI</i> на преработващата промишленост и услугите и растеж на БВП (на тримесечна база) в САЩ	16
Инфлация в САЩ (на годишна база)	16
Равнище на безработицата и брой на новонаетите работници в САЩ	17
Растеж на БВП на Китай на годишна и тримесечна база	18
Инвестиции в основен капитал общо и в избрани сектори в Китай	18
Темп на растеж на индустриалното производство и производството на електроенергия в Китай	18
Индекси <i>PMI</i> на промишлеността, готовата продукция и новите поръчки (темп на изменение) в Китай	19
Инфлационни индекси (темп на изменение) в Китай	19
Индекси на цените на жилищата в Китай (темп на изменение) ..	19
Валутен курс юан/долар и коридор, определен от Китайската централна банка	20
Лихви на междубанковия пазар в Китай	20
Кредити и парично предлагане (темп на изменение) в Китай	20
Нови кредити в Китай	20
Цена на суровия петрол	21
Предлагане и търсене на суров петрол в света (по тримесечия)	21
Цени на фючърси на суров петрол тип „Брент“	21
Индекси на цените на основни суровини и стокови групи	22
Излишък от ликвидност и ЕОНИА	24
Очаквания за нивото на ЕОНИА	25
ЮРИБОР лихви	25
Крива на доходност в еврозоната	25
Промяна на доходността в еврозоната	25
Лихви по кредити за нефинансовите предприятия в еврозоната	26

Лихви по срочни депозити в еврозоната	26
Лихвени проценти на паричния пазар в България и в еврозоната	27
Депозити на банките в БНБ	28
Покупко-продажба на валута между БНБ и банките (на месечна база)	31
Динамика на текущата и капиталовата сметка и принос по компоненти (на годишна база)	33
Динамика на финансовата сметка и принос по компоненти (на годишна база)	34
ПЧИ в България по вид инвестиция (на годишна база)	34
Резервни пари	36
Депозити на банките в БНБ	36
Пари в обращение	37
Годишен темп на изменение на М3 и принос по компоненти на агрегата	38
Годишен растеж на депозитите на неправителствения сектор и принос по сектори	38
Годишен растеж на депозитите на домакинствата и принос по видове депозити	39
Изменения в баланса на банките по позиции (на годишна база)	39
Вземания от неправителствения сектор (растеж на годишна база)	40
Нови кредити за нефинансови предприятия (месечни обеми) ..	40
Годишен растеж на кредита за домакинствата и принос по видове кредити	41
Нови кредити за домакинства (месечни обеми)	41
Вътрешен кредит	41
Изменения в кредитните стандарти по отношение на кредитите за предприятия	42
Изменения в кредитните стандарти по отношение на потребителските кредити	42
Изменения в кредитните стандарти по отношение на жилищните кредити	42
Лихвени проценти на междубанковия пазар	43
Крива на доходност на междубанковия паричен пазар	43
Лихвени проценти по новодоговорени срочни депозити	44
Разпределение на лихвените проценти по новодоговорени срочни левови депозити на домакинства	44
Лихвени проценти по новодоговорени кредити в левове и в евро за нефинансови предприятия	45
Лихвени проценти и ГПР по новодоговорени кредити за домакинства	45
Разпределение на лихвените проценти по новодоговорени жилищни кредити в евро	46
Лихвени проценти на първичния и вторичния пазар на ДЦК със срочност 10 години и 6 месеца	46
Влияние на консолидирания бюджет върху ликвидността на останалите сектори (по тримесечия)	48

Принос по компоненти на крайното използване за растежа на БВП	50
Бизнес климат и показател за доверието на потребителите	51
Ветрилообразна графика за очаквания годишен темп на изменение на БВП	51
Частно потребление и доверие на потребителите	52
Очаквания за безработицата през следващите 12 месеца	53
Очаквания за финансовото състояние и за икономическата ситуация през следващите 12 месеца	53
Склонност на домакинствата към спестяване	54
Икономическа активност и дял на обезкуражените лица	55
Безработица	55
Принос на основните групи приходи за растежа на общите приходи и помощи (по месеци на годишна база)	57
Принос на основните групи данъци за растежа на данъчните приходи (по месеци на годишна база)	57
Принос на основните групи разходи за общото им нарастване (по месеци на годишна база)	58
Принос на правителственото потребление за реалния растеж на БВП	58
Прираст на добавената стойност и принос по сектори	60
Динамика на оборота в промишлеността	60
Индекс на промишленото производство и натовареност на производствените мощности в промишлеността	61
Динамика на строителната продукция и издадени разрешителни за строеж на нови сгради	61
Очаквания за бъдещата икономическа активност	62
Показател за доверието на сектора на промишлеността в ЕС ...	62
Показател за доверието на сектора на услугите в ЕС	62
Принос по отрасли за тримесечния темп на изменение на разходите за придобиване на ДМА	63
Брутен опериращ излишък по текущи цени	63
Банкови кредити за нефинансови предприятия	63
Източници на финансиране	64
Принос за изменението на броя заети по икономически дейности	64
Динамика на производителността на труда (добавена стойност на един зает)	64
Номинални разходи за труд на единица продукция	65
Реални разходи за труд на единица продукция	65
Принос на изменението на факторите на производството за растежа на БВП	65
Динамика на износа и вноса	67
Динамика на износа към ЕС и към страните извън ЕС	68
Географско разпределение на износа	68
Износ на минерални продукти и горива	69
Износ на машини, транспортни средства, апарати, инструменти, оръжия	69
Износ на благородни метали и изделия от тях	69
Износ на продукти от животински и растителен произход, храни, напитки, тютюни	70
Износ на химически продукти, пластмаси, каучук	70

Внос на енергийни ресурси	71
Внос на суровини и материали	71
Внос на потребителски стоки	72
Внос на инвестиционни стоки	72
Инфлация на годишна база и принос на основните групи стоки и услуги за нея	73
Индекс на дифузия по основни групи стоки и услуги	74
Темп на изменение на ИЦП в промишлеността и на ХИПЦ	74
Годишен темп на изменение на цените на производител за вътрешния пазар по основни производствени групировки	75
Годишен темп на нарастване на номиналния оборот в търговията на дребно, без търговия с автомобилни горива и смазочни материали	75
Годишен темп на нарастване на номиналния оборот в търговията на дребно с хранителни стоки, напитки и тютюневи изделия	76
Годишен темп на нарастване на номиналния оборот в търговията на дребно с компютърна и комуникационна техника и други потребителски стоки	76
Годишен темп на изменение на дефлатора на добавената стойност общо за икономиката и принос по компоненти	77
Годишен темп на изменение на дефлатора на добавената стойност в промишлеността и принос по компоненти	77
Годишен темп на изменение на дефлатора на добавената стойност в „търговия, ремонт на автомобили и мотоциклети; транспорт, складиране и пощи; хотелиерство и ресторантьорство“ и принос по компоненти	78
Базисна инфлация	78
Темп на изменение на индекса на цените на промишлените стоки, без енергийните продукти и стоките с административно определяни цени	78
Принос на услугите и на основните подгрупи услуги за общата инфлация	79
Месечен темп на изменение на цената на петрол „Брент“ и на цената на автомобилен бензин А95	79
Принос на основни подгрупи административно определяни цени за общата инфлация	79
Темп на изменение на индекса на цените на храните	80
Темп на изменение на цените на растителни и животински масла и мазнини на вътрешния пазар и на цената на слънчогледовите семена на международните пазари	80
Темп на изменение на цените на хляба и зърнените храни на вътрешния пазар и на цената на пшеницата на международните пазари	80
Принос на основните подгрупи непреработени храни за общата инфлация	81
Очаквания за продажните цени в промишлеността през следващите 3 месеца	81
Очаквания за продажните цени в услугите през следващите 3 месеца	81
Очаквания за продажните цени в търговията на дребно през следващите 3 месеца	82
Ветрилообразна графика за очаквания годишен темп на изменение на инфлацията	82
Привнесена от чужбина добавена стойност, включена в крайното вътрешно търсене, като дял от БВП, 2009 г.	83

Дефлатор на вноса на основни групи стоки и услуги в България и в другите държави – членки на ЕС	84
Темп на изменение на ИЦП в промишлеността на вътрешния пазар и на цените на продуктите за междинно потребление в промишлеността в България и в другите държави – членки на ЕС	84
Темп на изменение на цените на храните на българския и на международните пазари	85
Темп на изменение на цените на преработените храни (включително алкохол и тютюневи изделия) и на непреработените храни в България и в другите държави – членки на ЕС	85
Темп на изменение на цените на входящите ресурси в селското стопанство и на цените на производител на селскостопански продукти в България и в другите държави – членки на ЕС	86
Темп на изменение на индекса на цените на нехранителните стоки и на стоките за дълготрайна употреба в България и в другите държави – членки на ЕС	87
Темп на изменение на дефлаторите на вноса на някои видове нехранителни стоки в България	88
Годишен темп на ХИПЦ инфлация и коригиран годишен темп на ХИПЦ инфлация в България и в другите държави – членки на ЕС	88
Разходи за крайно потребление на домакинствата в България и в другите държави – членки на ЕС	89

Таблицы

Външни парични потоци във валута	31
Потоци по основни сметки на платежния баланс	33
Потоци на банките по финансовата сметка на платежния баланс	35
Брутен външен дълг към август 2014 г.	35
Растеж на БВП по компоненти на крайното използване	52
Динамика на заетостта и доходите	56
Оборот в търговията на дребно	56
Приходи, разходи и бюджетно салдо по КФП за 2013–2014 г.	59
Растеж на брутната добавена стойност	66
Нетен износ на групите стоки по начин на използване, януари – юли 2014 г.	66
Износ по стокоски групи за периода януари – юли 2014 г.	68
Внос на групите стоки по начин на използване, януари – юли 2014 г.	71
Темп на изменение на цените на основните групи стоки и услуги и принос на тези групи за инфлацията	82
Тегла в ХИПЦ на основни групи стоки и услуги	84
Внос в България на животински и хранителни продукти, храни, напитки и тютюневи изделия по страни	86
Отклонение на реалния БВП на България от потенциалния	89

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
ДДФП	данък върху доходите на физическите лица
ДОО	държавно обществено осигуряване
ДКЕВР	Държавна комисия за енергийно и водно регулиране
ДЦК	държавни ценни книжа
ЕИБ	Европейска инвестиционна банка
ЕИФС	Европейски инструмент за финансова стабилност (EFSF)
ЕК	Европейска комисия
ЕМС	Европейски механизъм за стабилност (ESM)
ЕОНИА	междубанков лихвен процент по овърнайт депозити в еврозоната
ЕС	Европейски съюз
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
КН	Комбинирана номенклатура
КПР	крайни потребителски разходи
ЛЕОНИА	лихвен процент по реални сделки с необезпечени овърнайт депозити в левове, предоставени на междубанковия пазар
	лондонски междубанков лихвен процент
ЛИБОР	тесни пари
М1	М1 и квазипари
М2	широки пари
М3	Международна агенция по енергетика
МАЕ	Международна външнотърговска класификация
МВТК	Международен валутен фонд
МВФ	Международни счетоводни стандарти
МСС	Министерство на финансите
МФ	Национална здравноосигурителна каса
НЗОК	Наблюдение на работната сила
НРС	Национален статистически институт
НСИ	нетърговски организации, обслужващи домакинствата
НТООД	нефинансови предприятия
НФП	Организация за икономическо сътрудничество и развитие
ОИСР	основен лихвен процент
ОПП	Организация на страните – износители на петрол
ОПЕК	парично-финансови институции
ПФИ	преки чуждестранни инвестиции
ПЧИ	работна заплата
РЗ	разходи за труд на единица продукция
РТЕП	Световна банка
СБ	Стандартна външнотърговска класификация на стоките
СВТК	Система на националните сметки
СНС	стоки и нефакторни услуги
СНФУ	специални права на тираж
СПТ	Система на Федералния резерв
СФР	управителен съвет
УС	хармонизиран индекс на потребителските цени
ХИПЦ	централно държавно управление
ЦДУ	
ABS	Asset Backed Security
CDS	Credit Default Swap
cif	cost, insurance, freight
COMEX	Commodity Exchange
EMBI	Emerging Markets Bond Index
ETFs	фондове за инвестиции в борсово търгувани стоки
EURIBOR	Euro InterBank Offered Rate (ЮРИБОР)
foh	free on board
FOMC	Federal Open Market Committee (Федерален комитет по операциите на открития пазар в САЩ)
HRW	hard red wheat
ISM	Institute for Supply Management (Институт по управление на доставките)
MBS	ценни книжа, обезпечени с ипотеки върху търговски имоти
OIS	Overnight Indexed Swap
OMT	Outright Monetary Transactions
PMI	Purchasing Managers' Index (индекс на мениджърите по продажбите)
TLTRO	Targeted longer-term refinancing operation (целева операция по дългосрочно рефинансиране)

През третото тримесечие на 2014 г. общият индикатор на международната конюнктура леко се понижи, но се задържа на ниво, при което глобалната икономическа активност слабо се забавя, но остава относително висока. Подобрене на очакванията за икономическата активност продължи да бъде наблюдавано в САЩ, докато очакванията за еврозоната, Япония и Китай са по-песимистични. През второто и в началото на третото тримесечие на 2014 г. обемът на световната търговия продължи да се увеличава, като годишният темп на растеж на външнотърговския оборот на САЩ отново бе по-висок от този на еврозоната. През третото тримесечие инфлацията в глобален мащаб продължи да се забавя на годишна база, като основен принос за това имаха развитите икономики, а понижението в цените на основните стокови групи и енергийни продукти, търгувани на международните пазари, отново бе важен фактор за тази динамика. През октомври Международният валутен фонд ревизира надолу прогнозата си за глобалния икономически растеж през 2014 г. и през 2015 г. Негативната промяна спрямо прогнозата на Фонда от април 2014 г. се дължи на по-ниския от очакваното икономически растеж в развитите и развиващите се страни през първата половина на 2014 г., както и на рисковете, свързани с геополитическото напрежение в Украйна и Близкия изток.

Спадът на международните цени на основни суровини, горива и храни допринесе за понижаването на годишна база на номиналния износ на стоки от България през януари – август 2014 г. Въпреки понижението на международните цени номиналният внос на стоки остана почти без промяна поради увеличението на внесените количества, което доведе до нарастване на дефицита по търговското салдо и съответно до свиване на излишъка по текущата и капиталовата сметка на платежния баланс в периода януари – август 2014 г. Очакваме по-значимо възстановяване на темпа на номинален растеж на износа от началото на 2015 г., при условие че се реализират прогнозите за забавяне в темповете на спад на международните цени в евро на основни суровини, горива и храни към края на 2014 г. и стабилизирането им през първото тримесечие на 2015 г., както и в условията на плавно нарастване на външното търсене. Същевременно очакваме темпът на растеж на вноса да изпреварва този на износа, поради което дефицитът по търговското салдо да се увеличи и общото положително салдо по текущата и капиталовата сметка да се понижи допълнително към края на първото тримесечие на 2015 г.

Съществено влияние върху динамиката на паричните агрегати в края на юни 2014 г. оказва ликвидният натиск, на който банковата система бе подложена, когато Корпоративна търговска банка (КТБ) и ТБ „Виктория“ ЕАД бяха поставени под специален надзор. Част от срочните депозити беше изтеглена от банковата система, което увеличи парите в обращение, а друга част бе трансформирана в овърнайт депозити. Изградените в банките и целенасочено изисквани от БНБ ликвидни буфери, както и предприетите мерки за съхраняване на стабилността на банковата и финансовата система допринесоха за възстановяване на доверието и през следващите месеци се наблюдаваше нарастване на депозитите и забавяне растежа на парите в обращение. През четвъртото тримесечие на 2014 г. и през първото тримесечие на 2015 г. очакваме постепенно забавяне в темповете на растеж на парите в обращение и на широките пари.

Предприетото от ЕЦБ понижение на лихвите при основните операции по рефинансиране, по кредитното и депозитното улеснение доведе до значителен спад на лихвените проценти на междубанковия пазар в еврозоната. Лихвите у нас реагираха на намалението през юни, но останаха на практика без промяна през септември. До края на 2014 г. и през първото тримесечие на 2015 г. очакваме лихвените проценти по срочни депозити да продължат тенденцията си плавно да спадат вследствие запазващата се висока ликвидност на банковата система, високата норма на спестява-

не на домакинствата, сравнително слабото търсене на кредитен ресурс, както и поради косвеното влияние на политиката на ЕЦБ по предоставяне на ликвидност чрез нестандартни мерки. Изплащането от началото на декември 2014 г. на гарантираните депозити на вложителите в Корпоративна търговска банка, което ще повиши ликвидността в икономиката, също може да допринесе за понижаване на лихвените проценти по депозитите в банковата система. Очакваме лихвените проценти по кредитите също слабо да се понижават в резултат от намаляващата цена на привлечения от банките ресурс.

През второто тримесечие на 2014 г. икономическата активност се ускори, но влошаването на очакванията и нагласите на икономическите агенти, отразено в понижаването на краткосрочните конюнктурни показатели през юни – октомври 2014 г., представлява сигнал за свиване на вътрешното търсене до края на годината и в началото на 2015 г. Бавното възстановяване на икономиката на основните ни търговски партньори се очаква да продължи и да доведе до умерени темпове на реален растеж на износа на стоки и услуги. В комбинация със забавяне на вътрешното търсене положителният принос на нетния износ за растежа на БВП вероятно ще остане слаб през следващите няколко тримесечия. Очакваме тези тенденции да доведат до забавяне на верижния темп на растеж на БВП през последното тримесечие на 2014 г. и през първото на 2015 г.

През януари – октомври 2014 г. хармонизираният индекс на потребителските цени продължи да спада и годишното му изменение възлезе на -1.5% към октомври при -0.9% в края на 2013 г. Определящо значение за запазване на дефлацията през 2014 г. имаше както продължаващото поевтиняване на транспортните горива, които следваха цената на петрола на международните пазари, така и поевтиняването на телекомуникационните услуги, самолетните полети, стоматологичните услуги и стоките за дълготрайна употреба под влияние на вътрешни за страната фактори. В края на периода се формира слаба тенденция към намаляване на дефлацията в резултат от увеличението на цената на електроенергията за бита с 1.7% и 10.1%, съответно от юли и октомври, и поскъпването на непреработените храни през третото тримесечие.

Очакванията ни за инфлацията през четвъртото тримесечие на 2014 г. и в началото на следващата година са тя да остане отрицателна, но с тенденция към забавяне в темпа на спад на цените. Това ще се определя главно от увеличението на регулираната цена на електроенергията за бита от октомври и в по-малка степен от ограничаване на дефлацията при енергийните продукти и базисната инфлация.

1. Външна среда

През третото тримесечие на 2014 г. общият индикатор на международната конюнктура леко се понижи, но се задържа на ниво, при което глобалната икономическа активност слабо се забавя, но остава относително висока. Подобрене на очакванията за икономическата активност продължи да бъде наблюдавано в САЩ, докато очакванията за еврозоната, Япония и Китай са по-песимистични. През второто и в началото на третото тримесечие на 2014 г. обемът на световната търговия продължи да се увеличава, като годишният темп на растеж на външнотърговския оборот на САЩ отново бе по-висок от този на еврозоната. През третото тримесечие инфлацията в глобален мащаб продължи да се забавя на годишна база, като основен принос за отслабването на общия ценови индекс имаха развитите икономики, а понижението в цените на основните стокови групи и енергийни продукти, търгувани на международните пазари, отново бе важен фактор за тази динамика. През октомври Международният валутен фонд ревизира надолу прогнозата си за глобалния икономически растеж през 2014 г. и 2015 г. Негативната промяна спрямо прогнозата на Фонда от април 2014 г. се дължи на по-ниския от очакваното икономически растеж в развитите и развиващите се страни през първата половина на 2014 г., както и на рисковете, свързани с геополитическото напрежение в Украйна и Близкия изток.

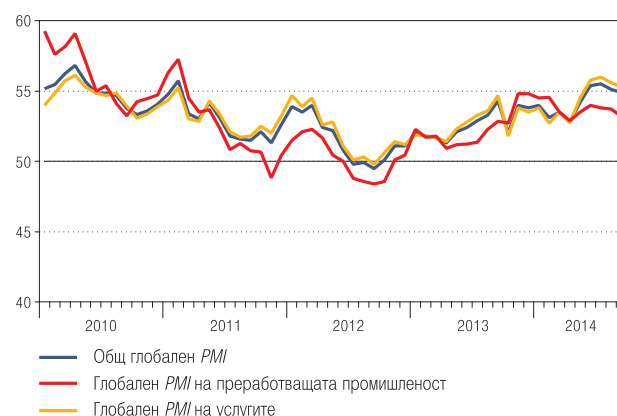
Конюнктура

През третото тримесечие на 2014 г. общият индикатор на международната конюнктура (глобалният *PMI*) се понижи слабо, но остана на ниво, значително над неутралната граница от 50, при което глобалната икономическа активност слабо се забавя, но е относително висока. Както и през второто тримесечие на годината очакванията в сектора на услугите през периода юли – септември останаха по-оптимистични спрямо тези в преработващата промишленост. Основен принос за по-високата стойност на индекса в сектора на услугите имаха очакванията за по-ниски цени на факторите на производството, докато в сектора на преработващата промишленост най-високи бяха очакванията за нови поръчки и по-ниски цени на факторите на производството.

По региони динамиката на конюнктурните индикатори беше различна. Високите нива на *PMI* индексите за САЩ предполагат ускоряване на икономическата активност в страната, докато очакванията за еврозоната, Япония и Китай са по-песимистични.

През второто и в началото на третото тримесечие на 2014 г. обемът на световната търговия продължи да се увеличава, като годишният темп на растеж на външнотърговския оборот на САЩ отново бе по-висок от този на еврозоната.

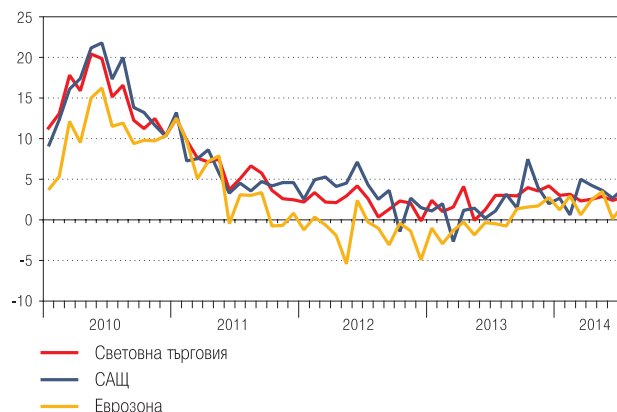
Глобални индекси *PMI*



Източник: JP Morgan.

Световна търговия

(годишен темп на нарастване на обема, %)



Източник: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

През третото тримесечие на 2014 г. осреднената месечна инфлация в глобален мащаб продължи да се забавя на годишна база. Основен принос за отслабването на общия ценови индекс имаха развитите икономики, като важен фактор за тази динамика бе понижението в цените на основни стокови групи и енергийни продукти, търгувани на международните пазари.

През октомври Международният валутен фонд (МВФ) ревизира надолу прогнозата си за глобалния икономически растеж през 2014 г. и през 2015 г.¹ Негативната промяна спрямо прогнозата на Фонда от април 2014 г. се дължи на по-ниския от очакваното икономически растеж в развитите и развиващите се страни през първата половина на 2014 г., както и на рисковете, свързани с геополитическото напрежение в Украйна и Близкия изток.

Еврозона

През второто тримесечие на 2014 г. реалният БВП на еврозоната нарасна с 0.7% на годишна база при растеж с 1% през предходното тримесечие². Всички компоненти на разходите за крайното използване имат положителен принос за растежа, с изключение на нетния износ, който е с отрицателен принос. Данните на годишна база показват значителни различия по страни в реалните темпове на изменение на БВП. Икономическият растеж в Германия и Франция се забави съответно до 1.3% (при 2.3% за предходното тримесечие) и 0.1% (при 0.8% за предходното тримесечие). В Испания беше реализиран 1.2% растеж (при 0.5% през първото тримесечие), а в Италия БВП се понижи с 0.2% (при предходно понижение с 0.4%). Най-голямо намаление на БВП бе отчетено в Кипър (с 2.5%), а най-висок растеж – в Латвия (3.5%).³

На тримесечна база реалният БВП на еврозоната през второто тримесечие имаше нулев растеж спрямо 0.2% растеж за предходния период. По компоненти на разходите с положителен принос за реалния растеж бяха потреблението на домакинствата (0.2 процентни пункта) и нетният износ (0.1 процентни

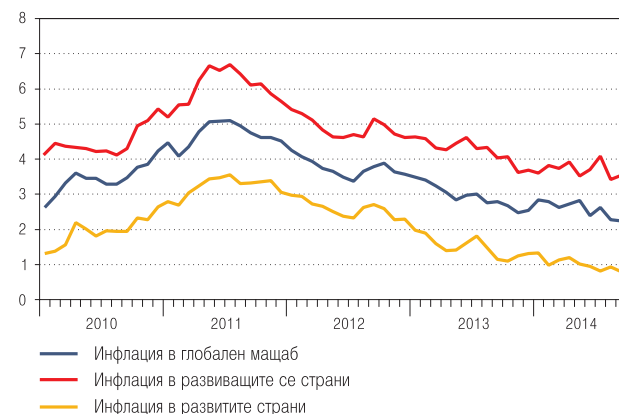
¹ *World Economic Outlook: Legacies, Clouds, Uncertainties. International Monetary Fund. October, 2014.*

² Според данни на Евростат.

³ Няма публикувани данни за Ирландия и Люксембург.

Инфлация, измерена чрез ИПЦ

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

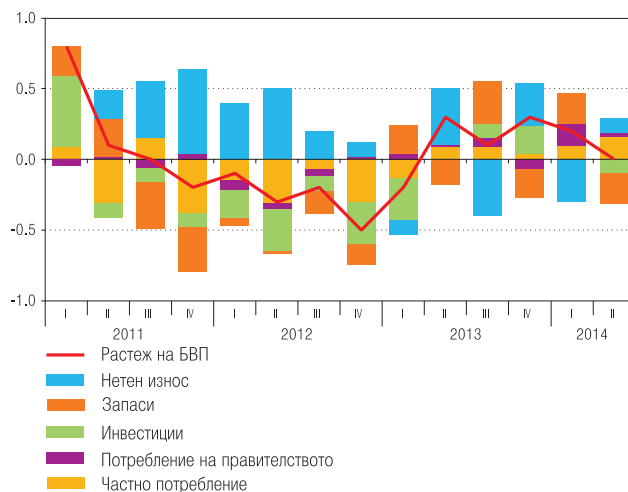


Забележка: Световната банка изчислява изменението на индексите на потребителските цени на отделните групи като претеглена медиана на измененията в индексите на потребителските цени в страните от групата. За конструиране на теглата на страните се използва реалният БВП по паритет на покупателната способност. 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 компоненти за растежа на реалния БВП на еврозоната (на тримесечна база)

(%; процентни пунктове)



Източник: Евростат.

пункта). Отрицателен принос имаха запасите (-0.2 процентни пункта) и инвестициите (-0.1 процентни пункта). Правителственото потребление остана неутрално към растежа (с почти нулев принос). На тримесечна база се наблюдаваше спад в Германия (с 0.2%), Италия (с 0.2%) и Кипър (с 0.3%).⁴

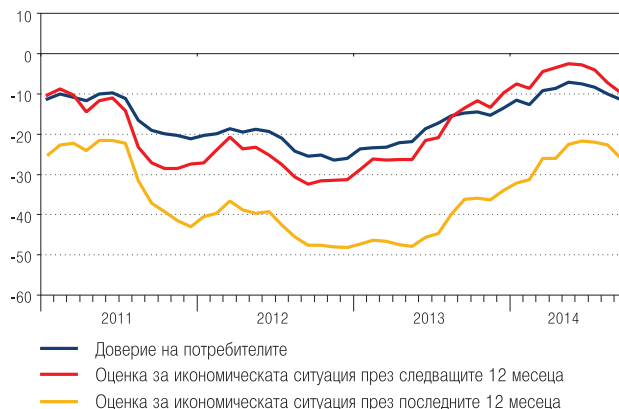
През третото тримесечие водещите конюнктурни индикатори за еврозоната отчетоха понижението, като през септември индексът на икономическите нагласи в еврозоната, публикуван от Европейската комисия (ЕК), намален до 99.9 (при предходни 100.6), а индикаторът на бизнес климата се сви до 0.07 (при 0.16 през август). Индексът на ЕК за потребителското доверие в еврозоната през септември също се понижи до ниво от -11.4 (при -10 през август). Индексите *PMI* за еврозоната се понижиха, но продължават да са над неутралното ниво от 50 и показват положителна динамика на икономическата активност. През септември съставният индекс *PMI* беше на ниво от 52 (при 52.5 през август), а подиндексите на преработващата промишленост и услугите съответно 50.3 и 52.4 (при 50.7 и 53.1 през август).

Според последните прогнози на ЕЦБ от септември 2014 г. растежът на БВП в еврозоната ще е между 0.7% и 1.1% през 2014 г. (предходна прогноза за 0.6% и 1.4%), между 0.6% и 2.6% през 2015 г. (предходна прогноза за 0.6% и 2.8%) и между 0.6% и 3.2% през 2016 г. (предходна прогноза за 0.5% и 3.1%). През октомври МВФ прогнозира растеж на БВП в еврозоната през тази и следващата година от 0.8% и 1.3% (предходна оценка за 1.1% и 1.5%). Предвид динамиката на конюнктурните индикатори, публикувани в рамките на третото тримесечие, може да се очаква, че на тримесечна база икономическият растеж в еврозоната през третото тримесечие на 2014 г. ще е положителен, но близък до нула.

През септември годишната инфлация в еврозоната възлезе на 0.3% при 0.4% за август и за юли. Основна причина за ниската инфлация през септември беше понижаването на цените на енергоизточниците, докато тези на храните, индустриалните стоки (без енергий-

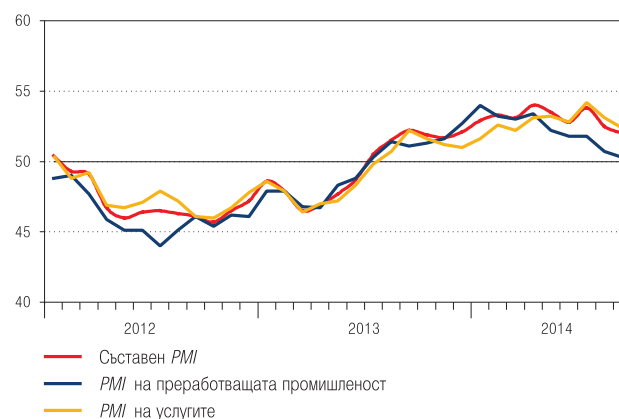
⁴ Няма публикувани данни за Ирландия, Гърция и Люксембург.

Индекси на потребителското доверие в еврозоната



Източник: Европейска комисия.

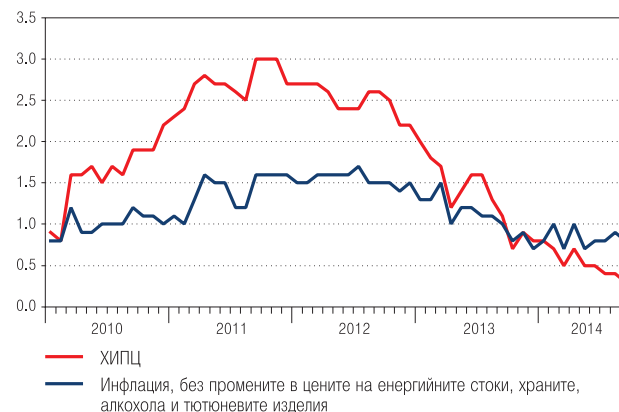
PMI на преработващата промишленост и услугите



Източник: Markit.

Инфлация в еврозоната

(%, на годишна база)



Източник: Евростат.

ните продукти) и услугите регистрираха слабо нарастване. Базисната инфлация в еврозоната възлезе на 0.8% на годишна база при 0.9% през август.

През септември на годишна база отрицателна инфлация бе отчетена в Гърция (-1.1%), Испания (-0.3%), Италия (-0.1%), Словения (-0.1%) и Словакия (-0.1%). В Нидерландия, Белгия и Естония годишната инфлация (0.2%) беше по-ниска от средната за еврозоната, а в Кипър и Португалия не беше отчетена промяна на годишна база. Най-висока е инфлацията във Финландия (1.5%), Австрия (1.4%)⁵ и Латвия (1.2%). В Германия годишната инфлация остана 0.8% за трети пореден месец, докато във Франция темпът ѝ се забави до 0.4% от 0.5% през август. Тенденцията е към нарастване броя на страните с ниска инфлация или с дефлация, като през август 2013 г. отрицателна инфлация бе отчетена в две от държавите в еврозоната, а през септември 2014 г. – вече в пет.

Според прогнозите на ЕЦБ, публикувани през септември 2014 г., се предвижда инфлацията в еврозоната да е между 0.5% и 0.7% през 2014 г. (при предходна оценка за 0.6–0.8%), между 0.5% и 1.7% през 2015 г. (без изменение спрямо предходната оценка) и между 0.7% и 2.1% през 2016 г. (при предходна оценка за 0.6–2.2%). В публикуваната през октомври прогноза на МВФ инфлацията в еврозоната през 2014 г. и през 2015 г. се очаква да възлезе на 0.5% и 0.9% (при предходна оценка за 0.9% и 1.2%).

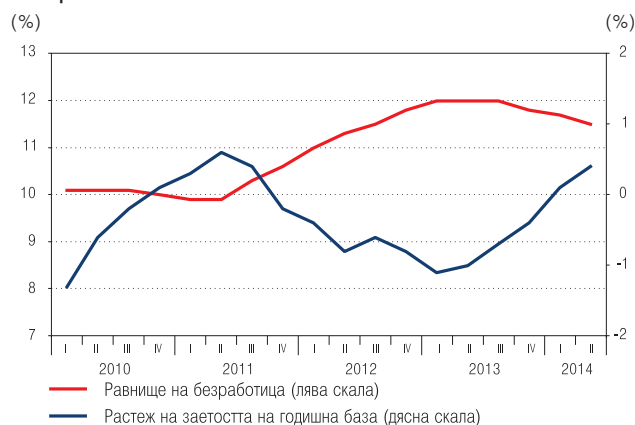
През второто тримесечие на 2014 г. пазарът на труда в еврозоната продължи бавно да се подобрява. През април – юни заетостта нарасна с 0.4%, а безработицата се понижи с 0.2 процентни пункта до ниво от 11.5%. По страни през август равнището на безработица е най-високо в Гърция (27%)⁶, Испания (24.4%) и Кипър (15.4%), но и в трите икономики се наблюдава понижение на показателя. Най-ниска продължава да е безработицата в Австрия (4.7%) и Германия (4.9%).

Динамиката на индикатора за очакваното равнище на безработица през следващите 12 месеца, съдържащ се в индекса на ЕК за

⁵ Предварителни данни.

⁶ Последните налични данни са за юни 2014 г.

Равнище на безработицата и растеж на заетостта в еврозоната



Източник: Евростат.

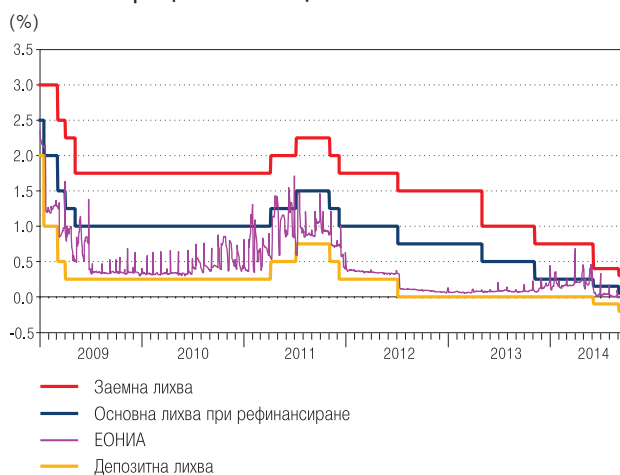
доверието на потребителите, показва влошаване на очакванията на потребителите относно тенденциите в развитието на пазара на труда. Средно за третото тримесечие поиндексът се повиши до 21.5 спрямо 16.5 през второто тримесечие.

На заседанието на 4 септември по въпросите на паричната политика УС на ЕЦБ взе решение за понижаване на лихвите при основните операции по рефинансиране, по кредитното и по депозитното улеснение с по 10 базисни точки. От 10 септември лихвеният процент при основните операции по рефинансиране е 0.05%, лихвата по кредитното улеснение е 0.30%, а по депозитното съответно -0.20%. От ЕЦБ уточниха, че по-нататъшно понижение на лихвите не би следвало да се очаква, а в случай че инфлацията се запази на ниски нива за продължителен период от време, ще бъдат предприети допълнителни нестандартни мерки.

Освен понижението на референтните лихви на заседанието бяха обявени и две допълнителни програми с цел подобряване ефективността на предавателния механизъм на паричната политика към реалната икономика. През четвъртото тримесечие на 2014 г. ЕЦБ ще започне да изкупува ценни книжа, обезпечени с кредити за частния нефинансов сектор (*asset-backed securities, ABS*), включително с ипотечни заеми, които имат несложна и прозрачна структура. Приемането на Програмата за изкупуване на *ABS (ABSPP)* бе очаквана от пазарните участници и ефектът от нейното обявяване до голяма степен вече бе включен в цените на финансовите инструменти още преди заседанието на ЕЦБ.

От октомври 2014 г. ЕЦБ предвижда трета поред Програма за закупуване на деноминирани в евро обезпечени облигации, емитирани от банки от еврозоната (*Covered bond purchase programme, CBPP3*). Първите две бяха обявени при значително по-различни условия на финансовите пазари, като целта им бе да повлияят за понижаване цената на финансиране за банките и подобряване на ликвидността на пазара за обезпечени облигации. Целта на третата програма е да се увеличи значително размерът на балансовото число на ЕЦБ. На заседанието на ЕЦБ бе уточнено, че чрез изпълнението на *ABSPP, CBPP3* и

Лихвени проценти на ЕЦБ и ЕОНИА



Източник: ЕЦБ.

предстоящите целеви операции по дългосрочно рефинансиране (*TLTRO*) балансовото число на ЕЦБ би могло да достигне размера си от 2012 г. На 2 октомври бяха публикувани детайли по изпълнението на програмите *ABSPP* и *CBPP3*.

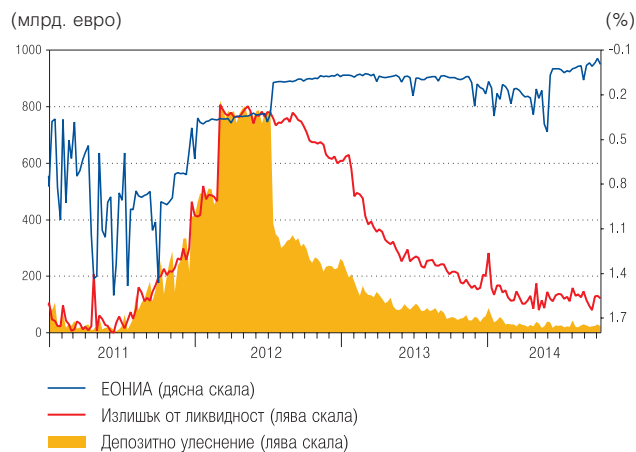
В края на август се наблюдаваха отрицателни величини на ЕОНИА, след като част от инвеститорите очакваха допълнително понижение на основните лихви на ЕЦБ. В началото на септември овърнайт лихвата ЕОНИА бе положителна, но близо до 0%. След 4 септември, когато ЕЦБ взе решение да понижи референтните лихви с по 10 базисни точки, се формира тенденция към по-трайно установяване на ЕОНИА на отрицателни нива. От 10 септември, когато решението на ЕЦБ влезе в сила, до 10 октомври включително ЕОНИА възлиза средно на -0.01%.

В периода от 2011 г. до края на третото тримесечие на 2014 г. овърнайт лихвата се движеше в непосредствена близост до лихвата по депозитното улеснение. След понижението на референтните лихви на 4 септември стойностите на ЕОНИА са по-близки до тези на лихвата при основните операции по рефинансиране, отколкото до лихвата по депозитното улеснение. Тази тенденция е породена от постепенното намаляване обема на излишъка от ликвидност от началото на текущата година, който към 10 октомври е почти двойно по-малък в сравнение с края на 2013 г.

Основните фактори за понижението на излишъка от ликвидност са погашенията по тригодишните операции от декември 2011 г. и февруари 2012 г., по-слабото търсене на ресурс, предлаган чрез основните операции по рефинансиране, и слабият интерес към първата целева операция по дългосрочно рефинансиране, при която ЕЦБ разпредели общо 82.6 млрд. евро между 255 банки, увеличавайки нетно⁷ ликвидността с 47 млрд. евро. Към 10 октомври обемът на излишъка от ликвидност е 121.9 млрд. евро спрямо 138.7 млрд. евро към края на второто тримесечие.

⁷ При изчислението на нетния ефект от операцията се изваждат погашенията по 3-годишните операции и разликата между размера на последната и предходната основна операция на ЕЦБ по рефинансиране.

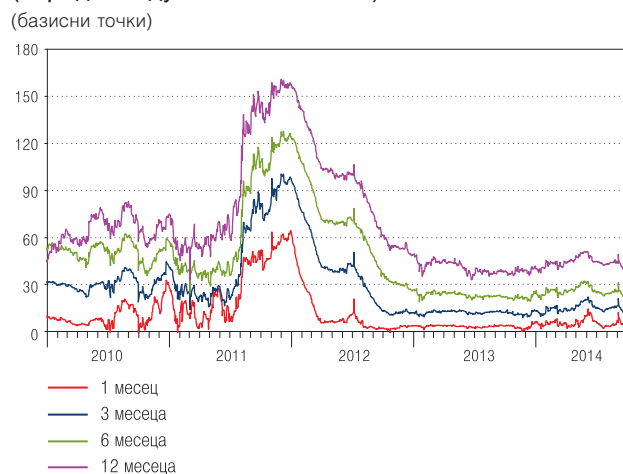
Излишък от ликвидност, депозитно улеснение и ЕОНИА



Забележка: Дясната скала е обърната.

Източник: ЕЦБ.

Премия за кредитен и ликвиден риск (спред между ЮРИБОР и OIS)



Източник: Европейска банкова федерация.

От края на май 2014 г. ЮРИБОР лихвите по депозитите на междубанковия пазар следваха тенденция към понижаване. Към 10 октомври едномесечните лихви бяха на ниво от 0.01% (-9 базисни точки спрямо края на юни), а тези с матуритет от 6 и 12 месеца – съответно на 0.18% (-13 базисни точки спрямо края на юни) и 0.33% (-16 базисни точки спрямо края на юни). Премиите за кредитен и ликвиден риск, измерени със спреда между ЮРИБОР и овърнайт индексиранияте суапове (*OIS*), се понижиха. Премиите в 3- и 6-месечния сегмент достигнаха нива от съответно 10 базисни точки (-5 базисни точки спрямо края на юни) и 20 базисни точки (-5 базисни точки спрямо края на юни).

