

БЪЛГАРСКА НАРОДНА БАНКА



ИКОНОМИЧЕСКИ ПРЕГЛЕД

2/2018



ИКОНОМИЧЕСКИ ПРЕГЛЕД

2/2018



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. 2 от 2018 г., е представен на УС на БНБ на заседанието му на 26 юли 2018 г. В него са използвани статистически данни и информация, публикувани до 9 юли 2018 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 може да изпращате на адрес: Българска народна банка, дирекция „Икономически изследвания и прогнози“, пл. „Княз Александър I“ № 1, 1000 София.

© Българска народна банка, 2018

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

Тел. 02 9145-1906, 1271, 1469

Интернет страница: www.bnb.bg

Материалите са получени за редакционна обработка на 31 юли 2018 г.

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

ISSN 2367–4954 (онлайн)

СЪДЪРЖАНИЕ

РЕЗЮМЕ	7
1. ВЪНШНА СРЕДА	9
Конюнктура	9
Международни цени на основни стоки	18
2. ФИНАНСОВИ ПОТОЦИ, ПАРИ И КРЕДИТ	22
Външни финансови потоци	22
Парични и кредитни агрегати	25
Лихвени проценти	32
Финансови потоци между сектор „държавно управление“ и другите сектори на икономиката	36
3. ИКОНОМИЧЕСКА АКТИВНОСТ	38
Текуща конюнктура	38
Износ и внос на стоки и услуги	42
Поведение на фирмите и конкурентоспособност	49
Поведение на домакинствата	54
Влияние на фискалната политика върху икономиката	58
4. ИНФЛАЦИЯ	62
5. ПРОГНОЗА НА БНБ ЗА ОСНОВНИ МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ПОКАЗАТЕЛИ ЗА 2018–2020 Г.	72
Прогноза	72
Ревизии в прогнозата	74
Рискове пред реализирането на прогнозата	75

ТЕМАТИЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ

- Методи за оценка на финансовия цикъл в България 79

Графики

Глобални индекси PMI	10
Световна търговия и външна търговия на избрани региони	11
Инфлация, измерена чрез ИПЦ	11
Принос по сържави за изменението на реалния БВП на еврозоната	12
Принос по компоненти за изменението на реалния БВП на еврозоната	12
Изменение на БВП и PMI на преработващата промишленост и услугите в еврозоната	12
Равнище на безработица и растеж на заетостта в еврозоната	13
Инфлация в еврозоната	13
Лихвени проценти на ЕЦБ, ЕОНИА и излишък от ликвидност в банковата система на еврозоната	14
Динамика на ЮРИБОР	14
Принос по компоненти за растежа на БВП на САЩ (на тримесечна база)	15
Индекси ISM-PMI на преработващата промишленост и услугите и растеж на БВП (на тримесечна база) на САЩ	15
Индекси на доверието на потребителите в САЩ	15
Инфлация в САЩ	16
Равнище на безработица и брой новонаети работници в неаграрния сектор на САЩ	16
Индекси PMI на преработващата промишленост и услугите и растеж на БВП (на тримесечна база) в Китай	17
Индекс PMI на промишлеността в Китай и основни компоненти	17
Инвестиции в основен капитал (общо) и в избрани сектори в Китай	17
Инфлация в Китай	18
Цени на жилищата в Китай	18
Валутни резерви на Китай	18
Цена на суровия петрол тип „Брент“	19
Предлагане и търсене на суров петрол в света (по тримесечия)	19
Цени на фючърси на суров петрол тип „Брент“	19
Индекси на цените на основни суровини и стокови групи	20
Динамика на текущата и капиталовата сметка и принос по компоненти (на годишна база)	23
Динамика на финансовата сметка и принос по компоненти (на годишна база)	24
Преки инвестиции – пасиви, по вид инвестиция (на годишна база)	24
Брутен външен дълг като процент от БВП	25
Годишен темп на изменение на МЗ и принос на агрегата по компоненти	25
Годишен растеж на депозитите на неправителствения сектор и принос по сектори	26
Валутна структура на депозитите на нефинансовите предприятия и домакинствата	26
Резервни пари	27
Депозити на банките в БНБ	27
Пари в обращение	27
Покупко-продажба на валута между БНБ и банките (на месечна база)	28

Годишен растеж на кредита за нефинансови предприятия и принос по видове кредити	28
Нови кредити за нефинансови предприятия (месечни обеми) ..	29
Годишен растеж на кредита за домакинства и принос по видове кредити	29
Нови кредити за домакинства (месечни обеми)	29
Изменения в търсенето и в кредитните стандарти	31
Лихвени проценти на междубанковия паричен пазар (средномесечна стойност)	32
Крива на доходност на индекса СОФИБОР	32
Лихвени проценти по новодоговорени срочни депозити	33
Разпределение на лихвените проценти по новодоговорени срочни левови депозити на домакинства	33
Лихвени проценти по новодоговорени кредити за нефинансови предприятия по валути	34
Лихвени проценти и ГПР по новодоговорени кредити за домакинства	34
Разпределение на лихвените проценти по новодоговорени жилищни кредити в евро	35
Лихвени проценти на първичния и вторичния пазар на ДЦК със срочност 10 години и 6 месеца	35
Еталонна крива на доходност на ДЦК на България	35
Влияние на консолидирания бюджет върху ликвидността на останалите сектори (по тримесечия)	36
Принос по компоненти на крайното използване за растежа на БВП	38
Бизнес климат и доверие на потребителите	39
Фактори, затрудняващи дейността на предприятията	39
Индикатор за проследяване на динамиката на бизнес климата	40
Динамика на износа и вноса на стоки	42
Динамика на износа и вноса на услуги	43
Динамика на износа за ЕС и за страните извън ЕС	43
Географско разпределение на износа на стоки	43
Износ на машини, транспортни средства, апарати, инструменти, оръжия	44
Износ на минерални продукти и горива	45
Износ на неблагородни метали и изделия от тях	45
Износ на продукти от животински и растителен произход, храни, напитки, тютюни	46
Износ на химически продукти, пластмаси, каучук	46
Годишно изменение на износа на услуги и принос по подкомпоненти	46
Внос на енергийни ресурси	47
Внос на суровини и материали	48
Внос на потребителски стоки	48
Внос на инвестиционни стоки	48
Годишно изменение на вноса на услуги и принос по подкомпоненти	49
Растеж на добавената стойност и принос по сектори	49
Динамика на оборота в промишлеността	50
Динамика на строителната продукция и издадени разрешителни за строеж на нови сгради	50
Динамика на номиналните обороти в търговията на гребно ...	51

Темп на растеж на заетостта общо за икономиката и принос за изменението на броя заети по икономически дейности	51
Динамика на производителността на труда (добавена стойност на един зает)	52
Компенсация на един нает по текущи цени	52
Съотношение „свободни работни места/безработни“ и компенсация на наетите	52
Разходи за труд на единица продукция	53
Брутен опериращ излишък по текущи цени	53
Източници на финансиране	53
Принос на изменението на факторите на производството за растежа на БВП	54
Икономическа активност и дял на обезкуражените лица	55
Равнище на безработица	55
Заетост и номинален фонд „работна заплата“	55
Частно потребление и доверие на потребителите	56
Оборот в търговията на дребно	56
Склонност на домакинствата към спестяване и очаквания	56
Принос на основните групи приходи за растежа на общите приходи и помощи, с натрупване (на годишна база)	58
Принос на основните групи данъци за растежа на данъчните приходи, с натрупване (на годишна база)	58
Принос на основните групи разходи за растежа на общите бюджетни разходи, с натрупване (на годишна база)	59
Принос на компонентите на правителственото потребление за растежа на реалния БВП	60
Инфлация и принос на основните групи стоки и услуги за нея ...	62
Темп на изменение на цената на петрол „Брент“ и на цената на автомобилен бензин А95	63
Темп на изменение на ИЦП в промишлеността и на ХИПЦ	63
Темп на изменение на ИЦП за вътрешния пазар и принос по основни подсектори	63
Темп на изменение на цените на производител за вътрешния пазар по основни производствени групировки	64
Темп на изменение на индекса на цените на храните	64
Принос на основните подгрупи непреработени храни за общата инфлация	64
Базисна инфлация	65
Принос на услугите и на основните подгрупи услуги за общата инфлация	65
Принос на основни подгрупи нехранителни стоки (без енергийни продукти) за общата инфлация	65
Годишен темп на нарастване на номиналния оборот в търговията на дребно на нехранителни стоки (без търговия с автомобили и смазочни материали)	66
Принос на основни подгрупи административно определяни цени и на тютюневите изделия за общата инфлация	66
Индекс на дифузия по основни групи стоки и услуги	67
Очаквания за продажните цени в промишлеността, търговията на дребно и услугите през следващите 3 месеца	68
Дял на фирмите по сектори, които посочват недостатъчното търсене като фактор, ограничаващ дейността им	68
Дял на фирмите по сектори, които посочват конкуренцията в бранша като фактор, ограничаващ дейността им	68
Изменение на цените на жилищата	69

Изменение на цените на жилищата в градове с население над 120 000 жители през първото тримесечие на 2018 г.	69
Динамика на строителната продукция и издадени разрешителни за строеж на нови жилищни сгради	70
Очакван годишен темп на изменение на реалния БВП	77
Очакван годишен темп на изменение на инфлацията в края на периода	77
Графика 1. Циклични компоненти на индикаторите, използвани за оценка на финансовия цикъл	82
Графика 2. Потенциални измерители на финансовия цикъл в България	84
Графика 3. Бизнес цикъл, потенциален измерител на финансовия цикъл в България FCB и алтернативни показатели	86
Графика 4. Оценка на цикличния компонент на реалния БВП в България.....	88
Графика 5. Оценка на цикличния компонент на реалния кредит в България	88
Графика 6. Оценка на цикличния компонент на реалните цени на жилищата в България	88

Таблицу

Прогнози за годишния темп на изменение на реалния БВП на еврозоната	13
Прогнози за годишната инфлация в еврозоната	13
Потоци по основни сметки на платежния баланс	22
Брутен външен дълг към април 2018 г.	25
Растеж на БВП в реално изражение по компоненти на крайното използване	41
Нетен износ на групите стоки по начин на използване, януари – март 2018 г.	44
Внос на групите стоки по начин на използване, януари – март 2018 г.	47
Растеж на брутната добавена стойност	54
Динамика на заетостта и доходите	57
Оборот в търговията на дребно	57
Изпълнение на основни бюджетни показатели през първите пет месеца на 2017 г. и 2018 г.	61
Основни показатели за жилищния пазар в България	70
Темп на изменение на цените на основните групи стоки и услуги и принос на тези групи за инфлацията	71
Ревизии в прогнозата за БВП и за инфлацията (21 юни 2018 г. спрямо 28 декември 2017 г.)	76
Прогноза за основните макроикономически показатели за периода 2018–2020 г.	78
Таблица 1. Индикатори, използвани за оценка на финансовия цикъл в България	81
Таблица 2. Групи индикатори, използвани за извличане на агрегатен измерител на финансовия цикъл	83
Таблица 3. Резултати от анализа на главните компоненти	83
Таблица 4. Волатилност, максимум (пик) и минимум (дъно) на финансовия цикъл при различните индикатори за финансов цикъл в България	84
Таблица 5. Индекс на синхронизация на индикаторите за финансовия цикъл	85
Таблица 6. Индекс на синхронизация между потенциалните измерители на финансовия цикъл и бизнес цикъла в България ...	86