Към 10 октомври 2014 г. пазарните очаквания, извлечени от цените на фючърните контракти, сключени на база 3-месечния ЮРИБОР, са за запазване на референтната лихва в еврозоната на ниво от 0.05% поне до средата на 2016 г.

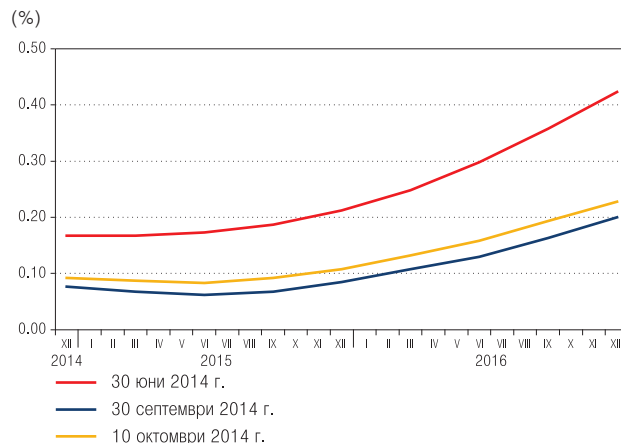
САЩ

През второто тримесечие на 2014 г. икономическият растеж в САЩ се ускори на годишна база до 2.6% при 1.9% през предходното и 3.1% през четвъртото тримесечие на 2013 г. На верижна база беше отчетен растеж от 1.1% спрямо спад с 0.5% през първото тримесечие. Възстановяването на растежа през второто тримесечие се дължеше на значителното нарастване на износа и възстановяването на инвестициите и на запасите, които под влияние на тежката зима се понижиха най-много през първото тримесечие.

Водещите индикатори за икономическата активност в САЩ слабо се понижиха през третото тримесечие на 2014 г., но останаха относително високи, което даде основание да се очаква, че през третото и четвъртото тримесечие икономическият растеж ще бъде близо до, но под този през второто тримесечие поради изчерпването на базовия ефект от възстановяването на запасите.

По предварителни данни доверието на потребителите, оценено чрез индекса на Университета в Мичиган, през октомври се повиши до 86.4 процентни пункта при 84.6 през септември и 82.5 през август. Водещият индекс на потребителското доверие на *Conference*

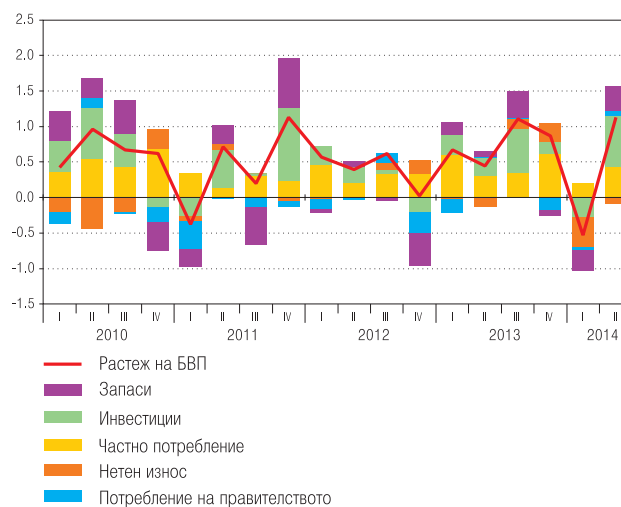
Очаквания за нивото на референтната лихва в еврозоната според ЮРИБОР фючърсите



Източник: Европейска банкова федерация.

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

(%; процентни пунктове)



Източник: *Bureau of Economic Analysis*.

Board⁸ през третото тримесечие също имаше предимно позитивно, макар и по-колебливо изменение.

Данните за месечния темп на растеж на потребителските разходи и продажбите на дребно в САЩ през третото тримесечие до голяма степен потвърдиха положителната динамика при потребителските очаквания. След като през юли индивидуалните разходи за потребление отбелязаха на месечна база нулев растеж, през август те нараснаха с 0.5%. Продажбите на дребно през юли и август нараснаха на месечна база съответно с 0.3% и 0.6%, но през септември отбелязаха месечен спад с 0.3%.

През септември индексът *ISM-PMI* за преработващата промишленост се понижи до 56.6 пункта спрямо 59 през август и 57.1 през юли. Динамиката на индекса *ISM-PMI* за сектора на услугите през третото тримесечие бе аналогична. И двата показателя останаха много над границата от 50 процентни пункта, като стойностите над нея представляват сигнал за засилване на икономическата активност.

През третото тримесечие жилищното строителство в САЩ продължи да се възстановява, но с по-бавни темпове спрямо останалите сектори. През юли индексът на цените на жилищата в 20-те най-големи града на страната (*S&P/CaseShiller 20*) продължи да нараства (с 6.7% на годишна база), макар и с малко пониски темпове спрямо предходните два месеца. Данните за новозапочнатото строителство и разрешенията за строителство през третото тримесечие показаха значителна колебливост на месечна база, като през септември нараснаха съответно с 6.3% и 1.5%. Заетостта в строителния сектор през третото тримесечие на 2014 г. се увеличи с 62 хил. работни места при 52 хил. през предходното тримесечие. Индексът за доверието на строителните предприемачи (*NAHB*) през октомври се понижи до 54 пункта спрямо 59 през септември, когато

⁸ Нестопанско сдружение за икономически изследвания на близо 1200 публични и частни предприятия и други организации от 60 държави, което публикува няколко икономически индикатора, наблюдавани във всички участващи страни. Създаден е през 1916 г. като Съвет на националната индустриална асоциация на САЩ и през годините претърпява редица реорганизации. Сегашното си име придобива през 1970 г., когато се превръща в международна организация (б.р.).

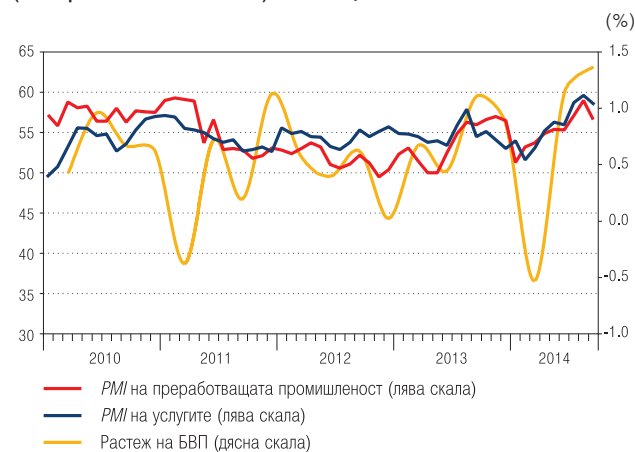
Индекси на доверието на потребителите в САЩ

(2000 г. = 100)



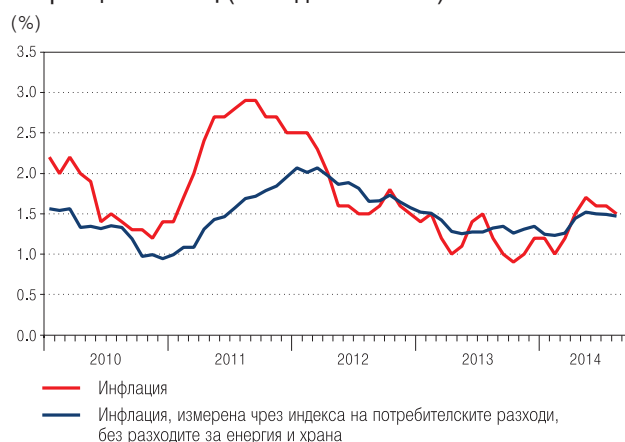
Източник: *The Conference Board*.

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



Източник: *Institute for Supply Management*.

Инфлация в САЩ (на годишна база)



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

Източник: *Bureau of Labor Statistics*.

достигна най-високото си равнище от ноември 2005 г. насам.

Годишният темп на инфлация, измерен чрез дефлатора на личните потребителски разходи (PCE), през август се забави до 1.5% спрямо 1.6% през юли. Годишното нарастване на базисната инфлация, която изключва компонентите „храни“ и „горива“, през август се стабилизира на 1.5% за четвърти пореден месец.

Другият показател за инфлацията в САЩ – индексът на потребителските цени (CPI), на годишна база нарасна с 1.7% през август спрямо 2% през юли и 2.1% през юни. Годишното нарастване на индекса на базисната инфлация през август се забави до 1.7% спрямо 1.9% през предходните три месеца.

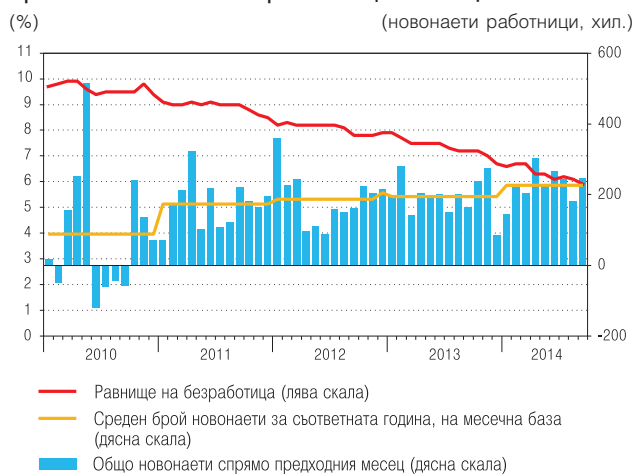
През третото и в началото на четвъртото тримесечие на 2014 г. очакванията за инфлацията на потребителските цени в хоризонт до една година и до пет години, които са компонент от индекса на потребителското доверие на Университета в Мичиган, предимно се понижаваша. През октомври 2014 г. по предварителни данни краткосрочните инфлационни очаквания отбелязаха спад до 2.8% при 3% през септември, а дългосрочните останаха за втори пореден месец на равнище от 2.8%. През последното тримесечие на годината и през първото тримесечие на 2015 г. се очаква инфлацията в САЩ да остане под 2% на годишна база.

Положителната динамика на трудовия пазар в САЩ продължи и през третото тримесечие на годината. През септември равнището на безработица се понижи до 5.9% от 6.1% в края на второто тримесечие. През септември броят на заетите в неаграрния сектор на икономиката на САЩ нарасна с 248 хил. души при увеличение със 180 хил. през август и 243 хил. през юли. През третото тримесечие заетите в неаграрния сектор се увеличиха средномесечно с 224 хил. при 267 хил. през предходното тримесечие.

На проведеното на 16 и 17 септември заседание на Федералния комитет по операциите на открития пазар (FOMC) бе взето решение да бъде намален с 10 млрд. долара⁹ обемът

⁹ Тук и по-нататък под „долар“ се разбира доларът на САЩ.

Равнище на безработицата и брой на новонаетите работници в САЩ



Източник: Bureau of Labor Statistics.

на програмите на Федералния резерв за изкупуване на активи (*Third round of quantitative easing, QE3*), с което той спадна общо до 15 млрд. долара месечно. Така обемът на изкупуваните ДЦК на САЩ достигна 10 млрд. долара (спрямо 15 млрд. долара по-рано), а на изкупуваните ипотечни облигации (*MBS*) – 5 млрд. долара (спрямо 10 млрд. долара по-рано). На заседанието на Комитета от 28 и 29 октомври бе взето решение за прекратяване на *QE3*.

Без промяна се запазва политиката, в съответствие с която постъпленията от ДЦК на САЩ с настъпил падеж от баланса на Федералния резерв се реинвестират обратно в нови ДЦК на САЩ, а постъпленията от наличните в баланса на Федералния резерв дълг и ипотечни облигации на подпомаганите от държавата агенции се инвестират обратно в нови ипотечни облигации.

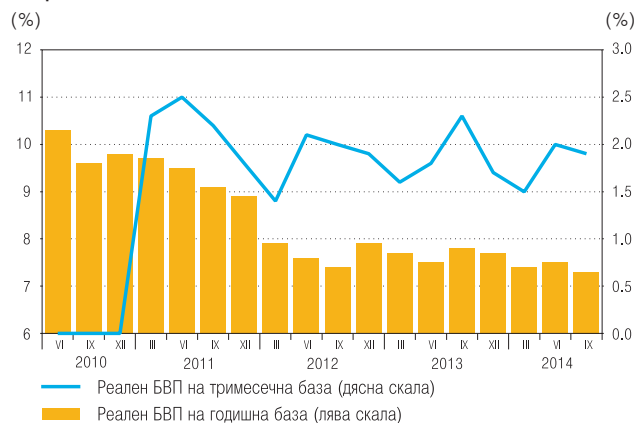
Целевият диапазон от 0–0.25% на лихвата по федералните фондове бе запазен без изменение. Нямаше промяна и в текущия ориентир за лихвените нива (*forward guidance*), според който адекватността на прилаганите мерки се оценява на базата на широк спектър от информация.

Китай

През третото тримесечие на 2014 г. растежът на БВП на Китай се забави на годишна база до 7.3%, което бе близо до очаквания темп от 7.2%. В сравнение с второто тримесечие, когато БВП отбеляза на годишна база 7.5% растеж, последните данни показват забавяне в темпа на растеж на инвестициите и увеличение на износа, което частично компенсира по-ниския растеж на вътрешното търсене. Данните на тримесечна база за периода юли – септември показват 1.9% растеж на БВП спрямо 2.0% през второто тримесечие.

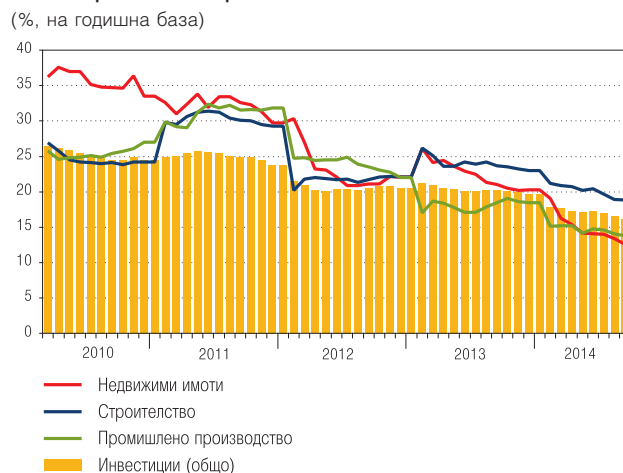
През септември годишният темп на растеж на индустриалното производство възлезе на 8.0%, като се възстанови частично спрямо изненадващо ниското ниво от 6.9% през август. Данните показват забавящ се темп на нарастване след периода на стимулиран от правителството висок растеж на производството. След като през август производството на електроенергия отбеляза понижение на годиш-

Растеж на БВП на Китай на годишна и тримесечна база



Източник: Национално статистическо бюро на Китай.

Инвестиции в основен капитал общо и в избрани сектори в Китай



Източник: Национално статистическо бюро на Китай.

Темп на растеж на индустриалното производство и производството на електроенергия в Китай



Източник: Национално статистическо бюро на Китай.

на база с 2.2%, през септември растежът му се възстанови до 4.1%.

През третото тримесечие властите в Китай отново предприеха серия от малки по обем целеви икономически стимули като средство за овладяване забавянето в темпа на икономическия растеж. В средата на септември централната банка съобщи, че е предоставила ликвидност от 500 млрд. юана (около 81 млрд. долара) на пет големи държавни банки с цел подкрепа на кредитирането. Тази ликвидност бе под формата на тримесечен нисколихвен заем. Властите решиха още, че за купувачите на второ жилище ще има по-ниски първоначални вноски, а за купувачите на трето жилище ще се смекчи съществуващата към момента забрана за отпускане на ипотечни заеми.

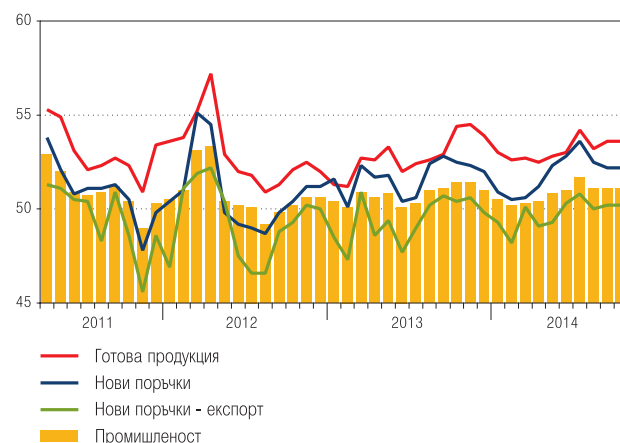
През третото тримесечие на 2014 г. *PMI* индексите за промишлеността не се измениха съществено, което до известна степен бе резултат от целевите стимули на китайските власти. През септември нивото на *PMI* индекса в индустрията бе 51.

През септември инфлацията в Китай се понижи на годишна база до 1.6% спрямо 2.0% през август и 2.3% през юли. Понижението на ценовия индекс се дължи едновременно на компонентите на хранителните и нехранителните стоки, отразявайки тенденцията към понижаване на инфлацията в глобален мащаб. Негативната тенденция към ускоряване на годишната дефлация при цените на производител се засили, като през септември тя достигна -1.8% на годишна база спрямо -1.2% през август.

През август нарастването на цените на жилищата в Китай се забави на годишна база до 1.2% спрямо 2.8% през юли и 4.3% през юни. На месечна база се наблюдава пореден спад на цените на жилищата (-0.8% през юли и юни и -0.5% през май), което до голяма степен отразява по-голямото предлагане спрямо темпа на нарастване на търсенето, както и по-консервативната политика относно критериите, прилагани от търговските банки при оценяване на исканията за кредит.

В края на третото и в началото на четвъртото тримесечие на 2014 г. централната банка на Китай неколкостранно нетно добави ликвидност на междубанковия пазар в опит

Индекси *PMI* на промишлеността, готовата продукция и новите поръчки (темп на изменение) в Китай



Източник: Китайска федерация по логистика и снабдяване.

Инфлационни индекси (темп на изменение) в Китай (%)



Източник: Национално статистическо бюро на Китай.

Индекси на цените на жилищата в Китай (темп на изменение)



Източник: Национално статистическо бюро на Китай.

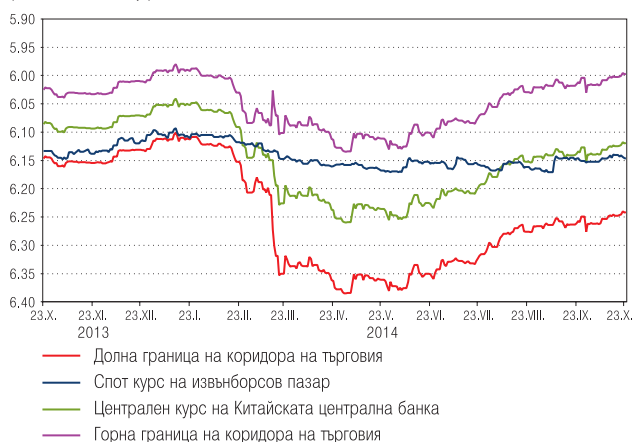
да понижи междубанковите лихви по-близо до ниво от 3%. Тези мерки съответстват на вече обявените намерения за прилагане на целеви „министимули“, които да противодействат на забавянето на икономиката и да възстановят кредитирането и вътрешното търсене. Темпът на растеж на паричния агрегат M2 се забави на годишна база до 11.6% през септември спрямо 12.8% през август и 13.5% през юли. След значителния спад на кредитирането през юли и въпреки голямата колебливост на месечните данни за кредитната активност тенденцията през август и септември показва по-скоро увеличение на обема на банковите кредити.

След неочаквания спад на основните парични и кредитни агрегати централната банка на Китай даде за първи път през юли кратко изявление, коментирайки данните. Според Банката най-същественият фактор за понижението са промените в регулациите на междубанковия пазар (приети през май), които оказват ефект главно върху небанковото кредитиране. Като допълнителни фактори са посочени по-слабото търсене на кредити, както и въвеждането на по-консервативни практики в управлението на риска в големите банки.

През третото тримесечие централната банка на Китай възобнови процеса, водещ до поскупване на местната валута спрямо долара, а котировките на извънборсовия пазар се доближиха до фиксинга.

Валутен курс юан/долар и коридор, определен от Китайската централна банка

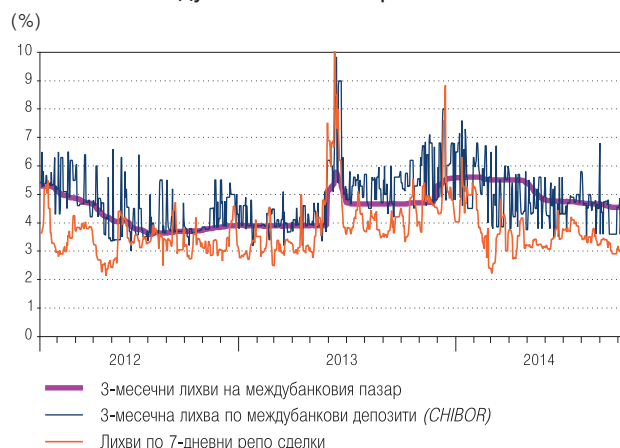
(юани за долар)



Забележка: Лявата скала е обърната.

Източник: Народна банка на Китай.

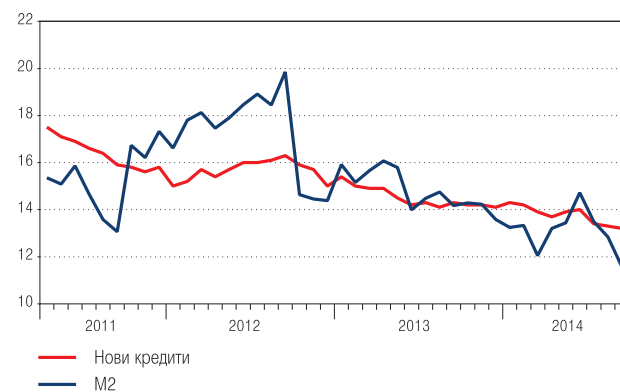
Лихви на междубанковия пазар в Китай



Източник: Народна банка на Китай.

Кредити и парично предлагане (темп на изменение) в Китай

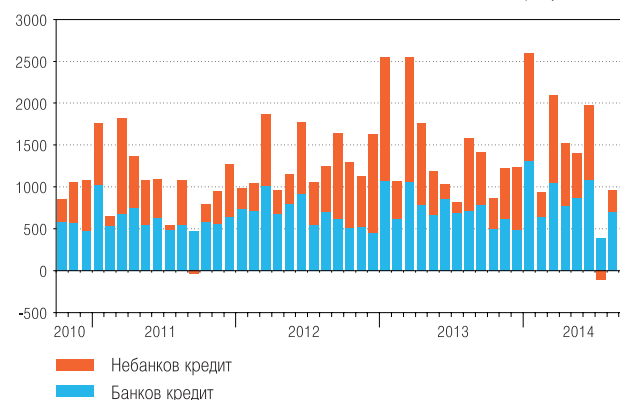
(%, на годишна база)



Източник: Народна банка на Китай.

Нови кредити в Китай

(млрд. юани)



Източник: Народна банка на Китай.

Международни цени на основни борсови стоки

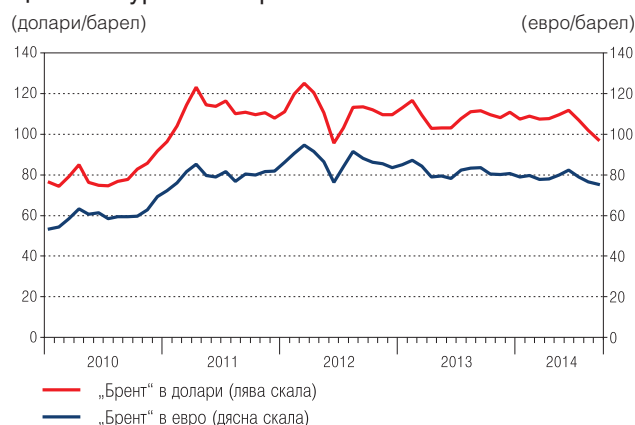
Суров петрол

През третото тримесечие на 2014 г. цената в долари на суровия петрол тип „Брент“ се понижи със 7.3% и той се търгуваше средно за 102.1 долара (77 евро) за барел. Цената на петрола продължи да спада и през октомври, като към средата на месеца достигна 83.8 долара за барел, което е най-ниската стойност от края на 2010 г. Спадът ѝ се дължеше на нарастването на производството, включително и в държавите – членки на ОПЕК, както и на слабото търсене на петролни продукти в световен мащаб. Основният фактор за растежа на световното предлагане на петрол е свързан с увеличението добив на шистов газ в САЩ, който води до излишъци от суров петрол в Северно-атлантическия регион. Същевременно членките на ОПЕК все още не са постигнали съгласие помежду си за намаляване на производството, което би повишило цената на петрола.

Според прогнозата от октомври 2014 г. на Международната агенция по енергетика (МАЕ) търсенето на суров петрол в световен мащаб към края на 2014 г. и в началото на 2015 г. ще остане ограничено поради ревизираната надолу прогноза за световния икономически растеж. В същото време предлагането на петрол нарасна от началото на 2014 г. заради по-голямо производство както в страните от ОПЕК, така и извън тях. Тези два фактора се очаква да повлияят за понижаване на цената на петрола на годишна база през следващите две тримесечия.

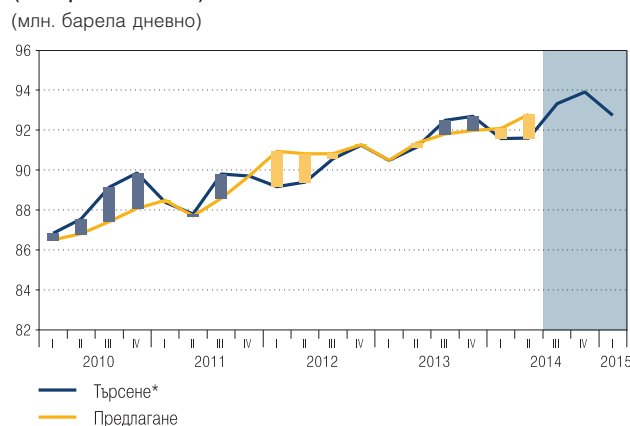
През юни очакванията за цената на петрола, наблюдавани чрез цената на фючърсите, се повишиха спрямо тези през март, главно поради несигурност относно доставките на петрол в резултат от геополитическото напрежение в Украйна. Значителният спад в цената на петрола през следващите месеци доведе до промяна в пазарните нагласи, като през септември очакванията бяха за нейното повишаване. Тези очаквания са свързани с евентуално ограничаване на предлагането в световен мащаб от страните – членки на ОПЕК, което да бъде договорено по време на срещата им на 27 ноември 2014 г. Предвид пазарните нагласи очакваме цената на петрола през четвъртото тримесечие на 2014 г. и през първото тримесечие на 2015 г. да варира в интервала 100–110 долара за барел.

Цена на суровия петрол



Източник: Световна банка.

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

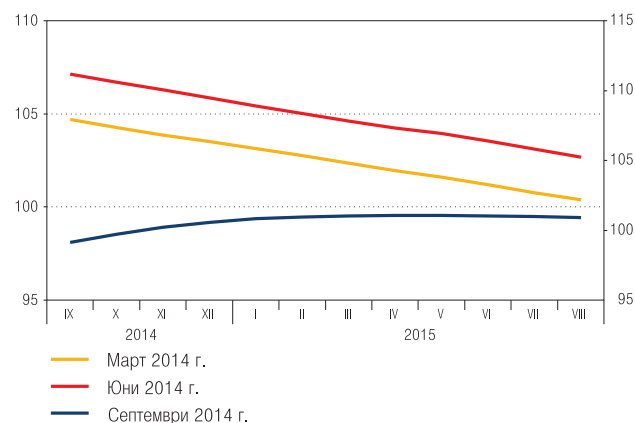


* Включена е прогнозата на МАЕ от октомври 2014 г. относно търсенето на суров петрол през втората половина на 2014 г. и първото тримесечие на 2015 г.

Източник: МАЕ.

Цени на фючърси на суров петрол тип „Брент“

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



Източник: JP Morgan.

Цени на основни суровини и храни

През третото тримесечие на 2014 г. международните цени в евро на основните групи стоки продължиха да се понижават. Общият индекс, публикуван от ЕЦБ и отчитащ цените на металите в евро, спадна на годишна основа със 7.2% през третото тримесечие. Най-значително се понижи цената на желязната руда, което се дължеше на пускането в експлоатация на новоизградени производствени мощности в Австралия.¹⁰ През същия период цената на медта в евро спадна с 1.3% на годишна база, основна причина за което бе по-слабото търсене от страна на Китай, чието потребление възлиза на близо половината от световното производство на метали.¹¹

Пазарните очаквания за цените на металите в евро са за забавящ се спад на годишна база през четвъртото тримесечие на 2014 г. и за стабилизиране през първото тримесечие на 2015 г. Фактори за тази динамика през четвъртото тримесечие ще са по-бавното нарастване на световната икономическа активност, по-слабото търсене от страна на Китай и високото ниво на предлагане в световен план.

През третото тримесечие на 2014 г. общият индекс на цените на храните в долари се понижи с 1.4%, докато цената в евро отбеляза спад с 1.5%. По групи ценовата динамика беше твърде различна. Най-голямо повишение отчетоха цените на месото и напитките, като поскъпването на напитките се дължеше на сушата в Бразилия, предизвикала дефицит в предлагането на кафе. Цената в евро на зърнените култури и пшеницата спадна значително на годишна база, съответно с 31.8% и 30.4%, което се дължеше най-вече на изобилната реколта.

Очакванията ни за четвъртото тримесечие на 2014 г. и първото тримесечие на 2015 г. са за покачване на общия индекс на цените на храните, като динамиката на отделните групи стоки отново ще бъде различна. Към момента няма признаци за рискове за реколтата, свързани с метеорологичните условия.

При реализиране на очакванията ни относно цените на металите, храните и суровия петрол условията на търговия за България биха се подобрили, което ще допринесе за по-висок номинален растеж на износа спрямо вноса в началото на 2015 г.

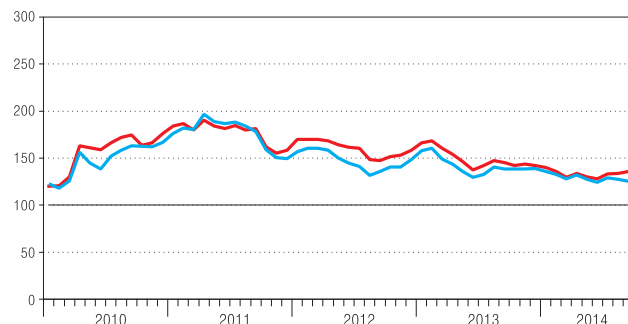
¹⁰ *Commodity Market Monthly. International Monetary Fund. October 2014.*

¹¹ *Commodity Markets Outlook. World Bank. October 2014.*

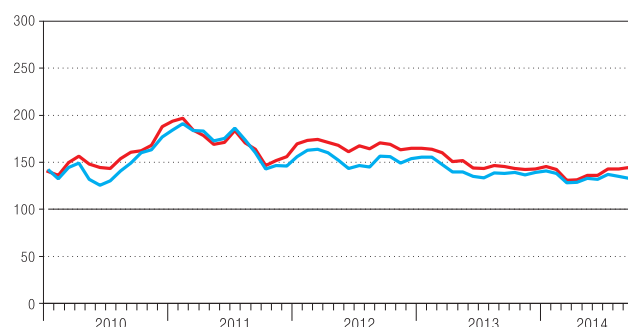
Индекси на цените на основни суровини и стокови групи

(2009 г. = 100)

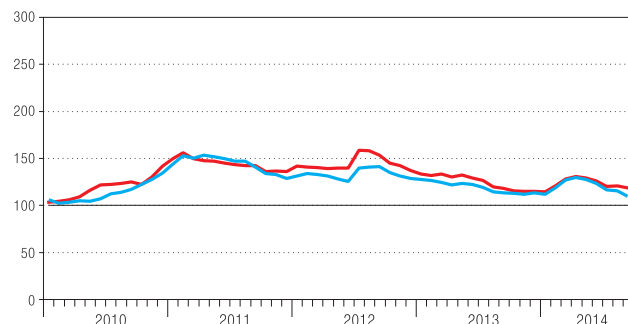
Метали



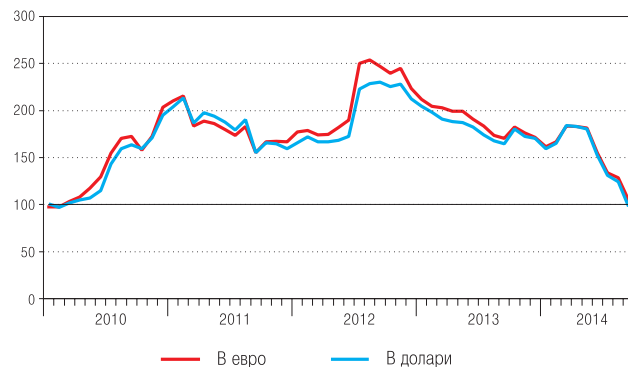
Мед



Храни



Пшеница



— В евро — В долари

Източници: ЕЦБ и изчисления на БНБ.

Влияние на мерките по паричната политика на ЕЦБ през 2014 г. върху финансовия пазар в еврозоната и върху българската банкова система

През 2014 г. ЕЦБ понижи лихвите при основните си операции по рефинансиране, по кредитното улеснение и определи отрицателен лихвен процент по депозитното улеснение. В допълнение започна изпълнението на целеви операции по дългосрочно рефинансиране и въведе програми за покупки на ценни книжа, обезпечени с активи, и на обезпечени облигации. Ниската инфлация в еврозоната стана причина и за провеждането на тази серия от стандартни и нестандартни мерки по политиката на ЕЦБ с цел да се повлияе за повишаване на инфлацията, стимулиране на кредитирането и на реалния растеж в еврозоната. Тъй като тези мерки влияят върху избраните показатели по различни канали, те имат и различни по размер и времетраене ефекти върху цените на финансовите инструменти. Анализът има за цел да представи тези ефекти, както и каналите за въздействие на предприетите от ЕЦБ мерки върху българската банкова система до момента, и да очертае възможните сценарии за по-нататъшно развитие през следващите месеци.

Тенденция към устойчиво понижаване на инфлацията в еврозоната започна да се наблюдава през втората половина на 2012 г., която продължава и досега. През май и ноември 2013 г. ЕЦБ намали лихвите при основните си операции по рефинансиране, по кредитното и депозитното улеснение, но въпреки това хармонизираният индекс на потребителските цени продължи да се понижава и инфлацията бе значително по-ниска от целта на ЕЦБ за инфлация под, но близо до 2% в средносрочен план. Ниската инфлация бе основната причина ЕЦБ да предприеме нови мерки с цел понижаване на краткосрочните лихви и стимулиране на кредитирането в еврозоната. На заседанието на 5 юни 2014 г. лихвата при основните операции по рефинансиране бе понижена до 0.15% (с 10 базисни точки), по кредитното улеснение до 0.40% (с 35 базисни точки), а по депозитното улеснение бе определена отрицателна лихва от -0.10% (понижение с 10 базисни точки).

Отрицателният лихвен процент освен към депозитното улеснение беше приложен и към: 1) осреднените наличности от задължителни резерви на банките, надхвърлящи изискванията за минимални резерви; 2) депозити на сектор „държавно управление“, държани при Евросистемата и надхвърлящи определени прагове; 3) сметки по услуги за управление на резерви на Евросистемата, ако към датата на влизане в сила на решението не са били олихвявани; 4) салда по сметки на участниците в TARGET2; 5) салда на националните централни банки извън Евросистемата (овърнайт депозити), държани в TARGET2; 6) други сметки, държани от трети страни при централни банки от Евросистемата, при условие че към датата на влизане в сила на решението не са били олихвявани или са олихвявани с лихвения процент по депозитното улеснение.

На заседанието на 5 юни 2014 г. бяха предприети допълнителни мерки¹ за предоставяне на ликвидност – беше обявена програмата за изпълнение на целеви операции по дългосрочно рефинансиране (TLTRO). Операциите са със срок от около 4 години и ще се провеждат на всеки три месеца от септември 2014 г. до юни 2016 г. С тях ЕЦБ цели да стимулира растежа на кредитирането на нефинансовия частен сектор в еврозоната чрез осигуряване на дългосрочно финансиране за банките при благоприятни условия. Основната цел на тази мярка е да се подобри ефективността на трансмисионния механизъм на паричната политика на ЕЦБ, чието функциониране бе нарушено от настъпилата фрагментация на финансовите пазари в еврозоната след началото на дълговата криза в региона през 2010 г.²

В периода след заседанието на ЕЦБ от 5 юни публикуваните макроикономически индикатори сигнализираха за забавяне на икономическата активност в еврозоната. Данните за растежа на БВП през второто тримесечие на 2014 г. показаха стагнация, а негативната динамика на водещите конюнктурни индикатори през периода юни – август показваше очаквания, че продължава забавянето на икономическата активност в еврозоната, което би довело до допълнително понижаване на инфлацията. През юли и август инфлацията, измерена чрез ХИПЦ, в еврозоната се понижи до 0.4% на годишна база, като едновременно с това се наблюдаваше спад и в инфлационните очаквания в средносрочен план³.

Икономическите показатели за периода юни – август бяха причината за приемането на допълнителни мерки за понижаване на лихвените проценти и предоставяне на ликвидност от страна на ЕЦБ на заседанието на 4 септември. Лихвените проценти при основните ѝ операции по рефинансиране и по кредитното улеснение бяха понижени с по още 10 базисни точки, а лихвата по депозитното улеснение – до ниво от -0.20%. От една страна, понижението на лихвата по депозитното улеснение имаше технически характер

¹ За повече информация относно предприетите мерки на ЕЦБ вж. *Икономически преглед*, 2014, № 2.

² За повече информация вж. разработката на Al-Eyd, A., S. P. Berkmen, *Fragmentation and Monetary Policy in the Euro Area*, IMF Working Paper 13/208, 2013, в която авторите анализират основните фактори, допринасящи за фрагментацията на финансовите пазари в еврозоната и оценяват ефектите от нея върху трансмисионния механизъм на паричната политика на ЕЦБ.

³ Измерени чрез инфлационно индексирани суапове.

и бе свързано със запазването на коридора между лихвите по пределното кредитно и по депозитното улеснение, което е необходимо за ефективното функциониране на паричния пазар. От друга – допълнителното намаляване на лихвите при основните операции по рефинансиране се отрази благоприятно върху условията, по които банките могат да заемат средства при предстоящите целеви операции.⁴ На същото заседание ЕЦБ обяви Програма за изкупуване на обезпечени с активи ценни книжа (*ABSPP*) и Програма за изкупуване на обезпечени облигации (*CBPP3*), чрез които Банката би могла пряко да контролира нарастването на паричната база, вместо да зависи изцяло от интереса на банките към предоставените от нея ликвидни улеснения (в т.ч. *TLTRO*).

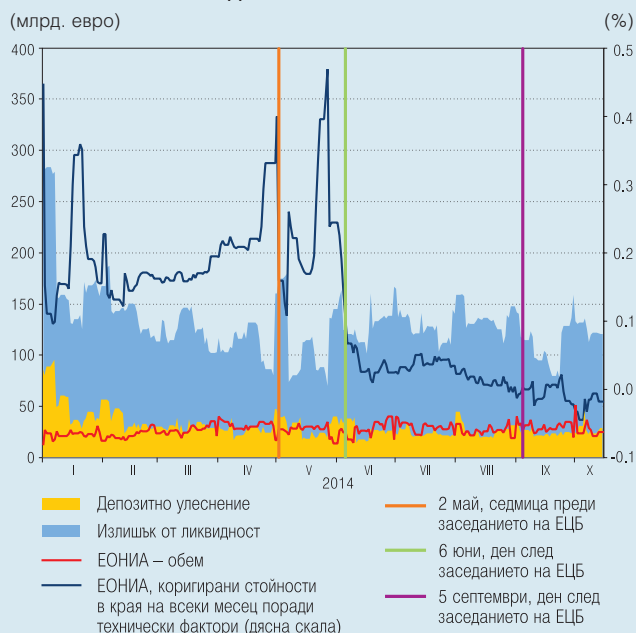
След решенията на ЕЦБ от юни и септември се наблюдаваше значително повишаване на цената на финансовите инструменти, търгувани на паричния пазар в еврозоната, тъй като понижението на референтните лихви има пряк ефект върху краткосрочните пазарни лихви. Същевременно се понижи несигурността относно очакванията за насоката на развитие на лихвените проценти в бъдеще⁵, което предизвика промяна в цените и на финансовите инструменти с по-дългосрочен матуритет.

През трите периода на поддържане⁶ след юнското заседание на ЕЦБ референтната овърнайт лихва в еврозоната ЕОНИА се понижаваше постепенно, но остана на положителни нива. Средната стойност на ЕОНИА за периода, през който депозитната лихва бе установена на ниво от -0.10%, възлезе на 0.02%.⁷ След понижението на лихвата по депозитното улеснение с още 10 базисни точки (до -0.20%) започнаха да се наблюдават отрицателни нива на краткосрочните котировки на паричния пазар, като от началото на периода на поддържане през септември (10 септември) до 10 октомври 2014 г. ЕОНИА бе средно -0.01%. Основната причина тя да не се понижи значително под 0% е свързана с изпълнението на първата целева операция по дългосрочно рефинансиране на ЕЦБ (18 септември), която не доведе до съществено увеличение в излишъка от ликвидни средства в банковата система. В края на деветия период на поддържане (с продължителност от 10 септември до 7 октомври) излишъкът от ликвидност нарасна до 126 млрд. евро спрямо 118 млрд. евро в края на предходния период на поддържане.

Въпреки негативните нива на ЕОНИА обемът на търговия на паричния пазар на овърнайт депозити остана относително стабилен, като среднодневната стойност за периода юни – септември беше 29 млрд. евро (при средна стойност от 27 млрд. евро за май). При средствата по депозитното улеснение също не се наблюдаваха съществени изменения. Среднодневният обем на средствата през периода от началото на юни до края на септември възлезе на 25 млрд. евро (понижение с 3 млрд. евро спрямо май).

Непосредствено след понижението на референтните лихви в еврозоната бе отчетен спад на ЮРИБОР лихвите по депозитите на междубанковия пазар във всички матуритетни сегменти и на доходността на фючърните договори, сключени на база 3-месечния ЮРИБОР. След заседанието на ЕЦБ на 4 септември лихвените проценти по необезпечени депозити на междубанковия пазар се понижиха до отрицателни величини в сегментите до 2 седмици.

Излишък от ликвидност и ЕОНИА



Забележка: Излишъкът от ликвидност се изчислява като разлика между средствата по депозитното улеснение и вземанията по пределното кредитно улеснение, плюс средствата по текущата сметка, надхвърлящи размера на задължителните резерви.

Източник: ЕЦБ.

⁴ Лихвата при целевите операции по дългосрочно рефинансиране е фиксирана за периода на всяка операция и е равна на лихвата при основните операции по рефинансиране към момента на извършване на операцията, плюс надбавка от 10 базисни точки.