АБРЕВИАТУРИ И СЪКРАЩЕНИЯ

БДС	брутна добавена стойност	ABSPP	Asset-backed security purchase programme (програма за изкупуване на обезпечени с активи ценни книжа)
БНБ	Българска народна банка	APP	Asset Purchase Programme (разширена програма на ЕЦБ за закупуване на активи)
БВП	брутен вътрешен продукт	CBPP	Covered bond purchase programme (програма за изкупуване на деноминирани в евро обезпечени облигации)
ГПР	годишен процент на разходите	cif	cost, insurance, freight
ДДС	данък върху добавената стойност	COMEX	Commodity Exchange
ДЦК	гържавни ценни книжа	CSPP	Corporate Sector Purchase Programme (програма за закупуване на небанкови корпоративни облигации)
ЕК	Европейска комисия	fob	free on board
ЕОНИЯ	Euro OverNight Index Average (EONIA, регистрирана марка на Европейския институт за паричните пазари, EMMI)	FOMC	Federal Open Market Committee (Федерален комитет по операциите на открития пазар в САЩ)
ЕС	Европейски съюз	ISM	Institute for Supply Management (Институт по управление на доставките)
ЕЦБ	Европейска централна банка	PMI	Purchasing Managers' Index (индекс на мениджърите по продажбурите)
ЗДБРБ	Закон за гържавния бюджет на Република България	PSPP	Public sector purchase programme (програма за изкупуване на активи на публичния сектор)
ЗМР	задължителни минимални резерви		
ИПЦ	индекс на потребителските цени		
ИЦП	индекс на цените на производител		
КЕВР	Комисия за енергийно и водно регулиране		
КН	Комбинирана номенклатура		
КПР	крайни потребителски разходи		
КТБ	„Корпоративна търговска банка“ АД		
КФП	Консолидирана фискална програма		
ЛЕОНИЯ	лихвен процент по реални сделки с необезпечени обвързани депозити в левове, предоставени на междубанковия пазар		
ЛИБОР	лондонски междубанков лихвен процент		
М1	тесни пари		
М2	М1 и квазипари		
М3	широки пари		
МАЕ	Международна агенция по енергетика		
МВФ	Международен валутен фонд		
МСС	Международни счетоводни стандарти		
МФ	Министерство на финансите		
n.g.	некласифицирани друге		
НРС	Наблюдение на работната сила		
НСИ	Национален статистически институт		
НТООД	нетърговски организации, обслужващи домакинствата		
НФП	нефинансови предприятия		
ОЛП	основен лихвен процент		
ОПЕК	Организация на страните – износителки на петрол		
ПФИ	парично-финансови институции		
ПЧИ	преки чуждестранни инвестиции		
РЗ	работна заплата		
СВТК	Стандартна външнотърговска класификация на стоките		
СНС	Система на националните сметки		
СНФУ	стоки и нефакторни услуги		
СПТ	специални права на тираж		
ТАРГЕТ2	Трансевропейска автоматизирана система за брутен сетълмент на експресни преводи в реално време в евро		
УС	управителен съвет		
ФГВБ	Фонд за гарантиране на влоговете в банките		
ХИПЦ	хармонизиран индекс на потребителските цени		
ЮРИБОР	Euro InterBank Offered Rate (EURIBOR, регистрирана марка на Европейския институт за паричните пазари, EMMI)		

Според динамиката на общия индекс на международната конюнктура през периода януари – май 2018 г. икономическата активност в световен мащаб остана на високи нива, като повишение спрямо съответния период на 2017 г. бе отчетено както в сектора на промишленото производство, така и в сектора на услугите. Годишният растеж на световната търговия се запази висок въпреки регистрираното временно забавяне на темпа ѝ през март 2018 г. От началото на годината инфлацията в глобален мащаб се запази на нива близо до наблюдаваните в края на 2017 г.

На заседанието по паричната политика, проведено на 14 юни 2018 г., Управителният съвет (УС) на Европейската централна банка (ЕЦБ) обяви намерението си за удължаване на срока за изпълнение на разширената програма за закупуване на активи (APP) от октомври до декември 2018 г. при месечен обем от 15 млрд. евро. На заседанието беше променен и ориентирът относно лихвените проценти в еврозоната, като очакванията на УС на ЕЦБ са те да останат на текущите си равнища най-малко за период, който включва и лятото на 2019 г. Въз основа на отчетените и очакваните показатели за пазара на труда и инфлацията в САЩ Федералният комитет по операциите на открития пазар през юни взе решение да повиши с 25 базисни точки коридора за лихвата по федералните фондове до 1.75–2.00%.

В съответствие с благоприятното развитие на международната конюнктура очакваме външното търсене на български стоки и услуги да продължи да нараства през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. Въвеждането на мерки на протекционизъм в световната търговия от началото на юни 2018 г. и потенциалното допълнително ескалиране на международните търговски конфликти не са отразени в базисния сценарий на прогнозата и създават рискове за реализиране на по-нисък глобален икономически растеж и по-слабо външно търсене на български стоки и услуги от очакваното.

През периода януари – април 2018 г. общото салдо по текущата и капиталовата сметка на България беше отрицателно, като се наблюдаваше увеличаване на дефицита спрямо същия период на 2017 г. главно поради нарастване на дефицита по търговския баланс в резултат от влошаването на условията на търговия. На годишна база към април 2018 г. салдото по текущата и капиталовата сметка бе положително, като излишъкът отбеляза слабо понижение спрямо края на 2017 г. През третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. очакваме излишъкът по текущата и капиталовата сметка да продължи да се свижда на годишна база под влияние на продължаващото нарастване на търговския дефицит, както и на прогнозираното увеличение на дефицита по статия „първичен доход, нето“.

През първите пет месеца на 2018 г. притокът на привлечени средства в банковата система се запази висок и допринесе за плавно ускоряване на годишния растеж на широките пари. При банковия кредит за неправителствения сектор също се наблюдаваше тенденция към ускоряване, която беше по-силно изразена при кредита за домакинствата. В условията на висока ликвидност в банковата система и продължаващ приток на привлечени средства лихвените проценти по депозитите се запазиха на достигнатите сравнително ниски равнища, а тези по кредитите продължиха да следват плавна тенденция към понижение.

През третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. очакваме депозитите на неправителствения сектор да нарастват с темпове, сходни с наблюдаваните през първите пет месеца на годината. Очакваме растежът на кредита за фирми и домакинства да продължи плавно да се ускорява под влияние на благоприятната макроикономическа среда и сравнително ниските лихвени проценти по кредитите.

През първото тримесечие на 2018 г. растежът на реалния БВП се ускори спрямо предходното тримесечие и възлезе на 0.9%. Положителен принос за растежа имаха нетният износ, бруто образуването на основен капитал и частното потребление, докато правителственото потребление имаше слаб отрицателен принос.

Според сезонно изгладените данни през първото тримесечие на 2018 г. броят на заетите се повиши във всички сектори на икономиката с изключение на аграрния. Поради намалението на заетите в аграрния сектор обаче броят на заетите общо в икономиката се задържа на ниво близо до наблюдаваното през предходното тримесечие. Равнището на безработица продължи да се понижава. Компенсацията на един нает в номинално изражение нарасна на верижна база с темп, сходен с този от предходното тримесечие, за което допринесоха всички основни сектори на икономиката.

Краткосрочните конюнктурни индикатори за първата половина на 2018 г. продължиха да се подобряват и да дават преобладаващо оптимистични сигнали за развитието на икономиката. Нарастването на заетостта, повишаващото се външно и вътрешно търсене на стоки и услуги и все още задържащите се на ниски нива лихвени проценти се очаква да продължат да благоприятстват растежа на частното потребление и инвестиционната активност на фирмите. Вследствие на тези фактори очакваме на тримесечна база растежът на реалния БВП през втората половина на 2018 г. да се колебае между 0.7% и 0.8%. На годишна база се очаква икономическият растеж да следва тенденция към плавно ускоряване, стимулиран главно от вътрешното търсене.

През първите пет месеца на 2018 г. годишната инфлация следваше тенденция към повишение и възлезе на 2.3% към май, което се дължеше както на засилващото се влияние на вътрешни фактори за динамиката на потребителските цени, така и на повишението на международната цена на петрола с 19.6% от началото на годината. При цените на услугите се запази формиралата се в края на предходната година възходяща тенденция и тази група имаше най-висок положителен принос за общата инфлация към май 2018 г. Стоките и услугите с административно определяни цени (включително тютюневите изделия) бяха друга група със сравнително висок положителен принос за годишната инфлация от началото на 2018 г. Инфлацията при енергийните продукти ускори темпа си спрямо края на 2017 г. В условията на значително нарастване на цената на петрола в евро.

През втората половина на 2018 г. очакваме годишната инфлация да продължи да се ускорява, което ще се определя главно от положителния принос на цените на услугите и енергийните продукти. Стоките и услугите с административно определяни цени също се очаква да имат значителен положителен принос за общата инфлация през следващите месеци.

В този брой на „Икономически преглед“ представяме прогнозата на БНБ за основни макроикономически показатели за периода 2018–2020 г. Прогнозата е изготвена на базата на информация, публикувана към 15 юни 2018 г., като са използвани допускания на ЕЦБ, Европейската комисия (ЕК) и Международния валутен фонд (МВФ) към 22 май 2018 г. за развитието на международната конюнктура и за динамиката на цените на основни стокови групи на международните пазари.

Въз основа на прогнозите на ЕЦБ, ЕК и МВФ очакваме външното търсене на български стоки и услуги да продължи да се повишава с тенденция към забавяне на темпа на нарастване. Базисният сценарий за външното търсене не отчита ефектите от въведените в началото на юни 2018 г. външнотърговски мерки от страна на САЩ и не включва евентуално ескалиране на международните търговски конфликти през прогнозния хоризонт. По отношение на цените на международните пазари се очаква значително покачване през 2018 г., след което в периода 2019–2020 г. цените на неенергийните продукти да продължат да нарастват, докато цените на петрола слабо да се понижат поради прогнозирано нарастване на предлагането на петролни продукти в световен мащаб.

Относно допусканията за развитието на външната среда съществуват рискове за реализиране на по-нисък от прогнозирания растеж на външното търсене поради несигурност в оценките за въздействието на търговската политика на САЩ върху динамиката на глобалната търговия и несигурност за растежа на някои важни за България търговски партньори. По отношение на прогнозата за цените на суровия петрол съществуват рискове за повишението им в периода 2019–2020 г. поради възможно свиване на глобалните запаси на петрол, по-ниско от очакваното производство на петрол в САЩ и влошаване на геополитическата ситуация в глобален мащаб.

Подобрената глобална икономическа среда допринася за стабилния икономически растеж в България. Според макроикономическата прогноза през периода 2018–2020 г. икономиката ще поддържа стабилен темп на растеж с положителен принос на вътрешното търсене (частно потребление, частни инвестиции и значително увеличение на публичните инвестиции). Растежът на частното потребление се подкрепя от подобряването на пазара на труда – нивото на безработица спада на фона на нарастваща заетост и повишение на коефициента на икономическа активност, като относително високият растеж на заплатите е важен мотивиращ фактор за включване в работната сила. Нарастващото вътрешно търсене повишава търсенето на вносни стоки и услуги, вследствие на което, независимо от очаквания стабилен растеж на износа, нетният износ ще има отрицателен принос за растежа на реалния БВП. Това развитие ще се отрази върху платежния баланс на страната, като салдото по текущата сметка от излишък през 2018 г. ще излезе на дефицит през 2019–2020 г., а притокът на капиталови трансфери от ЕС и на преки чуждестранни инвестиции ще надвиши значително този дефицит.

Инфлацията, за която значителен принос има динамиката на цените на международните пазари, се очаква да се ускори през 2018 г. спрямо 2017 г., след което да се понижи и да се стабилизира на ниво от 2% годишно.

Рисковете за реализиране на макроикономическата прогноза произтичат главно от несигурността във външните допускания. Вътрешен фактор, който създава несигурност за реализиране на прогнозата, е динамиката на публичните инвестиции, която се определя от степента на усвояване на средствата по фондовете на ЕС.

1. ВЪНШНА СРЕДА

Според динамиката на общия индекс на международната конюнктура през периода януари – май 2018 г. глобалната икономическа активност остана на високи нива, като повишение спрямо съответния период на 2017 г. бе отчетено както в сектора на промишленото производство, така и в сектора на услугите. Годишният растеж на световната търговия се запази висок, въпреки регистрираното временно забавяне на темпа ѝ през март 2018 г. От началото на годината инфлацията в глобален мащаб се запази на нива близо до наблюдаваните в края на 2017 г.

На заседанието по паричната политика, проведено на 14 юни 2018 г., Управителният съвет (УС) на ЕЦБ обяви намерения за удължаване на срока за изпълнение на разширената програма за закупуване на активи (APP) от октомври до декември 2018 г. при месечен обем от 15 млрд. евро. На заседанието беше променен и ориентирът относно лихвените проценти в еврозоната, като очакванията на УС на ЕЦБ са те да останат на текущите си равнища най-малко за период, който включва и лятото на 2019 г. Въз основа на отчетените и очакваните показатели за пазара на труда и инфлацията в САЩ Федералният комитет по операциите на открития пазар взе решение през юни да повиши с 25 базисни точки коридора за лихвата по федералните фондове до 1.75–2.00%.

В съответствие с благоприятното развитие на международната конюнктура очакваме външното търсене на български стоки и услуги да продължи да нараства през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. Въвеждането на мерки на протекционизъм в световната търговия от началото на юни 2018 г. и потенциалното допълнително ескалиране на международните търговски конфликти не са отразени в базисния сценарий на прогнозата и създават рискове за реализиране на по-нисък глобален икономически растеж и по-слабо външно търсене за български стоки и услуги.

Конюнктура

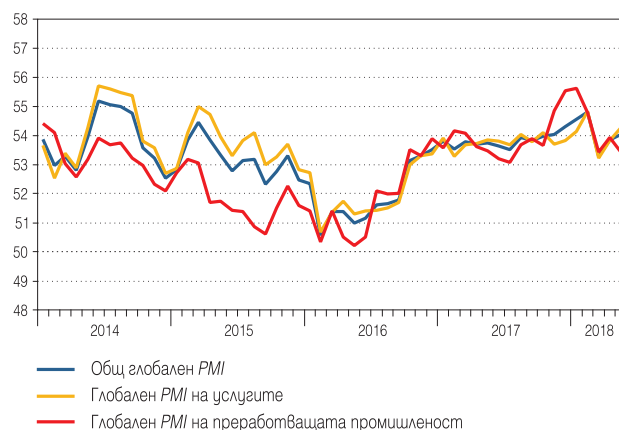
През първите пет месеца на годината общият индекс на международната конюнктура (глобалният PMI) остана значително над неутралната граница от 50 и продължи да сигнализира за нарастване на икономическата активност в глобален мащаб. Средната стойност на показателя за януари – май 2018 г. нарасна спрямо съответния период на 2017 г., което се дължеше на едновременно повишение и на индекса на промишленото производство, и на услугите.

Растежът на обема на световната търговия¹ се ускори през януари – април 2018 г. спрямо същия период на 2017 г., въпреки регистрираното временно забавяне на темпа ѝ през март 2018 г. Най-значително нарастване за периода януари – април 2018 г. се наблюдаваше при търговията на нововъзникващите пазарни икономики в Азия² и на САЩ, следвани от еврозоната,

¹ По данни на CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis към 23 май 2018 г.

² Класификацията по групи страни е на CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

Глобални индекси PMI



Източник: JP Morgan.

страните членки на която са основен търговски партньор на България.

От началото на 2018 г. инфлацията в глобален мащаб се запази на нива близо до наблюдаваните в края на 2017 г. През май глобалната инфлация възлезе на 2.1% на годишна база³. Ускоряване на инфлацията спрямо декември 2017 г. се наблюдаваше в развитите страни, докато в развиващите се икономики темпът ѝ слабо се забави.

В съответствие с благоприятното развитие на международната конюнктура очакваме външното търсене на български стоки и услуги да продължи да нараства през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. Въвеждането на мерки на протекционизъм в световната търговия от началото на юни 2018 г. и потенциалното допълнително ескалиране на международните търговски конфликти не са отразени в базисния сценарий на прогнозата и създават рискове за реализиране на по-нисък глобален икономически растеж и по-слабо външно търсене за български стоки и услуги от прогнозираното.

Очакваме международните цени на енергийните и неенергийните стоки да продължат да нарастват на годишна база в долари⁴ и в евро през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. Предвид прогнозирания по-висок растеж на цените на енергийните стоки спрямо този на неенергийните, както и по-големия дял на петролните продукти във вноса на стоки на България спрямо този в износа, очакваме през прогнозния хоризонт динамиката на цените на основните стокови групи на международните пазари да доведе до запазване на неблагоприятни условия на търговия за страната.

Еврозона

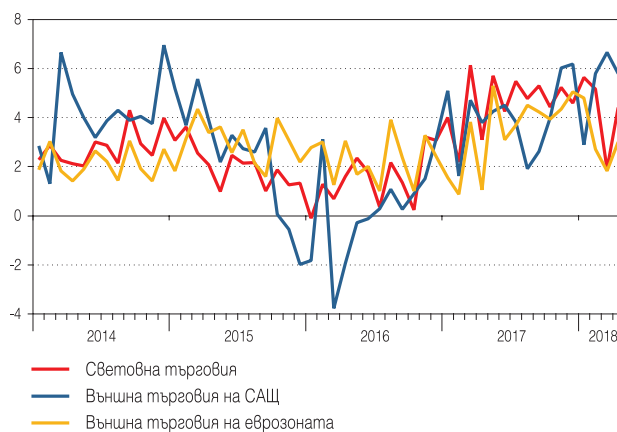
През първото тримесечие на 2018 г. растежът на реалния БВП на еврозоната се забави до 0.4% на верижна база от 0.7% през четвъртото тримесечие на 2017 г. Нарастване на икономическата активност се наблюдаваше във всички държави от еврозоната с изключение на Естония, но

³ По данни на Световната банка към 2 юли 2018 г.

⁴ Тук и по-нататък под „долар“ да се разбира националната валута на САЩ.

Световна търговия и външна търговия на избрани региони

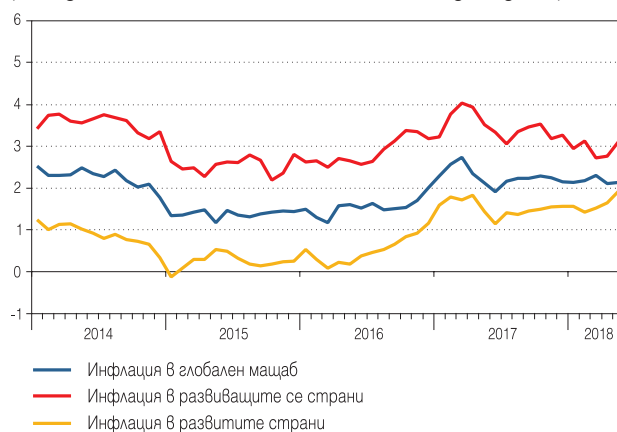
(годишен темп на изменение на обема, %)



Източник: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

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 на 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.

растежът на БВП на Германия, Франция и Италия се забави съответно до 0.3%, 0.2% и 0.3% (при 0.6%, 0.7% и 0.4% за предходното тримесечие), докато в Испания се запази без промяна (0.7%). Компонентите на БВП с положителен принос за растежа на тримесечна база в еврозоната бяха частното потребление, запасите и инвестициите. Нетният износ имаше отрицателен принос, а влиянието на правителственото потребление беше неутрално за растежа на реалния БВП през периода.

Водещите конюнктурни индикатори, сред които индексите *PMI* и индексите на Европейската Комисия (ЕК), се понижиха през второто тримесечие на 2018 г., но останаха на сравнително високи нива, което сигнализира за запазване на относително висока икономическа активност в еврозоната.

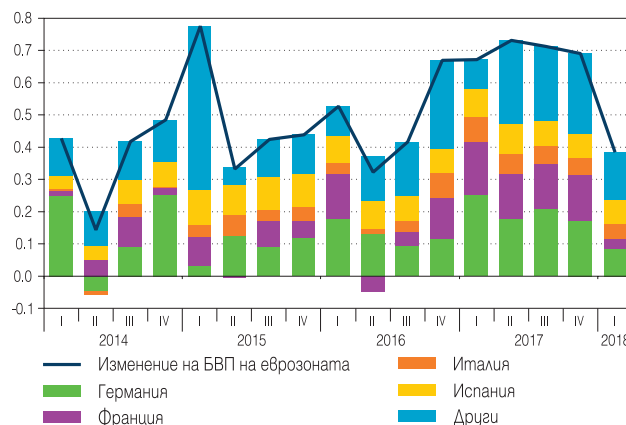
Показателите за пазара на труда продължиха бавно да се подобряват, като през април, както и май 2018 г. коефициентът на безработица в еврозоната възлезе на 8.4% при средно 8.6% за първото тримесечие. Индикаторът за очакваното равнище на безработица през следващите 12 месеца, съдържащ се в индекса на ЕК за доверието на потребителите, отчете исторически най-ниски нива и показва продължаващо подобряване на очакванията на потребителите относно тенденциите на пазара на труда.

През второто тримесечие на 2018 г. инфлацията в еврозоната се ускори, като най-голям принос имаше енергийният компонент на ХИПЦ. През май годишното изменение на ХИПЦ възлезе на 1.9% спрямо 1.3% през април, като според предварителната оценка на Евростат годишният темп на инфлацията в еврозоната през юни е 2.0%.

През юни ЕЦБ понижи прогнозите си за растежа на реалния БВП на еврозоната през 2018 г. (с -0.3 процентни пункта до 2.1%) и запази очакванията си за растежа през 2019 г. и 2020 г. съответно на 1.9% и 1.7%. Според ЕЦБ рисковете, свързани с перспективата за икономическия растеж в еврозоната, са като цяло балансирани. Рисковете за реализиране на по-нисък икономически растеж произтичат главно от действието на глобални фактори, като

Принос по държави за изменението на реалния БВП на еврозоната

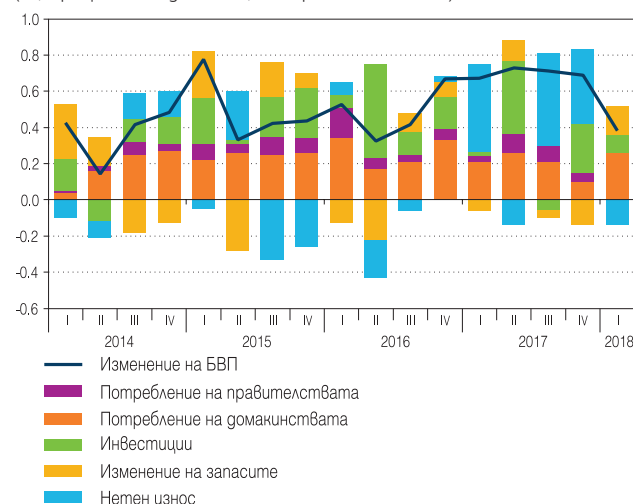
(%, процентни пунктове; на тримесечна база)



Източници: Евростат и изчисления на БНБ.