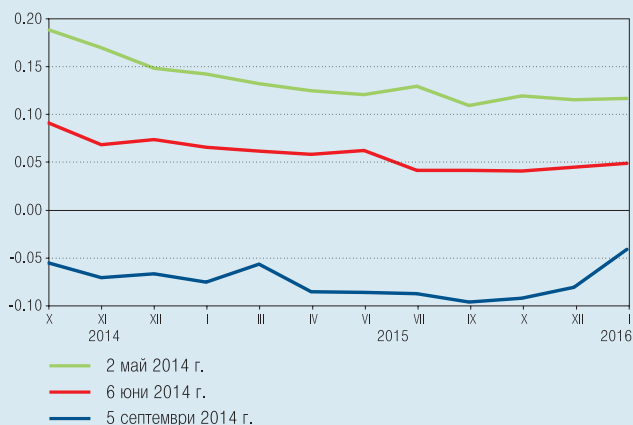
⁵ Измерени чрез доходността на форуърдните договори върху ЕОНИА.

⁶ „Период на поддържане“ е периодът, през който се изчислява спазването на изискването за задължителни минимални резерви на кредитните институции при съответните национални централни банки. Спазването на изискванията за задължителни резерви се определя на база среднодневните наличности от резерви на дадена институция през периода на поддържането им. Наличностите от задължителни минимални резерви на институциите се олихвяват с лихвения процент при основните операции по рефинансиране на Евросистемата. Периодът на поддържане започва от датата на сепълмента на първата основна операция по рефинансиране след заседанието на УС на ЕЦБ за паричната политика.

⁷ При изчислението на средната величина на ЕОНИА са изключени стойностите в края на месеца, върху които оказват влияние технически фактори.

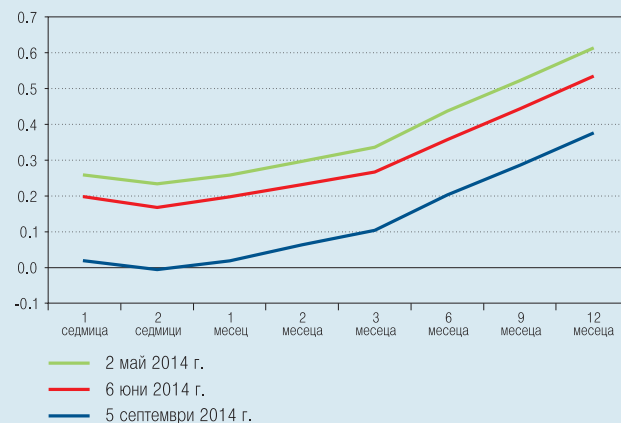
Очаквания за нивото на ЕОНИА

(%, извлечени от доходността на форуърдни контракти)



ЮРИБОР лихви

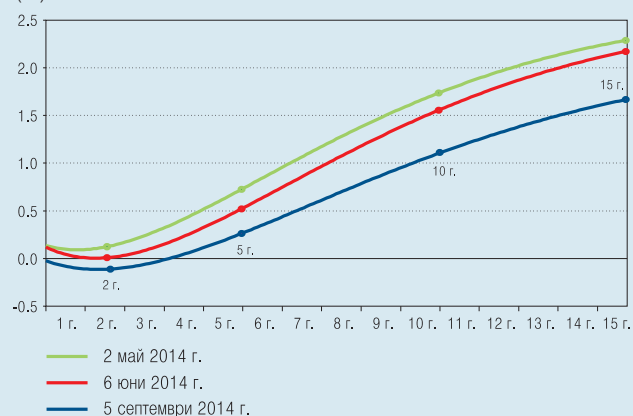
(%)



Низходяща тенденция се наблюдаваше и при репо лихвите, както и при доходностите по ДЦК на държавите от еврозоната. Доходността по бенчмаркови ДЦК в еврозоната се понижи по-силно в средносрочните и дългосрочните сектори, което доведе до значително намаляване на наклона на кривата на доходност.⁸ Към 10 октомври в двегодишния матуритетен сектор се наблюдаваше отрицателна доходност по ДЦК на Германия, Финландия, Нидерландия, Австрия, Белгия, Франция и Словакия, а доходността на ДЦК на Ирландия в същия сегмент бе близо до 0%.

Крива на доходност в еврозоната

(%)

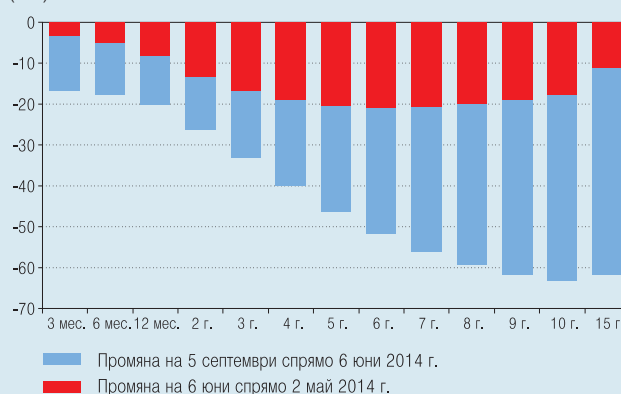


Забележка: Представената крива на доходност е изчислена от ЕЦБ и е базирана на спот цените на държавни ценни книжа с кредитен рейтинг AAA, емитирани от централни правителства от еврозоната.

Източник: ЕЦБ.

Промяна на доходността в еврозоната

(б.т.)



Източник: ЕЦБ.

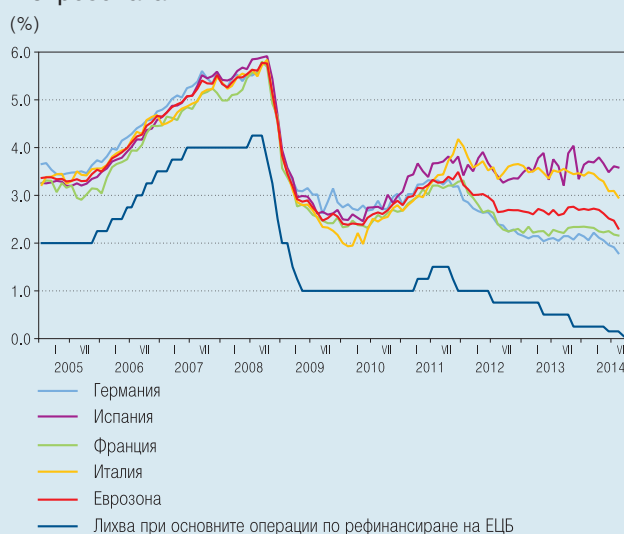
Програмите за покупки на обезпечени активи (*ABSPP* и *CBPP3*) влияят върху цената на тези активи поради новосъздаденото търсене от страна на ЕЦБ, но оказват ефект и върху цената на много други финансови инструменти, включително ДЦК, корпоративни облигации, финансови инструменти на паричния пазар и т.н. От една страна, тези ефекти са свързани със сходните характеристики на тези активи, което до известна степен ги прави заместители в портфейлите на някои инвеститори и води до корелация между цените им. От друга – увеличената ликвидност във финансовата система вследствие покупките на тези инструменти също влияе върху динамиката на финансовите пазари поради нуждата от реинвестиране на свободните ликвидни средства. Програмите за закупуване на активи, както и целевите операции по дългосрочно рефинансиране се отразяват върху цената на финансовите инструменти и в съответствие с

⁸ Кривата на доходност представя зависимостта между пазарната възвръщаемост и оставащото време до падежа на дългови ценни книжа, известна също като срочна структура на лихвените проценти.

промяната в очакванията на икономическите агенти относно насоките на паричната политика на ЕЦБ в средносрочен план, изразяваща се в увеличаване на паричната база. Основната роля на целевите операции по дългосрочно рефинансиране обаче е да стимулират растежа на кредитирането в еврозоната чрез предоставяне на заеман ресурс на банките при благоприятни условия.

След предприемането на мерките за облекчаване на достъпа на банките до финансиране от ЕЦБ⁹ от началото на 2012 г. се наблюдаваше устойчиво понижение на лихвите по банковите кредити в еврозоната, като през август 2014 г. тези по кредитите за нефинансови предприятия достигнаха най-ниското си досега равнище. Независимо че тенденцията към намаляване се наблюдава в повечето страни от региона, различията между държавите от ядрото и периферията на еврозоната¹⁰ продължават да са значителни, което затруднява ефективното функциониране на трансмисионния механизъм на паричната политика на ЕЦБ към реалния сектор. С въведените през 2014 г. целеви операции и двете програми за изкупуване на обезпечени с активи ценни книжа и на обезпечени облигации ЕЦБ цели да подобри ефективността на трансмисионния механизъм на паричната политика в еврозоната, като спомага за облекчаване на достъпа и цената на финансиране за банките. Ефектът от тези мерки върху обема и цената на финансиране на нефинансовия частен сектор в еврозоната предстои да бъде наблюдаван.

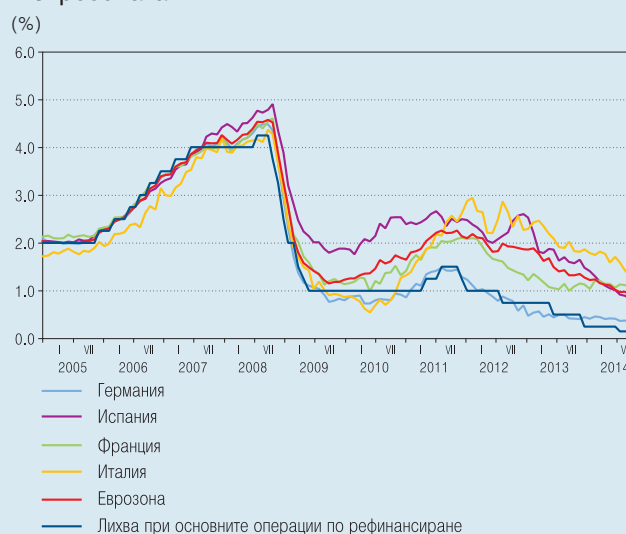
Лихви по кредити за нефинансовите предприятия в еврозоната*



* Лихвите по кредити за нефинансовите предприятия в еврозоната са претеглени спрямо обема на отпуснатите кредити с различен матуритет.

Източник: ЕЦБ.

Лихви по срочни депозити в еврозоната*



* Лихвите по срочни депозити в еврозоната са претеглени спрямо обема на привлечените депозити с различен матуритет.

Източник: ЕЦБ.

Предприетите от ЕЦБ мерки, включително намаляването на референтните лихви, нямат директен ефект върху лихвите по предоставяните от банките спестовни продукти. Възможно е обаче кредитните институции да намалят лихвите по предлаганите от тях депозити с цел запазване на лихвения диференциал между кредитни и депозитни продукти, който е основният им източник на печалба. Според изследване на *Paries et al. (2014)*¹¹ предавателният ефект от понижението на лихвите на ЕЦБ към лихвите по банкови депозити би следвало да отслабва с приближаването към нулевото лихвено равнище. Причината за това според авторите е, че с приближаването към това равнище ползата от банковите депозити се изравнява с ползата от държане на банкноти, което води до установяване на ефективна долна граница на нивото на лихвите по депозитни продукти. Признаци за установяването на такава граница се наблюдават при осреднените лихви по депозити в Германия и Франция (вж. графиката по-горе), чиято динамика не се променя съществено след понижението на референтните лихви на ЕЦБ през 2013 г. и юни 2014 г. Предвид резистентността на лихвите по депозитите в Германия и Франция към допълнително понижение на основните лихвени проценти мерките, предприети от ЕЦБ през септември 2014 г., вероятно ще имат ограничен ефект върху нивото на лихвите по банкови депозити в еврозоната.

⁹ За повече информация относно тези мерки на ЕЦБ вж. карето „Влияние на допълнителните мерки на ЕЦБ върху паричния пазар и пазарите на ДЦК в еврозоната“, *Икономически преглед*, 2011, № 4.

¹⁰ За страни от периферията на еврозоната обикновено са считани Гърция, Италия, Португалия и Испания, докато държавите от ядрото са Германия, Франция, Белгия и Нидерландия.

¹¹ *Paries, M., D. Moccero, E. Krylova, C. Marchini, The retail bank interest rate pass-through. The case of the euro area during the financial and sovereign debt crisis, ECB Occasional paper, No. 155, September 2014.*

В обобщение, предприетите от ЕЦБ през 2014 г. мерки по паричната политика имаха съществен ефект върху цената на инструментите, търгувани на финансовите пазари в еврозоната. Ефектът на мерките върху реалната икономика обаче до голяма степен ще зависи от очакваното подобрене във функционирането на трансмисионния механизъм на паричната политика.

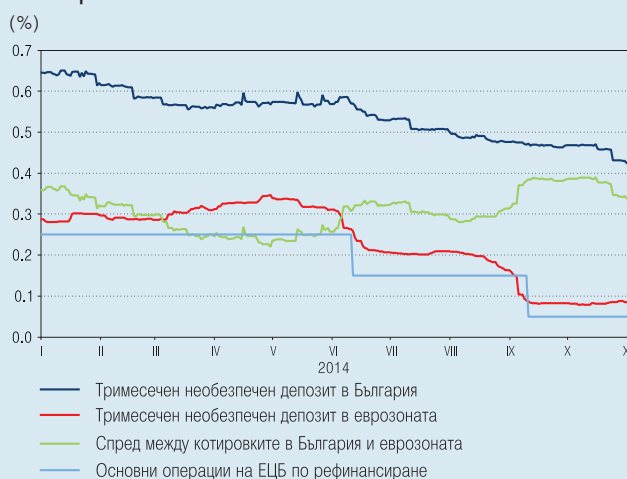
България не е членка на еврозоната и политиката на ЕЦБ няма пряко влияние върху монетарните условия у нас и върху българската банкова система. Същевременно режимът на парична политика, установен в България – паричен съвет, и използването на еврото като резервна валута са предпоставка за частична трансмисия на паричната политика на ЕЦБ към българската финансова система. Ефектите от мерките по паричната политика на ЕЦБ, свързани с промяната на референтните лихвени проценти, са косвени и засягат главно банковия сектор в страната, който е доминиран от чуждестранни банки и банкови клонове от ЕС (с общ пазарен дял в активите на банковата система от 68.2% към края на юни 2014 г.). Трансмисионният механизъм, чрез който решенията за паричната политика на ЕЦБ оказват влияние върху банковия сектор в България, минава по два основни канала.

Първият канал е свързан с привлечените средства от българския паричен пазар и привлечените средства от банките майки на българските субсидиари и клоновете на чуждестранни банки. Като цяло промените в паричната политика на ЕЦБ сравнително бързо се отразяват в котировките на паричния пазар у нас, но ефектът върху дългосрочната им динамика е по-малък в сравнение с местни фактори, свързани с оценката на пазарните участници за несигурността в българската икономика и съответната рискова премия. От втората половина на 2009 г. насам лихвените проценти на междубанковия паричен пазар у нас следваха тенденция към стесняване на спреда с лихвените проценти на междубанковия пазар в еврозоната, което се обуславя от свиването на премията за риск в българската икономика. От декември 2009 г. до септември 2014 г. средната стойност на котировките за тримесечен междубанков депозит у нас спадна с 6.5 процентни пункта, от които 3.4 процентни пункта се дължаха на свиването на спреда със съответните котировки в еврозоната. Решенията на ЕЦБ за понижаване на лихвените проценти през юни и септември 2014 г. се отразиха върху лихвените проценти на българския паричен пазар и нивата им отчетоха спад. По-съществено понижаване се наблюдаваше след решението през юни, докато при следващото от септември не се наблюдаваше съществена промяна в нивата на лихвените проценти на паричния пазар у нас. Същевременно тримесечният ЮРИБОР се понижи в по-голяма степен в сравнение със съответните котировки у нас и при двете решения на ЕЦБ, което допринесе за разширяване на спреда от юни насам. Паричният пазар в България има единствено спомагателна роля за управлението на ликвидността на банките, защото е със сравнително малък дял в разполагаемия финансов ресурс на банките, като от 2011 г. има тенденция към свиване и към юни 2014 г. възлиза на 1.8% от пасивите на банковата система.

По линия на привлечените ресурси от банките майки трансмисията на паричната политика на ЕЦБ се осъществява през цената на тези средства, част от която зависи от котировките на паричния пазар в еврозоната. Подобно на паричния пазар, и привлечените ресурси от банките майки също имат ограничено и отслабващо влияние, тъй като от края на 2008 г. банките в България следваха политика към намаляване на задълженията си към банките майки и към юни 2014 г. делът на тези средства възлизаше на 7.0% от привлечените им средства.

Вторият канал на трансмисия минава по линия на активите на банките и в частност засяга лихвените проценти по кредитите, свръхрезервите и чуждестранните активи на банките. Банките обикновено формират лихвените проценти по кредитите за домакинства¹² и фирми, като слагат надбавка над определен пазарен индекс, като ЮРИБОР и СОФИБОР. Така би следвало наблюдаваното понижаване на тези индекси от юни насам да доведе до понижаване на лихвените проценти по кредитите през следващите месеци при допускането текущото ниво на фиксираните надбавки по кредитите да се запази. При тези допускания

Лихвени проценти на паричния пазар в България и в еврозоната



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

Източници: БНБ, ЕЦБ.

¹² Промените в Закона за потребителския кредит, влезли в сила от 23 юли 2014 г., задължават банките да използват при потребителските и жилищните кредити референтен лихвен процент. Той представлява пазарен индекс ЛИБОР, ЮРИБОР, СОФИБОР и/или индикатори, публикувани от БНБ и/или от НСИ, или комбинация от тях.

динамиката на лихвените проценти по нови кредити се очаква да отрази промените в котировките на паричния пазар с известно забавяне през следващите месеци в зависимост от методологията на различните банки за определяне на референтните им лихвени проценти. От второто тримесечие на 2014 г. реалните лихвени проценти по кредитите за домакинства и предприятия следваха низходяща тенденция, която се определяше както от забавянето на дефлацията при потребителските цени, така и от понижението на номиналните лихвени проценти. С оглед предвижданото продължаващо свиване на дефлацията през следващите тримесечия и очакванията ни за понижение на лихвените проценти по кредитите очакваме тенденцията към понижение на реалните лихвени проценти по кредитите да се запази, което при равни други условия би оказало благоприятно влияние върху динамиката на вътрешното търсене.

Други индикатори, които косвено отчитат влиянието на паричната политика на ЕЦБ върху финансовите пазари у нас, са нивото на свръхрезервите, които банките поддържат в БНБ, и динамиката на нетните им чуждестранни активи. Банките в България се характеризират с висока ликвидност в резултат от значителния приток на привлечени средства от резиденти и сравнително ниското търсене на заемни ресурси в страната. Част от ликвидните средства, които банките не успяват да пласират в страната, се натрупва по сметките им в БНБ или по сметките им в TARGET2, а друга част се инвестира в чуждестранни активи или се използва за намаление на техните чуждестранни пасиви. Спадът на лихвените проценти на междубанковия пазар в еврозоната през последните две години в резултат от паричната политика на ЕЦБ доведе до увеличение на наличностите на банките, опериращи в България, главно в системата TARGET2. Текущите сметки в TARGET2 имаха предимството, от една страна, да са напълно безрискови свръхликвидни средства, които банките биха могли да използват във всеки момент от деня за покриване на ликвидни нужди, а от друга – лихвата по тях беше 0%. Решенията на ЕЦБ от юни и септември 2014 г. за въвеждане на отрицателна лихва по депозитното улеснение и съответно по сметките на банките в TARGET2 доведоха до реструктуриране на резервите на банките у нас, които са над изискуемия минимум на резервни активи по Наредба № 21, като свръхрезерви. От юли банките постепенно прехвърлиха по-голямата част от наличностите си в TARGET2 по сметките си в българската платежна система, където не плащат отрицателна лихва по крайните салда.

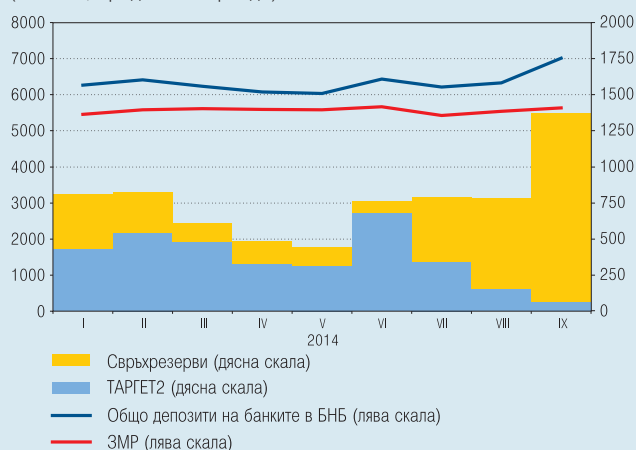
По отношение на чуждестранните активи и пасиви на банките, в периода юли – септември 2014 г. не се наблюдаваха съществени промени, но очакванията ни са, че запазването на отрицателните лихвени проценти на междубанковия овърнайт пазар в еврозоната за по-дълъг период от време ще ограничи възможностите за доходни инвестиционни алтернативи на банките извън страната. Това би намерило отражение в понижението на външните експозиции на банките и допълнително увеличение на депозитите им в БНБ, както и в евентуално нарастване на вътрешния кредит. От друга страна, несигурната политическа и икономическа обстановка у нас вероятно би могла да въздейства задържащо за нарастването на експозициите на банките на вътрешния пазар и те да предпочетат да увеличат чуждестранните си активи дори и при отрицателна доходност или да ускорят процеса на изплащане на чуждестранните си пасиви.

Политиката на банките за управление на свръхликвидните им средства оказва и директно влияние върху баланса на БНБ. Увеличаването на средствата на банките по сметките им в БНБ от средата на 2012 г. доведе до нарастване на пасива по баланса на управление „Емисионно“. Тъй като съгласно Закона за БНБ общата сума на паричните задължения на БНБ не може да превишава левовия еквивалент на brutния международен валутен резерв, то колебанията в свръхрезервите на банките по сметките им в българската платежна система и в наличностите на банките в TARGET2, които произтичат от зависимостта им от развитието на междубанковия пазар в еврозоната, се отразяват и върху колебанията в нивото на brutните международни валутни резерви, т.е. на активите на управление „Емисионно“ на БНБ.

В заключение, предприетите от ЕЦБ мерки на паричната политика през 2014 г. имаха съществен ефект върху цената на инструментите, търгувани на финансовите пазари в еврозоната. Икономическите ефекти в еврозоната от мерките на ЕЦБ все още не са се проявили, като до голяма степен те ще зависят от ефективното функциониране на трансмисионния механизъм на паричната политика. Повишената ефективност на монетарните стимули би довела до облекчаване на достъпа и цената на финансиране на банките в еврозоната, което може да се отрази положително върху цената на

Депозити на банките в БНБ

(млн. лв., средно за периода)



Забележка: Данните представляват средни стойности за съответните показатели в периода на поддържане на резервите по Наредба № 21.

Източник: БНБ.

финансиране на нефинансовия частен сектор в региона. Влиянието на паричната политика на ЕЦБ, свързано с промяната на референтните лихвени проценти, върху цената на привлечения от банките в България финансов ресурс е ограничено, тъй като частта от него, която е в пряка зависимост от лихвените проценти на паричния пазар в еврозоната и на паричния пазар у нас, съставлява малка част от общите привлечени средства на банките. По отношение влиянието върху лихвените проценти по кредитите евентуални ефекти бихме наблюдавали с известно забавяне през следващите месеци, при допускане че банките запазят оценката си за рисковата премия на страната. Влиянието на политиката на ЕЦБ е съществено при свръхрезервите на банките в резултат от ограничените инвестиционни възможности в еврозоната, а това от своя страна се отразява върху баланса на БНБ. При намаляване на несигурността на финансовите пазари в еврозоната в бъдеще и при промяна в политиката на ЕЦБ към повишаване на лихвените проценти, от една страна, и намаляване на несигурността в българската икономика, от друга, може да се наблюдава при равни други условия понижение на свръхрезервите на банките по сметките им в БНБ, които нарастват от юни 2014 г. насам, и съответстващо понижение на нивото на международните валутни резерви.

2. Финансови потоци, пари и кредит

През периода януари – август 2014 г. спадът на международните цени на основни суровини, горива и храни допринесе за понижаването на номиналния износ на стоки от България. Въпреки понижението на международните цени номиналният внос на стоки остана почти без промяна поради увеличение на внесените количества, което доведе до нарастване на дефицита по търговското салдо и съответно до свиване на излишъка по текущата и капиталовата сметка на платежния баланс в периода януари – август 2014 г. Очакваме по-значимо възстановяване на темпа на номинален растеж на износа от началото на 2015 г., при условие че се реализират прогнозите за забавяне в темповете на спад на международните цени в евро на основни суровини, горива и храни към края на 2014 г. и за стабилизирането им през първото тримесечие на 2015 г., както и в условията на плавно нарастване на външното търсене. Същевременно очакваме темпът на растеж на вноса да изпреварва този на износа, поради което дефицитът по търговското салдо да се увеличи и общото положително салдо по текущата и капиталовата сметка да се понижи допълнително към края на първото тримесечие на 2015 г.

Съществено влияние върху динамиката на паричните агрегати в края на юни 2014 г. оказва ликвидният натиск, на който банковата система бе подложена, когато „Корпоративна търговска банка“ АД (КТБ) и ТБ „Виктория“ ЕАД бяха поставени под специален надзор. Част от срочните депозити беше изтеглена от банковата система, което увеличи парите в обращение, а друга част бе трансформирана в овърнайт депозити. Изградените в банките и целенасочено изисквани от БНБ ликвидни буфери, както и предприетите мерки за съхраняване стабилността на банковата и финансовата система допринесоха за възстановяване на доверието и през следващите месеци се наблюдаваше нарастване на депозитите и забавяне в растежа на парите в обращение. През четвъртото тримесечие на 2014 г. и през първото тримесечие на 2015 г. очакваме постепенно забавяне в темповете на растеж на парите в обращение и на широките пари.

Предприетото от ЕЦБ понижение на лихвите при основните операции по рефинансиране, по кредитното и депозитното улеснение доведе до значителен спад на лихвените проценти на междубанковия пазар в еврозоната. Лихвите у нас реагираха на намалението през юни, но останаха на практика без промяна през септември. До края на 2014 г. и през първото тримесечие на 2015 г. очакваме лихвените проценти по срочни депозити да продължат тенденцията си към плавен спад вследствие запазващата се висока ликвидност на банковата система, високата норма на спестяване на домакинствата, сравнително слабото търсене на кредитен ресурс, както и поради косвеното влияние на политиката на ЕЦБ по предоставяне на ликвидност чрез нестандартни мерки. Изплащането от началото на декември 2014 г. на гарантираните депозити на вложителите в КТБ, което ще повиши ликвидността в икономиката, също може да допринесе за понижаване на лихвените проценти по депозитите в банковата система. Очакваме лихвените проценти по кредитите също слабо да се понижават в резултат от намаляващата цена на привличения от банките ресурс.

В процеса на взаимодействие на външни и вътрешни икономически фактори и на формираните вследствие на това финансови потоци международните валутни резерви на страната по данните от платежния баланс (т.е. без отчитане на валутнокурсните разлики и ценовите преоценки) отбелязаха прираст на годишна база, който към август 2014 г. възлезе на 548.3 млн. евро. Пазарната стойност на международните валутни резерви¹² (актив по баланса на управление „Емисионно“) се

¹² Пазарната стойност на международните валутни резерви включва измененията от трансакции, валутнокурсните разлики и ценови преоценки.

повиши на годишна база с 1128.8 млн. евро и към края на октомври 2014 г. възлезе на 30.5 млрд. лв. (15.6 млрд. евро).

Изменението на балансовата стойност на управление „Емисионно“ на годишна база към края на октомври 2014 г. беше повлияно главно от промените в пасивната страна на баланса (парични задължения на БНБ)¹³. Тези промени бяха свързани най-вече с увеличението на задълженията към правителството и бюджетните организации вследствие постъпките в началото на юли средства от емитираните на 26 юни 2014 г. на международните капиталови пазари 10-годишни еврооблигации на българското правителство в размер на 1493 млн. евро. В по-малка степен принос за нарастване на пасивите по баланса на управление „Емисионно“ имаше увеличаването на банкнотите и монетите в обращение. Същевременно задълженията към банки отбелязаха към края на октомври понижение на годишна база, което се дължеше на намалението на средствата на банките в платежната система TARGET2-БНБ¹⁴ и на намалението на свръхрезервите им по сметките за изпълнение на задължителните минимални резерви (ЗМР)¹⁵.

Потоците, довели до изменение на международните валутни резерви, съгласно принципите на функциониране на паричния съвет отразяваха търсенето от икономическите агенти на валутни или левови наличности. През първите десет месеца на 2014 г. при търговията с валута между БНБ и банките се запази тенденцията от 2013 г. продажбите на валута от страна на БНБ да превишават покупките. Отрицателното салдо на БНБ при валутната търговия с банките се компенсира частично от положителното салдо при покупко-продажбите на валута от страна на БНБ с бюджетни организации.

¹³ Съгласно чл. 28, ал. 1 от ЗБНБ „общата сума на паричните задължения на БНБ не може да превишава левовия еквивалент на брутния международен валутен резерв“, като левовият еквивалент се изчислява по фиксирания валутен курс.

¹⁴ Националният системен компонент на Трансевропейската автоматизирана система за брутен сетълмент в реално време на експресни преводи в евро, TARGET2.

¹⁵ Коментарът за банковите резерви общо, както и за средствата на банките в системата TARGET2-БНБ и за свръхрезервите се отнася за стойностите в края на наблюдавания период.

Външни парични потоци във валута

(млн. евро)

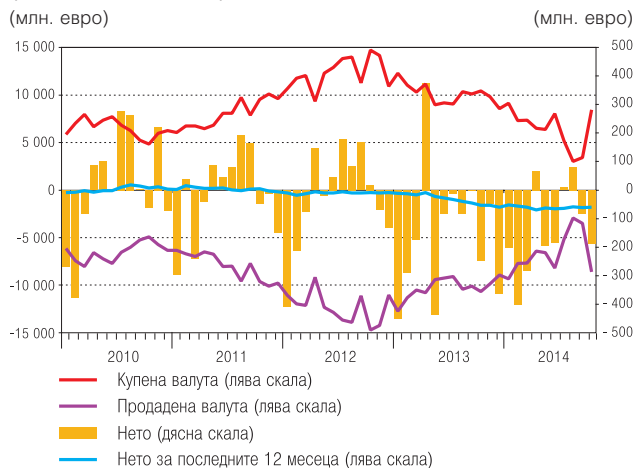
Външни потоци	2013 г.	Януари–септември 2013 г.	Януари–септември 2014 г.
Общо за периода	-429	-509	1 170
Покупко-продажби на евро	-1 429	-1 152	-1 217
На каса	-21	-18	-23
С банки, в т.ч.	-1 408	-1 135	-1 194
покупки от банки	35 169	26 366	22 528
продажби на банки	-36 577	-27 501	-23 722
Движения по сметки на банки, МФ и др.	1 000	643	2 387
ЗМР	-92	237	40
Правителство и други	1 091	406	2 347

Забележка: Таблицата показва само входящи и изходящи *валутни потоци* в баланса на управление „Емисионно“. Не се отчитат левовите потоци от и към баланса на управление „Емисионно“. Не се отчитат и трансакциите между сметки във валута и левове в пасивите по баланса на управление „Емисионно“, тъй като те не водят до промяна в брутните международни валутни резерви.

Източник: БНБ.

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

(млн. евро)



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 управлението на ликвидността, свързани с прехвърляне на собствени средства от левови сметки в БНБ към свои сметки в БНБ в евро, и обратно.

Източник: БНБ.

Към август 2014 г. покритието с международни валутни резерви на средния номинален внос на стоки и нефакторни услуги за последните дванадесет месеца възлезе на 6.5 месеца.

През четвъртото тримесечие на 2014 г. и първото тримесечие на 2015 г. динамиката на международните валутни резерви ще бъде под влияние на изменението при компонентите в пасива по баланса на управление „Емисионно“. Всяко намаление на средствата в даден компонент на пасива ще влияе в посока намаление на международните валутни резерви, и обратно – всяко повишение ще има принос за нарастване на международните валутни резерви. Парите в обращение ще продължат да допринасят за нарастване на пасивите по баланса на управление „Емисионно“ и съответно на международните валутни резерви на годишна база през четвъртото тримесечие на 2014 г. и през първото тримесечие на 2015 г. Динамиката на депозитите на банките в БНБ ще се определя от политиката им по управление на резервите и от притока на депозити в системата. Нивото на депозита на правителството в БНБ ще зависи от изпълнението на бюджета до края на годината и през първото тримесечие на следващата година, както и от източниците за финансиране на бюджетния дефицит. Реализираната през юни емисия еврооблигации на международните финансови пазари ще продължи да допринася на годишна база през последното тримесечие за по-висок размер на депозита на правителството в БНБ, но погасяването по глобалните облигации в долари през януари 2015 г. ще повлияе за понижаване депозита на правителството и съответно ще действа в посока намаление на валутните резерви. Във връзка с изплащането на гарантираните депозити в КТБ¹⁶ депозитът на Фонда за гарантиране на влоговете в банките, който е пасив в баланса на управление „Емисионно“ на БНБ, ще спадне и съответно ще повлияе за понижаване нивото на международните валутни резерви през декември 2014 г.

¹⁶ С решение на УС на БНБ от 6 ноември 2014 г. бе отнет лицензът за извършване на банкова дейност на КТБ (вж. прессъобщението на БНБ от 6 ноември 2014 г.).

Външни финансови потоци

През периода януари – август 2014 г. се наблюдаваше свиване на излишъка на общото салдо по текущата и капиталовата сметка, което се дължеше главно на нарастването на търговския дефицит. Наблюдаваното от началото на годината понижение на износа на стоки в номинално изражение се запази като тенденция и към август, основен фактор за което бяха намаляващите международни цени на основни за износа стокови групи, докато в реално изражение спад имаше само през първото тримесечие на 2014 г. Международните цени потискаха и изменението на номиналния внос на стоки, но понижението на вноса от по-ниските международни цени бе компенсирано от увеличени физически обеми под влиянието на наблюдаваното през периода нарастване на вътрешното търсене и съответно на търсенето на вносни стоки.¹⁷

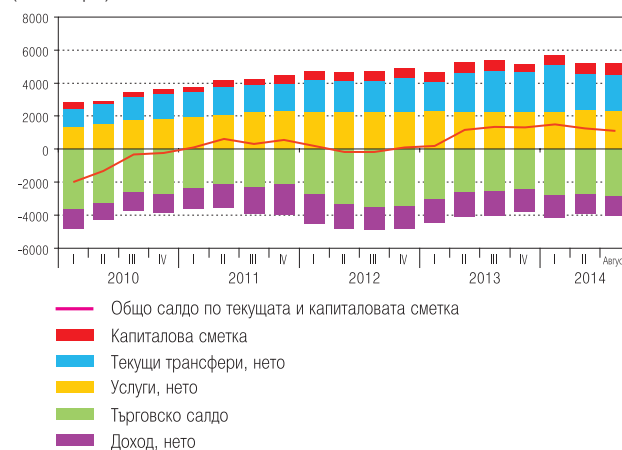
За първите осем месеца на 2014 г. салдото при търговията с услуги се подобри минимално спрямо съответния период на предходната година. Нарастването на износа на услуги се определяше най-вече от увеличения износ на транспортни услуги, докато приносът от повишението на износа на туристически и други услуги беше значително по-малък. Данните за посещения на чужденци в България с цел почивка и екскурзия показват, че през юли и август е наблюдаван спад на годишна база, за който вероятно се повлияли неблагоприятните метеорологични условия през туристическия сезон. Вносът на услуги за периода от началото на годината се увеличи на годишна база главно поради внесените други услуги (без транспортни и туристически).

За периода януари – август 2014 г. дефицитът по сметка „доход“ се сви спрямо същия период на 2013 г. Основен принос за това имаше намалението на изходящите плащания по линия на инвестиционния доход, докато потоците по кредитната страна на статията останаха практически без изменение. Намалението в изплащането на инвестиционни доходи се дължеше най-вече на по-ниски изходящи потоци по перата „дивиденди и разпределена печалба“ и „доход от друг капитал (лихви)“ на

¹⁷ В глава 3 е представен по-подробен анализ на износа и вноса на стоки.

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

(млн. евро)



Източник: БНБ.

Потоци по основни сметки на платежния баланс

(млн. евро; с натрупване за периода)

	Януари – август 2013 г.	Януари – август 2014 г.
Текуща сметка	1 257.7	808.8
Търговско салдо	-1 399.4	-1 861.2
Салдо по услугите	1 807.2	1 885.0
Сметка „доход“	-976.7	-788.2
Текущи трансфери, нето	1 826.7	1 573.2
Капиталова сметка	252.1	477.9
Финансова сметка	-1 375.9	1 031.6
ПЧИ в България	1 173.9	1 221.4
Изменение на резервите	-396.6	750.9

Източник: БНБ.

подстатията „преки инвестиции“.¹⁸ Подобна динамика съответства на по-ниския брутен опериращ излишък за 2013 г. спрямо 2012 г. и съответно по-ниските дивиденти, разпределена печалба и лихви, изплащани на чуждестранните инвеститори.

Положителното салдо по нетните текущи трансфери намаля за януари – август 2014 г. спрямо същия период на предходната година главно поради по-ниски постъпления на текущи трансфери към сектор „държавно управление“, различни от помощите по фондове на ЕС. Останалите пера по нетните текущи трансфери останаха близо до стойностите си за същия период на 2013 г.

През четвъртото тримесечие на 2014 г. и през първото тримесечие на 2015 г. очакваме да продължи свиването на излишъка по текущата и капиталовата сметка на годишна база в резултат от разширяване на дефицита по търговското салдо. От началото на 2015 г., ако се реализират прогнозите за стабилизиране на международните цени в евро на основни суровини, храни и горива и при плавно нарастване на външното търсене, е възможно по-значимо ускоряване на номиналния растеж на износа на стоки. Същевременно очакваме вносът да расте по-бързо от износа през четвъртото тримесечие на 2014 г. и през първото тримесечие на 2015 г. на годишна база, движен от динамиката на цените на вноса и в по-малка степен от вътрешното търсене. Побавно възстановяване на износа би довело до увеличаване на търговския дефицит и съответно до по-малък излишък или появата на нисък дефицит при общото салдо по текущата и капиталовата сметка.

Финансовата сметка беше положителна за периода януари – август 2014 г., което се дължеше най-вече на пласираната в края на юни емисия на правителствен дълг на международните капиталови пазари и последвалите от нея входящи парични потоци в началото на юли 2014 г.

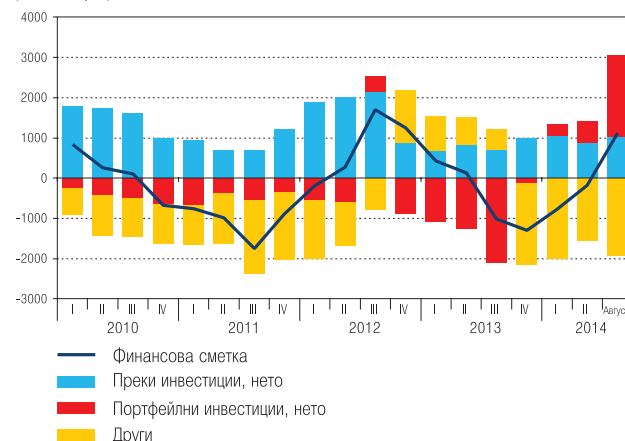
Притокът на преки чуждестранни инвестиции (ПЧИ) за периода от началото на годината до август се увеличи спрямо съответния период на предходната година.¹⁹ Това бе резултат от увеличението на нетния друг капитал (промя-

¹⁸ Данните са предварителни и подлежат на ревизиране.

¹⁹ Данните са предварителни и подлежат на ревизиране.

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

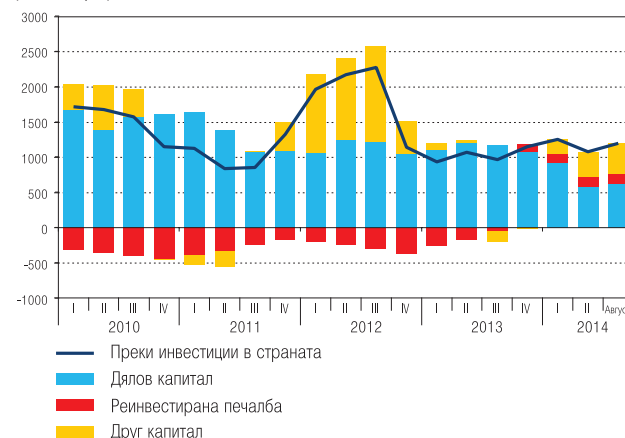
(млн. евро)



Източник: БНБ.

ПЧИ в България по вид инвестиция (на годишна база)

(млн. евро)



Източник: БНБ.

ната в нетните задължения между дружествата с чуждестранно участие и преките чуждестранни инвеститори по финансови, облигационни и търговски кредити), докато подстатия „дялов капитал“ отчете значителен спад. Този спад по подстатия „дялов капитал“ се дължеше главно на сектор „банки“, където влияние оказва придобиването на „Креди Агрикол България“ АД от КТБ АД. Към края на 2014 г. и в началото на 2015 г. е вероятно да се наблюдава забавяне на растежа на преките чуждестранни инвестиции поради увеличената политическа несигурност в страната и влошаване на конюнктурата.

През периода януари – август 2014 г. се запази тенденцията банките да увеличават чуждестранните си активи и да намаляват чуждестранните си пасиви. Тази тенденция обаче беше по-слабо изразена в сравнение с януари – август 2013 г. и временно се обърна в периода около поставянето на КТБ и ТБ „Виктория“ ЕАД под специален надзор. През юни банки върнаха в България парични средства, инвестирани до този момент в чуждестранни активи, най-вероятно с цел да си осигурят допълнителна ликвидност. През следващите два месеца (юли – август) отново се наблюдаваха нарастване на чуждестранните активи на банките и намаление на чуждестранните им пасиви.

Към август 2014 г. външният дълг на България се увеличи спрямо края на 2013 г. вследствие увеличените задължения на сектор „държавно управление“ поради пласираната в края на юни 2014 г. на международните капиталови пазари емисия държавни облигации. Тези задължения намериха отражение и в увеличението дългосрочен външен дълг към август 2014 г. спрямо края на 2013 г. Нарастване на външния дълг към август имаше и по линия на вътрешнофирменото кредитиране.

Намаляването на външния дълг на „други сектори“ за първите осем месеца на годината се дължеше най-вече на спад в задълженията на сектор „транспорт, складиране и съобщения“ (с 446.8 млн. евро), следван от спад в задълженията на сектор „финансово посредничество“ (със 168.3 млн. евро) и сектор „строителство“ (със 121.4 млн. евро).²⁰

²⁰ В секторната разбивка не се включват задълженията по търговски кредити и облигационни заеми.