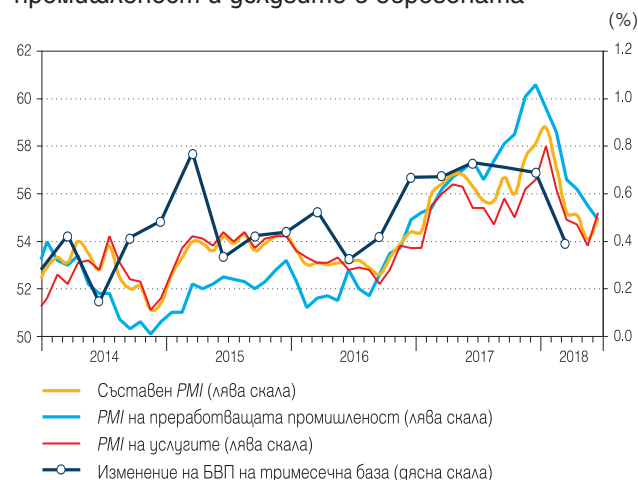
Принос по компоненти за изменението на реалния БВП на еврозоната

(%, процентни пунктове; на тримесечна база)



Източник: Евростат.

Изменение на БВП и *PMI* на преработващата промишленост и услугите в еврозоната



Източници: Евростат, *Markit*.

засилване на протекционизма и колебанията на финансовите пазари.

ЕЦБ повиши прогнозите си за инфлацията в еврозоната през 2018 г. и 2019 г. с по 0.3 процентни пункта до 1.7% за двете години и запази без промяна прогнозата си от 1.7% за 2020 г. Ревизията отразява главно поскъпването на петрола. От институцията очакват в средносрочен план ускоряването на растежа на заплатите да бъде важен фактор за повишението на потребителските цени.

На заседанието по паричната политика от 14 юни 2018 г. УС на ЕЦБ запази равнищата на лихвените проценти без промяна, но обяви намерения за удължаване на срока за изпълнение на разширената програма за закупуване на активи (APP) от октомври до декември 2018 г. при месечен обем от 15 млрд. евро (наполовина спрямо текущия обем от 30 млрд. евро), като се очаква в края на декември нетните покупки да бъдат преустановени. От УС на ЕЦБ заявиха, че изпълнението на нетните покупки на активи остава обвързано с характера на постъпващите икономически данни, като разширената програма за закупуване на активи остава част от инструментариума на паричната политика. На заседанието беше променен ориентирът относно лихвените проценти в еврозоната, които членовете на УС на ЕЦБ очакват да останат на текущите си равнища най-малко за период, който включва и лятото на 2019 г. От УС на ЕЦБ не промениха ориентира относно политиката по реинвестиране на средствата от ценните книжа с настъпил падеж от портфейла на Евросистемата, но дадоха индикации, че този въпрос ще се обсъжда на някое от следващите заседания на съвета.

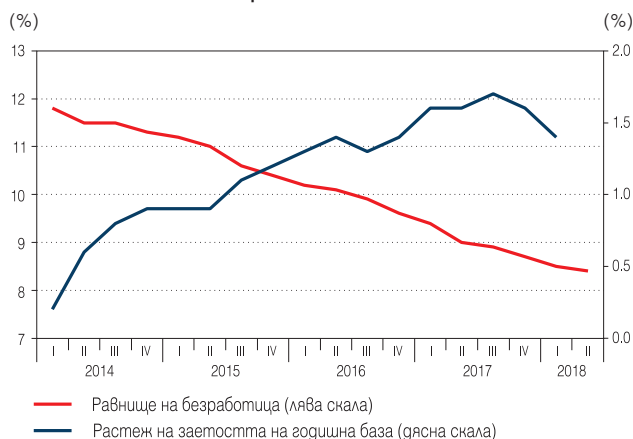
Към 29 юни 2018 г. кумулативният размер на покупките по разширената програма на

Прогнози за годишния темп на изменение на реалния БВП на еврозоната (%)

Институция	Дата на публикуване	2018 г.		2019 г.		2020 г.	
		последна	предходна	последна	предходна	последна	предходна
ЕЦБ	VI.2018 г.	2.1	2.4	1.9	1.9	1.7	1.7
ЕК	V.2018 г.	2.3	2.3	2.0	2.0	-	-

Източници: ЕЦБ, ЕК.

Равнище на безработица и растеж на заетостта в еврозоната (%)



Източник: Евростат.

Инфлация в еврозоната

(%, на годишна база)



Източник: Евростат.

Прогнози за годишната инфлация в еврозоната (%)

Институция	Дата на публикуване	2018 г.		2019 г.		2020 г.	
		последна	предходна	последна	предходна	последна	предходна
ЕЦБ	VI.2018 г.	1.7	1.4	1.7	1.4	1.7	1.7
ЕК	V.2018 г.	1.5	1.5	1.6	1.6	-	-

Източници: ЕЦБ, ЕК.

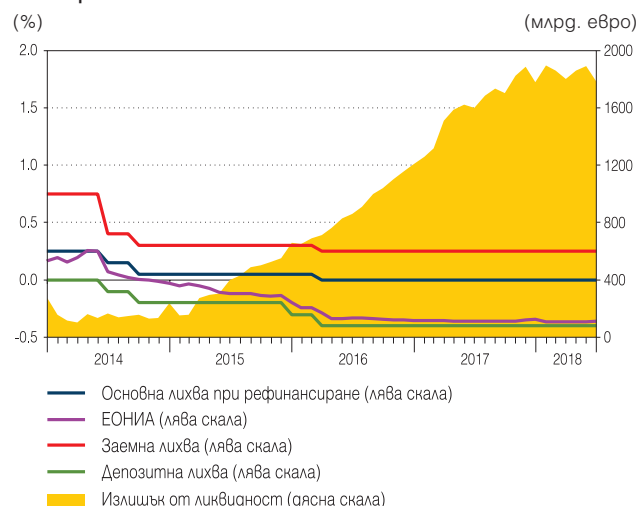
Евросистемата за закупуване на активи достигна общо 2455.5 млрд. евро, като закупените активи по четирите програми на ЕЦБ представляваха съответно 2011.6 млрд. евро по програмата за изкупуване на активи на публичния сектор (*PSPP*), 254.4 млрд. евро по третата програма за изкупуване на деноминирани в евро обезпечени облигации (*CBPP3*), 27.4 млрд. евро по програмата за изкупуване на обезпечени с активи ценни книжа (*ABSPP*) и 162.0 млрд. евро по програмата за закупуване на небанкови корпоративни облигации (*CSPP*). Към 29 юни 2018 г. излишъкът от ликвидност в банковата система на еврозоната се понижи до 1781.2 млрд. евро спрямо 1798.6 млрд. евро в края на март, като балансовото число на Евросистемата достигна 4.593 трлн. евро.

През второто тримесечие на 2018 г. средният ефективен лихвен процент по едnodневните депозити на междубанковия пазар ЕОНИА се запази на ниво от -0.36%. Обемът на търговия на овърнайт депозити на междубанковия пазар в еврозоната се понижи, като средnodневната стойност за периода 2 април – 29 юни 2018 г. възлезе на 4.1 млрд. евро (спрямо 5.1 млрд. за първото тримесечие на 2018 г.). През периода лихвите по необезпечени депозити на междубанковия пазар (ЮРИБОР) останаха без промяна или леко се повишиха в различните падежни сектори. Към 29 юни 2018 г. лихвите по депозитите с матуритет от 1 месец (-0.37%) и 6 месеца (-0.27%) останаха на нивата си от края на март, а лихвеният процент по депозитите с матуритет от 12 месеца се повиши до -0.18% (+1 базисна точка спрямо края на март).

САЩ

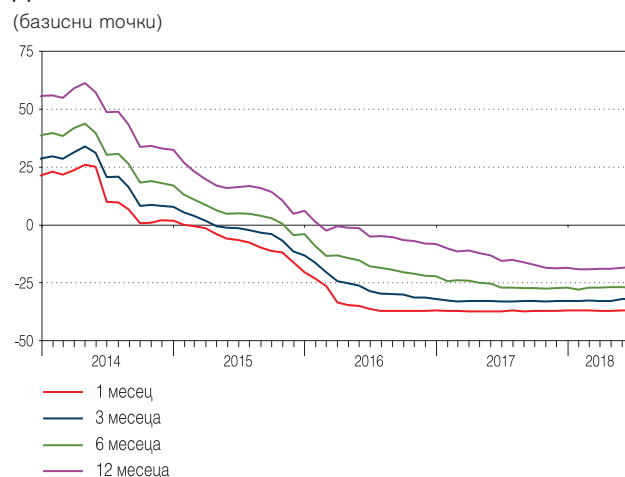
През първото тримесечие на 2018 г. растежът на реалния БВП на САЩ се забави на верижна база до 0.5% спрямо 0.7% през четвъртото тримесечие на 2017 г., което се дължеше в най-голяма степен на по-слабото нарастване на потреблението на домакинствата, потреблението и инвестициите на публичния сектор, както и на спад на инвестициите в жилища. Същевременно през първото тримесечие на 2018 г. се наблюдаваше ускоряване на растежа на

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



Забележка: Стойностите за ЕОНИА са средните за месеца.
 Източник: ЕЦБ.

Динамика на ЮРИБОР



Източник: ЕЦБ.

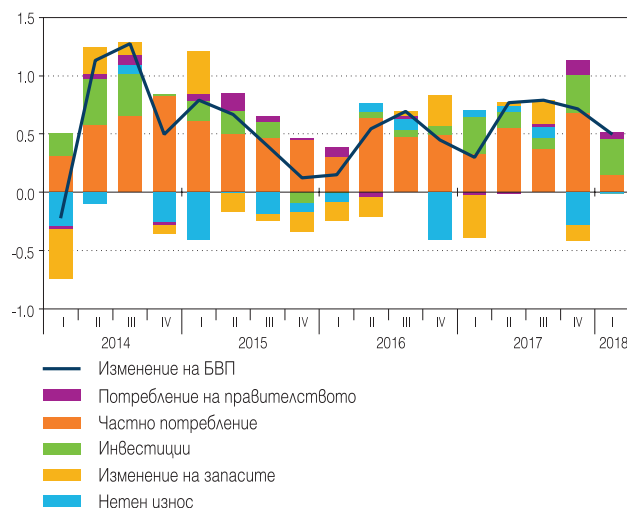
бизнес инвестициите, докато приносът на нетния износ за растежа на реалния БВП през този период беше неутрален.

През второто тримесечие на 2018 г. изменението на водещите конюнктурни индикатори в САЩ бе колебливо, но предимно положително. През май *ISM-PMI* индексите за преработващата промишленост и услугите отбелязаха повишение, но останаха под високите в исторически план нива, достигнати в началото на годината под въздействието на одобрената в края на 2017 г. от Конгреса на САЩ данъчна реформа. Показателите за потребителското доверие през второто тримесечие имаха сходно изменение, като също останаха близо до високите нива, достигнати в началото на годината. След забавянето през първото тримесечие месечните индикатори, измерващи потреблението на домакинствата и продажбите на дребно в САЩ, сочат значително ускоряване на растежа им през периода април – май. Последните данни за сектора на строителството показват увеличение на активността в сравнение с началото на годината. Като цяло данните, налични към края на юни 2018 г., сигнализират за ускоряване на растежа на реалния БВП на САЩ през второто тримесечие на годината.

През май на годишна база ценовият индекс на личните потребителски разходи (*PCE*) се повиши до 2.3% спрямо 2.0% през предходните два месеца. Базисният индекс, който изключва компонентите „храни“ и „горива“, се повиши на годишна база до 2.0% през май спрямо 1.8% през април и март. Данните за индекса на потребителските цени (*CPI*) към май 2018 г. показаха ускоряване на годишния темп както на общата инфлация (до 2.8% спрямо 2.5% през април), така и на базисната инфлация (до 2.2% спрямо 2.1% през април). Данните за юни относно очакванията за изменението на потребителските цени в хоризонт до една и до пет години, които са компонент на индекса на потребителското доверие на Университета в Мичиган, показаха повишение както при дългосрочните, така и при краткосрочните инфлационни очаквания.