Потоци на банките по финансовата сметка на платежния баланс

(млн. евро; с натрупване от началото на периода)

	Януари – август 2013 г.	Януари – август 2014 г.
Преки инвестиции, нето	87.4	17.8
в чужбина	3.4	0.0
в България	84.0	17.8
Портфейлни инвестиции, нето	-347.5	297.7
активи	-375.3	343.2
пасиви	27.8	-45.5
Други инвестиции	-1 573.9	-1 337.3
активи	-1 073.9	-1 020.2
пасиви	-500.0	-317.0
<i>Портфейлни и други инвестиции</i>	<i>-1 921.4</i>	<i>-1 039.5</i>
Общо	-1 834.0	-1 021.7

Източник: БНБ.

Брутен външен дълг към август 2014 г.

(млн. евро)

	Размер	Изменение	
		декември 2013 г.	последните 12 месеца
Държавно управление	4 775.6	1 363.7	1 486.7
Централна банка	0.0	0.0	0.0
Банки	5 607.4	-243.8	-493.1
Други сектори	11 948.2	-691.9	-156.3
ПЧИ – вътрешнофирмени заеми	15 870.6	438.8	-17.6
Общо	38 201.9	866.8	819.7

Източник: БНБ.

Към август 2014 г. няма сигнали за съществени изменения в условията за достъп на резиденти до ново външно финансиране и в обслужването на външните задължения от страна на местни икономически агенти. Наблюдаваните колебания в статистиката за декларираните нови кредити и обслужването на външния дълг са в рамките на обичайното и на тази основа може да се твърди, че през осемте месеца от началото на годината се запазват благоприятните условия за финансиране и обслужване на външния дълг.

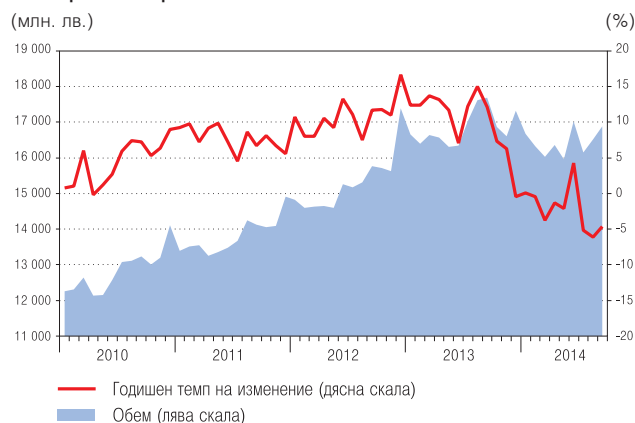
Парични и кредитни агрегати

В края на второто и през третото тримесечие на 2014 г. динамиката на паричните агрегати бе съществено повлияна от ликвидния натиск, на който беше подложена банковата система в края на юни след поставянето на КТБ и ТБ „Виктория“ ЕАД под специален надзор. Част от срочните депозити беше изтеглена от банковата система, което повиши парите в обращение, а друга част бе трансформирана в овърнайт депозити. През юли, както и през август и септември, доверието в банковата система бе възстановено, което доведе до нарастване на депозитите в банките и забавяне растежа на парите в обращение. Същевременно настъпи промяна в поведението на банките, които до юни 2014 г. поддържаха в края на месеца по-високи свръхрезерви в БНБ спрямо средномесечното им равнище, докато в периода юли – септември тенденцията се обърна и банките започнаха да поддържат по-ниски резерви в края на месеца. Друг фактор, който повлия върху политиката на банките по управление на резервите им в БНБ, бе паричната политика на ЕЦБ, която понижи лихвите при основните си операции по рефинансиране и по кредитното улеснение и определи отрицателен лихвен процент по депозитното улеснение.²¹

След спад през февруари – май 2014 г. в годишния растеж на резервните пари през юни темпът се ускори, а през периода юли – септември бе възстановена тенденцията към понижение на годишна база. В края на септември резервните пари отбелязаха спад с 4.6% на годишна база. Динамиката им се обуславяше от понижението на депозитите на

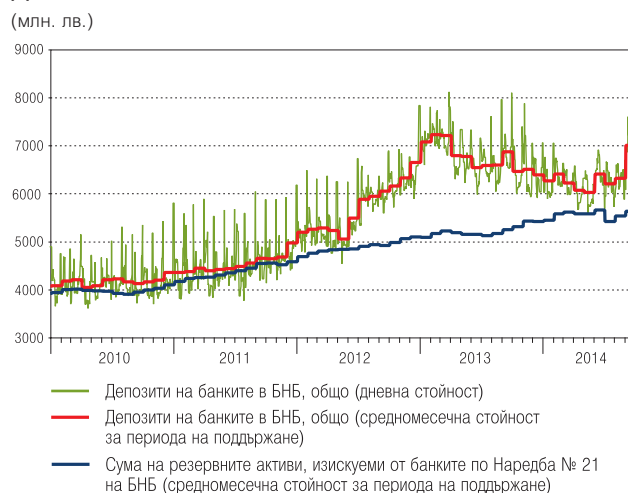
²¹ За повече подробности вж. тук глава 1.

Резервни пари



Източник: БНБ.

Депозити на банките в БНБ



Източник: БНБ.

банките в БНБ, докато приносът на парите в обращение за растежа на резервните пари се понижи, но остана сравнително висок към края на тримесечието. През септември парите в обращение нараснаха с 10.8% на годишна основа (със 7.4% през декември 2013 г. и с 14.9% през юни 2014 г.).

Понижението на депозитите на банките в БНБ на годишна база бе, от една страна, вследствие промяната в политиката на банките по управление на свръхрезервите им в края на месеца в периода от юли насам, а от друга – в резултат от продължаващото свиване на салдата им по сметките в системата ТАРГЕТ2-БНБ, формирано като тенденция от второто тримесечие на 2013 г. Същевременно на средномесечна база в периода от началото на третото тримесечие и особено през септември се наблюдаваше нарастване на свръхрезервите на банките в БНБ²², което може да бъде обяснено с липсата на инвестиционни алтернативи извън страната поради предприетите от ЕЦБ решения от юни и септември за понижаване на лихвите при основните операции по рефинансиране и по кредитното улеснение и за определянето на отрицателна лихва по депозитното улеснение. Средствата на банките за изпълнение на ЗМР отчетоха спад през юли и нарастване през август и септември, отразявайки промените в депозитната база.

В резултат от динамиката и структурата на привлечените средства в банковата система ефективната имплицитна норма на ЗМР към септември възлезе на 8.85%²³, като резервите на банките в БНБ съставляваха 7.77 процентни пункта в изпълнението на задължителните резерви, а останалите 1.08 процентни пункта бяха под формата на признати касови наличности и средства по сетълмент сметките на банките в системата ТАРГЕТ2-БНБ.²⁴

Връзката между динамиката на резервните пари и паричната маса в икономиката

Пари в обращение



Източник: БНБ.

²² Свръхрезервите на банките, оценени чрез превишението на поддържаните от банките средства в БНБ по сметки за изпълнение на ЗМР над изискуемия минимум на резервни активи по Наредба № 21, възлязоха среднодневно на 21.9% през септември 2014 г. (при 9.1% в края на 2013 г. и 2.1% през юни 2014 г.).

²³ Съгласно чл. 3, ал. 1 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 – 0%.

²⁴ Вж. чл. 4 от Наредба № 21 на БНБ.

се измерва чрез паричния мултипликатор. Политиката на банките за поддържане на ниски свръхрезерви в края на месеца и продължаващото свиване на наличностите им по сетълмент сметките в системата TARGET2-БНБ в условията на запазващ се висок приток на привлечени средства в банковата система допринесе за нарастване на паричния мултипликатор до 4.2 средно за периода януари – септември (при средно 3.8 през същия период на 2013 г.).

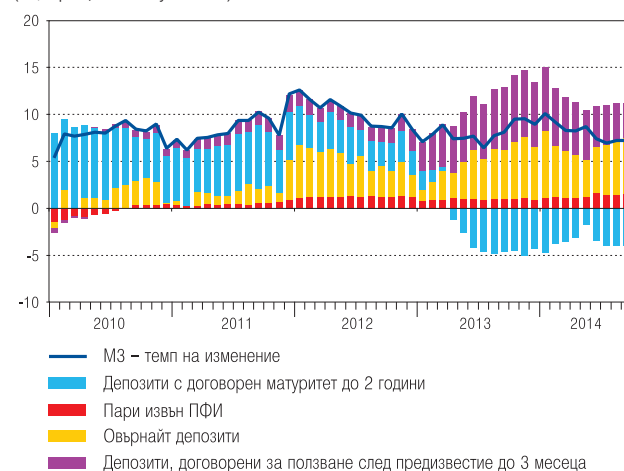
Широките пари се характеризираха с плавна тенденция към забавяне от началото на годината, като към септември годишният им прираст възлезе на 7.2%. Основен принос за динамиката на широките пари продължиха да имат овърнайт депозитите и депозитите, договорени за ползване след предизвестие до 3 месеца, докато депозитите до 2 години с договорен матуритет запазиха отрицателен принос. В периода от януари до май се наблюдаваше постепенно намаляване на положителния принос на първите два компонента и свиване на отрицателния принос на депозитите с договорен матуритет. Тези тенденции се определяха, от една страна, от значителното нарастване през 2013 г. на депозитите, лихвите по които не подлежат на данъчно облагане, и от друга – от намаляването на данъка върху лихвите от срочни депозити с 2 процентни пункта до 8% от началото на 2014 г. Същевременно от юни бе отчетено увеличение на положителния принос на овърнайт депозитите и в значително по-ниска степен на парите извън ПФИ, като отрицателният принос на депозитите до 2 години с договорен матуритет нарасна, а приносът на депозитите, договорени за ползване след предизвестие до 3 месеца, се понижи. Наблюдаваната от края на второто тримесечие тенденция при депозитите беше резултат главно от поведението на нефинансовите предприятия, които през периода реструктурираха депозитите си от срочни в овърнайт.

В края на юни растежът на привлечените от банките депозити на неправителствения сектор отчете забавяне, като през септември годишният прираст възлезе на 7.2%²⁵ (8.7% в края на 2013 г.). Основен принос за забавянето

²⁵ Анализът се базира на годишните изменения на салдата според данните от аналитичната отчетност на „други ПФИ“.

Годишен темп на изменение на М3 и принос по компоненти на агрегата

(%; процентни пунктове)

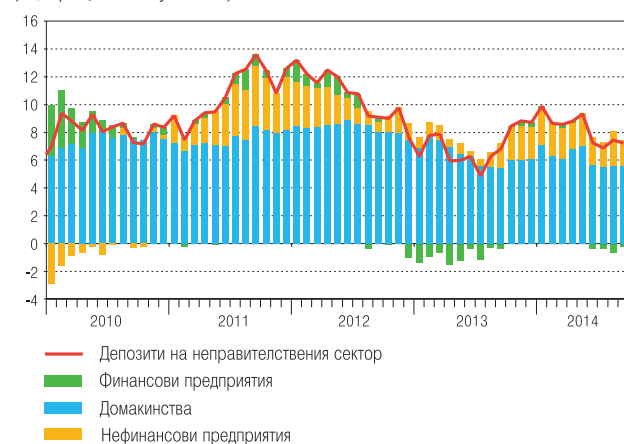


Забележка: Приносът на компонента „търгуеми инструменти“ не е показан на графиката, тъй като е незначителен за изменението на широките пари.

Източник: БНБ.

Годишен растеж на депозитите на неправителствения сектор и принос по сектори

(%; процентни пунктове)



Източник: БНБ.

на растежа на привлечените средства имаше по-ниският темп на нарастване на депозитите на домакинства, чийто годишен прираст достигна 8.6% към края на септември, докато забавянето на растежа на привлечените депозити от нефинансови предприятия имаше значително по-малък принос. В края на септември общият размер на депозитите на домакинства и фирми възлезе на 55.4 млрд. лв. при 54.4 млрд. лв. през май, преди наблюдаваното теглене на депозити в края на юни. От гледна точка на валутната структура дялът на левовите депозити в общия размер на привлечените средства от неправителствения сектор продължи да надвишава дела на тези в чуждестранна валута, но от юли по-голям принос за общия растеж на депозитите имаха депозитите, деноминирани в чуждестранна валута (главно в евро). Към края на септември 44.1% от депозитите на домакинства и фирми в българската банкова система бяха деноминирани в чуждестранна валута (при 43.3% към края на юни).

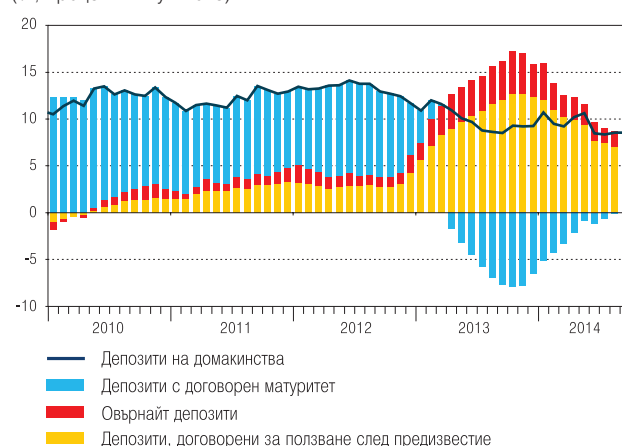
Тенденцията към преструктуриране на вида и матуритета на депозитите на домакинства²⁶ се запази, но от края на 2013 г. динамиката ѝ плавно затихва. Забавяне в годишния темп на прираст продължи да се отчита при депозитите, договорени за ползване след предизвестие до 3 месеца, и при овърнйт депозитите, които са извън обхвата на данъка върху доходите на физически лица от лихви по срочни депозити, докато депозитите с договорен матуритет постепенно забавиха темпа на намалението си и към септември на годишна база отчетоха нисък положителен растеж.

През периода януари – септември 2014 г. нормата на спестяване на домакинствата се запази висока и продължи да оказва влияние за нарастване на привлечените средства в банковата система въпреки краткотрайните негативни ефекти в края на юни. През периода значителна част от разполагаемия финансов ресурс на банките бе използван за инвестиции в ДЦК, издадени от българското правителство, за увеличаване на вземанията от неправителствения сектор, както и за нарастване на чуждестранните им активи и

²⁶ Тази тенденция започна през четвъртото тримесечие на 2012 г. и бе вследствие на въведения от началото на 2013 г. данък върху доходите на физически лица от лихви по срочни депозити в размер на 10%.

Годишен растеж на депозитите на домакинствата и принос по видове депозити

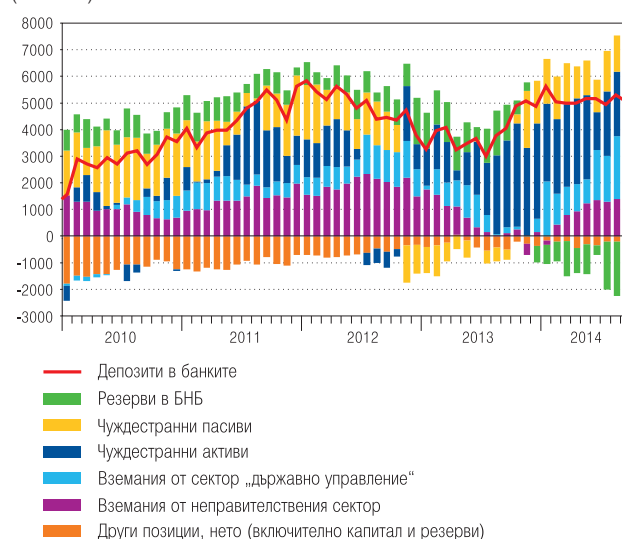
(%; процентни пунктове)



Източник: БНБ.

Изменения в баланса на банките по позиции (на годишна база)

(млн. лв.)



Забележка: Показаните изменения са на база салда от аналитичната отчетност на „други ПФИ“. На графиката положителната стойност на изменението на чуждестранните пасиви съответства на тяхното намаление. От средата на 2012 г. по-съществено влияние върху изменението на резервите на банките в БНБ оказват и средствата им в TARGET2.

Източник: БНБ.

в по-малка степен за намаление на чуждестранните им пасиви. В резултат от политиката на банките по управление на чуждестранните активи и пасиви към септември нетните чуждестранни активи на банките достигнаха 4.0 млрд. лв.

Растежът на вземанията от неправителствения сектор, който следваше тенденция към забавяне през цялата 2013 г., започна да се ускорява от февруари 2014 г. и към края на септември възлезе на 2.7% (нарастване с 1.5 млрд. лв., в които се включват и нетни покупки на кредити в размер на 170 млн. лв.). Вземанията от нефинансови предприятия нараснаха на годишна база в края на септември с 3.1% (с 0.3% в края на 2013 г.). По сектори на икономическа дейност данните, които са налични към септември 2014 г., отчитат, че основен положителен принос за общия годишен растеж на кредитите за предприятия имат секторите „преработваща промишленост“, „операции с недвижими имоти“, и „енергетика“²⁷. С по-съществен отрицателен принос са секторите „строителство“, „хотелиерство и ресторантьорство“ и „други дейности“.

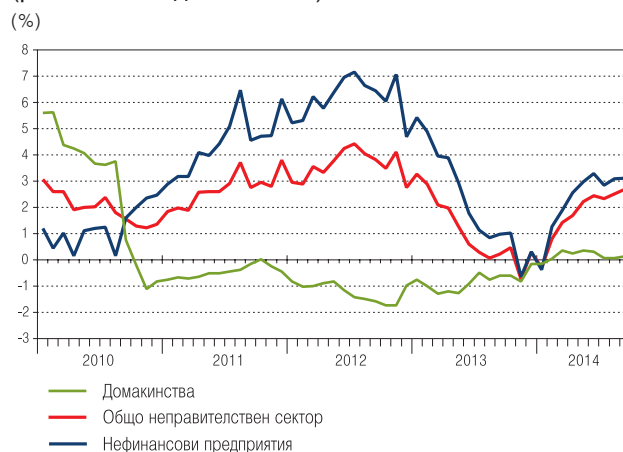
Статистиката, отчитаща обема на новите кредити²⁸ за нефинансови предприятия, показва сравнително стабилните им обеми от 2012 г. насам, като от края на 2013 г. се наблюдава лека тенденция към покачване. Общо през периода януари – септември 2014 г. бяха отпуснати нови кредити в размер на 10.5 млрд. лв. спрямо 10.0 млрд. лв. през същия период на 2013 г. Запазва се тенденцията основна част от новоотпуснатите кредити да бъдат с матуритет над 5 години (за първите девет месеца на 2014 г. средномесечният обем на тези кредити възлезе на 48.1% от всички нови кредити, отпуснати за нефинансови предприятия).

При кредитирането на домакинства от края на 2013 г. се наблюдава тенденция към стабилизиране на динамиката след продължителен период на спад (от края на 2010 г. до 2013 г.). Към края на третото тримесечие размерът на кредита за домакинства отбеляза 0.1% растеж

²⁷ „Производство и разпределение на електрическа и топлинна енергия и на газообразни горива“.

²⁸ Използваните тук и по-нататък в текста термини „нови“ и „новоотпуснати“ се отнасят за статистическата категория „Нов бизнес“.

Вземания от неправителствения сектор (растеж на годишна база)



Източник: БНБ (парична статистика: паричен отчет).

Нови кредити за нефинансови предприятия (месечни обеми)



Източник: БНБ.

на годишна база (при 0.2% спад през декември 2013 г.). При категориите „овърдрафт“, „жилищни кредити“ и „потребителски кредити“ е отчетен годишен прираст съответно с 0.8%, 0.2% и 0.8%, докато при категорията „други кредити“ бе отбелязан спад (с 8.3%). Към септември се запази тенденцията към слабо понижение в обема на новоотпуснатите потребителски кредити, докато нивата на новоотпуснатите кредити при категориите „жилищни кредити“ и „други кредити“ останаха относително стабилни.

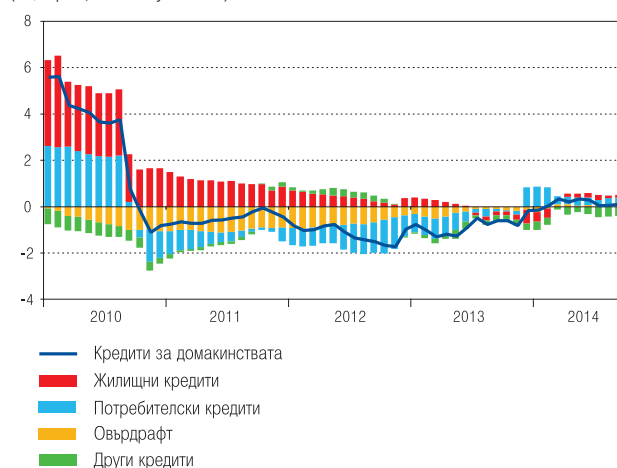
През второто тримесечие на 2014 г. нарастването на вземанията от неправителствения сектор и спадът на номиналния БВП доведоха до по-високо съотношение „вземания от неправителствения сектор/БВП“ – 72.6% спрямо 71.6% за 2013 г.

Обобщените резултати от анкетата за кредитната дейност на банките, провеждана от БНБ всяко тримесечие, показват слабо нарастване на търсенето на кредити от предприятия през третото тримесечие на 2014 г. През този период при домакинствата се отчита нарастване в търсенето както на потребителски, така и на жилищни кредити, като при вторите балансът на мненията показва по-голямо увеличение. Същевременно банките смекчават кредитните си стандарти по отношение на потребителските кредити за домакинства и кредитните стандарти за предприятия, докато по отношение на жилищните кредити смекчаването им е по-слабо изразено. Банките отчитат, че за затягане на кредитната политика допринасят главно макроикономическата среда и кредитният риск. За смекчаване на стандартите продължават да допринасят обемът и цената на привлечените средства и конкуренцията между банките, докато в по-ниска степен това се отнася за доходността от алтернативни инвестиции и риска, свързан с обезпечението. За четвъртото тримесечие на 2014 г. очакванията на банките са кредитните стандарти да се затегнат по отношение на кредитите за предприятия, да останат без промяна при жилищните кредити, а при потребителските да бъдат смекчени.

През четвъртото тримесечие на 2014 г. и първото на 2015 г. очакваме темповете на растеж на парите в обращение и широките

Годишен растеж на кредита за домакинствата и принос по видове кредити

(%, процентни пунктове)



Източник: БНБ.

Нови кредити за домакинства (месечни обеми)

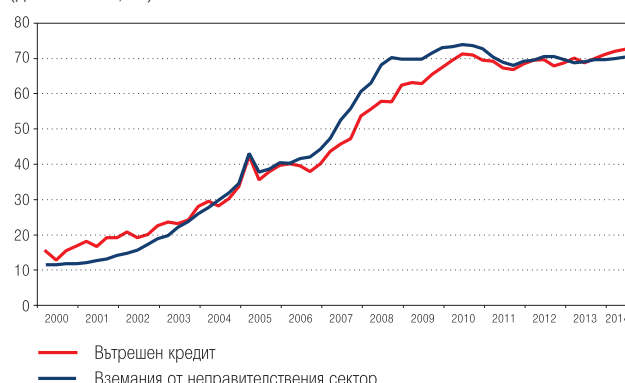
(млн. лв.)



Източник: БНБ.

Вътрешен кредит

(дял от БВП, %)



Забележка: Съотношенията са към БВП по ЕСС '95.

Източници: БНБ, НСИ.

пари плавно да се забавят.²⁹ Основните фактори, определящи тази динамика, се очаква да бъдат свързани със слабо вътрешно търсене при запазваща се висока норма на спестяване на домакинствата, ниска инвестиционна активност и продължаваща дефлация през прогнозния хоризонт. Очакваме да се запази тенденцията привличените в банковата система ресурси от резиденти да надвишават значително търсенето на кредити в икономиката, което ще се прояви в поддържането на висока ликвидност на банковата система. Несигурността в реализирането на тези очаквания произтича от евентуално по-голямо влошаване на нагласите на икономическите агенти при продължаваща политическа нестабилност в страната, което би допринесло за значително по-ниски темпове на нарастване на паричните и кредитните агрегати през следващите две тримесечия. Допълнителен риск за реализирането на по-нисък темп на растеж на паричните и кредитните агрегати създава възможното отслабване на външното търсене в случай на забавяне на икономическия растеж в основните ни търговски партньори.

Съществува несигурност и по отношение на динамиката на чуждестранните активи и пасиви на банките през прогнозния хоризонт, свързана с влиянието на мерките по паричната политика на ЕЦБ, които ограничават възможностите за по-високодоходни инвестиционни алтернативи на банките извън страната. От друга страна, несигурната политическа и икономическа обстановка вътре в страната би могла да въздейства задържащо за нарастването на експозициите на банките на вътрешния пазар и те биха могли да предпочетат да увеличат чуждестранните си активи дори и при отрицателна доходност или да ускорят процеса на изплащане на чуждестранните си пасиви.

Лихвени проценти

От началото на 2014 г. до май на между-банковия паричен пазар се наблюдаваше тенденция към плавно повишаване на лихвените проценти по овърнайт депозитите и при котировките със срочност до 3 седмици,

²⁹ Отнемането на лиценза на КТБ с решение на УС на БНБ от 6 ноември 2014 г. и изплащането на гарантираните депозити на вложителите в КТБ от 4 декември 2014 г. ще доведат до съществени промени в паричните и кредитните агрегати, което повишава несигурността на прогнозата.

Изменения в кредитните стандарти по отношение на кредитите за предприятия

(баланс на мненията)



Източник: БНБ.

Изменения в кредитните стандарти по отношение на потребителските кредити

(баланс на мненията)



Източник: БНБ.

Изменения в кредитните стандарти по отношение на жилищните кредити

(баланс на мненията)



Забележка: Графиките представят баланс на мненията на банките като разлика в процентни пунктове между процента 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. Очакванията са илюстрирани на графиките с изместване на данните с едно тримесечие напред.

Източник: БНБ.

докато тенденцията към понижаване продължи при котировките с матуритет над 1 месец. От юни до септември понижение се наблюдаваше при лихвените проценти по всички депозити на междубанковия пазар. Динамиката на лихвите на паричния пазар у нас продължи да се обуславя от запазващата се висока ликвидност на банковата система в страната, а бе под влияние и на паричната политика на ЕЦБ.

Предприетото от ЕЦБ понижение на лихвите при основните операции по рефинансиране и по кредитното улеснение с по 10 базисни точки през юни и септември доведе до значителен спад на лихвените проценти на междубанковия пазар в еврозоната³⁰. Лихвените проценти на паричния пазар у нас реагираха в по-голяма степен на намалението през юни и в по-малка – през септември.

Средната стойност на индекса ЕОНИА спадна до 0.08% през юни спрямо 0.21% средно за първите пет месеца на годината, а през септември стана отрицателна. ЛЕОНИА отбеляза по-слабо понижение и възлезе на 0.03% през юни при 0.04% средно за периода януари – май 2014 г., докато през септември практически не реагира на понижението на лихвите в еврозоната и се запази на ниво от 0.03%. По-значителният спад на ЕОНИА в сравнение с ЛЕОНИА след предприетите от ЕЦБ намаления на лихвите **й доведе до постепенно свиване на отрицателния спред** между двата индекса от средата на годината, а през август и септември той стана положителен и възлезе на 2 базисни точки.

При междубанковите депозити със срок 3 месеца³¹ през периода юни – септември котировките спаднаха с 8 базисни точки спрямо първите пет месеца на 2014 г. и възлязоха средно на 0.51%. По-значителното понижение на тримесечните лихви в еврозоната в сравнение с котировките в България доведе до разширяване на спреда между осреднения индекс на тримесечните СОФИБОР и СОФИБИД и индекса ЮРИБОР с 3 базисни точки през третото тримесечие спрямо периода януари – май.

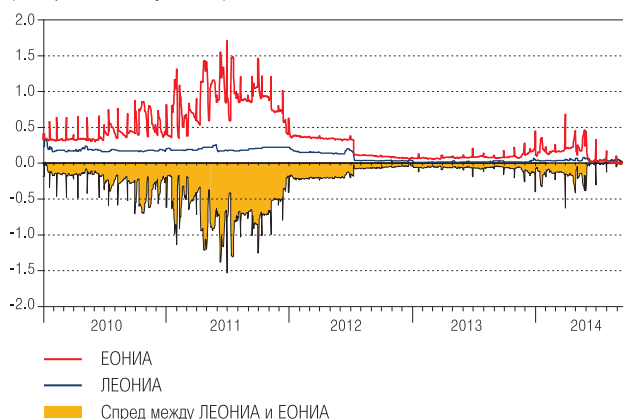
³⁰ Вж. тук карето „Влияние на мерките по паричната политика на ЕЦБ през 2014 г. върху финансовия пазар в еврозоната и върху българската банкова система“.

³¹ Коментарът се базира на средната стойност между котировките на необезпечени левови депозити СОФИБОР и СОФИБИД със срок 3 месеца.

Лихвени проценти на междубанковия пазар

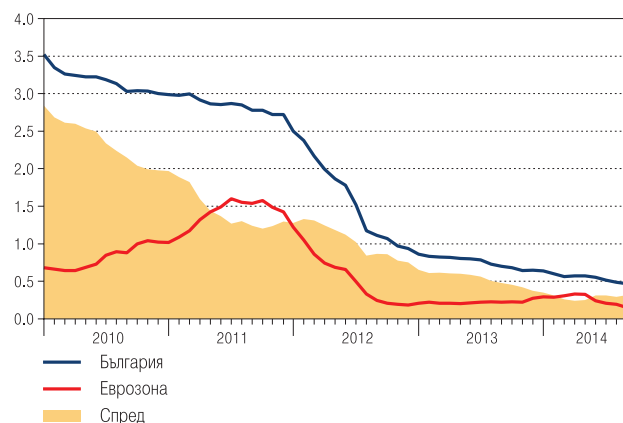
а) Овърнайт депозити

(%; процентни пунктове)



б) Депозити със срок три месеца

(%; процентни пунктове)

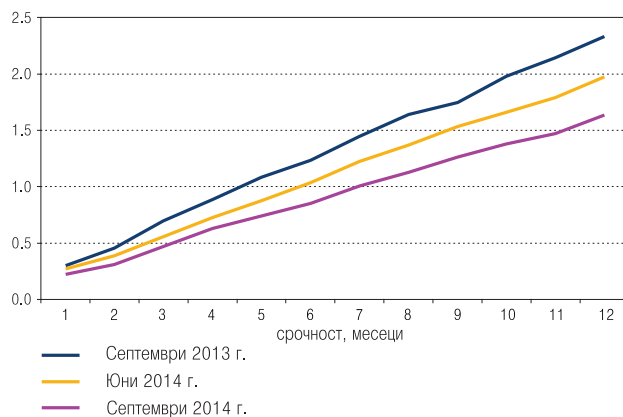


Забележка: Стойностите за България отразяват средната стойност между котировките СОФИБОР и СОФИБИД на необезпечени депозити в левове със срок 3 месеца.

Източник: БНБ.

Крива на доходност на междубанковия паричен пазар

(%)



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

Източник: БНБ.

Котировките в дългосрочните матуритетни сектори на кривата на доходност на между-банковия паричен пазар продължиха тенденцията си към понижение, формирана от втората половина на 2010 г. Към септември годишният спад при 6-месечния матуритет възлезе на 38 базисни точки, а при 12-месечния – на 70 базисни точки.

Високият прираст на депозитите от резиденти и сравнително ниското търсене на банкови кредити продължиха да обуславят тенденцията към понижение на лихвените проценти по новодоговорените срочни депозити на домакинства и нефинансови предприятия, която се запази и през първите девет месеца на 2014 г. Към септември среднопретегленият лихвен процент по нови срочни депозити възлезе на 2.3% (3.1% през декември 2013 г.). Понижение спрямо края на 2013 г. се наблюдаваше при лихвите по нови срочни депозити във всички валути, като по-съществено бе то при депозитите, деноминирани в левове и в евро. По матуритети по-съществено понижение за периода от началото на годината беше отчетено при депозитите със срочност от 3 до 6 месеца, от 6 до 12 месеца и от 1 до 2 години.

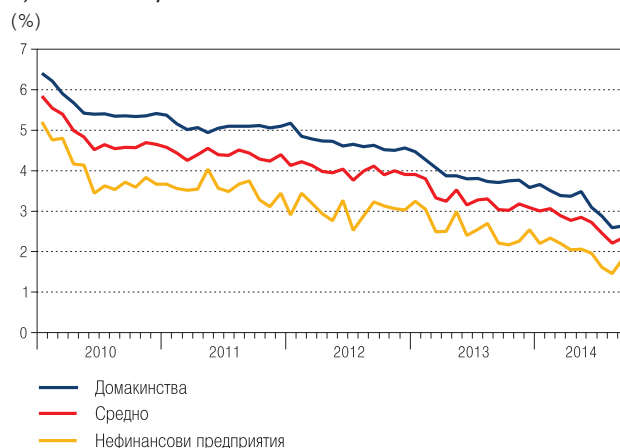
При разпределението по банки на лихвените проценти по срочни левови депозити на домакинства през септември спрямо юни 2014 г. се наблюдаваше увеличение на броя банки, предлагащи лихвени проценти в интервала до 3% и от 3% до 4% за сметка на намаление на броя банки, които предлагат лихвени проценти в интервала от 4% до 5% и от 5% до 6%. Средното лихвено ниво по срочни левови депозити през третото тримесечие се понижи с 60 базисни точки до 2.81%, а стандартното отклонение се понижи с 8 базисни точки до 0.99 процентни пункта.

Вследствие на динамиката в цените и обемите на привлечените средства цената на банковия ресурс средно за банковата система³² запази тенденцията си към спад, като от 2.81% в края на 2013 г. достигна 2.09% към септември 2014 г.

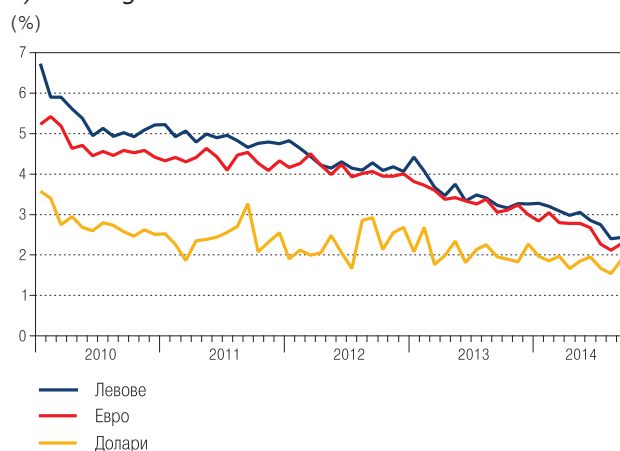
³² Показателят е изчислен на фактическата база (ex post) по данни на управление „Банков надзор“ на БНБ, публикувани на интернет страницата на Банката, като съотношение на лихвените плащания по привлечени средства за последните дванадесет месеца и средния обем на привлечените средства през този период.

Лихвени проценти по новодоговорени срочни депозити

а) По сектори



б) По валути

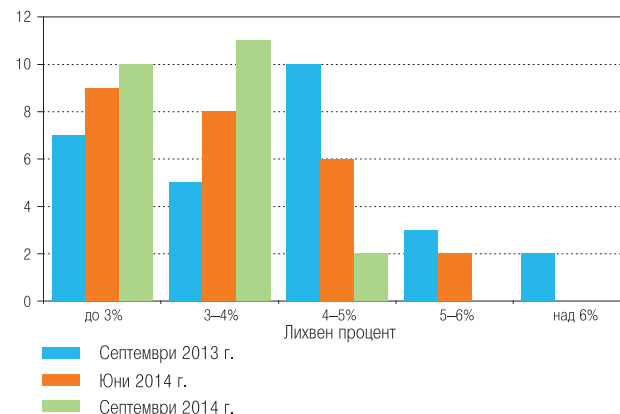


Забележка: Средният лихвен процент се изчислява от лихвените проценти за всички сектори, матуритети и валути, претеглени със съответните обеми новодоговорени депозити.

Източник: БНБ.

Разпределение на лихвените проценти по новодоговорени срочни левови депозити на домакинства

(честота – брой банки)



Източник: БНБ.

През първите девет месеца на 2014 г. лихвените проценти по отпуснатите нови левови кредити за нефинансови предприятия продължиха да спадат. Същевременно лихвените проценти по новодоговорените кредити за предприятия в евро се стабилизираха около нивата, достигнати в края на предходната година. Към септември средният лихвен процент по новите кредити за нефинансови предприятия, деноминирани в левове, възлезе на 6.9%, а по тези в евро – на 8%.³³

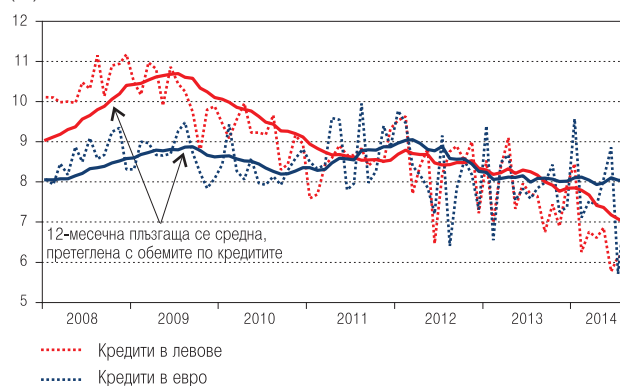
Лихвените проценти по отпуснатите нови потребителски кредити за домакинства отбелязаха известно покачване от началото на 2014 г., което беше компенсирано от намалението на нелихвените разходи по тях (като такси и комисиони), вследствие на което годишният процент на разходите (ГПР) се запази без съществена промяна спрямо предходната година и възлезе на 12.5% към септември.³⁴ Фактор с потенциално влияние за намалението на нелихвения компонент на ГПР по потребителските кредити през третото тримесечие на годината са влезлите в сила от 23 юли промени в Закона за потребителския кредит, с които бяха премахнати начисляваните от банките такси и комисиони, свързани с усвояване и управление на кредитите. Възможна реакция на банките спрямо тези промени е корекцията нагоре на лихвените проценти по предлаганите от тях кредитни продукти за потребителски цели в периода юли – септември.

През първите девет месеца на 2014 г. при жилищните кредити за домакинства се запази тенденцията към плавно понижение на ГПР, започнала от средата на 2010 г., и към септември той възлезе на 7.6%. Това понижение се дължеше главно на лихвения му компонент, докато нелихвените разходи се запазиха приблизително на нивата, достигнати в края на 2013 г. По отношение на жилищните кредити ефектът върху размера на нелихвените разходи вследствие приетите промени в Закона за потребителския кредит беше слаб, като в

³³ Представените стойности на лихвените проценти по кредити за нефинансови предприятия са претеглени средни величини на 12-месечна база.

³⁴ Представените стойности на ГПР и на лихвените проценти по кредитите за потребление и покупка на жилище за домакинства са претеглени средни величини на 12-месечна база.

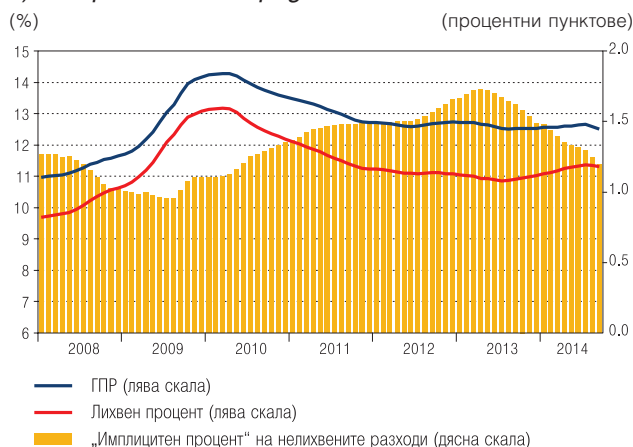
Лихвени проценти по новодоговорени кредити в левове и в евро за нефинансови предприятия (%)



Източник: БНБ.

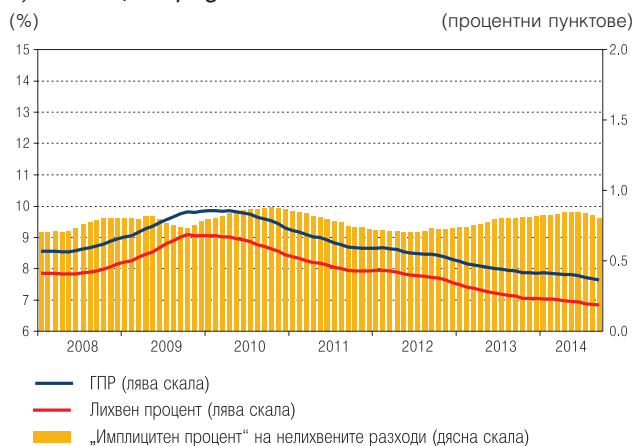
Лихвени проценти и ГПР по новодоговорени кредити за домакинства

а) Потребителски кредити



Източник: БНБ.

б) Жилищни кредити



Забележки: Лихвените проценти са претеглени по матуритети и валути със съответните обеми новодоговорени кредити за 12-месечен период. „Имплицитният процент“ е 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.

периода юли – септември не се наблюдаваше съществено понижение на тези разходи.

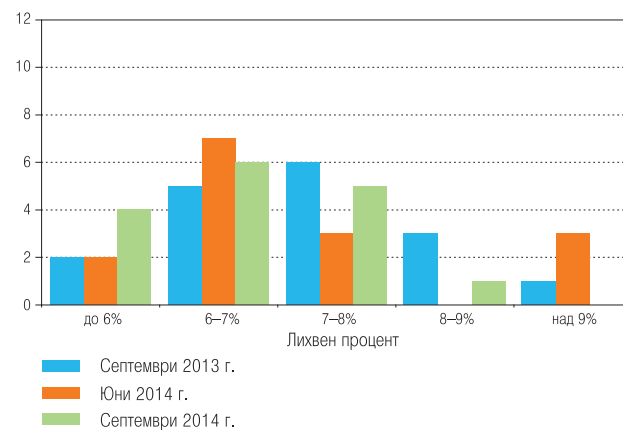
По отношение на разпределението по банки на лихвените проценти по новодоговорени жилищни кредити в евро през септември 2014 г. спрямо юни се наблюдаваше нарастване на броя банки, предлагащи такива кредити с лихва в интервала до 6%, от 7% до 8% и от 8% до 9%, за сметка на броя на банките, които предлагат кредити с лихвени проценти в интервала от 6% до 7% и над 9%. За същия период средното равнище на лихвения процент се повиши с 1 базисна точка до 6.89%, а стандартното отклонение се повиши с 96 базисни точки до 0.97 процентни пункта.

Емисионната политика на правителството в периода юли – септември бе насочена към предлагането както на краткосрочни, така и на средно- и дългосрочни ДЦК с преобладаващ дял на предложените количества съкровищни бонове с матуритет до 1 година. През третото тримесечие на 2014 г. се запази тенденцията, наблюдавана от началото на годината, към понижение на доходността и съответно повишение на цената на дългосрочните ДЦК (със срочност 7 години и 10 години и 6 месеца), емитирани на първичния пазар. Същевременно при средносрочните емисии бе отбелязано повишение спрямо предходните аукциони, проведени по-рано през годината. През септември 2014 г. бе проведен аукцион на краткосрочни ДЦК с матуритет 1 година, като одобрените поръчки бяха за 300 млн. лв. Постигнатата 0.78% доходност бе по-висока в сравнение с предходната емисия на ДЦК със същата срочност през септември 2013 г. (0.60%).

При проведения през септември аукцион на ДЦК със срочност 10 години и 6 месеца се наблюдаваше слабо понижение до 3.12% на доходността в сравнение с доходността от 3.16% при предходния аукцион, проведен през май. При преотварянето на емисията през октомври средната годишна доходност се повиши до 3.5%, като влияние оказва послабият инвеститорски интерес. Същевременно на преотворената през октомври за четвърти път в рамките на годината емисия на 5-годишни ДЦК постигнатата доходност отбеляза леко понижение до 2.42% (2.46% през август).

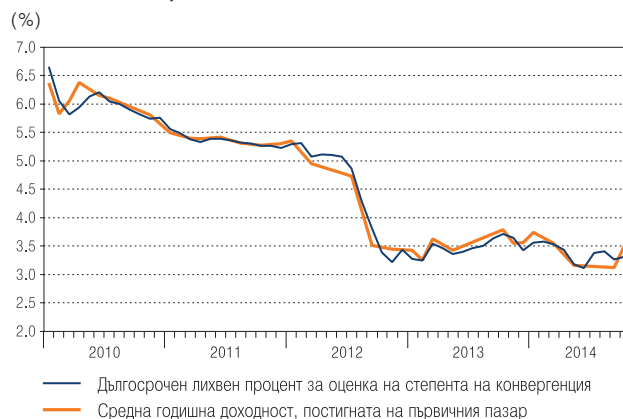
Разпределение на лихвените проценти по новодоговорени жилищни кредити в евро

(честота – брой банки)



Източник: БНБ.

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



Източник: БНБ.

На вторичния пазар на ДЦК дългосрочният лихвен процент, използван за оценка на степента на конвергенция³⁵, отбеляза известно повишение през юли и август, което изцяло се дължи на вътрешни фактори (по мнението на пазарни участници), като усложнената обстановка във вътрешнополитически план, недостатъчното предлагане от МФ на нови количества ДЦК, въздържане от страна на банките да търгуват с дългосрочни дългови инструменти, както и сезонно намаление на търгуваните обеми на този пазар. През септември доходността, при която се търгуваха българските дългови облигации, се понижи в сравнение с летния период. Към октомври дългосрочният лихвен процент възлезе на 3.31% (3.43% в края на 2013 г.).

Наблюдаваната от последното тримесечие на 2013 г. тенденция към намаляване на доходността и покачване цената на търгуваните на вторичния пазар български еврооблигации с падеж юли 2017 г. бе прекъсната през втората половина на юни. От средата на юни до края на октомври цената на тези книжа се характеризираше с известна колебливост, като се движеше в интервала от 107.1 до 108.4 за 100 единици номинална стойност (съответстващи на доходност от 1.16–1.71%). Цената на новите 10-годишни бенчмаркови еврооблигации, емитирани през юни тази година при 3.055% доходност и падеж септември 2024 г., се повиши, съответно доходността по тях се понижи в периода август – октомври и към края на октомври възлезе на 2.92%.

До края на 2014 г. и през първото тримесечие на 2015 г. очакваме лихвените проценти по срочни депозити да продължат тенденцията си към плавен спад вследствие запазващата се висока ликвидност на банковата система, високата норма на спестяване на домакинствата, сравнително ниското търсене на кредитен ресурс, както и поради политиката на ЕЦБ по предоставяне на ликвидност чрез нестандартни мерки. Изплащането от началото на декември 2014 г. на гарантираните депозити на вложителите в КТБ, което ще повиши ликвидността в икономиката, също може да допри-

³⁵ Дългосрочният лихвен процент за оценка степента на конвергенция се определя на база доходността до падеж на вторичния пазар на дългосрочна ценна книга (бенчмарк), емитирана от МФ (сектор „централно държавно управление“) и деноминирана в национална валута.

несе за понижаване на лихвените проценти по депозитите в банковата система. Очакваме лихвените проценти по кредити също слабо да се понижават в резултат от намаляващата цена на привлечения от банките ресурс. Рисковете пред реализацията на прогнозата са свързани, от една страна, с влиянието на отрицателния лихвен процент по депозитното улеснение на ЕЦБ върху лихвите в еврозоната, което евентуално би довело до намаляване на доходността от чуждестранните активи на българските банки и до по-голямо от очакваното понижение на лихвите по новодоговорени депозити в България. От друга страна, евентуално запазване на вътрешната политическа и икономическа несигурност през прогнозния хоризонт би могло да се отрази негативно върху пазара и върху цената на българските ДЦК, което да окаже влияние в посока повишение на лихвените проценти по кредитите.

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

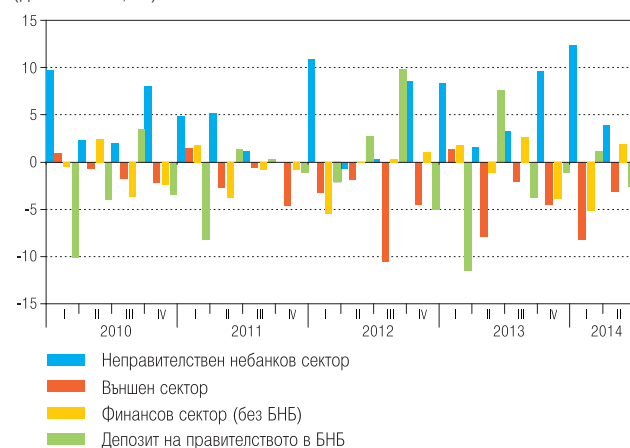
Приходната и разходната политика на правителството, както и операциите по финансирането на бюджета влияят върху разпределението на ликвидност между икономическите сектори.³⁶

През второто тримесечие на 2014 г. външният сектор беше един от основните източници на ликвидност за консолидирания държавен бюджет, като притокът на ликвидни ресурси от този сектор към бюджета възлезе на 3.1% от БВП за тримесечието. През периода април – юни в бюджета постъпиха 619.1 млн. лв. текущи и капиталови помощи по фондове на ЕС. Временно замразените плащания от ЕК по Оперативна програма „Околна среда“ и по две оси на Оперативна програма „Регионално развитие“ оказаха влияние за намаляване размера на възстановените сертифицирани разходи от страна на ЕК по тези програми. Общият размер на получените ликвидни ресурси от външния сектор надвиши с 212.9 млн. лв. стойността

³⁶ 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.

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

(дял от БВП, %)



Източници: МФ, БНБ.

на изплатените лихви и погашенията по външни заеми, както и платената вноска на България в общия бюджет на Европейския съюз.

Преразпределянето на ликвидни средства между бюджета и централната банка може да бъде анализирано чрез изменението на депозита на правителството и бюджетните организации в БНБ. През второто тримесечие депозитът на правителството в централната банка представляваше източник на ликвидност за консолидирания държавен бюджет в размер на 2.3% от БВП за тримесечието. Внесеното от БНБ в бюджета превъзходило приходите над разходите на Банката беше допълнителен източник на ликвидност в размер на 0.3% от БВП за второто тримесечие.

Привлечените финансови потоци от външния сектор и средствата от намалението на депозита на правителството в БНБ бяха преразпределени предимно към неправителствения небанков сектор (в т.ч. чрез финансиране на бюджетния дефицит през периода в размер на 121.7 млн. лв.) и в по-малка степен – към финансовия сектор (без БНБ).

През април – юни финансовият сектор (без БНБ) беше нетен получател на ликвидни ресурси от консолидирания бюджет. През периода бе реализирана положителна нетна емисия на ДЦК в размер на 810.8 млн. лв.

Според информацията, налична към края на октомври, може да се направи оценка, че през третото тримесечие външният сектор има определяща роля като източник на ликвидност за сектор „държавно управление“. Това се дължи главно на реализираната емисия еврооблигации на международните капиталови пазари, постъпленията от която бяха внесени в депозита на правителството в БНБ в началото на юли. Значително по-малко значение като източник на ликвидни ресурси от външния сектор за периода юли – септември имат постъпленията по Структурните и Кохезионния фонд, които са малко по-високи в сравнение с второто тримесечие на годината и възлизат на 559.5 млн. лв. През третото тримесечие на 2014 г. е реализирана отрицателна нетна емисия на ДЦК на вътрешния пазар в размер на 169 млн. лв., поради което консолидираният бюджет нетно е предоставил ликвидни ресурси на финансовия сектор (без БНБ).

3. Икономическа активност

През второто тримесечие на 2014 г. икономическата активност се ускори, но влошаването на очакванията и нагласите на икономическите агенти, отразено в понижаването на краткосрочните конюнктурни показатели през периода юни – октомври 2014 г., представлява сигнал за свиване на вътрешното търсене до края на годината и в началото на 2015 г. Бавното възстановяване на икономиката на основните ни търговски партньори се очаква да продължи и да доведе до умерени темпове на реален растеж на износа на стоки и услуги. В комбинация със забавяне на вътрешното търсене положителният принос на нетния износ за растежа на БВП вероятно ще остане слаб през следващите няколко тримесечия. Очакваме тези тенденции да доведат до забавяне на верижния темп на растеж на БВП през последното тримесечие на 2014 г. и първото на 2015 г.

През второто тримесечие на 2014 г. верижният растеж на реалния БВП³⁷ се ускори спрямо предходното тримесечие под влиянието на разнопосочни фактори.³⁸ Спадът на износа през първото тримесечие, породен от фактори с временен характер³⁹, беше компенсиран през второто тримесечие. Нетният износ допринесе значително за верижния растеж на БВП. Инвестиционната активност се запази умерена, като публичният сектор намали в реално изражение разходите си за инвестиции спрямо високите им нива от първото тримесечие. По-оптимистичните нагласи на фирмите, които преобладаваха до второто тримесечие, са имали, от друга страна, положителен ефект върху инвестиционните им решения. Потреблението на домакинствата прекрати тенденцията си към растеж и отчете на верижна база спад поради влошаване на нагласите на потребителите. Правителственото потребление остана без съществено изменение в реално изражение.

Конюнктурните индикатори се влошиха в периода юни – октомври 2014 г. след значителното им подобряване през първите 5 месе-

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.

³⁷ Цитираните в тази глава данни са според ЕСС '95, освен ако не е указано друго.

³⁸ Експресните оценки на НСИ за сезонно изгладения реален БВП по ЕСС '2010 за третото тримесечие показват 0.5% растеж на верижна база.

³⁹ Профилактиката и строителството на нови мощности в нефтепреработването през първото тримесечие на 2014 г. беше причина за намаляването на износа на стоки в групата „минерални горива и продуктите от тяхната дестилация“ и тази група имаше основен отрицателен принос за спада на износа на стоки и услуги (вж. раздел „Износ и внос на стоки“).

ца на годината. Негативните очаквания за бъдещата бизнес ситуация обхванаха всички сектори на икономиката, а през септември и октомври се влоши по-значително и оценката за текущото бизнес състояние. Показателят за доверието на потребителите спадна през юли и октомври заради по-лоши очаквания за безработицата, икономическата ситуация и финансовото състояние на потребителите.

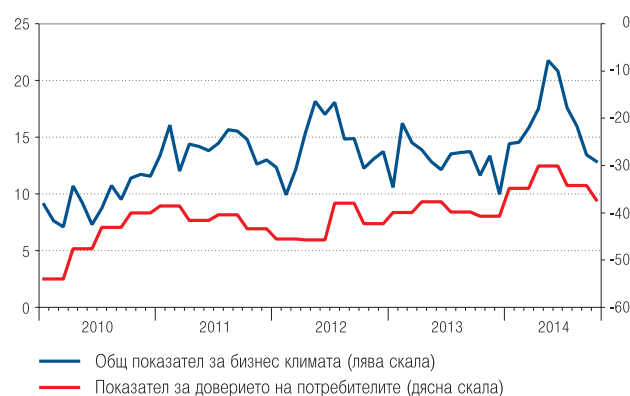
Основна причина за динамиката на конюнктурните индикатори вероятно е несигурността, произтичаща във вътрешен план от текущата политическа и фискална ситуация и от казуса с КТБ, а в международен план – от развитието на кризата между Русия и Украйна и рисковете от забавяне на икономическия растеж в основните ни търговски партньори. Тези фактори очакваме да допринасят за запазването на високата норма на спестяване и да ограничават потребителското и инвестиционното търсене близо до текущите им нива през следващите тримесечия.

Очакваме бавното възстановяване на икономиката на основните ни търговски партньори да продължи и да доведе до умерени темпове на реален растеж на износа на стоки и услуги. В комбинация със забавяне на вътрешното търсене приносът на нетния износ за растежа на БВП вероятно ще остане слаб през следващите няколко тримесечия. Вътрешното търсене очакваме да бъде ограничавано както по линия на по-ниски правителствени инвестиции и потребление, така и от негативните нагласи и очаквания на домакинствата и фирмите.

В съответствие с описаната тримесечна динамика очакваме реалният растеж на БВП на годишна база да се забави през последното тримесечие на 2014 г. и първото на 2015 г. Основен принос за забавянето на растежа на икономическата активност на годишна база ще има по-слабото нарастване на вътрешното търсене.

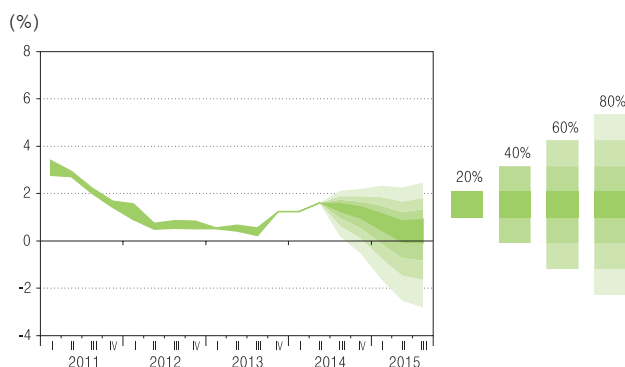
Вътрешната несигурност в страната, свързана с политическата нестабилност и казуса с КТБ, може да доведе до допълнително влошаване на очакванията на потребителите и фирмите относно бъдещата икономическа ситуация. Това може да мотивира по-съществено отлагане на потребление и инвестиционни проекти, водейки до по-слабо вътрешно търсене и по-нисък растеж на БВП. Продължаващи-

Бизнес климат и показател за доверието на потребителите



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Ветрилообразна графика за очаквания годишен темп на изменение на 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 включени ревизиите на оценките за растежа на БВП. Отбелязаната с най-тъмен цвят средна лента в графиката 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 добавят съседните ленти от двете ѝ страни (в еднакъв по-светъл цвят), 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.

Растеж на БВП по компоненти на крайното използване

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

	2011 г.				2012 г.				2013 г.				2014 г.	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Потребление	-0.3	0.5	0.9	0.7	1.1	0.8	0.0	0.1	-1.6	0.3	0.3	0.4	1.9	-0.4
в т.ч.														
Потребление на домакинствата	-0.6	1.0	1.5	0.9	1.4	0.7	0.8	0.6	-5.5	1.3	0.9	1.4	1.1	-0.6
Крайни потребителски разходи на правителството	0.4	1.4	-0.7	0.2	0.1	-1.2	0.7	0.7	-0.1	1.2	0.4	0.1	1.8	0.5
Колективно потребление	1.3	-0.3	-0.6	0.7	0.1	-0.1	0.2	1.4	0.4	1.1	0.7	-0.5	0.3	0.3
Брутно образуване на основен капитал	-2.3	-0.9	0.5	-0.6	0.6	1.7	0.2	-0.1	0.6	0.3	0.9	1.3	0.9	0.8
Износ, СНФУ	5.6	-1.2	3.4	1.4	-5.2	4.3	-1.3	1.8	5.4	-0.3	3.1	0.9	-2.1	2.0
Внос, СНФУ	2.4	-2.3	4.0	1.5	-2.9	6.6	-2.6	-0.6	4.5	1.5	1.9	-1.1	3.8	-1.2
БВП, реален растеж	0.4	0.5	0.2	0.1	0.2	0.2	-0.1	0.0	0.3	0.1	0.5	0.3	0.3	0.5

Източник: НСИ.

те дефлационни процеси, наблюдавани в страната, също крият рискове за ограничаване на разходите на фирмите за инвестиции заради спад на печалбите. Евентуалното забавяне на икономическата активност в Европейския съюз представлява допълнителен фактор с негативно влияние върху реалния растеж. Също така непредвидени проблеми с доставките на газ от Русия в случай на ескалиране на конфликта с Украйна може да засегнат промишления сектор у нас.

Поведение на домакинствата

Несигурната икономическа и политическа среда, сравнително ниските нива на заетост и слабата динамика на доходите от труд продължиха да определят основните тенденции при потреблението на домакинствата, както и при поведението им по отношение на спестяванията и предлагането на труд през първото полугодие на 2014 г. Наличните показатели за поведението на домакинствата дават основания да се очаква, че потребителското търсене ще се задържи на нива близо до наблюдаваните през 2014 г., а нормата на спестяване на домакинствата ще остане висока.

Според сезонно изгладените данни от националните сметки през второто тримесечие на 2014 г. потреблението на домакинствата се понижи на верижна база (с 0.6%). В същото време на годишна база според сезонно неизгладените данни то нарасна несъществено (с 0.3%). Структурата на потребителските разходи показва увеличаване на верижна база на разходите за съобщения, докато в останалите групи разходи се наблюдаваше спад. През второто тримесечие на 2014 г. оборотите в

Частно потребление и доверие на потребителите

(годишно изменение, %)



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

търговията на дребно също се понижиха на верижна база за разлика от предходните тримесечия, като това се дължеше главно на някои от групите стоки за дълготрайна употреба⁴⁰, както и на групата „автомобилни горива и смазочни материали“.

През третото тримесечие на 2014 г. оборотите в търговията на дребно отново се повишиха, което бе сигнал, че понижението в реалното потребление през второто тримесечие е по-скоро временно и вероятно ще бъде преустановено през третото тримесечие. Но от друга страна, през юли и през октомври 2014 г. показателят на потребителското доверие, отчитан от НСИ в Наблюдението на потребителите⁴¹, се понижи вследствие на влошаване на всички подкомпоненти на показателя. Влошаване отчетоха както очакванията за икономическата ситуация и за финансовото състояние на домакинствата, така и очакванията им за безработицата. Тази промяна в нагласите на потребителите за бъдещата финансова и икономическа конюнктура и пазара на труда вероятно е предизвикана от нестабилната политическа среда, както и от ефектите от поставянето на КТБ под специален надзор.

Заетостта остана на сравнително ниски нива въпреки слабото си увеличение в някои сектори, а доходите на домакинствата от работна заплата нараснаха общо за икономиката, но с по-слаби темпове и не във всички сектори. През второто тримесечие на 2014 г. средната работна заплата според сезонно изгладени данни⁴² от националните сметки нарасна по-слабо спрямо предходните тримесечия както в номинално, така и в реално изражение, докато

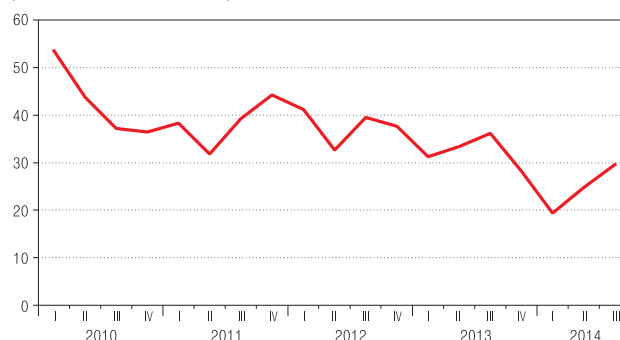
⁴⁰ Основен принос имаше групата „компютърна и комуникационна техника и други потребителски стоки“, както и „битова техника, мебели и други стоки за бита“.

⁴¹ 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 дванайсет месеца на: финансовото състояние и спестяванията на домакинствата, общата икономическа ситуация в страната и безработицата, като последният баланс се взема с обратен знак.

⁴² Сезонното изглаждане на цитираните в този раздел показатели, за които не се предоставят сезонно изгладени данни от НСИ, е извършено с програмата *TRAMO SEATS*, като са използвани автоматични настройки за диагностика и оптимизация на параметрите на изглаждането.

Очаквания за безработицата през следващите 12 месеца

(баланс на мненията, %)



Източник: НСИ – Наблюдение на потребителите.

Очаквания за финансовото състояние и за икономическата ситуация през следващите 12 месеца

(баланс на мненията, %)



Източник: НСИ – Наблюдение на потребителите.

фонд „работна заплата“ не промени съществено динамиката си. Продължи да се наблюдава и тенденцията към по-слабо нарастване спрямо предходните години на доходите от труд на годишна база (според сезонно неизгладените данни за фонд „работна заплата“ и средната работна заплата на един нает). Вероятно причина за това, освен сравнително високата безработица, са и дефлационните процеси в страната и влиянието, което те оказват върху процеса на договаряне на трудовите възнаграждения. През второто тримесечие на 2014 г. по-високо нарастване на възнагражденията се наблюдаваше в някои от секторите с по-ниска средна работна заплата, като „строителство“ и „промишленост“, както и в сектора „професионални, научни, административни и спомагателни дейности“. В сектора „селско, горско и рибно стопанство“, както и в някои от подсекторите на услугите, като „търговия, транспорт, хотелиерство и ресторантьорство“ и „операции с недвижимо имущество“ брутните заплати се понижиха както на годишна, така и на верижна база⁴³. Тази разнопосочна динамика на доходите по сектори, съчетана с ниското ниво на заетост и влошаването на нагласите на домакинствата, се очаква да повлияе за задържане на потреблението близо до текущо наблюдаваните нива.

Делът на спестяванията в разполагаемия доход на домакинствата⁴⁴ (според данни от Наблюдението на домакинските бюджети на НСИ) остана сравнително висок през второто и третото тримесечие на 2014 г. Висок остана и делът на домакинствата, които имат намерение да увеличат спестяванията си през следващите 12 месеца (според Наблюдението на потребителите през юли и октомври 2014 г.). Както през второто, така и през третото тримесечие на 2014 г. продължиха да нарастват нетните активи на домакинствата, измерени чрез нетната им позиция спрямо банковата система (според паричната статистика на БНБ).

Според Наблюдението на работната сила през второто и третото тримесечие на 2014 г.

⁴³ Верижните темпове на изменение на сезонно изгладени числа дават индикации за най-новата динамика на показателите, неподлежащи на базисни ефекти от съответния период на предходната година.

⁴⁴ Разполагаемият доход от данните за домакинските бюджети се получава, като от общия доход се извадят разходите за данъци, социални осигуровки и трансферите.

Склонност на домакинствата към спестяване

(%, дял от разполагаемия доход, средно на лице от домакинство, сезонно изгладени данни) (млн. лв., изменение на тримесечна база, сезонно изгладени данни)



* По данни на НСИ.

** По данни на БНБ.

Източници: НСИ – Наблюдение на домакинските бюджети, БНБ.

предлагането на труд не се променя съществено, като намалението на броя на безработните се дължи до голяма степен на увеличението на заетостта, докато при работната сила не е отчетена съществена промяна. През второто и третото тримесечие на 2014 г. коефициентът на икономическа активност се повиши спрямо първото тримесечие според сезонно изгладени данни главно поради по-същественото намаление на броя лица в трудоспособна възраст. Броят на обезкуражените лица продължи да се понижава, което вероятно е свързано с миграционни процеси. Тъй като според ретроспективни наблюдения предлагането на труд нараства по-силно в периоди на по-високо търсене на труд, то в текущата ситуация, когато очакванията на предприятията за числеността на персонала предполагат запазване на ниско търсене на труд, то и последващото повишение в предлагането на труд ще бъде ограничено.

Равнището на безработица според сезонно изгладените данни от Наблюдението на работната сила се понижи слабо през второто и третото тримесечие на 2014 г. Според данни на Агенцията по заетостта сезонно изгладеното равнище на безработицата⁴⁵ също се понижава слабо през второто и остава сравнително непроменено през третото тримесечие на 2014 г., като към октомври достига 11% (10.7% според сезонно неизгладените данни). Броят на дългосрочно (над 1 година) безработните според данните от Наблюдението на работната сила през второто и третото тримесечие остана сравнително висок, но се понижи като дял от работната сила и възлезе на 6.9%.

Очакванията за запазване на нивата на потреблението и за задържане на висока норма на спестяване през втората половина на 2014 г. може и да не се реализират поради действието на фактори, които биха повлияли негативно върху потребителското доверие, като политическата несигурност, динамиката на заетостта и доходите, както и последствията за домакинствата от поставянето на КТБ под специален надзор. Заетостта и доходите от своя страна до голяма степен зависят от нагласите на фирмите да разширяват икономическата си активност и свързаното с това намерение да увеличават персонала.

⁴⁵ Агенция по заетостта използва постоянно ниво на работната сила.

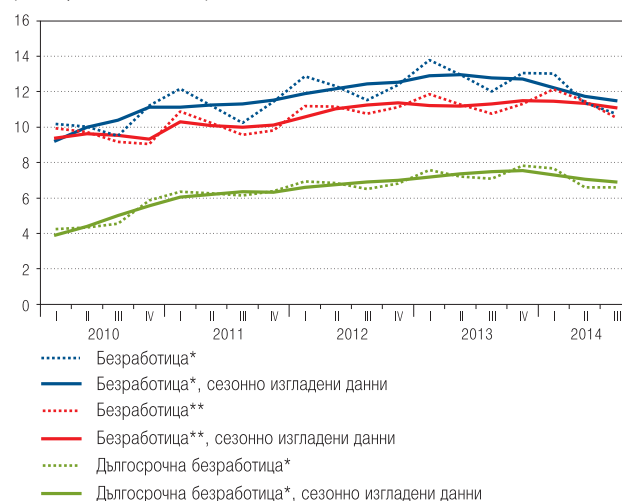
Икономическа активност и дял на обезкуражените лица



Източници: НСИ – Наблюдение на работната сила, изчисления на БНБ.

Безработица

(% от работната сила)



* По данни на НСИ.

** По данни на Агенцията по заетостта.

Източници: НСИ – Наблюдение на работната сила, Агенция по заетостта, изчисления на БНБ.

Динамика на заетостта и доходите

	2011 г.				2012 г.				2013 г.				2014 г.	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
(% , спрямо предходното тримесечие; сезонно изгладени данни)														
Заети	-0.2	-0.6	-0.9	-0.6	-0.7	-1.0	0.1	-0.2	-0.2	0.4	-0.2	-0.1	0.2	0.0
Номинална работна заплата на 1 нает*	1.2	2.7	2.1	1.9	1.9	2.4	2.0	1.7	1.5	0.6	0.6	0.9	0.6	0.5
Реална работна заплата на 1 нает**	0.5	2.7	1.6	-0.1	2.2	1.9	1.2	1.5	1.2	1.0	0.9	1.6	0.8	0.7
Фонд „работна заплата“, номинално изражение	1.2	2.0	1.4	1.6	1.2	1.8	2.0	1.0	1.4	0.6	0.4	0.7	0.5	0.7
Фонд „работна заплата“, реално изражение**	-1.2	2.0	0.6	0.2	1.7	0.9	1.1	0.7	1.4	0.8	0.5	1.4	1.0	1.1
(% , спрямо съответното тримесечие на предходната година; сезонно неизгладени данни)														
Заети	-1.6	-2.3	-2.3	-2.6	-2.3	-3.5	-1.9	-2.3	-1.7	0.7	-0.1	-0.7	0.3	0.3
Номинална работна заплата на 1 нает*	0.5	7.1	8.5	8.8	7.1	7.9	8.5	8.3	9.6	5.9	3.6	4.0	2.5	2.3
Реална работна заплата на 1 нает**	-3.8	3.6	5.2	6.1	5.2	6.0	5.4	5.3	7.3	4.8	4.3	5.1	4.4	4.0
Фонд „работна заплата“, номинално изражение	-0.8	5.6	7.2	6.3	4.9	5.9	7.7	5.5	7.1	5.4	2.8	3.1	1.9	2.5
Фонд „работна заплата“, реално изражение**	-5.0	2.1	4.0	3.6	3.0	4.0	4.5	2.6	4.8	4.3	3.5	4.1	3.8	4.2

* 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)

	2011 г.				2012 г.				2013 г.				2014 г.		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
Търговия на дребно, без автомобили и мотоциклети в т.ч.	0.4	-0.4	-0.3	0.7	5.8	-1.4	0.0	-0.6	0.8	1.8	1.9	1.4	1.7	-0.4	2.3
Хранителни стоки, напитки и тютюневи изделия	0.6	0.3	1.0	1.2	1.6	0.7	0.4	0.6	-3.1	2.9	7.1	-4.3	1.2	1.1	1.7
Текстил, облекло, обувки и кожени изделия	1.9	-1.2	-2.1	-0.2	10.0	-3.9	1.9	1.9	6.7	4.1	2.7	-0.4	-0.1	-1.1	1.3
Битова техника, мебели и други стоки за бита	-0.5	-2.1	-0.1	1.2	9.2	-0.4	-2.5	-1.1	0.4	1.8	2.8	4.0	0.9	-2.3	1.2
Компютърна и комуникационна техника и др.	-3.8	-0.1	-1.5	0.6	-1.8	-0.3	-0.5	-7.7	2.2	2.7	1.8	5.5	5.9	-3.5	3.8
Фармацевтични и медицински стоки, козметика и тоалетни принадлежности	-0.3	3.3	1.8	5.6	3.8	-0.2	0.5	-4.2	-1.4	3.3	3.4	2.7	0.2	-1.3	1.4
Неспециализирани магазини с разнообразни стоки	2.0	0.5	-1.1	0.0	6.2	-2.3	1.1	2.6	2.9	7.0	-2.5	0.5	0.8	0.1	-2.3
Автомобилни горива и смазочни материали	-1.7	-2.1	-1.4	1.1	4.4	0.2	2.5	1.0	-0.9	3.4	-1.3	-2.4	-0.5	-2.1	10.6

Източник: НСИ – Наблюдение на вътрешната търговия.

Влияние на фискалната политика върху икономиката

Влошаването на бюджетната позиция на страната продължи да се задълбочава и през третото тримесечие на 2014 г., като тенденцията към относително слаб растеж на общите приходи и към поддържане на високи темпове на нарастване на бюджетните разходи от второто тримесечие на годината се запази и до края на септември. С основен принос за нарастването на общите разходи продължиха да бъдат социалните и капиталовите разходи, чрез което фискалната политика на правителството оказваше положително влияние върху общите инвестиции в страната и върху разполагаемия доход на домакинствата.

През периода юни – септември се наблюдаваше леко ускоряване на растежа на данъчните постъпления в резултат от по-благоприятната динамика на преките данъци (без осигурителни вноски) и от забавянето в темпа на спад на косвените данъци. Приходите от ДДС започнаха плавно да се възстановяват, най-вече поради отслабване на влиянието на еднократните фактори, които действаха в посока намаление на постъпленията от ДДС в началото на годината, и в по-малка степен в резултат от предприетите от служебното правителство мерки за подобряване на събираемостта от Агенция „Митници“. Същевременно приходите от ДДС и акцизи продължиха значително да изостават спрямо заложеното в ЗДБРБ за 2014 г. ниво. Това се дължеше до голяма степен на ниския номинален растеж на потреблението на домакинствата, принос за което имаше и запазването на низходящата динамика на цените. Не бяха реализирани и заложените в бюджетната рамка положителни резултати от мерки за повишаване на събираемостта на данъците при стоки с повишен фискален риск. Разминаването между реализираните и заложените бюджетни приходи нарасна и поради свиването на неданъчните приходи и изоставането на постъпленията от помощи вследствие на временно спрени плащания от ЕК по Оперативна програма „Околна среда“ и по две оси на Оперативна програма „Регионално развитие“.

Въпреки все по-ясно очертаващите се проблеми при изпълнението на приходната част на бюджета бюджетните разходи продължиха да нарастват с относително високи темпове, което доведе до допълнително влошаване на бюджетната позиция. Социалните плащания и капиталовите разходи запазиха водещата си роля за растежа на общите разходи. Планираното индексирание на всички пенсии с 2.7% от 1 юли бе реализирано и допринесе за нарастване на дела на бюджетните трансфери в разполагаемия доход на домакинствата.

През първите девет месеца на 2014 г. продължи ускореното разходване на средства по програми на ЕС, което бе в основата на запазенения висок растеж на капиталовите разходи. Продължаването на работата по вече започнати проекти с цел минимизиране на рисковете от загуба на средства от ЕС в края на програмния период не позволи да се приложи

Принос на основните групи приходи за растежа на общите приходи и помощи (по месеци на годишна база)

(%, процентни пунктове)



Източници: МФ, изчисления на БНБ.

Принос на основните групи данъци за растежа на данъчните приходи (по месеци на годишна база)

(%, процентни пунктове)



Източници: МФ, изчисления на БНБ.

по-значително ограничаване на публичните инвестиции и те запазиха своята важна роля за брутното образуване на основен капитал общо за икономиката. Същевременно разминаването между времето на извършването на тези разходи и на възстановяването им от ЕС продължи да влияе негативно върху натрупания дефицит по консолидираната фискална програма на касова основа.

През първата половина на 2014 г. по данните за сектор „държавно управление“ от националните сметки капиталовите разходи на правителството в реално изражение продължиха да нарастват на годишна база⁴⁶, а на верижна база през второто тримесечие те отбелязаха спад спрямо високите нива от първите три месеца на годината.

И през второто тримесечие на 2014 г. приносът на правителственото потребление за растежа на БВП остана положителен, но бе по-нисък спрямо предходното тримесечие. Запази се тенденцията нарастването на правителственото потребление да се определя от темпа на растеж на разходите за заплати и за здравеопазване. Разходите за издръжка отбелязаха минимален спад спрямо нивото от предходната година.

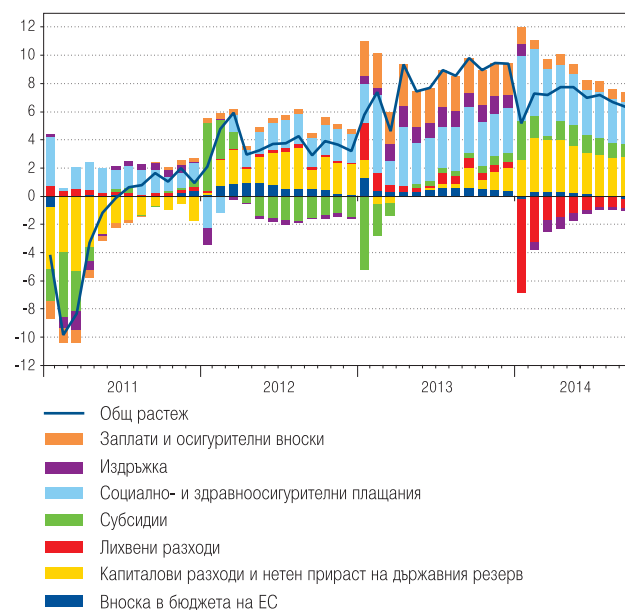
Внесеният в Народното събрание на 11 ноември 2014 г. Закон за изменение и допълнение на ЗДБРБ за 2014 г. (ЗИДЗДБРБ 2014 г.) предвижда увеличение на разходите на правителството⁴⁷, като в резултат може да се очаква запазване на относително висок принос на реалния растеж на инвестициите на сектор „държавно управление“ за нарастването на общите инвестиции в икономиката до края на 2014 г. Социалните плащания ще останат основният инструмент за въздействие на фискалната политика на правителството върху разполагаемия доход на домакинствата. Правителственото потребление ще продължи да има положителен принос за растежа на БВП и през четвъртото тримесечие на 2014 г.,

⁴⁶ Използвани са данни по ЕСС '2010 поради липса на данни по ЕСС '95.

⁴⁷ В мотивите към проекта на ЗИДЗДБРБ 2014 г. е посочено, че вследствие на предприетите от служебното правителство действия се очаква до края на 2014 г. да бъдат възстановени плащанията към бенефициенти и изпълнители по оперативните програми, по които възстановяването на сертифицираните разходи бе временно спряно от ЕК.

Принос на основните групи разходи за общото им нарастване (по месеци на годишна база)

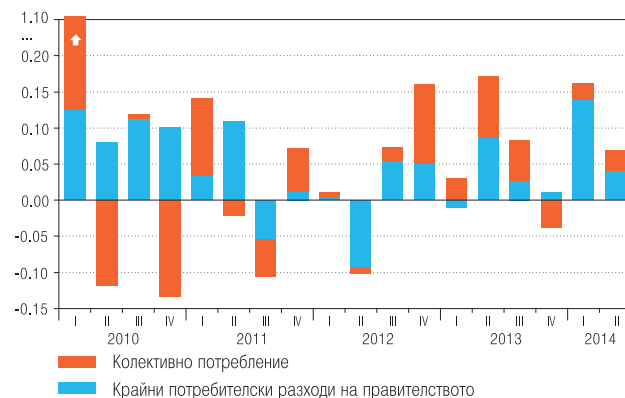
(%, процентни пунктове)



Източници: МФ, изчисления на БНБ.

Принос на правителственото потребление за реалния растеж на БВП

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



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Приходи, разходи и бюджетно салдо по КФП за 2013–2014 г.

Консолидирана фискална програма	2013 г.										2014 г.				2013 г.		2014 г.	
	I		II		III		IV		Общо		I		II		Януари – септември ¹		Януари – септември ¹	
	млн. лв.	% ²	млн. лв.	% ²	млн. лв.	% ²	млн. лв.	% ²	млн. лв.	% ²	млн. лв.	% ²	млн. лв.	% ²	млн. лв.	% ²	млн. лв.	% ²
Общо приходи и помощи	6 158	3.4	8 008	10.2	7 142	5.6	7 670	2.5	28 977	5.5	6 576	6.8	7 594.9	-5.2	21 308	6.6	21 556	1.2
Данъчни приходи	5 118	3.3	5 767	2.8	5 638	3.8	5 847	5.7	22 370	3.9	5 200	1.6	5 979.8	3.7	16 523	3.3	17 075	3.3
Корпоративен данък	464	-10.9	450	1.3	192	-27.6	446	80.8	1 553	5.1	453	-2.4	496.0	10.2	1 106	-10.2	1 168	5.6
Данък върху доходите на физическите лица	512	-1.3	596	-6.6	628	15.2	613	2.8	2 348	2.2	623	21.6	677.9	13.8	1 200	1.7	1 935	12.5
Данък върху добавената стойност	1804	16.0	1 805	-3.2	1 872	2.2	1 885	-0.8	7 366	3.0	1 617	-10.3	1 869.3	3.5	5 480	4.4	5 515	0.6
Акцизи	806	-5.6	1 001	2.5	1 185	0.2	1 065	2.7	4 056	0.2	855	6.1	979.7	-2.1	2 991	-0.7	2 987	-0.1
Мита и митнически такси	32	14.4	34	18.2	44	36.0	36	26.4	146	24.2	35	9.6	35.1	2.1	110	23.5	112	1.3
Социално- и здравно-осигурителни вноски	1 319	2.3	1 587	14.0	1 551	10.9	1 603	5.7	6 060	8.3	1 396	5.8	1 641.3	3.4	4 467	9.6	4 681	4.8
Други данъци	182	-4.0	294	10.3	165	-6.7	199	-3.7	840	0.0	221	21.6	280.5	-4.5	649	0.6	677	4.3
Неданъчни приходи	886	7.0	1 306	11.6	727	-13.6	1 031	40.7	3 951	10.6	859	-3.1	965.6	-26.0	2 919	2.7	2 698	-7.6
Помощи	153	-11.5	935	91.7	776	59.6	791	-35.1	2 656	12.2	518	238.0	649.4	-30.6	1 865	62.6	1 783	-4.4
Общо разходи (вкл. вноската в бюджета на ЕС)	6 956	4.6	7 216	10.8	7 497	14.1	8 749	8.1	30 418	9.3	7 451	7.1	7 716.6	6.9	21 668	9.8	23 039	6.3
Заплати и осигурителни вноски	1 347	12.7	1 446	13.7	1 424	11.8	1 606	9.5	5 823	11.8	1 396	3.7	1 492.4	3.2	4 215	12.7	4 359	3.4
Издръжка	1 078	7.3	1 113	5.2	1 026	6.3	1 480	1.9	4 697	4.8	1 016	-5.7	1 145.5	34.1	3 223	7.0	3 190	-1.0
Лихви	319	10.3	61	-13.6	275	72.9	34	-37.2	689	20.3	200	-37.4	40.6	-33.4	655	26.3	511	-22.0
Социално осигуряване, подпомагане и грижи	3 047	4.2	3 239	9.8	3 202	8.5	3 258	8.0	12 747	7.6	3 375	10.8	3 363.5	3.8	9 491	7.2	10 127	6.7
Субсидии	311	-15.1	340	39.8	279	15.7	487	27.2	1 417	14.9	329	5.7	510.2	50.2	928	9.1	1 130	21.9
Капиталови разходи и прираст на държавния резерв	525	-6.3	811	6.7	1 077	31.6	1 698	10.2	4 112	11.7	786	49.5	951.5	17.3	2 409	13.0	3 021	25.4
Вноска в общия бюджет на Европейския съюз	328	6.9	206	28.6	214	31.7	187	3.6	934	15.4	349	6.4	212.9	3.6	747	18.8	700	-6.3
Бюджетно салдо, касова основа	-798	-107	792	39	-355	-546	-1 079	-468	-1 441	-1 082	-875	-77	-122	-913	-360	-609	-1 483	-1 123

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

¹ На база предварителните месечни данни за 2013 г. и 2014 г. за изпълнението на КФП.

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

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

Източник: МФ.

като влияние върху потреблението ще окажат заложените в ЗИДЗДБРБ за 2014 г. допълнителни средства за покриване на недостига при разходите за заплати и здравеопазване.

Предвид необходимостта от спазването на националните фискални правила в съответствие с влезлия през 2014 г. в сила Закон за публичните финанси и изискванията на Пакта за стабилност и растеж в бюджетната рамка за 2015 г. следва да бъдат заложени мерки за фискална консолидация.

Поведение на фирмите и конкурентоспособност

През второто тримесечие на 2014 г. верижният растеж на добавена стойност в реално изражение се ускори слабо спрямо наблюдавания през първото тримесечие и възлезе на 0.6% според сезонно изгладените данни от националните сметки. Основен принос за растежа на икономическата активност имаше секторът на услугите, докато промишлеността допринесе в по-малка степен за растежа на добавената стойност.

През второто тримесечие на 2014 г. промишленият оборот в номинално изражение нарасна, за което допринесе растежът на приходите от продажби както на вътрешния, така и на външния пазар. Приходите от продажби на външния пазар отбелязаха спад през първото тримесечие на 2014 г., което се дължеше на дейностите, свързани с профилактика и изграждане на нови мощности в нефтепреработването.⁴⁸ През второто тримесечие на годината беше отчетено повишение на промишления оборот както на външния, така и на вътрешния пазар. От друга страна, през юли промишления оборот в номинално изражение отчете спад, последван от растеж през август и септември. Очакваме наблюдаваната колебливост в динамиката на приходите на фирмите в промишлеността да продължи да оказва неблагоприятно влияние върху намеренията им да реализират инвестиционните си проекти, както и да увеличат броя на персонала през последното тримесечие на 2014 г. и първите три месеца на 2015 г.