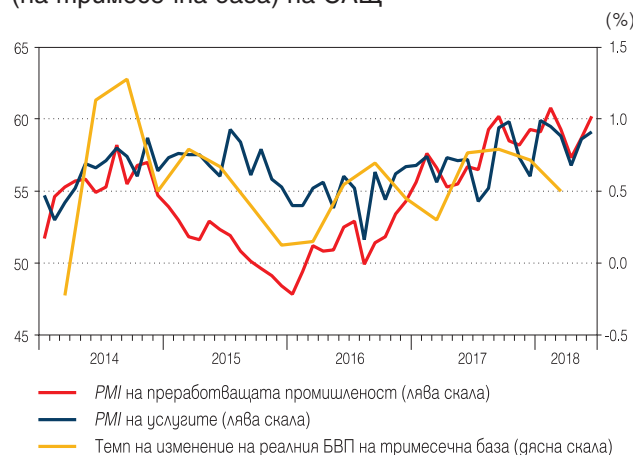
Принос по компоненти за растежа на БВП на САЩ (на тримесечна база)

(%; процентни пунктове)



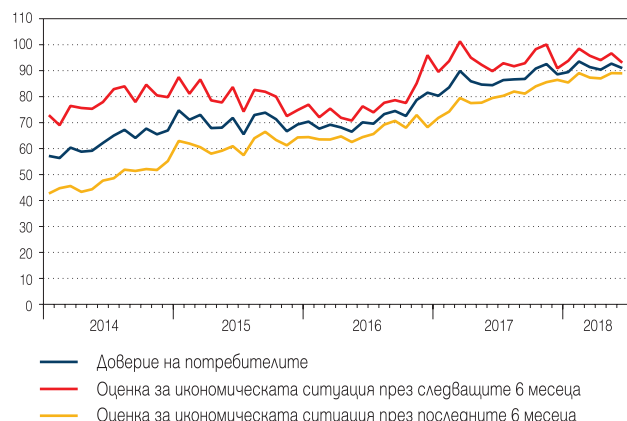
Източник: *Bureau of Economic Analysis*.

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



Източник: *Institute for Supply Management, Bureau of Economic Analysis*.

Индекси на доверието на потребителите в САЩ (2000 г. = 100)



Източник: *The Conference Board*.

Показателите за пазара на труда в САЩ не се промениха съществено през второто тримесечие на 2018 г. Средният за тримесечието брой на новонаетите работници в неаграрния сектор се понижи незначително спрямо отчетения за първото тримесечие. След като през май коефициентът на безработица в САЩ се понижи до 3.8%, което е най-ниското ниво от април 2000 г. насам, през юни показателят се повиши до 4.0%.

Въз основа на отчетените и очакваните показатели за пазара на труда и инфлацията в САЩ на заседанието си на 12 и 13 юни Федералният комитет по операциите на открития пазар (*FOMC*) взе решение да повиши с 25 базисни точки коридора за лихвата по федералните фондове до 1.75–2.00%. Същевременно бяха въведени промени в информационните съобщения на комитета, като от тях отпадна ориентирът, според който лихвата по федералните фондове ще остане за известно време под очакваните в дългосрочен план равновесни нива. След заседанието бяха обявени и промени в рамката на провежданата парична политика, според които лихвеният процент по свръхрезервите на търговските банки (*IOER*), който до този момент бе равен на горната граница на коридора на целевата лихва, вече ще се задава с 5 базисни точки под тази граница. Позитивните очаквания на членовете на *FOMC* за развитието на икономиката и трудовия пазар в страната в средносрочен план им дадоха основание да повишат прогнозата си за очакваните вдигания на референтната лихва през 2018 г. и 2019 г. – съответно на 4 пъти вместо 3, и на 3 пъти вместо 2. Същевременно оценката на членовете на комитета за целевата лихва в края на 2020 г. и дългосрочното ѝ равновесно равнище останаха без изменение на ниво от съответно 3.38% и 2.88%. По време на конференцията след заседанието на *FOMC* председателят на борда на Федералния резерв Джером Пауъл заяви, че към момента няма индикации промените във външнотърговската политика на САЩ от началото на 2018 г. да се отразяват на макроикономическите данни на страната, но определи тези промени като потенциален рисков фактор.

Инфлация в САЩ

(%, на годишна база)

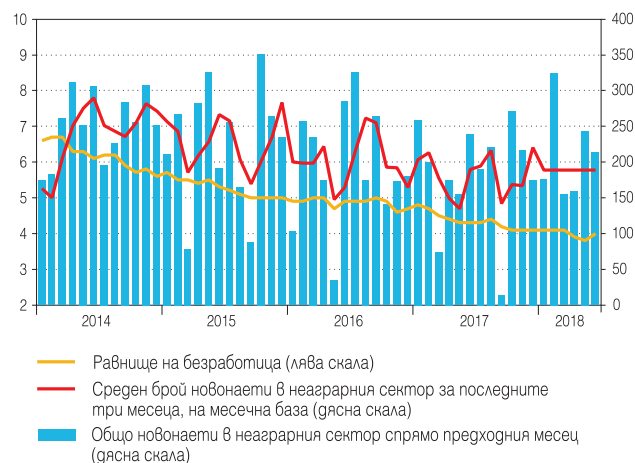


Забележка: Инфлацията е измерена чрез дефлатора на личните потребителски разходи.

Източник: *Bureau of Economic Analysis*.

Равнище на безработица и брой новонаети работници в неаграрния сектор на САЩ

(%) (новонаети работници, хил.)



Източник: *Bureau of Labor Statistics*.

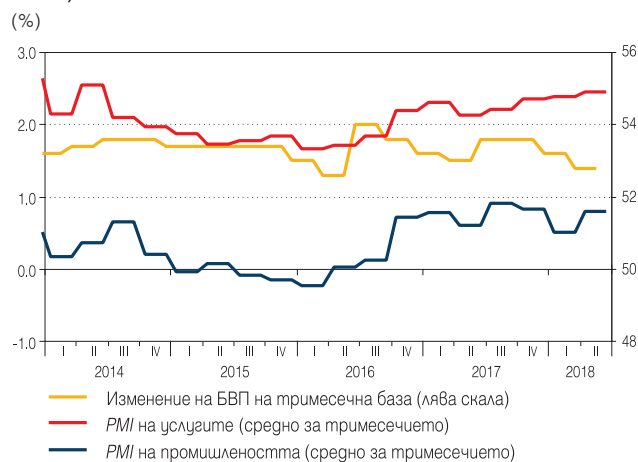
През второто тримесечие на 2018 г. средните стойности на индексите *PMI* за секторите на услугите и промишлеността в Китай не се измениха съществено и анализират, че през периода икономическият растеж се запазва близо до нивото от първото тримесечие на годината. През юни индексът „нови поръчки за износ“, който е подкомпонент на индекса *PMI* на промишлеността, се понижи до 49.8 пункта от 51.2 през май. Спадането на индекса под неутралната граница от 50 пункта може да се дължи на несигурността, свързана с неблагоприятното влияние върху икономическата активност на Китай на мерките на външно-търговската политика на САЩ от началото на 2018 г., включващи налагането на мита върху редица стоки, внасяни от Китай.

През април и май годишният темп на растеж на индустриалното производство в Китай остана на относително стабилни нива, докато при общите инвестиции в икономиката се наблюдаваше забавяне на растежа, което се дължеше най-вече на по-слабото нарастване на инвестициите в инфраструктура.

През второто тримесечие на 2018 г. динамиката на индекса на потребителските цени в Китай бе повлияна главно от забавянето на растежа на цените на храните през април и май след временното им повишение през февруари, когато бе отбелязана китайската Нова година. През май годишният растеж на цените на производител се ускори до 4.1% спрямо 3.4% през април и 3.1% през март, което отразяваше главно нарастването на цените на основни суровини през последните месеци. През второто тримесечие на 2018 г. годишният растеж на цените на жилищата в Китай се забави поради понижението на цените на жилищата в големите градове (от група 1), докато цените на жилищата в по-малките градове (от група 2) останаха почти без промяна спрямо последните две тримесечия.

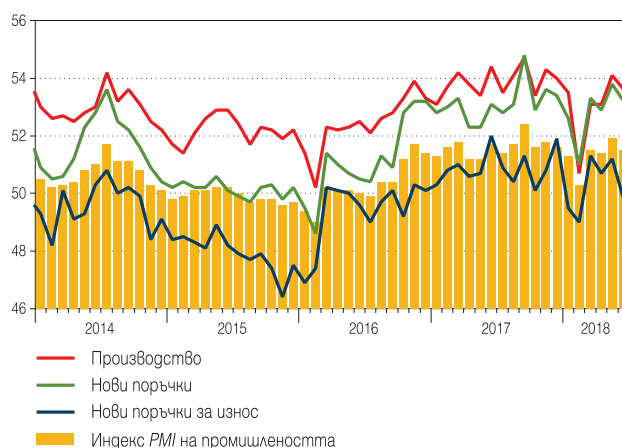
В края на второто тримесечие Народната банка на Китай обяви, че ще намали с 50 базисни точки ставката по задължител-

Индекси *PMI* на преработващата промишленост и услугите и растеж на БВП (на тримесечна база) в Китай



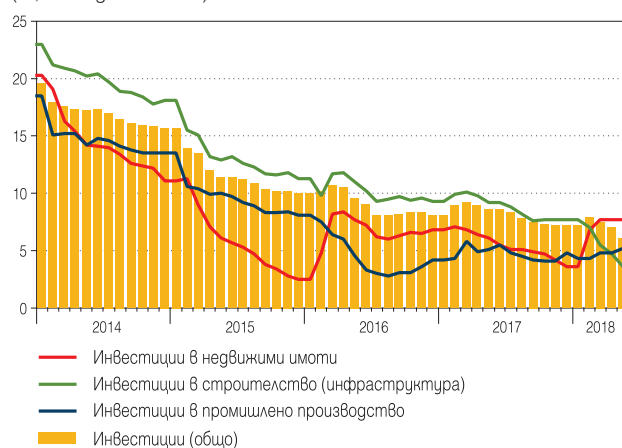
Източници: Национално статистическо бюро на Китай, Китайска федерация по логистика и снабдяване.

Индекс *PMI* на промишлеността в Китай и основни компоненти



Източник: Китайска федерация по логистика и снабдяване.

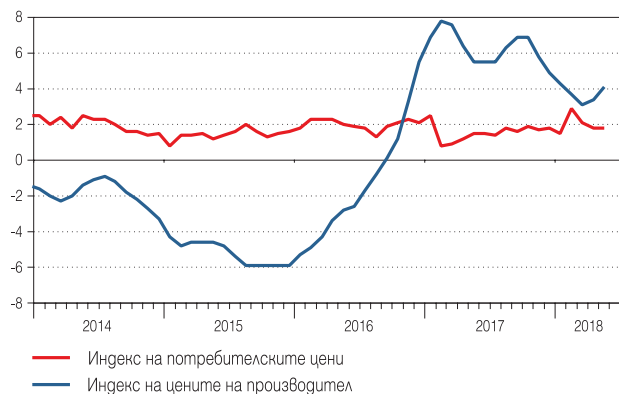
Инвестиции в основен капитал (общо) и в избрани сектори в Китай



Източник: Национално статистическо бюро на Китай.

Инфлация в Китай

(%, на годишна база)



Източник: Национално статистическо бюро на Китай.

ните минимални резерви на петте най-големи търговски банки, както и на 12 по-малки банки, до 15.5%. Целта на мярката е да се увеличи капацитетът на тези институции за кредитиране на малките предприятия с близо 700 млрд. юана (108 млрд. долара). В допълнение, банките са насърчавани от властите да използват средствата за замяна на дългове към тях от големи и най-често държавни предприятия срещу акции на тези предприятия.

През второто тримесечие валутните резерви на Китай се понижиха с 32 млрд. долара до 3.11 трлн. долара. Според Държавната комисия за валутен обмен на Китай спадът на валутните резерви се дължи почти изцяло на преоценка на финансовите активи вследствие на поскъпването на долара, като не се наблюдава отлив на капитали от страната.

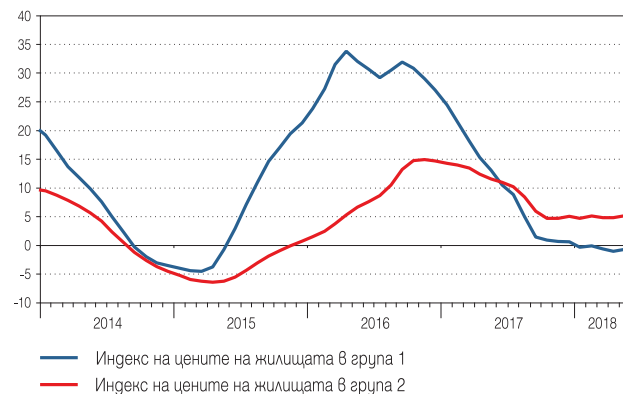
Международни цени на основни стоки

Суров петрол

Цената на суровия петрол на международните пазари се повиши значително на годишна база през първите пет месеца на 2018 г. и той се търгуваше средно за 69.8 долара/барел (петрол тип „Брент“). Повишеното търсене на петролни продукти от началото на годината спрямо съответния период на 2017 г. доведе до понижаване на запасите в глобален мащаб и съответно до покачване на цената на петрола. Ограничаването на добива в резултат от договорената сделка между ОПЕК и други големи страни производителки, както и

Цени на жилищата в Китай

(%, на годишна база)



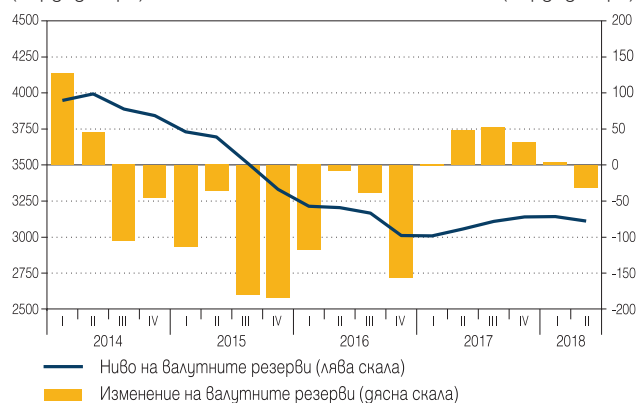
Забележка: Група 1 включва четирите най-големи града: Пекин, Шънджън, Гуанджоу и Шанхай. В група 2 са включени централните на останалите провинции.

Източник: Национално статистическо бюро на Китай.

Валутни резерви на Китай

(млрд. долари)

(млрд. долари)



Източник: Народна банка на Китай.

временното прекъсване на производството на петрол в отделни райони на САЩ и Венецуела допълнително подкрепиха нарастването на цената на петрола. Същевременно рискът от възпрепятстване на износа от Иран и Венецуела в резултат от провежданата външна политика на САЩ също повлия за поскъпването на петрола.

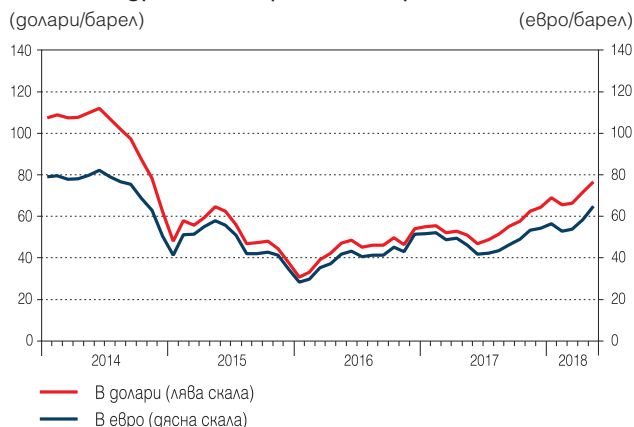
По данни на Международната агенция по енергетика през първите пет месеца на 2018 г. се наблюдаваше нарастване на търсенето на суров петрол в глобален мащаб в сравнение със съответния период на 2017 г. За това повишение повлияха икономическият растеж в глобален мащаб, както и неблагоприятните метеорологични условия в Европа и САЩ в началото на 2018 г.

През юни пазарните очаквания за цената на петрола през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г., наблюдавани чрез цената на фючърсите, се повишиха спрямо очакванията от март т.г., въпреки обявените мерки за увеличаване на производството на петрол след срещата на ОПЕК на 22 юни 2018 г. Причина за това бяха формираните очаквания сред пазарните участници за увеличаване на търсенето на петрол и петролни продукти, което ще надвишава предлагането поради високата икономическа активност и нарастващото индустриално производство в глобален мащаб. Пазарните очаквания за цената на суровия петрол през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. са за около 74 долара/барел.

Цени на основни суровини и храни

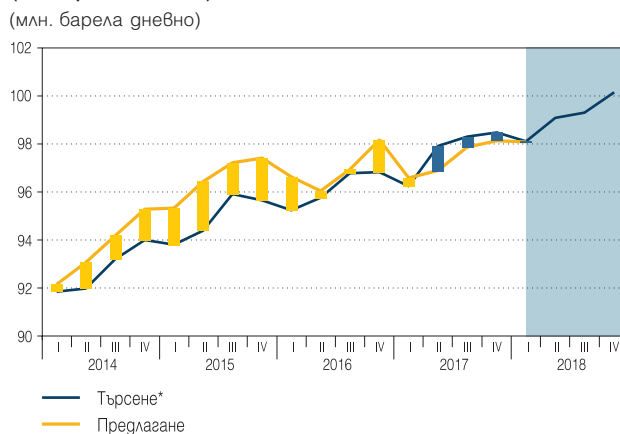
През първите пет месеца на 2018 г. цената на металите, измерена в долари, продължи да се повишава на годишна база, следвайки тенденцията, наблюдавана през 2017 г. По подкомпоненти най-висок годишен растеж през периода се наблюдаваше при цената на никела, което се дължеше на нарастването на производството на неръждаема стомана, прекъсвания на доставките и понижаване на глобалните запаси. Значителен годишен растеж през периода регистрира и цената на алуминия, за което допринесоха предприетите от страна на Китай мерки за понижаване на

Цена на суровия петрол тип „Брент“



Източник: Световна банка.

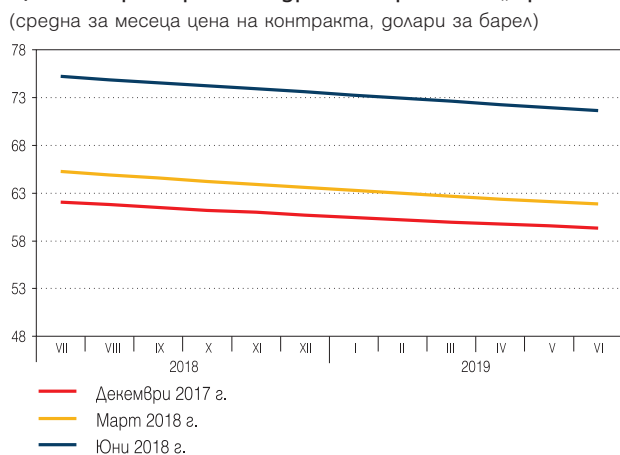
Предлагане и търсене на суров петрол в света (по тримесечия)



* Включени са последните налични публикувани данни на МАЕ от март 2018 г. за търсенето на суров петрол.

Източник: МАЕ.

Цени на фючърси на суров петрол тип „Брент“



Източник: JP Morgan.

замърсяването на въздуха, както и наложените през април санкции от страна на САЩ на втория най-голям производител на алуминий в света, базиран в Русия.

Въпреки наблюдавания годишен растеж на цената на металите в долари, през първите пет месеца на 2018 г. цената в евро се понижи поради поскъпването на европейската валута спрямо долара.

Цената на медта, която е с основно значение за българския износ на стоки, продължи да нараства на годишна база през първите пет месеца на 2018 г. както в долари, така и в евро. За този растеж допринесе по-силното търсене на медна руда в световен мащаб, както и наблюдаваното повишение на глобалното промишлено производство. Рискът от временно нарушаване на производствения процес в най-голямата мина за добив на медна руда в Чили при подновяването на трудовите договори на работещите в нея също оказва влияние за повишението на цената на медта.

Очаква се цените на металите през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. да нарастват в долари и в евро.⁵ Евентуално ескалиране на международните търговски конфликти в международен план, което ще повиши риска за реализиране на по-нисък глобален икономически растеж, може съответно да доведе до по-ниско нарастване или дори спад на цените на металите.

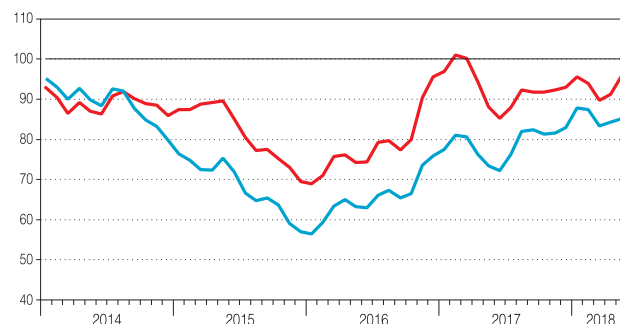
Средно за периода януари – май 2018 г. общият индекс на цените на храните в долари остана без съществено изменение спрямо съответния период на 2017 г. По подкомпоненти се наблюдаваше разнопосочна динамика. Цената на някои продукти, като захар, кафе и чай, спадна на годишна база. При пшеницата, която е с основно значение за българския износ на стоки, се наблюдаваше повишение на цената на

⁵ Прогнозата за цените в евро се основава на техническо допускане за валутния курс на еврото към долара, като той се фиксира на средната си стойност за последните десет дни към датата на формиране на допусканията за външната среда през прогнозния период, която е 15 юни 2018 г. При това техническо допускане валутният курс на еврото към долара се повишава през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. спрямо съответните периоди на предходната година.

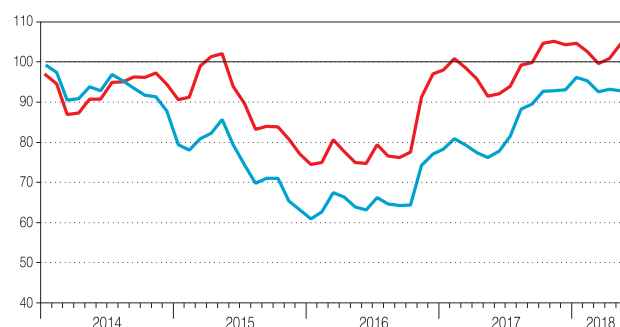
Индекси на цените на основни суровини и стокови групи

(2013 г. = 100)

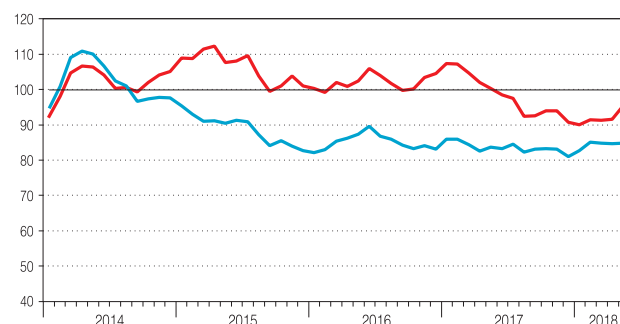
Метали



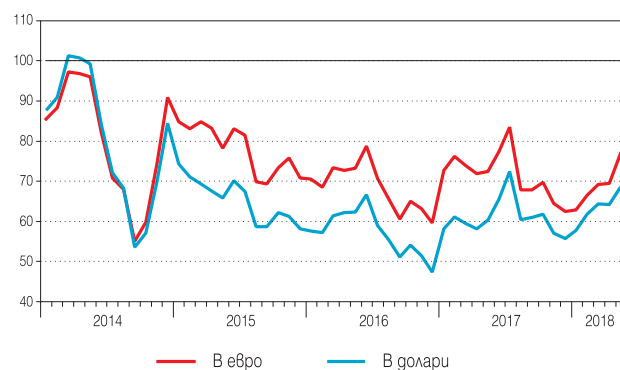
Мед



Храни



Пшеница



Източници: ЕЦБ и изчисления на БНБ.