След като отбеляза растеж през първото тримесечие на 2014 г., индексът на промишленото производство по съпоставими цени спадна на верижна база както през второто, така и през третото тримесечие на годината. Въпреки спада на промишленото производство, през юли и октомври беше измерено по-високо ниво на натоварване на производствените мощности в промишлеността. Това несъответствие се дължи на увеличеното производство в подсектори с по-висока от средната натовареност на мощностите, като „производство на основни метали“ и

⁴⁸ Месечен бюлетин на Министерството на финансите за изпълнението на бюджета, март 2014 г., с. 6. Използвана е информация, публикувана от пресцентъра на „ЛУКОЙЛ Нефтохим“ в уебсайта на предприятието. Вж. *Икономически преглед*, 2014, № 2, с. 61.

Прираст на добавената стойност и принос по сектори

(%, процентни пунктове, спрямо предходното тримесечие)



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

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Динамика на оборота в промишлеността

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



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

„производство на метални изделия, без машини и оборудване“, и понижение в подсекторите с обичайно по-ниско от средното натоварване на производствените мощности, като „печатна дейност и възпроизвеждане на записани носители“. При запазване на по-високото натоварване на производствените мощности през следващите тримесечия може да се наблюдава подобрене на инвестиционната активност в някои подсектори на промишлеността с цел разширяване на производствения капацитет. Въпреки това очакваме преобладаващата тенденция към слаба инвестиционна активност в промишлеността да се запази поради повишената несигурност в международната среда и понижените очаквания на мениджърите за бъдещата икономическа активност.

След слабото възстановяване на икономическата активност в строителството през първото тримесечие на 2014 г., през второто тримесечие се наблюдаваше спад на верижна база на брутната добавена стойност. Индексът на строителната продукция по съпоставими цени остана непроменен през второто спрямо първото тримесечие на 2014 г., а през третото тримесечие слабо се повиши. Това се дължеше главно на увеличение на гражданското/инженерното строителство, докато строителството на жилищни сгради имаше отрицателен принос. За момента не се наблюдава възстановяване на търсенето на жилищния пазар, като данните от имотния регистър сочат слаба динамика на продажбите. Данните за започнатото строителство на нови сгради (в частност на жилищни сгради) отчетоха силно увеличение през първите две тримесечия на 2014 г., но тази тенденция беше преустановена през третото тримесечие. Според мениджърите в сектора влиянието на ограничаващите фактори – финансови проблеми и недостатъчно търсене – силно е намаляло през 2014 г.

Верижният растеж на икономическата активност в услугите се ускори през второто тримесечие на 2014 г. Подсекторите, свързани с предоставяне на бизнес услуги, както и търговията⁴⁹ имаха основен положителен принос за повишението на брутната добавена стойност в икономиката. Сред подсекторите, предоставящи

⁴⁹ Пълното наименование на сектора според националните сметки е „търговия, ремонт на автомобили и мотоциклети; транспорт, складиране и пощи; хотелиерство и ресторантьорство“.

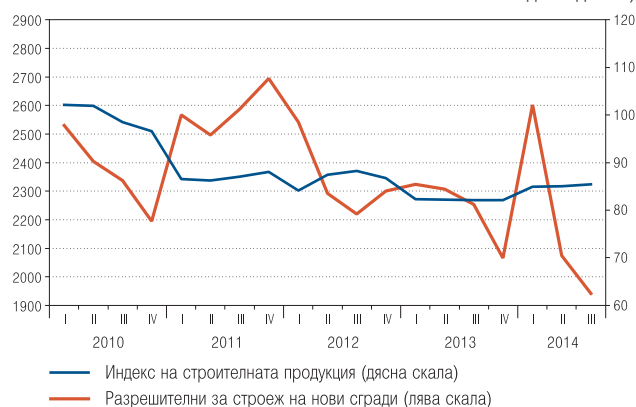
Индекс на промишленото производство и натовареност на производствените мощности в промишлеността



Източници: НСИ – Наблюдение на бизнес тенденциите в промишлеността, изчисления на БНБ.

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

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



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

основно бизнес услуги, най-висок положителен принос за растежа през второто тримесечие на 2014 г. имаха „финансови и застрахователни дейности“ и „създаване и разпространение на информация и творчески продукти, далекосъобщения“.

В търговията понижението на частното потребление се отрази отрицателно върху приходите от продажби през второто тримесечие на 2014 г. Поради повишената несигурност домакинствата предпочетоха да ограничат разходите си за стоки за дълготрайна употреба и пренасочиха търсенето си към стоки за краткотрайна употреба. Това твърдение може да се подкрепи със сезонно изгладените данни за оборотите по съпоставими цени от краткосрочната статистика. Основен отрицателен принос за спада на приходите от продажби през второто тримесечие имаха „компютърна и комуникационна техника и други потребителски стоки“ и „битова техника, мебели и други стоки за бита“. От друга страна, през третото тримесечие се наблюдаваше повишено търсене на горива⁵⁰, което беше по-голямо от обичайното за сезона.

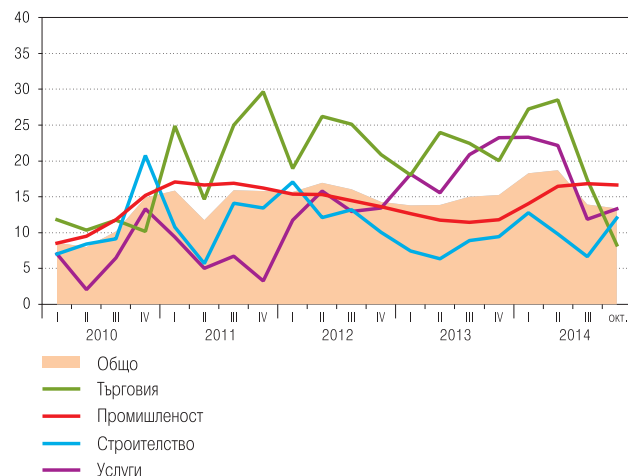
Очакванията на мениджърите за бъдещата активност общо за икономиката се понижиха през третото спрямо второто тримесечие на 2014 г. От юни започна да се натрупва напрежение в българската икономика, породено от вътрешни фактори – политическа нестабилност и спекулативни атаки срещу банки, което повлия за засиления песимизъм, намерил проявление в конюнктурните индикатори за месеца. През юли спадът в индикаторите за бизнес климата и потребителското доверие съвпадна с понижението на същите индикатори за ЕС, като причина за синхронното влошаване на очакванията най-вероятно бе ескалирането на напрежението между Русия и Украйна, предприемането от страна на ЕС на санкции срещу Русия и съответно на санкциите на Русия срещу ЕС.⁵¹ Индикаторите за нагласите в промишлеността и в строителството се движеха в съответствие с общите тенденции в ЕС, което показва, че вътрешните фактори имат слабо влияние върху доверието в тези сектори. Също

⁵⁰ Пълното наименование на групата е „автомобилни горива и смазочни материали“.

⁵¹ Обсъжданите данни са взети от наблюдения на ЕК за бизнес тенденциите в ЕС.

Очаквания за бъдещата икономическа активност

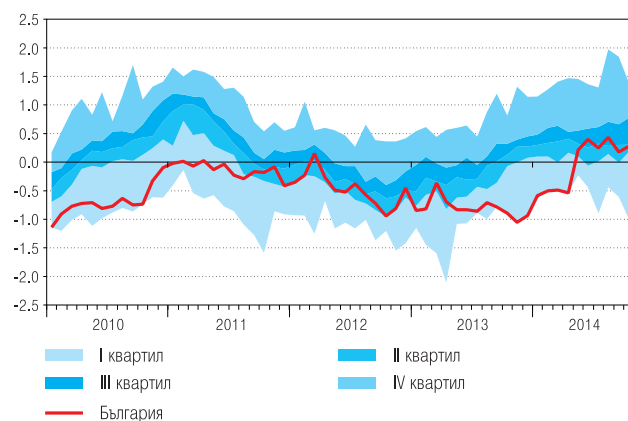
(баланс на мненията, %; сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Показател за доверието на сектора на промишлеността в ЕС

(%, сезонно изгладени данни; разпределение по квартали)

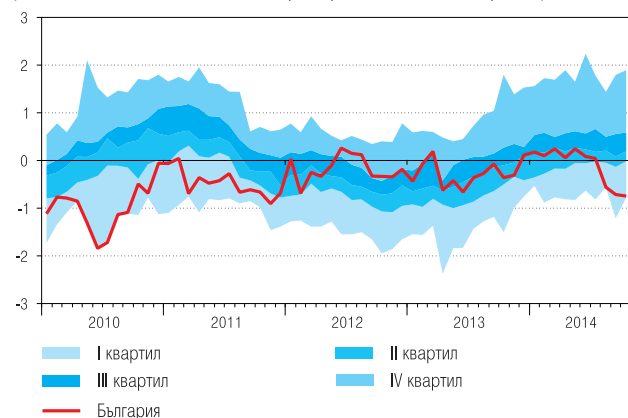


Забележка: Графиката представя разпределението по квартали на индикатора за държавите – членки на ЕС. Всеки сегмент съдържа 25% от държавите членки: най-ниският представя първите 25% с най-ниски стойности на индикатора, следващият сегмент представя 25% от страни с по-високи стойности на показателя, а най-горният включва страните с най-високи стойности. Данните за България са представени с линия.

Източници: ЕК, изчисления на БНБ.

Показател за доверието на сектора на услугите в ЕС

(%, сезонно изгладени данни; разпределение по квартали)



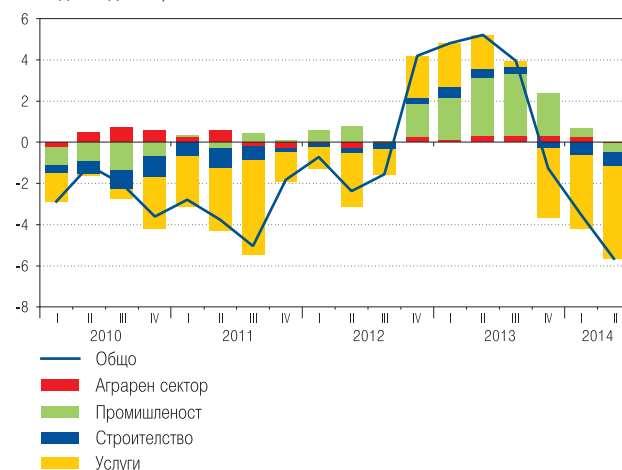
Източници: ЕК, изчисления на БНБ.

така очакванията на мениджърите в промишлеността бяха повлияни и от все още високата им оценка за получените нови поръчки както от страната, така и от чужбина. Наблюдението на бизнес тенденциите в услугите показва, че вътрешните фактори са имали най-силен негативен ефект върху търсенето на услуги и върху очакванията за бъдещото търсене, което започна да спада от юни 2014 г. В сектора на търговията очакванията за бизнес състоянието през следващите 3 месеца, както и очакванията за поръчки към доставчиците през следващите 3 месеца се влошиха още от края на май. Тези индикатори изглеждат най-силно негативно засегнати от вътрешните фактори.

Според данните от националните сметки през второто тримесечие на 2014 г. инвестициите в основен капитал нарастват на верижна база в реално и номинално изражение. Номиналните разходи за придобиване на ДМА, които дават представа за разпределението на инвестициите по сектори, показват спад на инвестиционната активност главно в услугите. Подсекторите в услугите, които имат най-голям отрицателен принос, са търговията и операциите с недвижими имоти. Продължителният период на политическа несигурност, а вероятно и дефлационните процеси в икономиката са се отразили неблагоприятно върху намерението на мениджърите в тези подсектори на услугите да реализират инвестиционните си проекти.

Брутният опериращ излишък, който е приближение за печалбата на фирмите и съответно дава представа за тяхното финансово състояние, през второто тримесечие на 2014 г. се повиши слабо на верижна база. Основен положителен принос за това имаха секторите, предоставящи финансови и бизнес услуги, както и промишлеността. В експортноориентирания сектор на промишлеността повишението на износа най-вероятно е компенсирало продължаващия спад на международните цени, което от своя страна е допринесло за увеличение на опериращия излишък в сектора. От друга страна, опериращият излишък на фирмите, предоставящи финансови и бизнес услуги, се повиши поради по-високата икономическа активност общо в страната към второто тримесечие на 2014 г. и поради понижението на разходите им за труд.

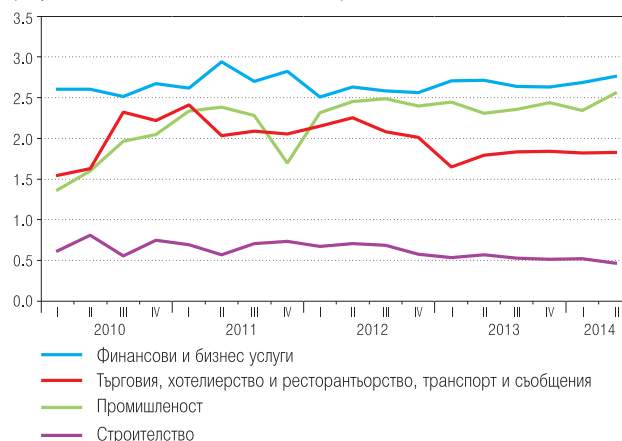
Принос по отрасли за тримесечния темп на изменение на разходите за придобиване на ДМА
(%, процентни пунктове към растежа на верижна база, сезонно изгладени данни)



Забележка: Данните по тримесечия са предварителни поради липса на окончателни данни.

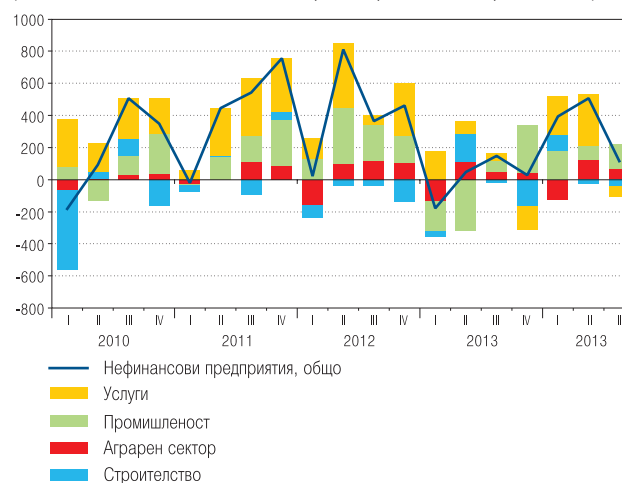
Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Брутен опериращ излишък по текущи цени
(млрд. лв., сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Банкови кредити за нефинансови предприятия
(млн. лв., изменение на обема спрямо предходното тримесечие)



Източник: БНБ.

Банковият кредит за нефинансовите предприятия нарасна през второто тримесечие на 2014 г., като основен принос за това имаха търговията и операциите с недвижими имоти. През третото тримесечие увеличението на кредита беше по-слабо и се дължеше най-вече на селското стопанство и промишлеността. Въпреки нарастването на банковия кредит общо за икономиката към второто тримесечие преките чуждестранни инвестиции продължиха да бъдат основен източник на финансиране, различен от брутния опериращ излишък. Притокът им бе съсредоточен главно в услугите, без „финансово посредничество“, като най-голям принос за нарастването им имаше подсектор „операции с недвижими имоти“. В индустрията се наблюдаваше слабо забавяне на положителния приток на финансови ресурси, различни от опериращия излишък, поради повишението на печалбата на фирмите в него и съответно на способността им да се самофинансират.

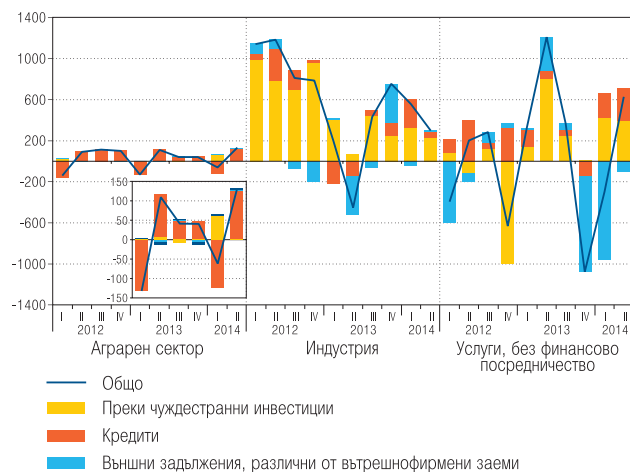
Подобриенето на икономическата активност в услугите през второто тримесечие на 2014 г. допринесе за нарастването на заетостта в сектора. Фирмите в останалите сектори останаха предпазливи предвид несигурността за бъдещата икономическа активност. В резултат заетостта общо в икономиката остана непроменена спрямо първото тримесечие на 2014 г. Увеличението на заетостта в услугите най-вероятно ще бъде временно, тъй като очакванията на мениджърите в сектора относно числеността на персонала започнаха да се влошават през май и запазиха тази тенденция до октомври.

Производителността на труда запази тенденцията си към нарастване, като темпът ѝ на растеж през второто тримесечие остана слаб и близък до наблюдавания през първото тримесечие на 2014 г. В сектора на услугите верижният темп бе близо до нула, а в промишлеността – сектор, изложен на силна конкуренция на международните пазари – темпът на нарастване бе най-висок.

Повишаването на производителността на труда не успя изцяло да компенсира нарастването на компенсацията на наетите, което допринесе за увеличението на номиналните разходи за труд на единица продукция през второто спрямо първото тримесечие на 2014 г. В промишлеността, с цел запазване на конкурент-

Източници на финансиране*

(млн. лв., изменение на обема спрямо предходното тримесечие)



* Представени са източниците на финансиране, различни от брутния опериращ излишък.

Източник: 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.

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

(%, спрямо предходното тримесечие, сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

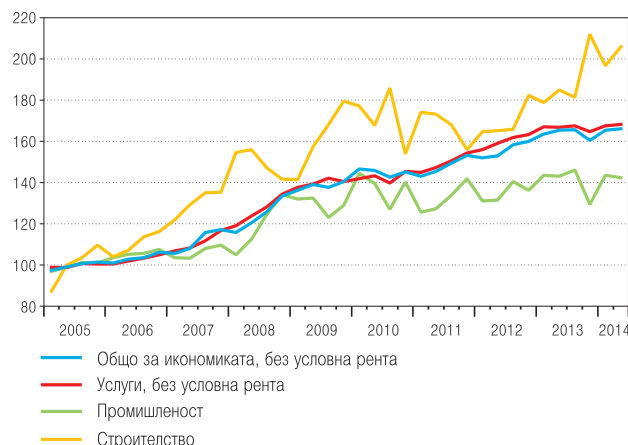
ните позиции на сектора на международните пазари, продължи да се наблюдава политика на понижаване на разходите за труд. Тази тенденция се наблюдава и в реално изражение, като реалните разходи за труд на единица продукция в промишлеността продължиха да са по-ниски спрямо периода преди 2009 г.

Разбивката на растежа на реалния БВП по производствени фактори показва, че през второто тримесечие на 2014 г. тенденцията за увеличаване на приноса на капитала се е запазила. По-високият принос на капитала за растежа на реалния БВП се дължи, от една страна, на увеличението на инвестициите в основен капитал, но от друга страна – и на по-високото натоварване на производствените мощности. Приносът на труда остава минимален предвид слабата динамика на заетостта, а общата факторна производителност има отрицателен принос за растежа.

Очаква се натрупването на външни и вътрешни за страната фактори, допринасящи за увеличение на несигурността, да повлияе отрицателно върху инвестиционната активност на фирмите. Очакваме забавянето на темпа на растеж на вътрешното търсене, както и увеличената несигурност също да допринесат за слаба динамика на заетостта през втората половина на 2014 г. и през първото тримесечие на 2015 г.

Номинални разходи за труд на единица продукция

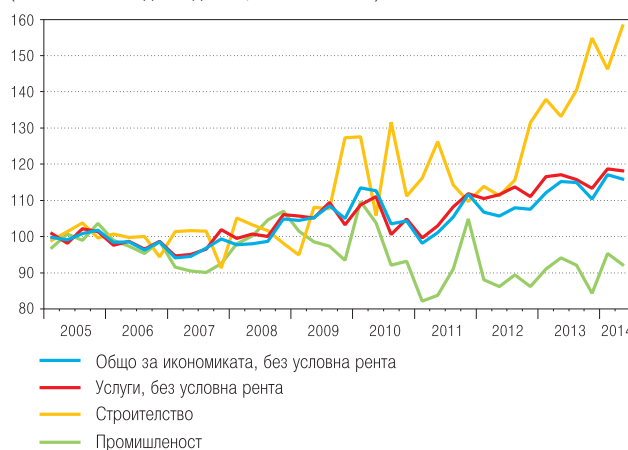
(сезонно изгладени данни; 2005 г. = 100)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Реални разходи за труд на единица продукция

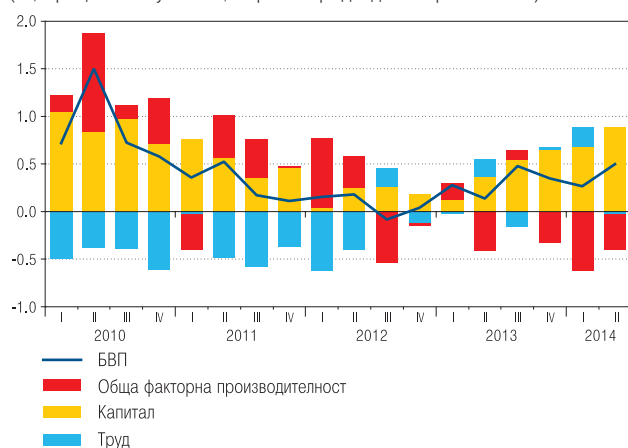
(сезонно изгладени данни; 2005 г. = 100)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Принос на изменението на факторите на производството за растежа на БВП

(%, процентни пунктове, спрямо предходното тримесечие)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Растеж на brutната добавена стойност

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

	2011 г.				2012 г.				2013 г.				2014 г.	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Селско и горско стопанство, лов и риболов	2.0	-1.5	0.6	-2.2	-0.9	-3.2	0.0	0.7	1.5	0.8	-0.7	0.3	-1.7	0.5
Добивна промишленост; преработваща промишленост; производство и разпределение на електрическа и топлинна енергия и на газообразни горива; доставяне на води; канализационни услуги, управление на отпадъци и възстановяване	3.4	1.1	-0.4	0.1	1.0	0.8	-0.1	0.7	-0.8	0.9	0.0	2.1	0.3	1.3
Строителство	-1.5	1.9	1.4	-0.1	-0.7	-0.6	-1.8	-2.3	0.7	-0.3	0.5	-0.5	0.2	-0.4
Търговия, ремонт на автомобили и мотоциклети; транспорт, складиране и пощи; хотелиерство и ресторантьорство	-1.3	2.5	-1.4	0.3	1.6	0.1	0.4	0.1	-1.2	0.0	-0.2	-0.3	0.1	0.5
Създаване и разпространение на информация и творчески продукти; далекосъобщения	1.4	-0.8	0.5	-0.4	-1.3	0.2	0.1	0.3	0.5	0.2	0.5	0.3	0.2	0.5
Финансови и застрахователни дейности	-2.7	3.5	-0.3	5.3	-4.4	-6.7	1.8	-1.5	4.3	5.3	-1.5	-6.2	1.6	6.7
Операции с недвижими имоти	-1.1	1.0	1.1	1.9	-0.7	1.1	-0.4	-0.2	0.3	0.1	0.4	0.3	0.1	0.0
Професионални дейности и научни изследвания; административни и спомагателни дейности	6.1	-5.5	2.7	3.5	-3.8	1.4	2.7	-0.1	0.5	2.0	-1.1	1.5	1.4	-0.6
Държавно управление; образование; хуманно здравеопазване и социална работа	1.8	-2.0	2.1	-3.5	2.3	-0.6	-1.0	2.0	0.1	1.1	0.7	1.3	-1.4	0.9
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	-2.2	-4.1	-0.7	-4.3	-3.0	3.8	0.0	1.2	3.8	-2.0	1.0	-0.3	-0.9	0.7
БДС общо за икономиката	0.6	0.7	-0.2	0.0	-0.1	0.1	-0.2	0.0	0.2	0.2	0.8	0.6	0.4	0.6

Източник: НСИ.

Износ и внос на стоки

През второто и в началото на третото тримесечие на 2014 г. динамиката на номиналния износ и внос продължи да се определя от спада на международните цени на важни за външнотърговския стокообмен на България групи стоки. По данни от платежния баланс за периода януари – август 2014 г. износът в евро спада с 2.9% на годишна база, като това се дължи главно на намаление на износа за държави извън ЕС. За същия период под влияние на понижението в международните цени вносът в евро остана непроменен на годишна база. За осемте месеца от началото на годината търговският дефицит възлезе на 1861.2 млн. евро и отбеляза влошаване с 461.7 млн. евро на годишна база.

Според сезонно неизгладените данни за БВП реалният годишен растеж на износа на стоки през второто тримесечие на 2014 г. беше 2.6% (при свиване с 0.5% през първото тримесечие). На базата на данни от статистиката на външната търговия може да се заключи, че основен негативен принос за реалния растеж на износа през второто тримесечие

Нетен износ на групите стоки по начин на използване, януари – юли 2014 г.

	Салдо (млн. евро)	Изменение* (млн. евро)	Растеж на износа** (%)	Растеж на вноса** (%)
Потребителски стоки	395.6	132.6	11.4	7.6
Суровини и материали	-312.7	-455.7	-9.4	-1.1
Инвестиционни стоки	-961.9	-35.2	8.4	7.1
Енергийни ресурси	-1394.1	185.2	-19.1	-15.8
Общо	-2325.5	-175.7	-2.8	-1.2

* Изменение на салдото спрямо съответния период на предходната година.

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

Източник: БНБ.

на 2014 г. имат зърнените растения⁵², металните руди⁵³ и групата „маслодайни семена и плодове“, докато негативният принос на нефтопродуктите⁵⁴, който беше от основно значение за наблюдаваното през първото тримесечие свиване в износа, намалява значително.

Реалният растеж на вноса на стоки през второто тримесечие на 2014 г. възлезе на 3.4% на годишна база (при 6.3% за първото тримесечие на 2014 г.). През второто тримесечие на 2014 г. динамиката на общия внос на стоки беше негативно повлияна от намаление на вноса на нефтопродукти⁵⁵ от Русия. Това, както и динамиката на износа на тази група, се дължи главно на профилактика и на строителството на нови мощности в нефтопреработването⁵⁶.

Съпоставката на измененията на износа и вноса в номинално и в реално изражение показва, че пониженията на международните цени са ограничавали номиналния растеж на външнотърговските потоци през второто тримесечие на 2014 г. Индексите на цените на износа и вноса по СВТК потвърждават, че по-слабата динамика на вноса и износа се дължи главно на спад в цените, като през второто тримесечие на 2014 г. цените на износа спаднаха на годишна база с 2.4%, а цените на вноса – с 3.9%.

През четвъртото тримесечие на 2014 г. очакваме износо̀т и вносо̀т да възстановят тенденцията си към номинално нарастване на годишна база, като възстановяването при износа ще бъде по-бавно поради сравнително слабото нарастване на външното търсене. През първото тримесечие на 2015 г. очакваме растежът на износа да изпревари този на вноса поради забавяне в икономическия растеж на страната и по-слабото вътрешно търсене. Също така в началото на 2015 г. се очаква по-значимо възстановяване на износа на нефтопродукти. Дефицитът по търговското салдо през последното тримесечие на 2014 г. и първото тримесечие

⁵² Група „зърнени растения и мелничарски продукти“ по Стандартната външнотърговска класификация на стоките (СВТК).

⁵³ Група „метални руди и метални отпадъци“ по СВТК.

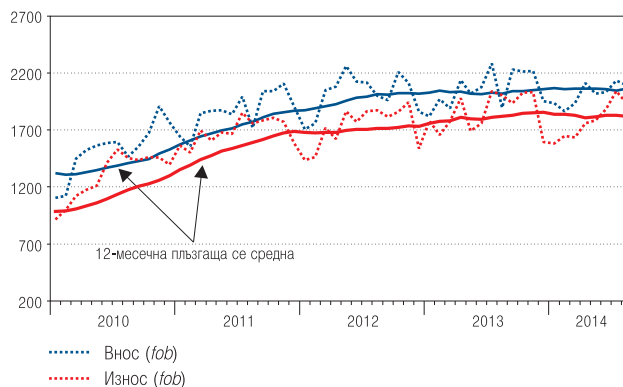
⁵⁴ В тази глава да се разбира групата „нефт и рафинирани нефтопродукти“ по СВТК.

⁵⁵ Група „минерални горива и продуктите от тяхната дестилация“ по Комбинираната номенклатура (КН).

⁵⁶ Вж. бел. 48.

Динамика на износа и вноса

(млн. евро)



Източник: БНБ.

сечие на 2015 г. се предвижда да бъде около 8% от БВП.

При по-слабо от очакваното външно търсене, което би ограничило растежа на износа, може да се реализира по-висок от очаквания търговски дефицит. Такъв сценарий би бил възможен при евентуално забавяне на икономическата активност в Европейския съюз, както и при изостряне на конфликта между Русия и Украйна.⁵⁷ По-малък от очаквания търговски дефицит би могъл да се реализира по линия на по-бързо нарастване на търсенето в основните ни търговски партньори, по-гъвкаво използване на экспортните възможности от българските износители, както и при продължаващо подобрение на условията на търговия.

За периода януари – юли 2014 г. износът на стоки към страни от ЕС нарасна на годишна база с 3.6%, като основен принос за растежа имаше износът на машини⁵⁸ и текстилни продукти⁵⁹. С негативен принос бяха продуктите от животински и растителен произход⁶⁰ и нефтопродуктите. Износът към държави извън ЕС за периода спадна с 12%, като основен принос за това имаше понижението на износа на нефтопродукти и продукти от животински и растителен произход. Делът на износа към държави – членки на ЕС, се увеличи с 3.9 процентни пункта на годишна база за периода януари – юли 2014 г., като нарастването беше по-изразено през второто тримесечие. Противоположна тенденция се наблюдаваше при дела на износа за страни извън ЕС, който се свиваше от средата на 2013 г. През второто тримесечие на 2014 г. делът на българския износ към ЕС в общия внос на Съюза продължи тенденцията си към покачване след по-слабите резултати през първото тримесечие.

За периода януари – юли 2014 г. износът на повечето стоки отбеляза растеж с изключение на нефтопродуктите (с най-голям отрицателен

⁵⁷ Глава 1 тук съдържа повече информация относно рисковете за икономическата активност в Европейския съюз.

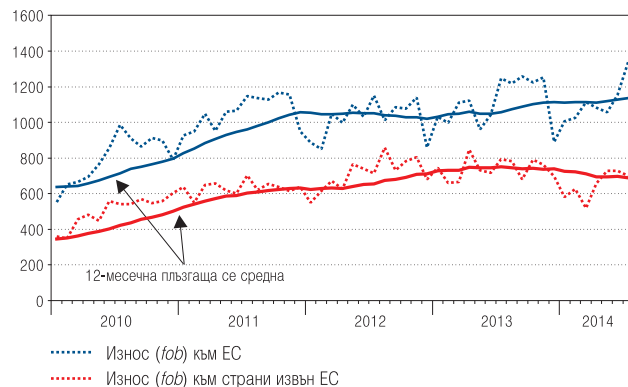
⁵⁸ В тази глава да се разбира групата „машини, транспортни средства, апарати, инструменти, оръжия“ по КН.

⁵⁹ В тази глава да се разбира групата „текстил, кожни материали, дрехи, обувки и други потребителски стоки“ по КН.

⁶⁰ В тази глава да се разбира групата „продукти от животински и растителен произход, храни, напитки, тютюни“ по КН.

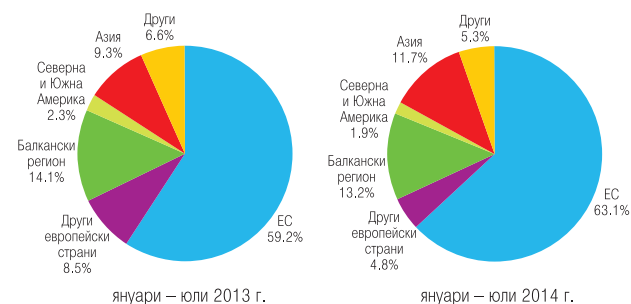
Динамика на износа към ЕС и към страните извън ЕС

(млн. евро)



Източник: БНБ.

Географско разпределение на износа



Източник: БНБ.

Износ по стокни групи за периода януари – юли 2014 г.

	млн. евро	Изменение*	Растеж** (%)	Принос** (пр.п.)
Минерални продукти и горива	1 845.5	-486.8	-20.9	-3.8
Машини, транспортни средства, апарати, инструменти, оръжия	2 778.2	253.6	10.0	2.0
Неблагородни метали и изделия от тях	2 148.5	-140.6	-6.1	-1.1
Продукти от животински и растителен произход, храни, напитки, тютюни	1 751.4	-324.0	-15.6	-2.6
Химически продукти, пластмаси, каучук	1 412.4	125.8	9.8	1.0
Изделия от дърво, хартия, керамика и стъкло	658.6	82.2	14.3	0.6
Текстил, кожни материали, дрехи, обувки и други потребителски стоки	1 734.4	134.8	8.4	1.1
Общо износ	12 329.0	-355.0	-2.8	

* Изменение спрямо съответния период на предходната година, млн. евро.

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

Източник: БНБ.

принос), следвани от продуктите от животински и растителен произход и неблагородните метали. В същото време износьт на машини продължи устойчивото си нарастване и имаше най-значителен положителен принос.

Износьт на нефтопродукти намаля с 20.9% на годишна база за периода януари – юли 2014 г., главно към държави извън ЕС, като спадът се дължеше до голяма степен на свиване на изнесените количества поради профилактика и строителството на нови мощности в нефтопреработването и беше значително по-изразен през първото тримесечие на годината.⁶¹ През второто тримесечие негативният принос на нефтопродуктите за реалния растеж се сви значително. Допълнително за намаления номинален износ от групата допринасяше и понижението на международните цени на петрола.⁶² През четвъртото тримесечие на 2014 г. очакваме да започне възстановяване на изнесените физически обеми от групата и то да се засили в началото на 2015 г. Очакваме спадът в цената на петрола на годишна база да ограничава номиналното нарастване на износа на групата през разглеждания прогнозен период.

Износьт на машини продължи да нараства устойчиво с високи темпове на годишна база за периода януари – юли 2014 г. и имаше най-голям положителен принос за общия растеж на износа. Растежът се дължеше главно на по-големите изнесени количества⁶³, докато цените отбелязаха малък спад. За прогнозния хоризонт очакваме стабилна динамика на износа на машини в условията на бавно нарастващо външно търсене.

За периода януари – юли 2014 г. износьт на групата „неблагородни метали“ спадна на годишна база, до голяма степен поради понижението в номиналния износ на мед. Основният фактор за спада на номиналния износ на групата беше понижението на международните цени на металите, докато изнесените количес-

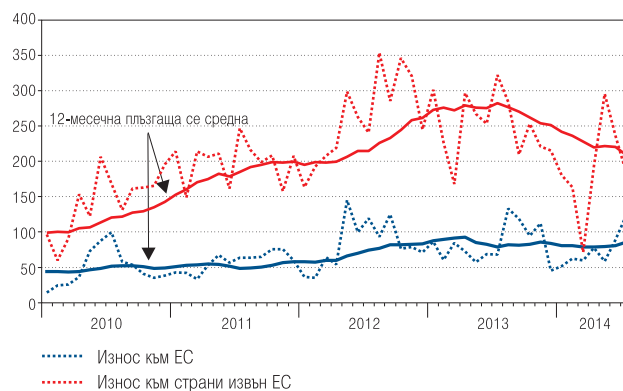
⁶¹ Вж. бел. 48.

⁶² Според „Платежен баланс“, октомври 2014 г., с. 40, и при използване на тримесечните дефлатори на износа за групата „минерални горива, масла и подобни продукти“ за първото и второто тримесечие на 2014 г. по СВТК.

⁶³ За оценка на ценовия ефект са използвани тримесечните дефлатори на износа за групата „машини, оборудване и превозни средства“ за първото и второто тримесечие на 2014 г. по СВТК.

Износ на минерални продукти и горива

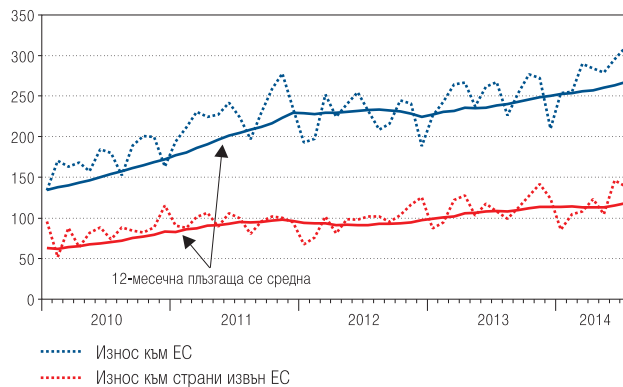
(млн. евро)



Източник: БНБ.

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

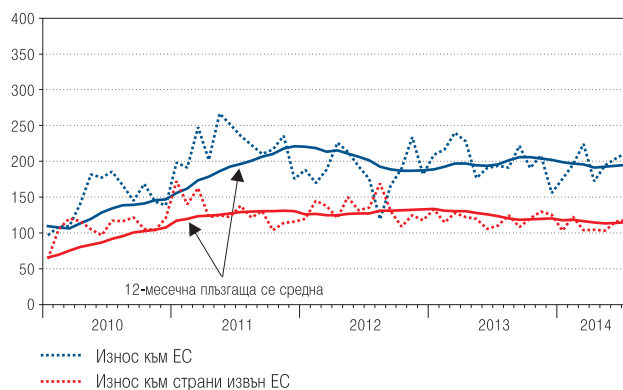
(млн. евро)



Източник: БНБ.

Износ на неблагородни метали и изделия от тях

(млн. евро)



Източник: БНБ.

тва имаха по-малък отрицателен принос.⁶⁴ Очаква се международните цени на металите в евро да забавят темпа си на спад през четвъртото тримесечие на 2014 г. и да се стабилизират през първото тримесечие на 2015 г., което ще има задържащ ефект върху износа на групата в номинално изражение.

Износът на групата „продукти от животински и растителен произход, храни, напитки, тютюни“ отбеляза спад на годишна база за периода януари – юли 2014 г., което се дължеше почти изцяло на подкомпонентите „житни растения“ и „маслодайни семена и плодове“. Основен фактор за спада на номиналния износ на групата през първото тримесечие бяха по-ниските износни цени, докато през второто тримесечие намаляха изнесените обеми, вероятно поради лошите метеорологични условия през сезона, които доведоха до по-слаба реколта.⁶⁵ Очакванията ни за четвъртото тримесечие на 2014 г. и първото тримесечие на 2015 г. са за покачване на международните цени на храните в евро, което ще увеличи номиналния износ на групата.

Износът на химически продукти⁶⁶ нарасна за периода януари – юли 2014 г., като по подкомпоненти най-значителен принос имаха фармацевтичните продукти. Това нарастване се дължеше главно на увеличение на цените, а физическите обеми останаха почти непроменени спрямо съответния период на 2013 г.⁶⁷, като износът за държави от ЕС нарастваше по-устойчиво. Очакваме през прогнозния хоризонт износът на групата да продължи да нараства с близки до наблюдаваните темпове предвид прогнозите за спада на съответните международни цени през четвъртото тримесечие.

⁶⁴ Според „Платежен баланс“, октомври 2014 г., с. 40, за подгрупата на цветните метали и при използване на тримесечните дефлатори на износа за групата „чугун и стомана“ за първото и второто тримесечие на 2014 г. по СВТК.

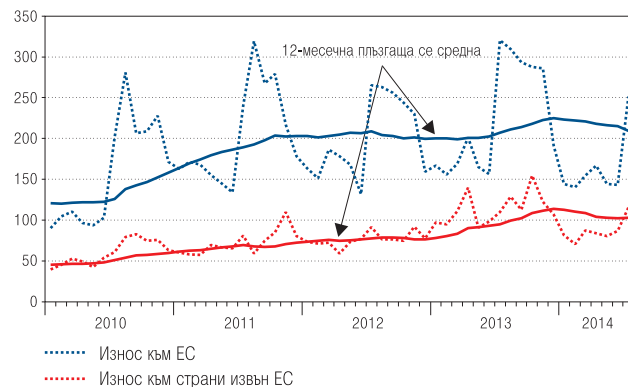
⁶⁵ За оценка на ценовия ефект вж. съответните тримесечни дефлатори на износа за изброените позиции през първото и второто тримесечие на 2014 г. по СВТК: за житни растения – дефлатора на „зърнени растения и мелничарски продукти“; за маслодайни семена и плодове – дефлатора на „маслодайни семена и плодове“; за тютюн и обработени заместители на тютюн – дефлатора на „тютюн и тютюневи изделия“.

⁶⁶ Група „химически продукти, пластмаси, каучук“ по КН.

⁶⁷ За оценка на ценовия ефект са използвани тримесечните дефлатори на износа за групата „химични вещества и продукти“ за първото и второто тримесечие на 2014 г. по СВТК.

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

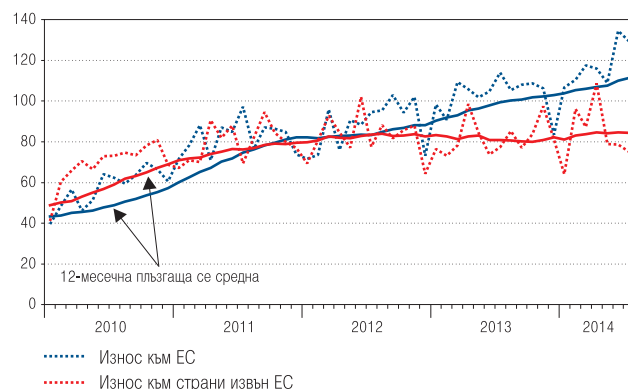
(млн. евро)



Източник: БНБ.

Износ на химически продукти, пластмаси, каучук

(млн. евро)



Източник: БНБ.

сечие на 2014 г. и стабилизирането им през първото тримесечие на 2015 г.

Вносът (*cif*) намаля в номинално изражение за периода януари – юли 2014 г. На база на данните за първото и второто тримесечие на 2014 г. от Системата на националните сметки можем да заключим, че спадът се дължи на по-ниските цени, докато внесените количества нарастват. За номиналния спад на вноса по начин на използване допринесоха петролните продукти и в по-малка степен вносът на руди.