годишна база в долари. Това се дължеше на очакванията за по-ниска реколта в световен мащаб, като пазарните очаквания за добива на пшеница в Русия, ЕС, Индия и Мексико бяха понижени поради неблагоприятни метеорологични условия. Въпреки че през първите пет месеца на 2018 г. цената на храните в долари остана близо до нивото, наблюдавано през същия период на 2017 г., в евро тя се понижи поради поскъпване на еврото спрямо долара.

Прогнозата за цените на храните в долари е за растеж на годишна база през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г., докато в евро се очаква цените да се понижат слабо в резултат от поскъпване на еврото спрямо долара⁶.

При реализиране на пазарните очаквания за динамиката на международните цени на горива, основни суровини и храни, очакваме условията на търговия за България да останат неблагоприятни през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г.

⁶ Вж. бележка 5.

2. Финансови потоци, пари и кредит

През периода януари – април 2018 г. общото салдо по текущата и капиталовата сметка беше отрицателно, като се наблюдаваше увеличаване на дефицита спрямо същия период на 2017 г. главно поради нарастване на дефицита по търговския баланс в резултат от влошаването на условията на търговия за България. На годишна база към април 2018 г. салдото по текущата и капиталовата сметка бе положително, като излишъкът отбеляза слабо понижение спрямо края на 2017 г. През третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. очакваме излишъкът по текущата и капиталовата сметка да продължи да се свива на годишна база под влияние на продължаващото нарастване на търговския дефицит, както и на прогнозираното увеличение на дефицита по статията „първичен доход, нето“.

През първите пет месеца на 2018 г. притокът на привлечени средства в банковата система се запази висок и допринесе за плавно ускоряване на годишния растеж на широките пари. При банковия кредит за неправителствения сектор също се наблюдаваше тенденция към ускорение, която беше по-силно изразена при кредитите за домакинства. В условията на висока ликвидност в банковата система и продължаващ приток на привлечени средства лихвените проценти по депозитите се запазиха на достигнатите сравнително ниски равнища, а тези по кредитите продължиха да следват плавна тенденция към понижение.

През третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. очакваме депозитите на неправителствения сектор да нарастват с темпове, сходни с наблюдаваните през първите пет месеца на годината. Очакваме растежът на кредитите за фирми и домакинства да продължи плавно да се ускорява под влияние на благоприятната макроикономическа среда и сравнително ниските лихвени проценти по кредитите.

Външни финансови потоци

За периода януари – април 2018 г. салдото по текущата и капиталовата сметка на платежния баланс беше отрицателно в размер на 123.1 млн. евро, като дефицитът се повиши в сравнение с януари – април 2017 г.⁷ Основният фактор за това беше увеличението на дефицита по търговския баланс⁸, което се дължеше най-вече на влошаването на условията на търговия за България през наблюдавания период. В по-малка степен за увеличението на отрицателното общо салдо по текущата и капиталовата сметка допринесоха и по-ниските излишъци по статията „вторичен доход, нето“ и по капиталовата сметка, които бяха определени от по-ниския размер на трансферите по програми на ЕС и по-високата вноска на България в ЕС. Нарастването на излишъка по статията „търговия с услуги, нето“ и понижението на дефицита по статията

⁷ Анализът на потоците в платежния баланс използва информация от аналитичното му представяне. Данните са предварителни.

⁸ В раздел „Износ и внос на стоки и услуги“ в глава 3 е представен по-подробен анализ на външнотърговските потоци.

Потоци по основни сметки на платежния баланс (млн. евро)

	2016 г.	2017 г.	На годишна база към април 2018 г.
Текуща сметка	1 091.1	2 268.9	2 250.8
Търговско салдо	-984.4	-2 074.2	-2 359.4
Услуги, нето	2 936.9	3 015.9	3 186.3
Първичен доход, нето	-2 445.9	-534.1	-362.1
Вторичен доход, нето	1 584.6	1 861.3	1 786.0
Капиталова сметка	1 070.0	525.8	482.6
Финансова сметка	597.4	2 320.5	4 268.0
Изменение на резервите	3 467.3	-98.9	-933.2

(% от БВП)

	2016 г.	2017 г.	На годишна база към април 2018 г.
Текуща сметка	2.3	4.5	4.4
Търговско салдо	-2.0	-4.1	-4.6
Услуги, нето	6.1	6.0	6.2
Първичен доход, нето	-5.1	-1.1	-0.7
Вторичен доход, нето	3.3	3.7	3.5
Капиталова сметка	2.2	1.0	0.9
Финансова сметка	1.2	4.6	8.4
Изменение на резервите	7.2	-0.2	-1.8

Източник: БНБ.

„първичен доход, нето“ частично ограничи-ха увеличаването на дефицита по текущата и капиталовата сметка. При статията „търговия с услуги, нето“ по-големият излишък за януари – април 2018 г. спрямо същия период на предходната година се дължеше на добрите резултати на износа на туристически и транспортни услуги, докато вносът се понижи на годишна база. Дефицитът по статията „първичен доход, нето“ за януари – април 2018 г. се понижи спрямо съответния период на 2017 г. поради намаление на изплатените дивиденди и разпределена печалба и на реинвестираната печалба.⁹

Описаното движение на потоците по отделните статии на текущата и капиталовата сметка през първите четири месеца на 2018 г. се запази до голяма степен сходно с наблюдаваното през 2017 г. В резултат към април 2018 г. натрупаният за последните 12 месеца излишък общо по текущата и капиталовата сметка се понижи слабо спрямо декември 2017 г., като понижението се определяше основно от увеличението на търговския дефицит.

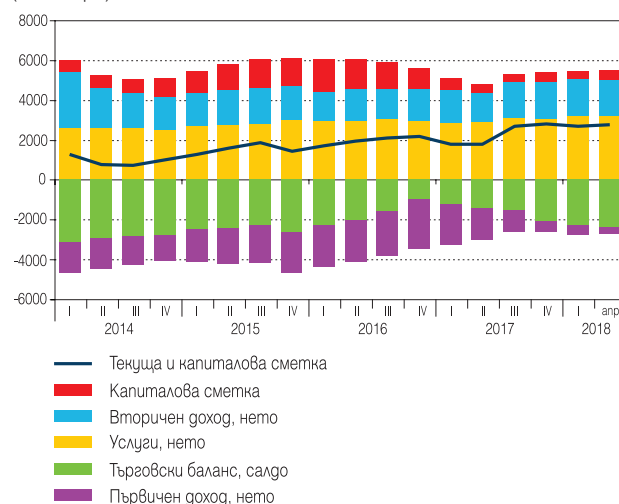
Очакваме през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. тенденцията към понижаване на годишна база на излишъка по текущата и капиталовата сметка¹⁰ да се запази под влияние на продължаващото нарастване на търговския дефицит, както и прогнозираното увеличение на дефицита по статията „първичен доход, нето“, предпоставка за което е наблюдаваното през последните тримесечия нарастване на брутния опериращ излишък в икономиката и възможното повишение на реинвестираната печалба. В същото време по-доброто усвояване на средства по оперативните програми, финансирани от фондовете на ЕС за програмния период 2014–2020 г., ще се отрази в по-висок приток на средства от ЕС и увеличение на годишна база на излишъка по капиталовата сметка като процент от БВП спрямо края на 2017 г. и началото на 2018 г.

⁹ Данните са предварителни и подлежат на ревизия, която обикновено е в посока увеличение на изходящите потоци към нерезиденти.

¹⁰ Да се разбира балансът по сметката за последните четири тримесечия.

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

(млн. евро)



Забележка: Към всяко тримесечие графиката показва акумулираните салда по статиите за последните четири тримесечия. Данните на графиката към април 2018 г. са акумулирани за последните дванайсет месеца.

Източник: БНБ.

За периода януари – април 2018 г. финансовата сметка беше положителна, което се определяше главно от нарастването на чуждестранните активи с 1698.6 млн. евро и в по-малка степен от понижението на чуждестранните пасиви на български резиденти с 94.7 млн. евро. Най-голям принос за увеличението на активите по финансовата сметка имаха операциите на банките.¹¹ Освен тях за нарастването на чуждестранните активи на български резиденти за периода януари – април 2018 г. допринесе и дейността на „други сектори“¹², които увеличиха най-вече чуждестранните си портфейлни инвестиции. Понижение на чуждестранните пасиви по финансовата сметка за периода януари – април 2018 г. се наблюдаваше при сектор „гържавно управление“ и при „други сектори“, докато банките увеличиха чуждестранните си пасиви. В резултат от описаното развитие на потоците по компонентите на финансовата сметка натрупаното към април 2018 г. салдо за последните 12 месеца по финансовата сметка беше положително, отбелязвайки повишение спрямо декември 2017 г. поради по-значителното увеличение на чуждестранните активи спрямо чуждестранните пасиви.

За периода януари – април 2018 г. пасивите по преките чуждестранни инвестиции се понижиха спрямо съответния период на 2017 г. и възлязоха на 138.8 млн. евро (258.1 млн. евро за периода януари – април 2017 г.).¹³ Най-висок беше притокът на преки чуждестранни инвестиции от Нидерландия, Германия и Русия. В резултат от пониските потоци в началото на 2018 г. към април натрупаният за последните 12 месеца приток на средства по линия на пасивите по преки инвестиции в България се понижи спрямо декември 2017 г.

В резултат от нетните потоци по текущата, капиталовата и финансовата сметка на платежния баланс брутните между-

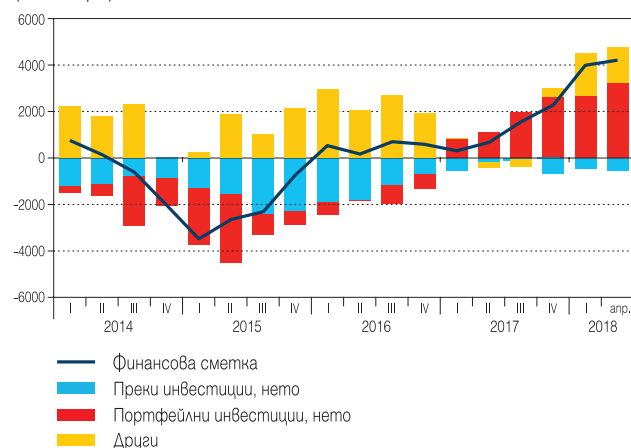
¹¹ В раздел „Парични и кредитни агрегати“ в глава 2 е представен по-подробен анализ на дейността на банките.

¹² Сектори, различни от „централна банка“, „други парично-финансови институции“ и „гържавно управление“.

¹³ Данните са предварителни и подлежат на ревизия, която обикновено е в посока увеличение на пасивите по преки чуждестранни инвестиции.