За периода януари – юли 2014 г. вносът от държави – членки на ЕС, нарасна с 2.4%, а вносът от страни извън Съюза спадна с 4.7%. Основен принос за спада на вноса от страни извън ЕС има Русия, откъдето България внася основно петролни продукти, които се преработват и впоследствие се изнасят.⁶⁸

Вносът на групата „енергийни ресурси“ спадна за периода януари – юли 2014 г., като това се дължеше главно на намаление на внесените физически обеми на стоки от групата и в по-малка степен на спадащите международни цени.⁶⁹ Основната причина за спада във внесените физически обеми е заниженото производство в нефтопреработвателния сектор в резултат на профилактика и строителство на нови мощности. Очакванията ни са вносът на групата да се възстанови в началото на 2015 г. Задържащ ефект върху нарастването на номиналния внос на групата ще има по линия на очакваното понижение в международните цени на енергийните продукти в края на 2014 г. и в началото на 2015 г.

Вносът на групата „суровини и материали“ спадна на годишна база за периода януари – юли 2014 г., което се дължеше главно на спад във вноса на руди. Оценката за влиянието на ценовите изменения в тази група⁷⁰ предполага, че спадът е резултат както от по-малките физически обеми, така и от по-ниските вносни

⁶⁸ Вж. бел. 48.

⁶⁹ Според „Платежен баланс“, октомври 2014 г., с. 40, и при използване на тримесечните дефлатори на вноса за групата „минерални горива, масла и подобни продукти“ за първото и второто тримесечие на 2014 г. по СБТК.

⁷⁰ На база на информацията от „Платежен баланс“, октомври 2014 г., с. 40, и съответните тримесечни дефлатори на вноса от 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 първото и второто тримесечие на 2014 г. по СБТК.

Внос на групите стоки по начин на използване, януари – юли 2014 г.

	млн. евро	Изменение*	Растеж** (%)	Принос** (пр.п.)
Потребителски стоки	2 874.0	202.3	7.6	1.4
Суровини и материали	5 299.9	-59.4	-1.1	-0.4
Инвестиционни стоки	3 439.7	227.4	7.1	1.5
Енергийни ресурси	2 969.5	-557.3	-15.8	-3.8
Общо внос (<i>cif</i>)	14 654.5	-179.3	-1.2	

* Изменение спрямо съответния период на предходната година, млн. евро.

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

Източник: БНБ.

Внос на енергийни ресурси

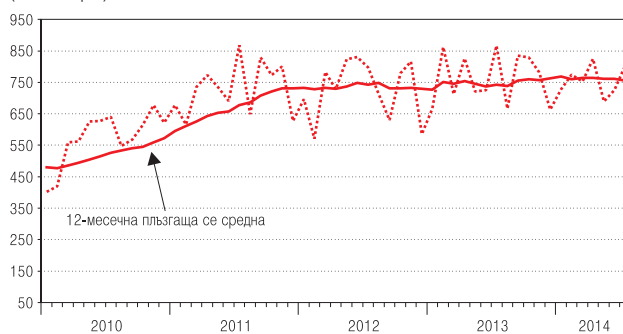
(млн. евро)



Източник: БНБ.

Внос на суровини и материали

(млн. евро)



Източник: БНБ.

цени. Забавянето на вътрешното търсене в края на 2014 г. и в началото на 2015 г., както и спадащите международни цени се очаква да ограничат номиналното нарастване на вноса на групата.

Вносът на потребителски стоки нарасна на годишна база за периода януари – юли 2014 г. в съответствие с повишаването на потреблението в страната. Най-голям принос за растежа имаха групите „лекарства и козметика“ и „дрехи и обувки“. През четвъртото тримесечие на 2014 г. и първото тримесечие на 2015 г. очакваме растежът на вноса на потребителски стоки да бъде ограничен поради забавяне на реалния растеж на потреблението през четвъртото тримесечие на 2014 г. и запазването на нивото му през първото тримесечие на 2015 г.

Вносът на инвестиционни стоки отчете покачване на годишна база за периода януари – юли 2014 г. и имаше основен принос за растежа на общия внос, като това се дължеше главно на нарастването на внесените физически обеми.⁷¹ За растежа на вноса от групата най-голям принос имаха подгрупите „машини, уреди и апарати“ и „резервни части и оборудване“. При липса на съществени изменения в международните им цени вносът на инвестиционни стоки през четвъртото тримесечие на 2014 г. и първото тримесечие на 2015 г. ще остане на ниво, близо до сегашното, поради забавянето на инвестиционната активност в страната.

⁷¹ За оценка на ценовия ефект са използвани тримесечните дефлатори на вноса за групата „машини, оборудване и превозни средства“ за първото и второто тримесечие на 2014 г. по СВТК.

Внос на потребителски стоки

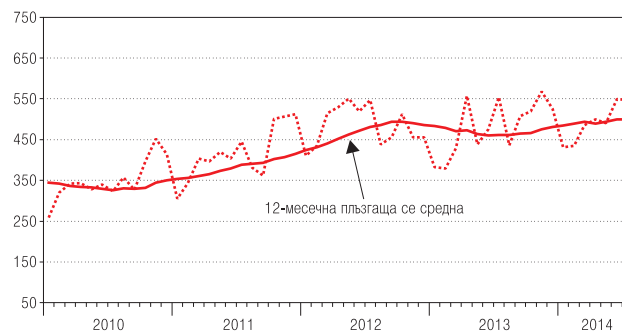
(млн. евро)



Източник: БНБ.

Внос на инвестиционни стоки

(млн. евро)



Източник: БНБ.

4. Инфлация

През януари – октомври 2014 г. хармонизираният индекс на потребителските цени продължи да спада и годишното му изменение възлезе на -1.5% към октомври (при -0.9% в края на 2013 г.). Определено значение за запазване на дефлацията през 2014 г. имаше както продължаващото поевтиняване на транспортните горива, които следваха цената на петрола на международните пазари, така и поевтиняването на телекомуникационните услуги, самолетните полети, стоматологичните услуги и стоките за дълготрайна употреба под влияние на вътрешни за страната фактори. В края на периода се формира слаба тенденция към свиване на дефлацията в резултат от увеличението на цената на електроенергията за бита с 1.7% и 10.1% съответно от юли и октомври и посъпването на непреработените храни през третото тримесечие.

Очакванията ни за инфлацията през четвъртото тримесечие на 2014 г. и в началото на следващата година са тя да остане отрицателна, но с тенденция към забавяне в темпа на спад. Това ще зависи главно от увеличението на регулираната цена на електроенергията за бита от октомври и в по-малка степен от ограничаване на дефлацията при енергийните продукти и на базисната инфлация.

През периода януари – октомври 2014 г. продължи формираната през втората половина на 2013 г. тенденция към понижение на потребителските цени на годишна база.⁷² Към октомври инфлацията възлезе на -1.5% (при -0.9% през декември 2013 г.).⁷³

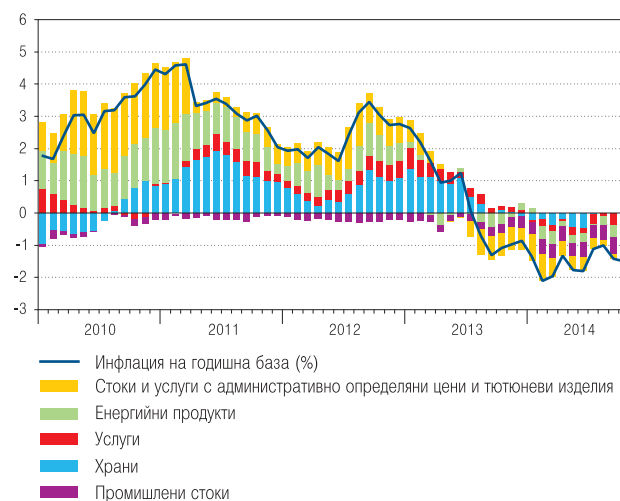
Динамиката на инфлацията отразяваше действието на външни и вътрешни фактори, като в края на периода по-значително влияние имаха вътрешните фактори. Понижението на международните цени на храни, горива и основни суровини повлия както пряко върху част от крайните потребителски цени, така и косвено чрез понижаване на разходите за производство. По данни от националните сметки през второто тримесечие на 2014 г. дефлаторът на вноса на стоки отбеляза спад с -3.9% (при спад с -4.5% за 2013 г.). Вътрешни фактори, свързани преобладаващо с методологически и нормативни промени, повлияха в низходяща посока върху цените на определени групи услуги (транспортни, телекомуникационни и стоматологични) и стоки за дълготрайна употреба (автомобили), като допринесоха за засилване на отрицателния принос на базис-

⁷² Анализът в тази глава се базира на данните на НСИ за хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ).

⁷³ По-подробен анализ на факторите за дефлацията в България и силата на тяхното влияние у нас спрямо другите страни в ЕС е направен тук в карето „Динамика на инфлацията в България и в другите държави – членки на ЕС, в периода август 2013 г. – септември 2014 г.“.

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.

ната инфлация през 2014 г. В същото време преустановяването на дефлацията при непре- работените храни през третото тримесечие и формирането на положителен принос на адми- нистративно определяните цени към октомври действаха в посока свиване на общата дефла- ция. Намаляването на отрицателния принос на контролираните цени през третото тримесечие и формирането на положителен принос към октомври се дължеше на увеличаване на цената на електроенергията за бита с 1.7% от юли и с 10.1% от август 2014 г. и на изчерп- ване на ефекта от направените намаления през март и август 2013 г. общо с 11.1%.

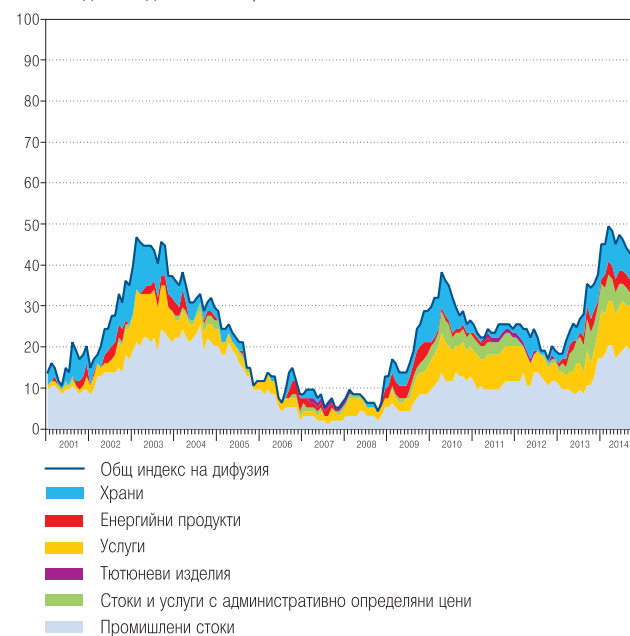
През първото тримесечие на 2014 г. про- дължи тенденцията от втората половина на предходната година към разпространение на дефлацията върху все повече групи стоки и услуги, включени в потребителската кошни- ца, докато през следващите две тримесечия се наблюдаваше обръщане на тази тенден- ция, дължащо се основно на ограничаване на броя подгрупи с намаление на цените при стоките и услугите с административно определяни цени, храните и нехранителни- те стоки (без горива). Към октомври 2014 г. индексът на дифузия, изчислен като дял на подиндексите на ХИПЦ със спад на годишна база, се понижи до 41.9% спрямо отчетената максимална стойност през март (49.5%), но остана над нивото от края на 2013 г. (37.6%)⁷⁴. Запазването на дефлацията през второто и третото тримесечие въпреки регистрираното понижение на индекса на дифузия отразява слабото нарастване на цените при подгрупите с положителна инфлация. Тези подгрупи са с относително по-малко тегло в потребителската кошница (45.1% през октомври) и не могат да компенсират отрицателния принос на стоките и услугите, чиито цени се понижават.

Влиянието на международните цени върху изменението на инфлацията у нас може да бъде проследено чрез разглеждане на дина- миката на вносните цени и тяхното пренасяне по веригата на предлагане върху цените на производител. През второто тримесечие на 2014 г. дефлаторите на повечето вносни стоки по сектори на Стандартната външнотърговска

⁷⁴ Използвани са индекси на 4-то равнище според COICOP – Класификация на разходите за индивидуално потребление по предназначение.

Индекс на дифузия по основни групи стоки и услуги

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



Забележка: Разликата между изчисления тук индекс на дифузия и 100% представлява дялът на подиндексите на ХИПЦ, които се увеличават или остават без промяна на годишна база.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Темп на изменение на ИЦП в промишлеността и на ХИПЦ

(%, на годишна база)



Източник: НСИ.

класификация се понижиха на годишна база. Отрицателни дефлатори се наблюдаваха при вноса както на храни, горива и други суровини и материали, така и на готови промишлени стоки.

През 2014 г. цените на производител на вътрешния пазар, които оказват влияние върху крайните потребителски цени, продължиха да се понижават на годишна база, но с по-бавни темпове спрямо края на 2013 г. За тази динамика допринесоха всички основни сектори на промишлеността. Забавянето в темпа на спад на индекса на цените на производител до -0.6% към септември (-2.8% в края на 2013 г.) отразяваше в най-голяма степен свиването на отрицателния принос при производството на електрическа енергия⁷⁵. Към септември цените на производител в преработващата промишленост останаха на нивото от съответния месец на предходната година, като се наблюдаваше ограничаване на отрицателния темп на изменение на цените при производството на хранителни продукти⁷⁶. Това допринесе за преустановяване на годишния темп на спад на цените на производител при потребителските недълготрайни продукти.

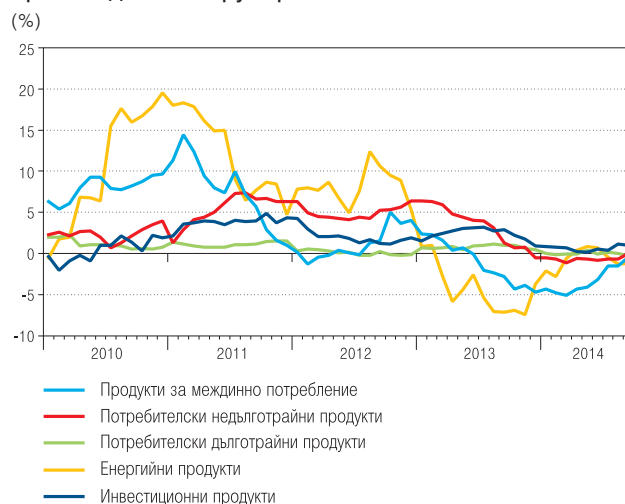
В условията на понижаващи се вносни цени на основни суровини през първите девет месеца на 2014 г. беше отчетен сравнително висок годишен темп на спад на цените на производител при продуктите за междинно потребление⁷⁷. Това допринесе за намаляване на разходите за производство в промишлеността и представлява фактор за понижаване на крайните потребителски цени. Разходната политика на фирмите, която представлява друг фактор с потенциално влияние върху крайните потребителски цени, остана предпазлива от началото на годината и беше насочена към ограничаване на разходите за труд. Общо за икономиката през първата половина на 2014 г. се наблюдаваше забавяне в темпа на нарастване на компенсацията на един нает, за

⁷⁵ „Производство и разпределение на електрическа и топлинна енергия и на газ“.

⁷⁶ „Производство на хранителни продукти, напитки и тютюневи изделия“.

⁷⁷ Използвана е класификацията „Основни производствени групировки“, която включва следните раздели: производство на продукти за междинно потребление, производство на енергийни продукти и свързани с водата дейности, производство на инвестиционни продукти и производство на потребителски продукти.

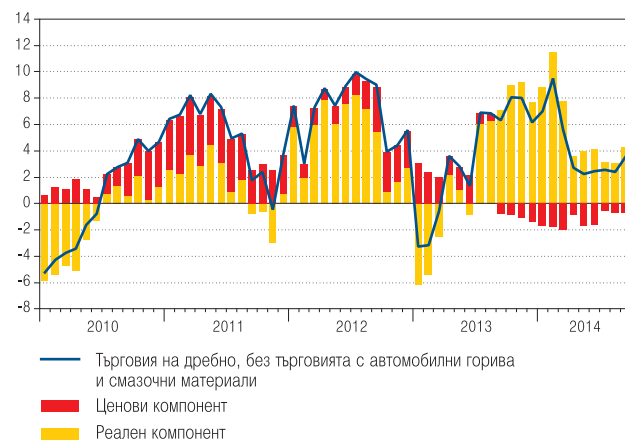
Годишен темп на изменение на цените на производител за вътрешния пазар по основни производствени групировки



Източник: НСИ.

Годишен темп на нарастване на номиналния оборот в търговията на дребно, без търговия с автомобилни горива и смазочни материали

(%, календарно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

което допринесе главно секторът на услугите. В подсектора „търговия“⁷⁸ компенсацията на един нает се понижи за трето поредно тримесечие и средно с 6.4% за първото полугодие на 2014 г.

Потреблението на домакинствата през 2014 г. отчете слабо възстановяване след тенденцията към понижение през предходната година. По данни от националните сметки през първото и второто тримесечие крайните потребителски разходи на домакинствата се повишиха съответно с 3.8 и 0.3% на годишна база в реално изражение. Оборотите в търговията на дребно, които са друг индикатор за потребителското търсене, също дават сигнали за продължаващо бавно и неравномерно по сектори възстановяване на потреблението на домакинствата от началото на годината.⁷⁹ В сравнение с края на предходната година през януари – септември 2014 г. сравнително високи темпове на растеж на оборотите по съпоставими цени на годишна база бяха отчетени при хранителните стоки⁸⁰, като в края на периода се наблюдаваше преустановяване на намалението на цените в тази група. През 2014 г. забавяне на растежа на реалните обороти в условията на спад на крайните потребителски цени се наблюдаваше при компютърната и комуникационната техника⁸¹.

В хода на годината при повечето от останалите групи⁸² стоки беше отчетено забавяне на растежа на реалните обороти в търговията на дребно при сравнително задържане или минимален спад на цените. Това вероятно отразява влошаване на оценките⁸³ на домакинствата за бъдещото им финансово състояние, текущата и бъдещата икономическа ситуация в страната и отлагане на намеренията за текущи покупки

⁷⁸ „Търговия, ремонт на автомобили и мотоциклети; транспорт, складиране и пощи; хотелиерство и ресторантьорство“.

⁷⁹ За повече информация вж. тук глава 3, раздел „Поведение на домакинствата“.

⁸⁰ „Хранителни стоки, напитки и тютюневи изделия“.

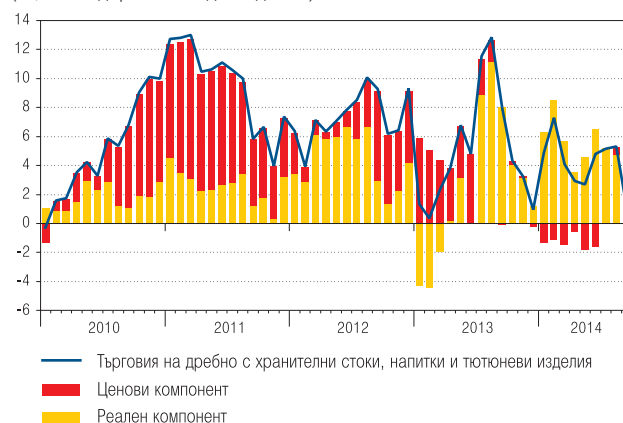
⁸¹ „Компютърна и комуникационна техника и други потребителски стоки“.

⁸² Това са „битова техника, мебели и други стоки за бита“, „фармацевтични и медицински стоки, козметика и тоалетни принадлежности“, „текстил, облекло, обувки и кожени изделия“.

⁸³ Използвани са сезонно изгладени месечни данни от Наблюдението на потребителите, провеждано от ЕК.

Годишен темп на нарастване на номиналния оборот в търговията на дребно с хранителни стоки, напитки и тютюневи изделия

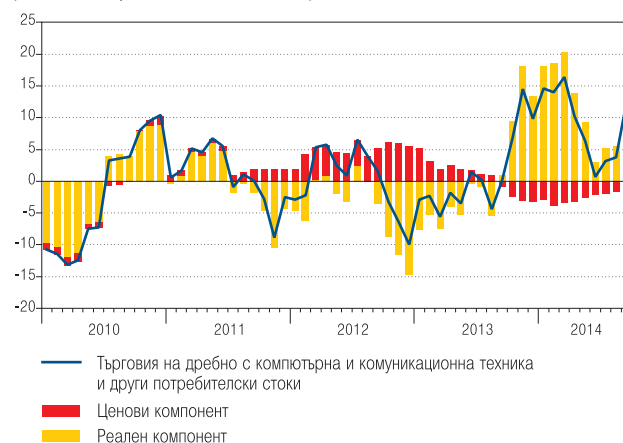
(%, календарно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Годишен темп на нарастване на номиналния оборот в търговията на дребно с компютърна и комуникационна техника и други потребителски стоки

(%, календарно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

на предмети за дълготрайна употреба⁸⁴, регистрирано спрямо началото на 2014 г.

Различията в степента на възстановяване на потребителското търсене по групи стоки и услуги, както и несиметричното влияние на понижаващите се международни цени върху разходите за производство и върху продажните цени са предпоставки фирмите в отделните сектори на икономиката да реагират по различен начин на промените в икономическата среда и да прилагат различна ценова и разходна политика. Причините за тези различия може да се анализират въз основа на разбивката на приносите на разходите за труд на единица продукция, печалбата на единица продукция и нетния данък върху единица продукция за динамиката на дефлатора на брутната добавена стойност (БДС).

През второто тримесечие на 2014 г. дефлаторът на БДС общо за икономиката се понижи с 0.6% на годишна база, което се дължеше на свиване на печалбата при запазване на нисък положителен принос на разходите за труд на единица продукция. По сектори на икономиката положителен дефлатор на добавената стойност се наблюдаваше в промишлеността главно поради растеж на печалбата на единица продукция, което беше в съответствие с понижаващите се цени на основни суровини и с нарастването на промишлените обороти на предприятията на външния и вътрешния пазар както в номинално, така и в реално изражение.⁸⁵ В подсектора „търговия“⁸⁶ дефлаторът на добавената стойност отбелязва спад на годишна база, за което допринесе започналата от края на 2013 г. тенденция към понижаване на компенсацията на един нает. Нейната динамика вероятно се определя от по-ниско заплащане на новонаетите и е предпоставка да очакваме задържане или слаба дефлация в този подсектор на услугите в следващите тримесечия, тъй като разходите за труд са основен ценообразуващ фактор в търговията.⁸⁷

⁸⁴ Като покупка на мебели, електрически/електронни уреди и др.

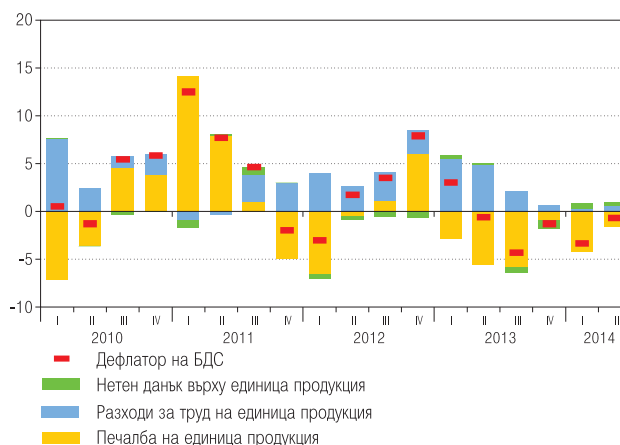
⁸⁵ За повече информация вж. тук глава 3, раздел „Поведение на фирмите и конкурентоспособност“.

⁸⁶ „Търговия, ремонт на автомобили и мотоциклети; транспорт, складиране и пощи; хотелиерство и ресторантьорство“.

⁸⁷ За повече информация вж. тук глава 3, раздел „Поведение на домакинствата“.

Годишен темп на изменение на дефлатора на добавената стойност общо за икономиката и принос по компоненти

(%; процентни пунктове)

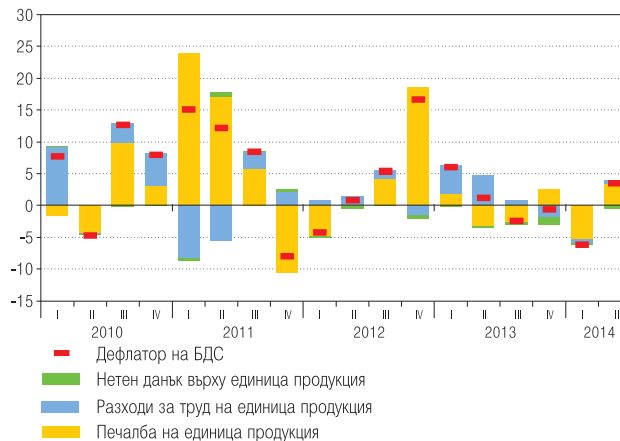


Забележка: Приносът на всеки един от компонентите за дефлатора на брутната добавена стойност се дефинира като произведение-то на процентното изменение на компонента и дела му в общата цена на единица продукция (което представлява делът му в брутната добавена стойност). Разходите за труд на единица продукция включват и апроксимация за разходите за труд на самонаетите. Апроксимацията е направена на база на допускането, че компенсацията на един самонает е равна на средната компенсация на един нает.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Годишен темп на изменение на дефлатора на добавената стойност в промишлеността и принос по компоненти

(%; процентни пунктове)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

През януари – октомври 2014 г. за динамиката на инфлацията по основни групи стоки и услуги допринесоха външни и вътрешни фактори, като към края на периода се наблюдаваше увеличаване на влиянието на вътрешните фактори.

Към октомври 2014 г. базисната инфлация възлезе на -2.7% (-0.7% през декември 2013 г.) и имаше най-голям отрицателен принос за изменението на ХИПЦ (-1.19 процентни пункта). Под влияние главно на вътрешни за страната фактори низходящата динамика в групата се определяше най-вече от ускоряване в темпа на спад на цените при услугите и в по-малка степен при нехранителните стоки (без енергийни продукти).

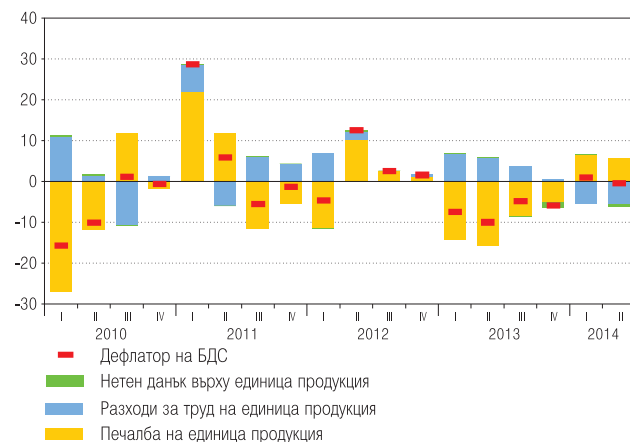
Инфлацията при нехранителните стоки през октомври беше отрицателна в размер на -2.6% (-2.1% в края на 2013 г.) и се дължеше главно на стоките за дълготрайна употреба. От началото на годината сравнително по-голямо увеличение на отрицателния принос за общата инфлация се наблюдаваше при автомобилите, свързано най-вече със сегмента на употребявани моторни превозни средства, и в по-малка степен при телевизионната техника, мебелите и предметите за обзавеждане. Дългосрочната тенденция към поевтиняване на автомобилите вероятно е следствие от значителния спад на оборотите в търговията с моторни превозни средства по постоянни цени, регистриран в началото на 2009 г. и продължаващото задържане на продажбите на сравнително ниско ниво (-31.5% към третото тримесечие на 2014 г. спрямо отчетения пик през третото тримесечие на 2008 г.).⁸⁸ Към септември цените на стоките за краткотрайна употреба се понижиха слабо спрямо същия месец на предходната година.

От началото на 2014 г. инфлацията в групата на услугите (без тези с административно определяни цени) беше отрицателна и следваше тенденция към понижаване (-2.8% към октомври в сравнение с 0.4% в края на 2013 г.). Влияние за това оказаха главно специфични фактори при отделни подгрупи услуги, като телекомуникационни услуги, самолетни полети

⁸⁸ Използвани са данни за индекса на оборота в раздел „Търговия с автомобили, мотоциклети, техническо обслужване и ремонт“ на НСИ.

Годишен темп на изменение на дефлатора на добавената стойност в „търговия, ремонт на автомобили и мотоциклети; транспорт, складиране и пощи; хотелиерство и ресторантьорство“ и принос по компоненти

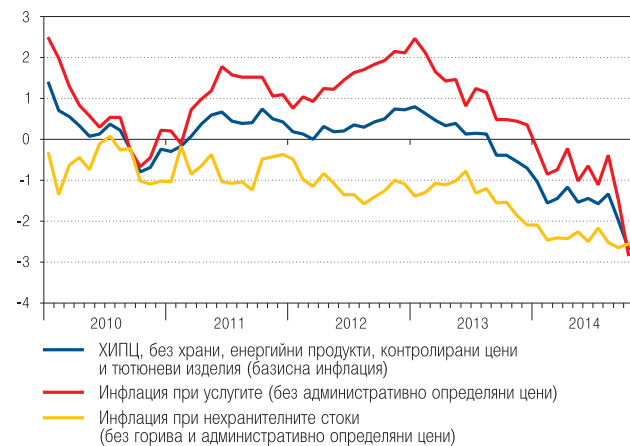
(%; процентни пунктове)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Базисна инфлация

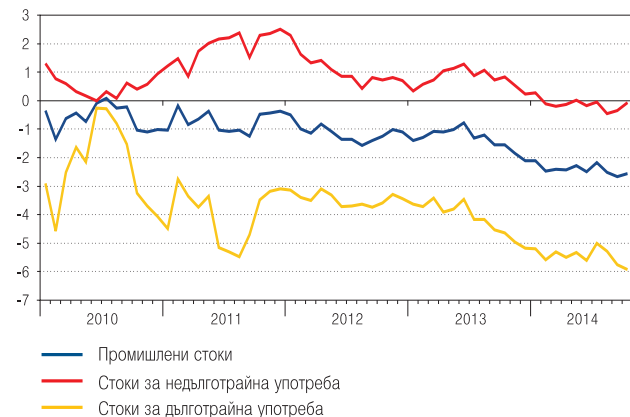
(%, на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Темп на изменение на индекса на цените на промишлените стоки, без енергийните продукти и стоките с административно определяни цени

(%, на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

и стоматологични услуги, и в по-малка степен забавяне на инфлацията при общественото хранене, която се влияе косвено от цените на храните у нас. Иницирано от ЕК намаление на тавана на тарифите за роуминг, в сила от юли, допринесе за понижаване на цените на телекомуникационните услуги със 7.4% на годишна база към октомври 2014 г. Намаление на потребителската такса с 28.6% от януари, заплащана на стоматолози, сключили договор с НЗОК, и методологическа промяна при отчитането на цените на самолетните полети бяха другите по-важни фактори, които определяха низходящата динамика на инфлацията при услугите през 2014 г.

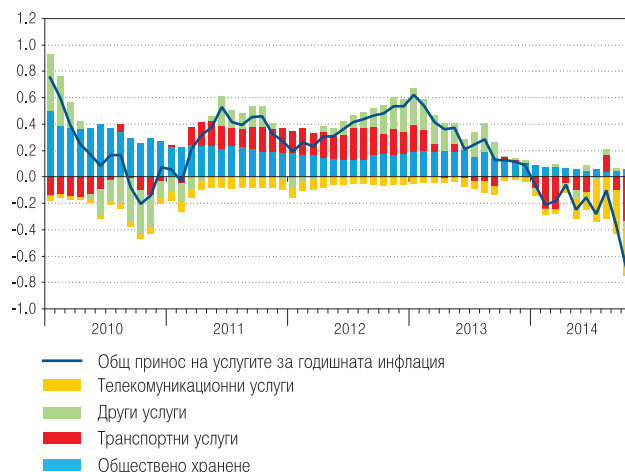
Към октомври 2014 г. инфлацията при енергийните продукти възлезе на -5.2%, като отрицателният принос на групата за изменението на общото ценово равнище (0.46 процентни пункта) беше втори по големина след този на базисната инфлация. Низходящата динамика на цените на транспортните горива през 2014 г. се определяше от продължаващото понижаване на годишна база на цената на петрола, изразена в евро.⁸⁹

През първите девет месеца на 2014 г. административно определяните цени продължиха да се понижават на годишна база (-1.2% към септември при -3.9% през декември 2013 г.), но с тенденция към свиване на отрицателния им принос за общата инфлация, като към октомври беше отчетен растеж на тези цени с 1.1%. Това се дължеше на увеличение на регулираната цена на електроенергията за бита с 1.7% и 10.1% съответно от юли и октомври 2014 г. и на базов ефект от понижението ѝ през март и август 2013 г. За отчитането на по-ниска обща инфлация през 2014 г. допринесе понижението с 28.6% от началото на годината на потребителската такса за лекарските услуги, заплащани на лични лекари и специалисти, сключили договор с НЗОК, и намалението на регулираната цена на електроенергията за бита с 2.7% от януари 2014 г.

⁸⁹ В групата на енергийните продукти (без административно определяните цени на електроенергията, топлиен енергията 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.

Принос на услугите и на основните подгрупи услуги за общата инфлация

(%, процентни пунктове; на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Месечен темп на изменение на цената на петрол „Брент“ и на цената на автомобилбен бензин А95

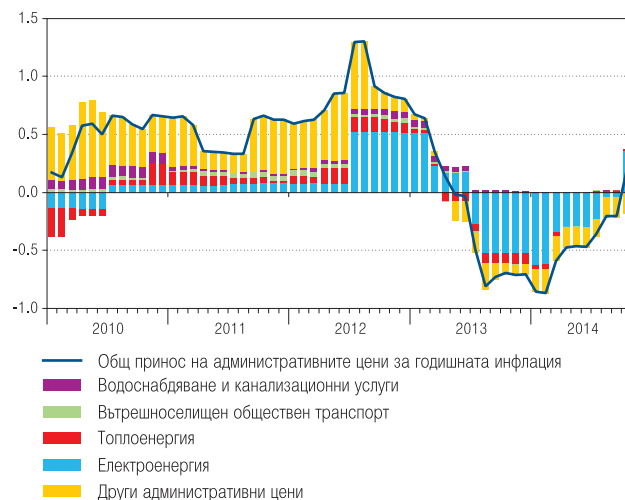
(%)



Източници: ЕЦБ, НСИ, изчисления на БНБ.

Принос на основни подгрупи административно определяни цени за общата инфлация

(%, на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Неблагоприятните метеорологични условия в страната през третото тримесечие оказаха влияние за преустановяване на започналата от края на 2013 г. тенденция към спад на цените на непреработените храни. Това в комбинация с все още наблюдаваното слабо поевтиняване на преработените храни вследствие на продължаващо от средата на 2013 г. намаляване на разходите за производство в селското стопанство и запазващ се спад на международните цени доведе до отчитане на слаба дефлация при храните към октомври 2014 г. (-0.3% към декември 2013 г.).

При преработените храни отрицателен принос за общата инфлация към октомври имаха подгрупите „захар и сладкарски изделия“⁹⁰, „животински и растителни масла и мазнини“ и „хляб и зърнени храни“. От началото на 2014 г. и при трите подгрупи стоки се наблюдаваше понижаване на вносните цени⁹¹, които бяха бързо пренесени по веригата на предлагането върху цените на производител и върху крайните потребителски цени.

Отбелязаният годишен растеж на цените на непреработените храни в периода юли – октомври 2014 г. се определяше от поскъпването на плодовете и зеленчуците. Динамиката на цените в тези подгрупи беше в съответствие и с регистрираното повишение на цените в търговията на едро⁹² на стоките тържища в страната както с местни, така и с вносни продукти. Меката зима и понижаваните се цени на вноса от края на 2013 г. бяха фактор за отчитането на слаба дефлация при плодовете и зеленчуците на вътрешния пазар през първата половина на 2014 г., докато неблагоприятните метеорологични условия в страната през третото тримесечие действаха в посока нарастване на техните цени.

Според провежданата от НСИ бизнес анкетата за стопанската конюнктура през октомври 2014 г. балансът на мненията за продажните цени в промишлеността през следващите три

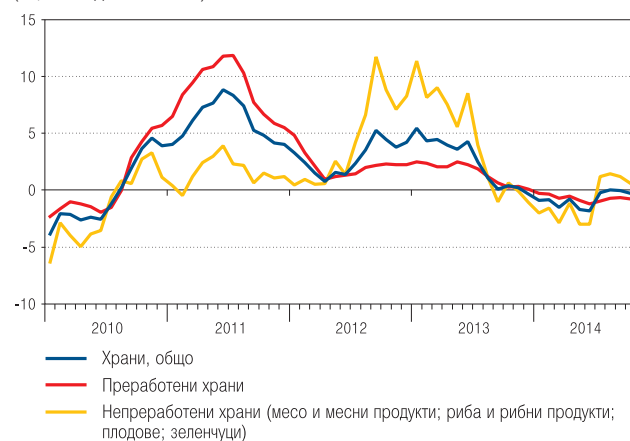
⁹⁰ „Захар, сладка, мед, шоколадови и захарни изделия“.

⁹¹ По данни от СВТК за дефлаторите на вноса на подгрупите „захар, захарни изделия и пчелен мед“, „животински и растителни мазнини, масла и восъци“, „зърнени растения и мелничарски продукти“.

⁹² По данни на държавната комисия по стоките борси и тържищата.

Темп на изменение на индекса на цените на храните

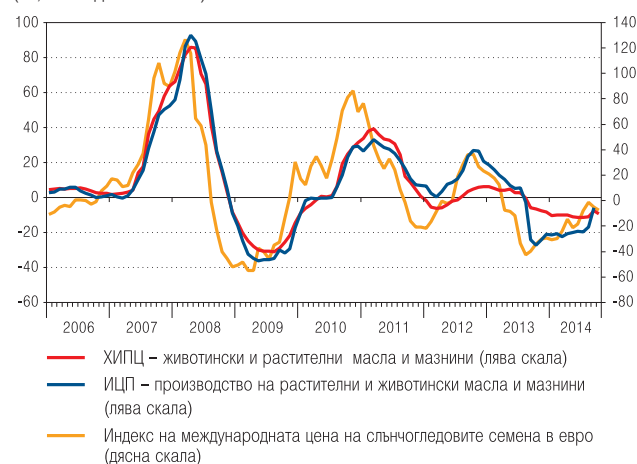
(%, на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Темп на изменение на цените на растителни и животински масла и мазнини на вътрешния пазар и на цената на слънчогледовите семена на международните пазари

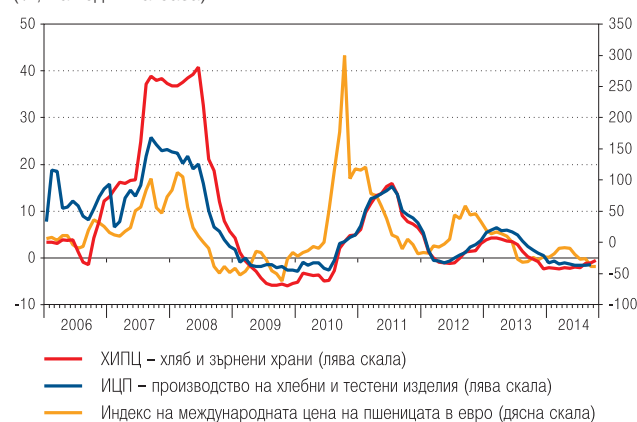
(%, на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Темп на изменение на цените на хляба и зърнените храни на вътрешния пазар и на цената на пшеницата на международните пазари

(%, на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

месеца сочи повишение. В сектора на услугите и търговията на дребно очакванията са за задържане на продажните цени вероятно поради по-ниски оценки за търсенето в тези сектори през 2014 г. спрямо края на предходната година. Нагласите на предприемачите не дават основание да очакваме натиск за повишение на продажните цени през следващите месеци.

Очакванията ни за инфлацията до края на 2014 г. и в началото на 2015 г. и свързаната с тях несигурност са представени на ветрилообразната графика за годишния темп на изменение на ХИПЦ⁹³. За четвъртото тримесечие на 2014 г. предвиждаме инфлацията да бъде в диапазона от -1.2 до -0.4%, а през първото тримесечие на 2015 г. – в границите от -0.8% до 0.4%.⁹⁴ Забавянето на годишния темп на спад на индекса на потребителските цени през следващите две тримесечия ще се определя главно от увеличението на цената на електроенергията за бита с 10.1% от октомври и в по-малка степен от ограничаване на дефлацията при енергийните продукти и базисната инфлация.

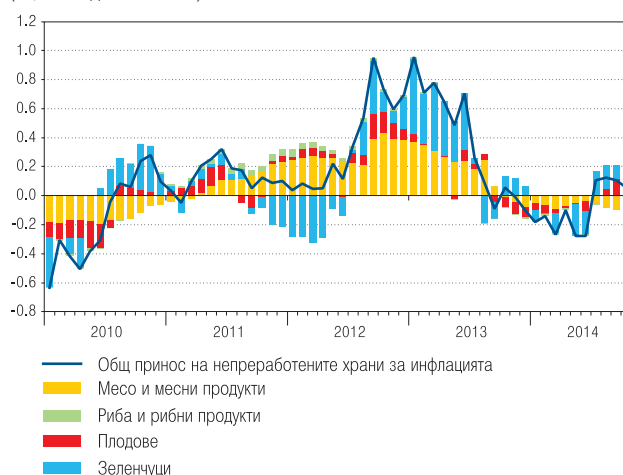
Прогнозата се основава на допускане за нарастване на международните цени на храните на годишна база през четвъртото тримесечие на 2014 г. и слаб спад през първото тримесечие на 2015 г. Допусканията ни за цената на петрола, изразена в евро, са за спад на годишна база през четвъртото тримесечие на текущата година и стабилизиране в началото на следващата. Запазването към октомври 2014 г. на низходяща отрицателна динамика на цените, включени в показателя за базисната инфлация, и ревизирането надолу на допусканията за международните цени на храните и петрола дават основание за леко понижение на оценката за инфлацията до края на годината спрямо предишната прогноза.

⁹³ За повече подробности вж. карето „Измерване и представяне на несигурността при прогнозиране на икономическите показатели“, *Икономически преглед*, 2012, № 1.

⁹⁴ 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.

Принос на основните подгрупи непреработени храни за общата инфлация

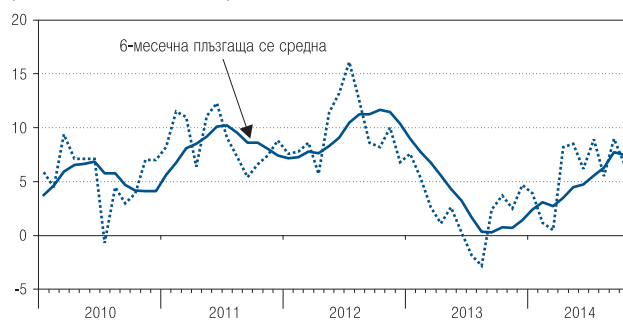
(%, на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Очаквания за продажните цени в промишлеността през следващите 3 месеца

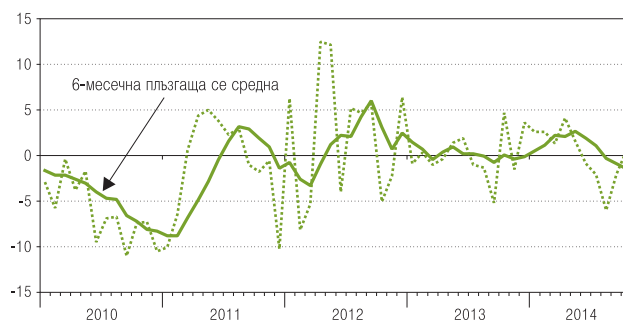
(баланс на мненията, %)



Източник: НСИ.

Очаквания за продажните цени в услугите през следващите 3 месеца

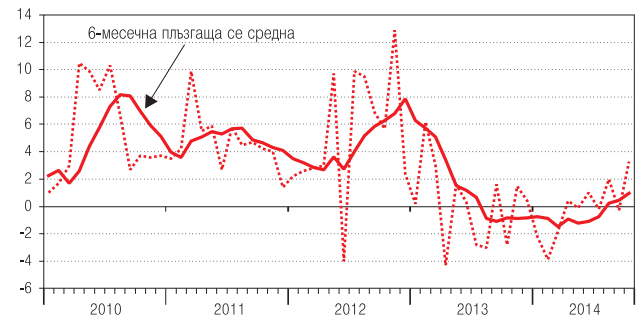
(баланс на мненията, %)



Източник: НСИ.

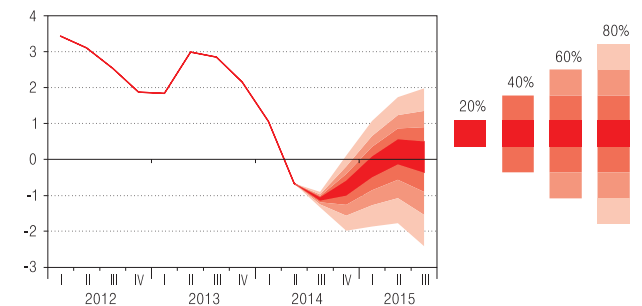
Основните рискове за прогнозата за инфлацията през следващите две тримесечия са свързани с възможността цената на петрола да продължи да се понижава на годишна база и в по-малка степен със селскостопанската реколта в страната и региона. Допълнителни рискове са свързани с влошаване на потребителското доверие при запазване на икономическата несигурност в страната и възможните негативни последици от това за възстановяването на потреблението на домакинствата. Други рискове за прогнозата произтичат от възможни промени в административно определяните цени. Общо рискът за прогнозата се оценява като насочен в посока надолу вследствие на понижение на вътрешните цени на горивата по-бързо от очакваното към октомври под влияние на запазваща се низходяща динамика на международните цени.

Очаквания за продажните цени в търговията на дребно през следващите 3 месеца (баланс на мненията, %)



Източник: НСИ.

Ветрилообразна графика за очаквания годишен темп на изменение на инфлацията (%)



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.

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

Инфлация (%)	Натрупана инфлация към октомври 2013 г. (декември 2012 г. = 100)		Натрупана инфлация към октомври 2014 г. (декември 2013 г. = 100)		Годишен темп на инфлация към октомври 2014 г. (декември 2013 г. = 100)	
	темп на инфлация по групи (%)	принос (процентни пунктове)	темп на инфлация по групи (%)	принос (процентни пунктове)	темп на инфлация по групи (%)	принос (процентни пунктове)
Инфлация (%)	-1.2		-1.8		-1.5	
Храни	-0.1	-0.02	0.0	-0.01	-0.3	-0.08
Преработени храни	-0.3	-0.04	-1.1	-0.19	-0.8	-0.13
Непреработени храни	0.2	0.02	2.0	0.18	0.6	0.06
Услуги	-0.9	-0.22	-4.0	-1.00	-2.8	-0.69
Обществено хранене	1.6	0.08	0.7	0.04	1.0	0.05
Транспортни услуги	-1.2	-0.04	-10.9	-0.39	-9.6	-0.34
Телекомуникационни услуги	-0.4	-0.02	-7.2	-0.35	-7.4	-0.36
Други услуги	-2.2	-0.24	-2.8	-0.31	-0.5	-0.05
Енергийни продукти	0.7	0.07	-6.5	-0.60	-5.2	-0.46
Транспортни горива	1.2	0.10	-6.9	-0.60	-5.5	-0.46
Промислени стоки	-1.6	-0.29	-2.0	-0.40	-2.6	-0.50
Стоки и услуги с административно определяни цени*	-3.9	-0.70	1.1	0.18	1.1	0.18
Тютюневи изделия	0.3	0.01	0.8	0.03	1.4	0.05

* 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.

Динамика на инфлацията в България и в другите държави – членки на ЕС, в периода август 2013 г. – септември 2014 г.

През периода август 2013 г. – септември 2014 г. инфлацията в България беше отрицателна и следваше тенденция към понижаване. През този период по страни инфлацията в ЕС също имаше низходяща динамика, но остана положителна в повечето от тях. Същевременно от началото на 2013 г. индексът на дифузия, изчислен като дял от подиндексите на ХИПЦ със спад на цените на годишна база, се повиши както за България, така и средно за ЕС, но нарастването за България (до март 2014 г.) имаше изпреварващ темп и обхвана всички основни групи стоки и услуги. Анализът представя факторите, които определят по-силната низходяща динамика на цените у нас спрямо останалите държави членки.

Според проведено през 2009 г. изследване¹ за ценообразуването на фирмите в търговията факторите, които оказват най-голямо влияние за спад на цените, са свързани с понижаване на цените на закупуваните стоки и материали², понижаване на цените при конкурентите и понижаване на вътрешното търсене. От началото на 2013 г. всички тези фактори действаха в различна степен за спад на цените. Значителното понижаване на инфлацията в България в сравнение с останалите държави членки се определя главно от влиянието на продължителния спад на вносните цени. Вторият по значение фактор е намалението на някои административно определени цени, както и въвеждането на методологически и нормативни промени, довели до спад в определени групи цени. И двата фактора допринесоха както пряко за понижаването на инфлацията, така и косвено, чрез свиване на разходите за производство на фирмите. Свиването на потреблението на домакинствата през 2013 г. с темп, по-висок от средния за ЕС, представлява трети фактор, който действа посредством отслабване на инфлационния натиск от страна на търсенето, но неговото влияние се оценява като слабо.

Влияние на международните цени на основни суровини, горива и храни върху инфлацията в България и в другите държави – членки на ЕС

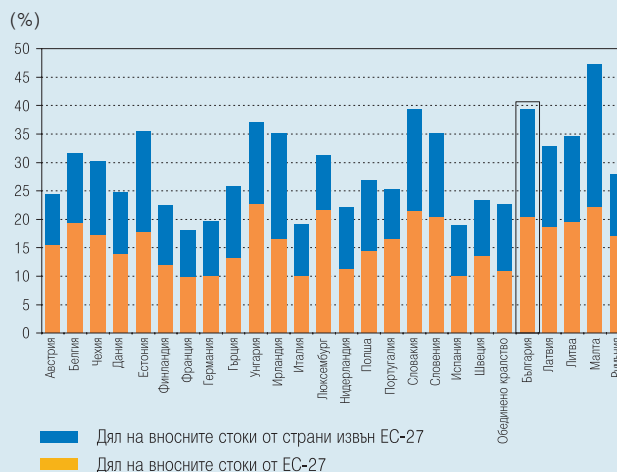
Високата степен на отвореност на икономиката ни и значението на вносните суровини и горива за развитието ѝ предполагат значително влияние на вносните цени върху динамиката на инфлацията у нас. България е третата страна в ЕС, след Малта и Словакия, с най-голям дял на вложени вносни продукти при производството на крайни стоки и услуги (потребителски и инвестиционни).

От друга страна, значението на международните цени на храните и петрола за динамиката на крайните потребителски цени се определя и от относително високото тегло на храните и транспортните горива в потребителската кошница, а също и от високата енергоемкост на националната икономика.³

Общото влияние на международните цени върху българската икономика може да се проследи чрез дефлатора на вносни стоки и услуги от Системата на националните сметки. От първото тримесечие на 2013 г. България бе сред страните с най-голям спад на дефлатора на вноса на стоки и услуги, което се дължеше на понижаването на международните цени на крайни стоки и основни суровини при едновременно посъскване на еврото спрямо валутите на някои от основните ни търговски партньори.

Динамиката на вносните цени се отрази и върху цените на производител, като от второто тримесе-

Привнесена от чужбина добавена стойност, включена в крайното вътрешно търсене, като дял от БВП, 2009 г.



Забележка: Графиката представя данни за държавите, присъединили се към ЕС преди 2013 г. За Кипър липсват съответни данни.

Източник: ОИСР.

¹ Vladova, Z., Survey Evidence on Price-setting Behaviour of Firms in Bulgaria, BNB Discussion Papers, № 89, 2012.

² Фирмите от търговията в групата „други страни от ЕС“, сред които е проведено подобно изследване, също посочват поведението на конкурентите, цените на закупуваните стоки и материали и търсенето като основни фактори за понижаване на цените (Fabiani, S., M. Druant, I. Hernando, C. Kwapił, B. Landau, C. Loupias, F. Martins, T. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl and Ad C. J. Stokman, The Pricing Behaviour of Firms in the Euro Area: New Survey Evidence, ECB Working Paper, No. 535, 2005).

³ Energy Economic Developments in Europe, in: European Economy, 2014, No. 1, European Commission.

чие на 2013 г. индексът на цените на производител (ИЦП) в страната започна да се понижава на годишна база по-бързо от средното за ЕС. Отрицателен принос за динамиката му имаха главно цените на продукти, които са определящи за разходите за производство на фирмите. От октомври 2013 г. цените на продуктите за междинно потребление в България започнаха да се понижават с най-висок темп сред държавите от ЕС. При наблюдавано забавяне в годишния темп на растеж на цените на производител при групата на стоките за недълготрайна употреба в ЕС у нас тези цени отбелязаха на годишна база спад, който се дължеше главно на низходящата динамика на цените при производство и преработка на хранителни продукти. От началото на 2014 г. при потребителските стоки за дълготрайна употреба (мебели, битови уреди, превозни средства, различни от автомобили, и др.) се наблюдаваше задържане на цените на годишна база.

Тегла в ХИПЦ на основни групи стоки и услуги (%)

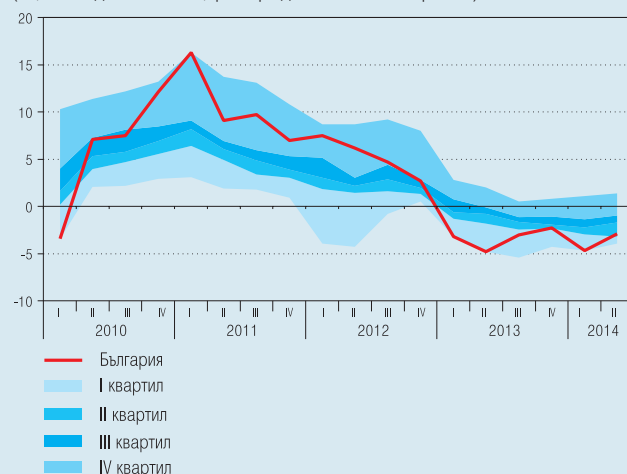
	България		ЕС*	
	2013 г.	2014 г.	2013 г.	2014 г.
Хранителни стоки (вкл. алкохол и тютюн)	29	30	20	20
Услуги	32	32	41	42
Енергийни продукти	15	14	11	11
Промислени стоки	23	24	28	27

Забележка: В групите са включени административно определените цени.

* Данните за 2013 г. са за ЕС-27, а за 2014 г. – за ЕС-28 (с Хърватия).

Източник: Евростат.

Дефлатор на вноса на основни групи стоки и услуги в България и в другите държави – членки на ЕС (% , на годишна база, разпределение по квартали)



Забележка: Графиката представя разпределението по квартали на индикатора за държавите членки. Всеки сегмент съдържа 25% от държавите: най-ниският представя първите 25% с най-ниски стойности на индикатора, вторият сегмент представя следващите 25% от страни с по-високи стойности, а най-горният включва страните с най-високи стойности на индикатора. Стойностите за България са представени с линия.

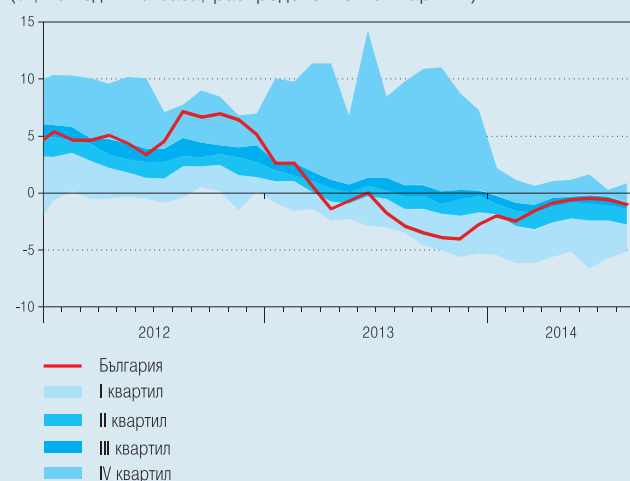
Източници: Евростат, изчисления на БНБ.

Една от основните групи в ХИПЦ, която показва висока степен на чувствителност спрямо динамиката на международните цени, е тази на храните. За това допринасят както процесите на реструктуриране на селското стопанство, изразяващи се в нарастване на обработваемите площи с екстензивни за сметка на тези с интензивни култури (плодове и зеленчуци), така и недостатъчното местно

Темп на изменение на ИЦП в промишлеността на вътрешния пазар и на цените на продуктите за междинно потребление в промишлеността в България и в другите държави – членки на ЕС*

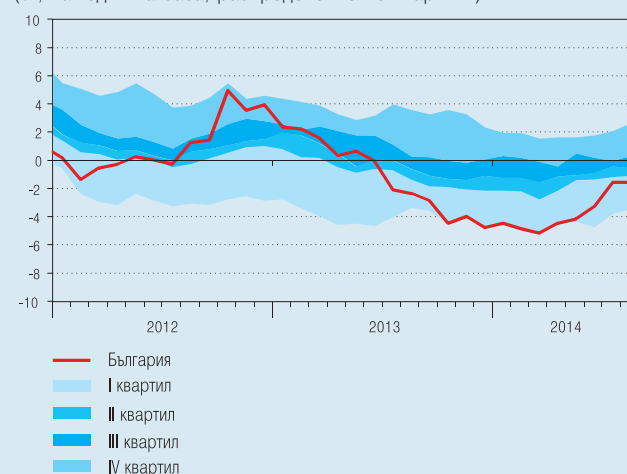
а) Цени на производител

(%, на годишна база, разпределение по квартали)



б) Цени на продукти за междинно потребление

(%, на годишна база, разпределение по квартали)



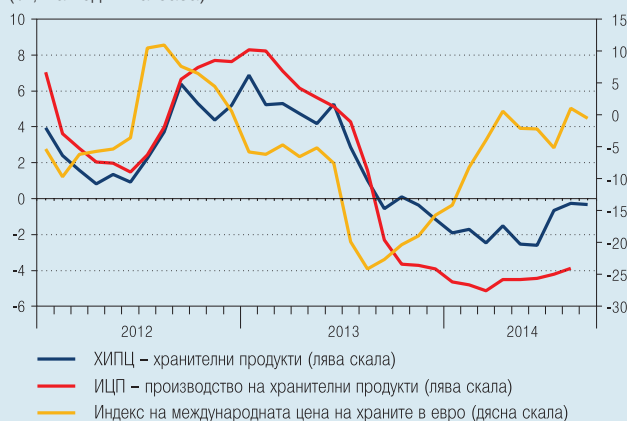
* Използвана е класификацията „Основни производствени групировки“, която включва следните раздели: „производство на продукти за междинно потребление“, „производство на енергийни продукти и свързани с водата дейности“, „производство на инвестиционни продукти“ и „производство на потребителски продукти“.

Източници: Евростат, изчисления на БНБ.

производство на някои стоки⁴, което налага задоволяването на вътрешното потребление да се реализира чрез внос на съответните продукти. В условията на отрицателни дефлатори на вноса на храни и хранителни продукти в България от втората половина на 2013 г. вътрешните цени на тези стоки започнаха да се понижават на годишна база с по-бързи темпове в сравнение с останалите държави членки. Запазването на дефлацията при тази група у нас и през първата половина на 2014 г. се дължеше на запазването на низходящата динамика на дефлаторите на вноса на храните въпреки формирането на тенденция към преустановяване спада на международните индекси на храните.

Темп на изменение на цените на храните на българския и на международните пазари

а) Индекси на цените на храните на българския и на международните пазари (% , на годишна база)



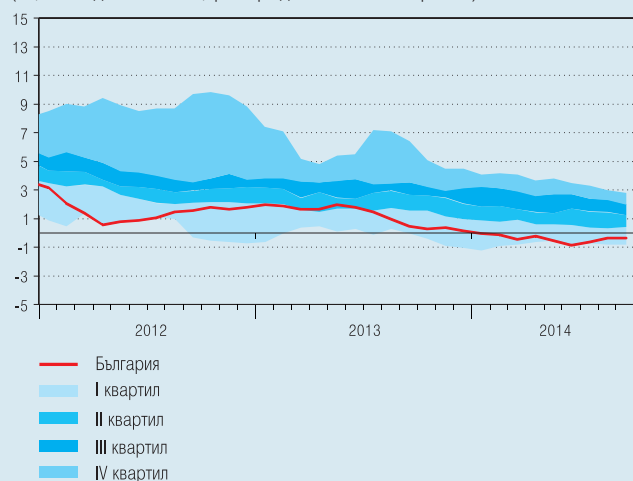
б) Дефлатори на вноса на храни в България (% , на годишна база)



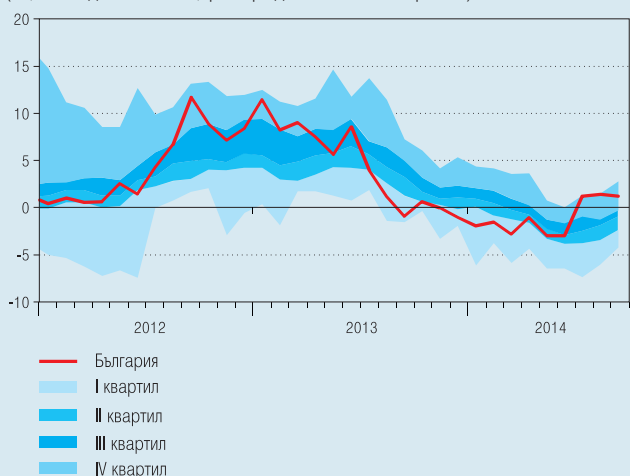
Източници: Евростат, ЕЦБ.

Темп на изменение на цените на преработените храни (включително алкохол и тютюневи изделия) и на непреработените храни в България и в другите държави – членки на ЕС

а) Преработени храни (% , на годишна база, разпределение по квартали)



б) Непреработени храни (% , на годишна база, разпределение по квартали)



Източници: Евростат, изчисления на БНБ.

Причините за продължителния спад на дефлатора на вноса на храни и хранителни продукти са свързани с това, че част от вноса е от страни като Унгария и Турция, където през 2013 г. и в първата половина на 2014 г. се наблюдаваше значително поскъпване на еврото спрямо съответните национални валути, което понижава вносните цени. Валутите на други страни със сравнително голям дял във вноса

⁴ Например по оценки на Министерството на земеделието и храните (МЗХ) едва около 40% от потреблението на свинско месо в страната е от местно производство, като останалата част е от внос (Ситуационно-перспективен анализ на червено месо през 2013 г. и прогноза за 2014 г., МЗХ, май 2014 г.). Същевременно свинското месо има най-голям дял в подгрупата „месо и месни продукти“ в потребителската кошница.

на храни претърпяха по-малки изменения. При румънската лев беше отбелязано слабо обезценяване спрямо еврото през 2013 г., последвано от поскъпване през януари – септември 2014 г., докато курсът на полската злота спрямо еврото остана сравнително стабилен от началото на 2013 г. Това, че част от вноса е от страни като Гърция и Румъния, които имат едни от най-ниските (отрицателни от втората половина на 2013 г.) темпове на инфлация при групата на храните за страните от ЕС, вероятно също оказва допълнителен натиск върху дефлатора на вноса в тази група и е причина за низходящата му динамика въпреки покачването на международните цени в началото на 2014 г.

Внос в България на животински и хранителни продукти, храни, напитки и тютюневи изделия по страни

(млн. евро; %, дял от общия внос)

2010 г.			2011 г.			2012 г.			2013 г.			Януари – юли 2014 г.		
Държава	млн. евро	дял от вноса (%)	Държава	млн. евро	дял от вноса (%)	Държава	млн. евро	дял от вноса (%)	Държава	млн. евро	дял от вноса (%)	Държава	млн. евро	дял от вноса (%)
Гърция	257.1	14	Румъния	286.7	13	Гърция	285.7	12	Гърция	290.5	12	Румъния	147.6	11
Румъния	222.6	12	Гърция	283.6	13	Румъния	249.3	11	Германия	248.6	10	Гърция	145.2	10
Германия	168.8	9	Германия	197.7	9	Германия	228.7	10	Румъния	244.2	10	Германия	145.1	10
Нидерландия	129.3	7	Полша	139.8	6	Полша	193.6	8	Полша	238.4	10	Полша	125.9	9
Полша	108.4	6	Бразилия	134.7	6	Франция	125.7	5	Франция	115.0	5	Франция	79.6	6
Бразилия	96.4	5	Нидерландия	127.0	6	Нидерландия	106.2	5	Нидерландия	113.8	5	Нидерландия	71.0	5
Франция	85.9	5	Франция	102.7	5	Унгария	105.2	4	Унгария	100.7	4	Испания	60.5	4
Турция	82.5	4	Унгария	90.9	4	Испания	99.8	4	Испания	100.1	4	Италия	60.1	4
Унгария	78.6	4	Италия	90.2	4	Италия	96.8	4	Италия	97.2	4	Турция	58.0	4
Италия	72.8	4	Испания	88.5	4	Турция	74.1	3	Турция	92.0	4	Унгария	53.4	4

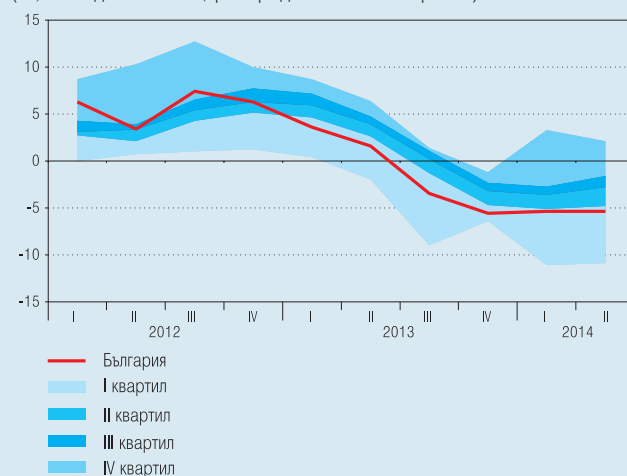
Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Допълнителни вътрешни фактори за реализирането на по-ниски темпове на инфлация при храните в страната спрямо другите държави членки са понижаването на разходите за производство на селскостопанска продукция у нас с по-високи темпове от средното за ЕС и реализирането на добра селскостопанска реколта в страната и региона през 2013 г., което оказва натиск върху цените на производител на селскостопански продукти. Същевременно неблагоприятните метеорологични условия в България през третото тримесечие на 2014 г. допринесоха за регистрирането на най-високата положителна инфлация в ЕС при групата на непреработените храни.

Темп на изменение на цените на входящите ресурси* в селското стопанство и на цените на производител на селскостопански продукти в България и в другите държави – членки на ЕС

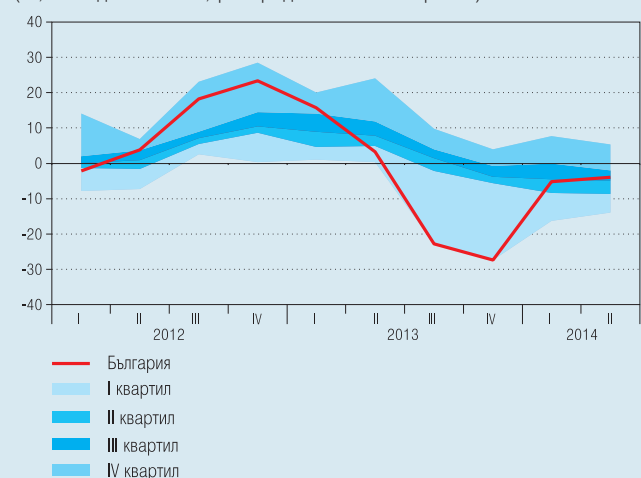
а) Цени на входящи ресурси

(%, на годишна база, разпределение по квартали)



б) Цени на производител

(%, на годишна база, разпределение по квартали)

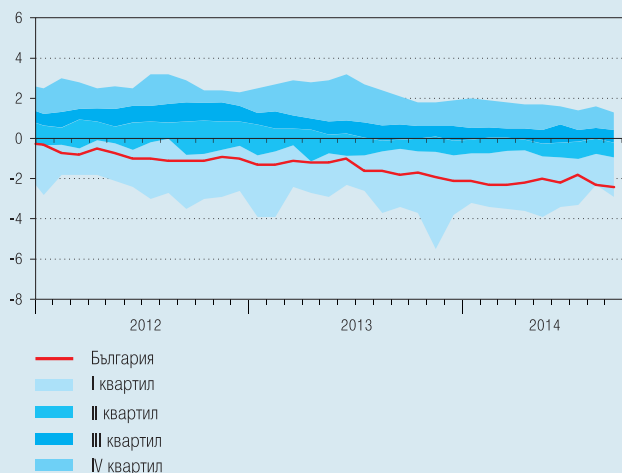


* Индекси на цените на стоките и услугите за текущо потребление и на стоките и услугите с инвестиционно предназначение, използвани в селското стопанство.

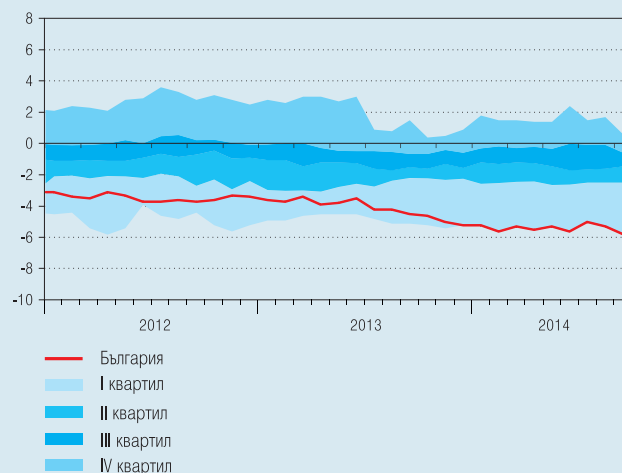
Източници: Евростат, изчисления на БНБ.

Темп на изменение на индекса на цените на нехранителните стоки и на стоките за дълготрайна употреба в България и в другите държави – членки на ЕС

а) Индекс на цените на нехранителните стоки, общо
(%, на годишна база, разпределение по квартали)



б) Индекс на цените на стоките за дълготрайна употреба
(%, на годишна база, разпределение по квартали)



Източници: Евростат, изчисления на БНБ.

Динамиката на цените на промишлените стоки също допринесе за задълбочаването на дефлацията в страната от края на 2013 г., което се дължеше главно на стоките за дълготрайна употреба. Тези стоки се характеризират с тенденция към продължителен спад на цените в повечето страни от ЕС, като през периода август 2013 г. – септември 2014 г. България започна да се отклонява от общата тенденция и да отчита сравнително по-голяма дефлация в тази група. Поради отвореността на икономиката ни върху динамиката на цените на нехранителните стоки у нас влияние оказва изменението на международните цени на тези стоки и на курса на еврото спрямо валутите на основните ни търговски партньори.

През първото полугодие на 2014 г. по текущи цени вноса на групите „компютърна техника“⁵ и „телевизионна техника“⁶, „автомобили“⁷ и „други готови продукти“⁸ представляваше 63% от крайните потребителски разходи на домакинствата за нехранителни стоки, докато за 2010–2013 г. този дял беше средно 47%⁹. От началото на 2013 г. по-съществена низходяща динамика се наблюдаваше при дефлаторите на вноса на подгрупите „компютърна техника“ и „телевизионна техника“, докато при „други готови продукти“ годишният темп на изменение на вносните цени беше слабо отрицателен с тенденция към задълбочаване на спада през второто тримесечие на 2014 г. Въпреки формираната трайна тенденция към спад на годишна база на крайните потребителски цени при групата на автомобилите (от началото на 2009 г.) дефлаторът на вносните цени на по-широката група „автомобили, мотоциклети, велосипеди, ремаркета и полуремаркета“ не се характеризираше с подобна низходяща динамика. По-съществени отрицателни дефлатори на вноса в тази група бяха регистрирани през първото тримесечие на 2013 г. и второто тримесечие на 2014 г. Тази разнопосочна динамика може да отразява както различие в обхвата на наблюдаваните групи стоки по ХИПЦ и Стандартната външнотърговска класификация, което прави невъзможно директното сравняване на темпа на изменение на цените между двете групи, така и намаляване на нормата на печалба в търговията с превозни средства в условията на потиснато търсене на тези стоки.

Около една четвърт от вноса на изброените по-горе групи стоки през 2013 г. и първата половина на 2014 г. е от Германия и Италия, като годишният темп на изменение на цените на нехранителните стоки за дълготрайна употреба в Германия следваше тенденция към забавяне през периода, докато в Италия цените останаха стабилни. Около 40% от вноса е от Китай, Унгария, Турция, Нидерландия, Гърция, Словакия, Австрия и Чехия, като валутите на всички страни, които не са членки на еврозоната, се обезцениха спрямо еврото от началото на 2013 г., което вероятно оказва натиск и върху цените на тези

⁵ „Офис- и компютърна техника“.

⁶ „Радио-, телевизионна и далекосъобщителна техника“.

⁷ „Автомобили, мотоциклети, велосипеди, ремаркета и полуремаркета“.

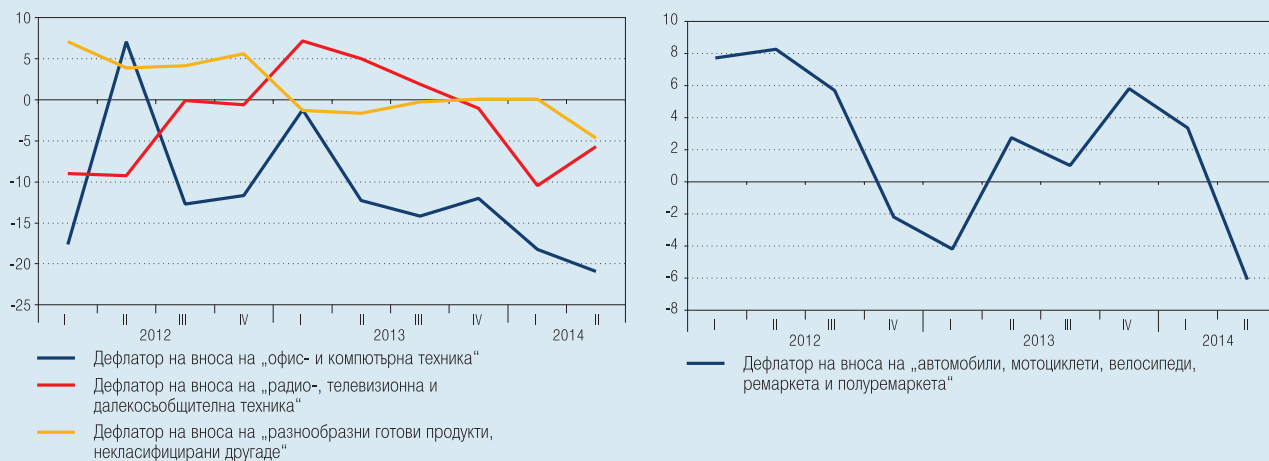
⁸ „Разнообразни готови продукти, неклассифицирани другаде“. Тук влизат мебели, облекло, обувки, фотографска и кинематографска техника, медицински апарати и други.

⁹ Използвана е Стандартната външнотърговска класификация. Тъй като част от изброените вносни стоки вероятно се потребява и от други сектори в икономиката, изчислените дялове на тези стоки в потребителските разходи на домакинствата може да са надценени. При използване на класификацията на вноса по начин на използване дялът на вносните потребителски стоки (по текущи цени) в крайните потребителски разходи на домакинствата за нехранителни стоки за 2014 г. и за периода 2010–2013 г. е съответно 61% и 41%.

продукти у нас. В някои от тези страни инфлацията при групата на нехранителните стоки за дълготрайна употреба се понижаваше по-бързо от средното за ЕС, което частично може да обясни по-силната низходяща динамика на цените на тези стоки у нас.

Темп на изменение на дефлаторите на вноса на някои видове нехранителни стоки в България

(%, на годишна база)



Източници: Евростат, изчисления на БНБ.

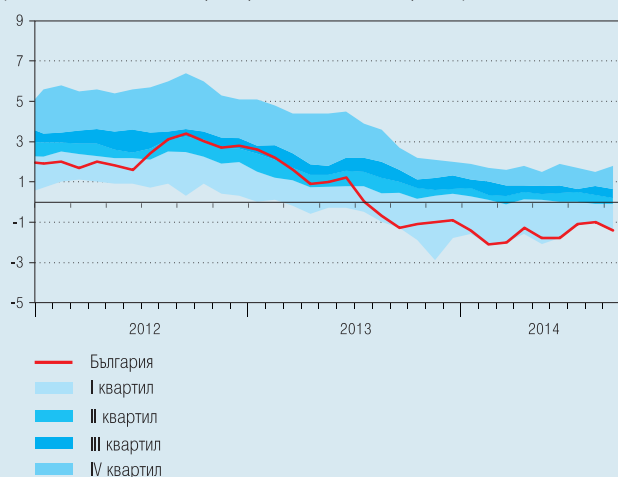
Влияние на промените в административно контролираните цени и на методологическите и нормативните промени в България

Влияние върху общата инфлация оказаха и измененията на административно определяната цена на електроенергията за бита през периода януари 2013 г. – септември 2014 г. Това се отрази пряко върху крайните потребителски цени (електроенергията за бита) и косвено чрез свиване на разходите за производство на фирмите. В България енергийните продукти имат сравнително високо тегло в ИЦП и оказаха

Годишен темп на ХИПЦ инфлация и коригиран годишен темп на ХИПЦ инфлация в България и в другите държави – членки на ЕС

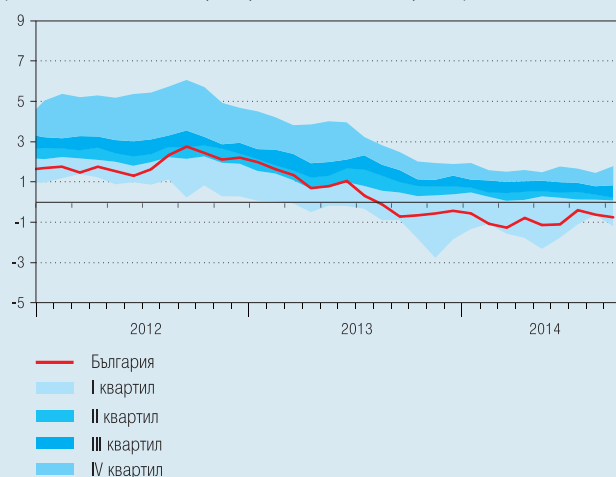
а) ХИПЦ инфлация

(%, на годишна база, разпределение по квартали)



б) ХИПЦ инфлация с корекция за вътрешните за България фактори

(%, на годишна база, разпределение по квартали)



Забележка: Корекцията на ХИПЦ инфлацията с вътрешните за България фактори е направена, като от общото годишно изменение на цените за страната и всички други държави членки е приспаднал приносът на подгрупите „електроенергия“, „лекарски и допълнителни услуги“, „стоматологични услуги“, „пътнически въздушен транспорт“ и „телефонни и телефаксни услуги“.

Източници: Евростат, изчисления на БНБ.

влияние за по-голямото му понижение в страната през втората половина на 2013 г. спрямо средното за ЕС¹⁰. Динамиката на цените в тази група се определяше както от по-ниските цени на преработените петролни продукти, така от понижението на цената за производството на електрическа енергия и газ¹¹. Последното съответстваше и на отчетените през 2013 г. в България по-ниски цени на природния газ и електроенергията за промишлени нужди, независимо от мащаба на бизнеса, което допълнително се отрази в посока понижение на разходите за производство на фирмите.

В допълнение вътрешен фактор, повлиял върху дефлацията на потребителските цени чрез задълбочаване на дефлацията при групата на услугите през 2014 г., са методологически и нормативни промени, довели до изменения в цените на „пътнически въздушен транспорт“, „стоматологични услуги“, „лекарски и доболнични услуги“ и „телекомуникационни услуги“. Понижението на цените в тези подгрупи се дължи съответно на: промяна в методологията за отчитане на самолетните билети, която се прилага от началото на 2014 г.; административно намаление от януари 2014 г. на потребителската такса, заплащана при посещение на специалисти, сключили договор с НЗОК (лекари и стоматолози); и намаление на цените на телекомуникационните услуги във връзка с иницирано от ЕК намаление на максималните тарифи за мобилни услуги в роуминг.

При изключване влиянието на административно контролираните цени и на методологическите промени при изчисляването на инфлацията у нас и в другите държави от ЕС годишният темп на изменение на цените в България се доближава до средния за ЕС.

Влияние на вътрешното потребителско търсене върху цените

Показател за значението на вътрешното търсене за динамиката на цените е отклонението на реалния БВП от потенциалното му ниво. Според оценки на БНБ и на ЕК реалният БВП през 2013 г. и първата половина на 2014 г. е под потенциалното си равнище, като се наблюдава разширяване на това отклонение, което означава отслабване влиянието на вътрешното търсене върху цените въпреки наблюдаваното в началото на 2014 г. нарастване на потреблението на домакинствата в реално изражение.

Изчисления за чувствителността на инфлацията при нехранителните стоки и услугите показват, че разширяване на отклонението на реалния БВП от потенциалното му равнище с 1 процентен пункт води до понижаване на инфлацията в тези групи съответно с около 0.2 и 0.7 процентни пункта.

Оборотите в търговията на дребно по съпоставими цени са друг индикатор за потребителското търсене. От третото тримесечие на 2013 г. оборотите в търговията на дребно у нас нарастват с темпове, които са по-високи от средните за ЕС в търговията както с хранителни, така и с нехранителни стоки. Провеждано от НСИ Наблюдение на бизнес тенденциите в търговията показва известно увеличаване на ролята на конкуренцията като ограничаващ фактор за дейността на предприятията, което е сигнал за по-голямото й значение в условията на слабо търсене. Засилването на конкуренцията вследствие разгръщането на

Отклонение на реалния БВП на България от потенциалния

(%)

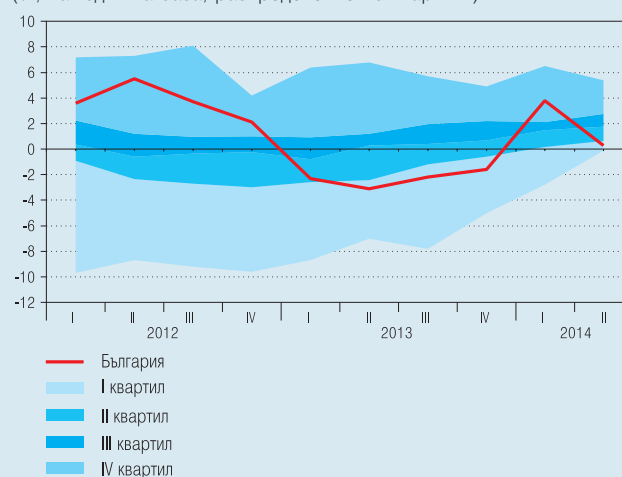
	2010	2011	2012	2013
Оценка на БНБ	-2.7	-0.8	-0.7	-1.0
Оценка на ЕК*	-2.2	-0.7	-0.6	-1.2

* Пролетна прогноза на ЕК от 5 май 2014 г.

Източници: ЕК, изчисления на БНБ.

Разходи за крайно потребление на домакинствата в България и в другите държави – членки на ЕС

(%, на годишна база, разпределение по квартали)



Източници: Евростат, изчисления на БНБ.

¹⁰ Енергийните продукти у нас имат тегло от 46% при изчисляване на ИЦП на вътрешния пазар, докато по данни на ОИСР теглото им при съставянето на ИЦП в Естония и Нидерландия е съответно 20% и 27.1% (Естония е страната в ЕС с най-голяма колебливост на цените на енергийните продукти (на годишна база 30.81% растеж към март 2013 г. и спад с 19% към юни 2014 г.), докато Нидерландия е сред страните с относително голям и запазващ се за периода от януари 2013 г. до август 2014 г. темп на спад на цените на енергийните продукти.

¹¹ „Производство и разпределение на електрическа и топлинна енергия и на газ“.

дейността на модерни формати, като търговски центрове¹², съответства на преобладаващите очаквания на мениджърите в търговията на дребно за задържане на цените. Обороти в повечето подсектори на услугите от началото на 2014 г. също нарастват на годишна база при отчетена дефлация в групата на услугите, което противоречи на очакванията, че увеличаване на търсенето на тези услуги трябва да води по-скоро до инфлация.

Заклучение

По-бързото понижение на инфлацията у нас през 2013 г. и 2014 г. спрямо средното за ЕС отразяваше едновременното действие на съвкупност от фактори в посока намаляване на крайните потребителски цени. В България беше отчетен един от най-големите спадове в рамките на ЕС на дефлатора на вноса в ЕС, което понижи крайните цени на част от храните и нехранителните стоки и повлия косвено върху останалите групи стоки и услуги чрез свиване на разходите за производство. По подобен начин понижението на цената на електроенергията за бита и за промишлените потребители повлия пряко и косвено за намаляване на крайните цени и за формирането на по-силна низходяща динамика на инфлацията у нас спрямо ЕС. Допълнителен натиск за намаляване на цените в страната оказва проявлението на някои вътрешни фактори при определени групи услуги, свързани с методологически и нормативни промени. Свиването на потреблението на домакинствата през 2013 г. представлява друг фактор за понижаване на инфлацията, но влиянието му за по-бързото понижаване на цените у нас спрямо средното за ЕС не е еднозначно поради сравнително малкото отклонение на реалния БВП от потенциалното му равнище в сравнение с другите държави членки.

¹² През последните години в страните от Централна и Източна Европа (ЦИЕ) се наблюдава тенденция към трансформиране и модернизиране на сектора „търговия на дребно“ в резултат от навлизането на чуждестранни компании, като този процес е свързан и с увеличаване на конкуренцията в сектора. В изследване на ЕЦБ към 2011 г. търговията на дребно в България е представена с преобладаващ дял на малките местни магазини, за разлика от другите страни от ЦИЕ, където модерните търговски формати имат значително по-висок дял. В резултат на това може да се очаква, че в България ще продължи процесът на трансформиране на сектора „търговия на дребно“ (*Structural Features of Distributive Trades and their Impact on Prices in the Euro Area, ECB, Occasional Paper № 128, 2011*).