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

(млн. евро)

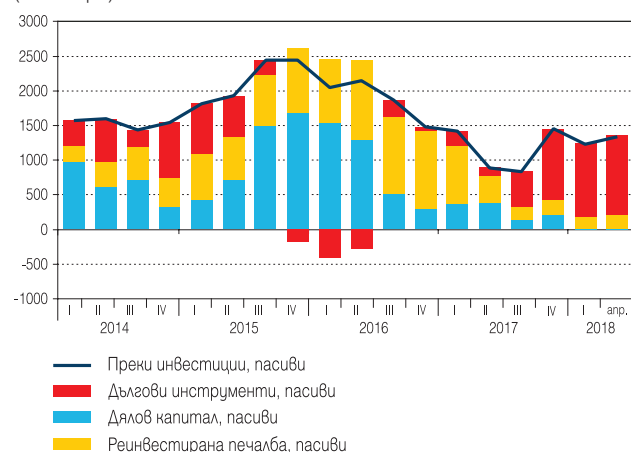


Забележки: Статията „други“ включва „други инвестиции, нето“ и „финансови деривати (различни от резерви) и опции върху акции на наетите лица, нето“. Към всяко тримесечие графиката показва акумулираните салда по статиите за последните четири тримесечия. Данните на графиката към април 2018 г. са акумулирани за последните дванадесет месеца.

Източник: БНБ.

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

(млн. евро)



Забележки: Към всяко тримесечие графиката показва акумулираните салда по статиите за последните четири тримесечия. Данните на графиката към април 2018 г. са акумулирани за последните дванадесет месеца.

Източник: БНБ.

народни валутни резерви¹⁴ на България се понижиха за периода януари – април 2018 г. с 1136.8 млн. евро. Покритието с международни валутни резерви на средния номинален внос на стоки и нефакторни услуги за последните дванадесет месеца към април 2018 г. се запази на високо равнище (8.1 месеца при 8.7 месеца през декември 2017 г.).

През април 2018 г. брутният външен дълг на България се понижи спрямо края на 2017 г., като понижение имаше във всички отрасли на икономиката с изключение на банковия сектор. Делът на дългосрочния дълг в общия брутен външен дълг на страната възлезе на 76.2% към април 2018 г., като остана почти непроменен спрямо декември 2017 г. Поетият от български резиденти за периода януари – април 2018 г. нов външен дълг се понижи спрямо съответния период на 2017 г., като това се дължеше почти изцяло на по-малкия нов външен дълг на банковия сектор.

Условията за обслужване на външните задължения на български резиденти останаха благоприятни. За периода януари – април 2018 г. се наблюдаваше понижение на плащанията по лихви на външния дълг спрямо същия период на 2017 г.

Парични и кредитни агрегати

Притокът на привлечени средства в банковата система през първите пет месеца на 2018 г. остана висок и допринесе за плавно ускоряване на годишния растеж на широкия паричен агрегат М3, който към май възлезе на 8.8% (7.7% в края на 2017 г.). Овърнът депозитите и в по-ниска степен парите извън ПФИ продължиха да определят динамиката на широките пари, а квазипарите имаха слаб положителен принос. Сравнително високата норма на спестяване в икономиката и предпочитанията на домакинствата и фирмите да имат по-лесен достъп до спестените средства в условията на ниски лихвени проценти по депозитите остават сред основните фактори, оказващи влияние върху динамиката на компонентите на М3.

¹⁴ Без отчитане на валутнокурсните разлики и ценовите преоценки.

Брутен външен дълг към април 2018 г.

(млн. евро)

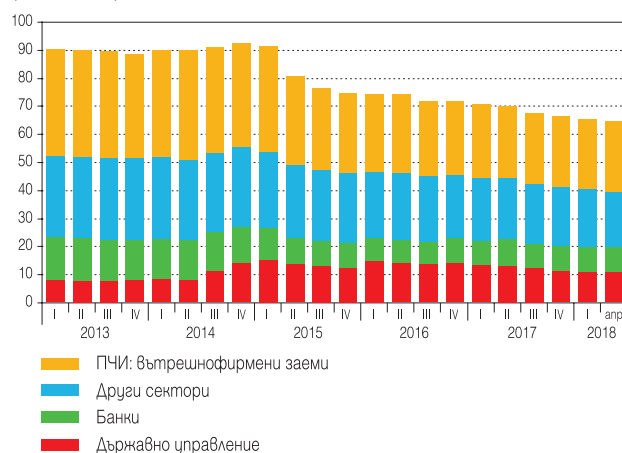
	Размер	Изменение	
		от декември 2017 г.	за последните 12 месеца
Държавно управление	5 643.6	-75.6	-859.8
Централна банка	0.0	0.0	0.0
Банки	4 417.3	118.5	28.0
Други сектори	10 139.9	-469.7	-898.8
ПЧИ – вътрешнофирмени заеми	12 676.1	-5.1	270.0
Общо	32 876.9	-431.9	-1 460.6

Забележка: За повече информация за отделните институционални сектори виж на интернет страницата на БНБ рубрика *Статистика*, раздел *Външен сектор/Брутен външен дълг*.

Източник: БНБ.

Брутен външен дълг като процент от БВП

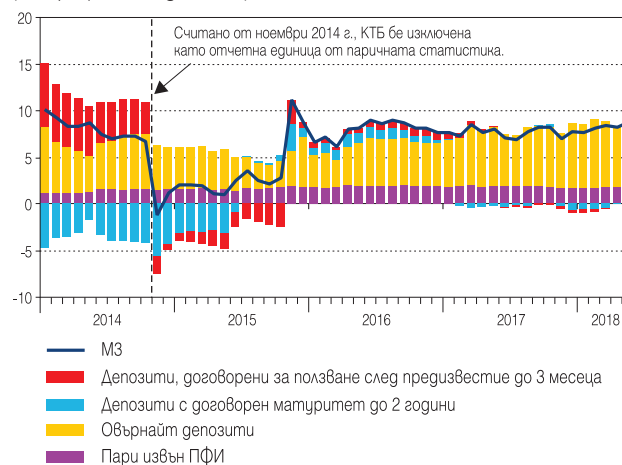
(% от БВП)



Източник: БНБ.

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

(%, процентни пунктове)



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

Източник: БНБ.

Депозитите на неправителствения сектор продължиха да съставляват преобладаващата част от общия размер на привлечените средства в банките, като дялът им средно за първите пет месеца на 2018 г. бе 87.3%. Към май годишният растеж на депозитите на неправителствения сектор¹⁵ в банковата система възлезе на 6.1% (6.2% в края на 2017 г.), с основен положителен принос на депозитите на домакинствата и на нефинансовите предприятия и отрицателен принос на депозитите на финансовите предприятия. Депозитите на домакинствата ускориха плавно растежа си спрямо края на 2017 г. до 6.5% на годишна база, достигайки 48.6 млрд. лв. При депозитите на нефинансовите предприятия бе отчетено годишно нарастване с 12.5% до ниво от 21.9 млрд. лв. При депозитите на финансовите предприятия, които обикновено се колебаят в значителни граници, продължи да се наблюдава тенденция на спад и към май те намаляха с 30.5% на годишна база. От гледна точка на валутната структура депозитите в левове запазиха високия си дял, като към края на май съставляваха 61.7% от всички депозити на неправителствения сектор.

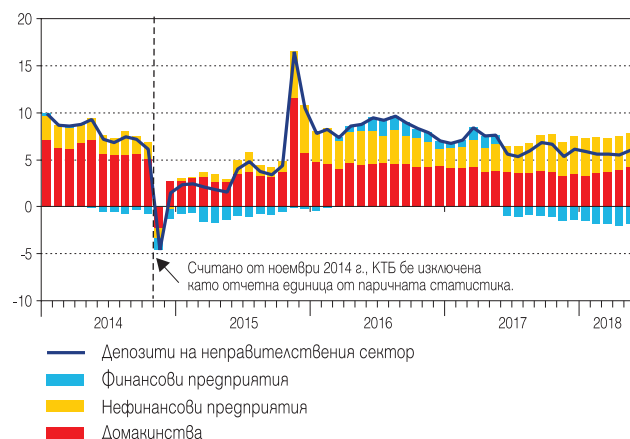
В резултат на запазващия се висок приток на привлечени средства от резиденти в банковата система през първата половина на 2018 г. ефективната имплицитна норма на задължителните минимални резерви¹⁶ остана на нива, сходни със средните за предходната година. Към юни тя възлезе на 9.37% при 9.41% средно за 2017 г., като депозитите на търговските банки в БНБ съставляваха 8.36 процентни пункта в изпълнението на задължителните резерви, а останалите 1.01 процентни пункта бяха под формата на признати касови наличности.

¹⁵ Депозитите на неправителствения сектор включват депозити на домакинствата, депозити на нефинансовите предприятия и депозити на финансовите предприятия. Основен дял в депозитите на неправителствения сектор заемат депозитите на домакинствата и нефинансовите предприятия (96.0% средно за последните 12 месеца към май 2018 г.), поради което анализът е концентриран върху тези два сектора.

¹⁶ Съгласно чл. 3 от Наредба № 21 на БНБ за задължителните минимални резерви, които банките поддържат при Българската народна банка, нормата на задължителните минимални резерви (ЗМР) за привлечените средства от резиденти е 10% от депозитната база, от нерезиденти – 5%, а от държавния и местните бюджети – 0%.

Годишен растеж на депозитите на неправителствения сектор и принос по сектори

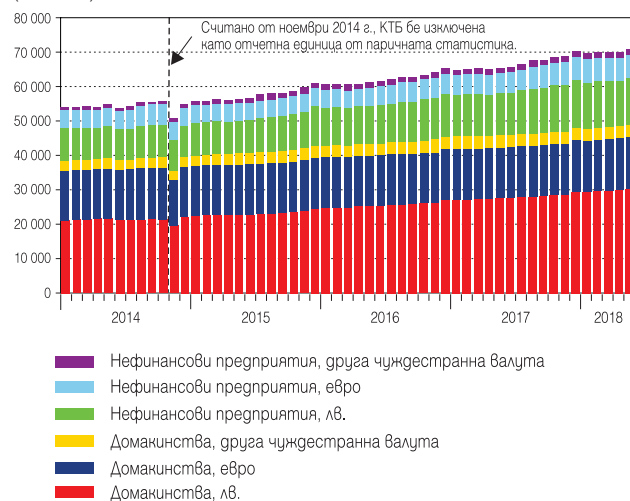
(%, процентни пунктове)



Източник: БНБ.

Валутна структура на депозитите на нефинансовите предприятия и домакинствата

(млн. лв.)



Източник: БНБ.

В края на второто тримесечие на 2018 г., след преобладаваща тенденция на свиване в края на 2017 г. и началото на 2018 г., резервните пари регистрираха положителен прираст на годишна база в размер на 4.1%. Тази динамика се обуславяше главно от забавянето на спада на банковите резерви (-3.1% към юни при -15.4% средно за първото тримесечие на 2018 г.) и в по-малка степен от постепенното ускоряване на годишния растеж на парите в обращение (10.9% към юни при средно 10.4% за първото тримесечие на 2018 г.).

Спадът на депозитите на банките в БНБ на годишна база се дължеше на намалението на свръхрезервите на банките (с 22.4% на годишна база към края на юни), като същевременно годишният растеж на задължителните минимални резерви възлезе на 6.3%. Динамиката на свръхрезервите на банките на годишна база продължи да отразява влиянието на влязлото в сила през октомври 2017 г. изменение на методологията за определяне на лихвените проценти по сметки в БНБ¹⁷. През второто тримесечие на 2018 г. свръхрезервите на банките се задържаха на нива близо до средните за първото тримесечие и възлязоха на 2.9 млрд. лв. Към юни 2018 г. превишението на поддържаните в БНБ средства от банките над изискуемия минимум на резервни активи по Наредба № 21 възлезе среднодневно на 39.3% от ЗМР. Намалението на депозитите на банките в БНБ на годишна база поради спада на свръхрезервите бе частично компенсирано и от увеличението на средствата на банките в системата TARGET2.

През първите шест месеца на 2018 г. банкнотите и монетите в обращение продължиха да нарастват със сравнително висок темп. Влияние за тази динамика оказваха главно растежът на частното потребление при подобряващи се условия на пазара на труда, ниските лихвени проценти по депозити и предпочитанията на спестителите да държат пари в брой.

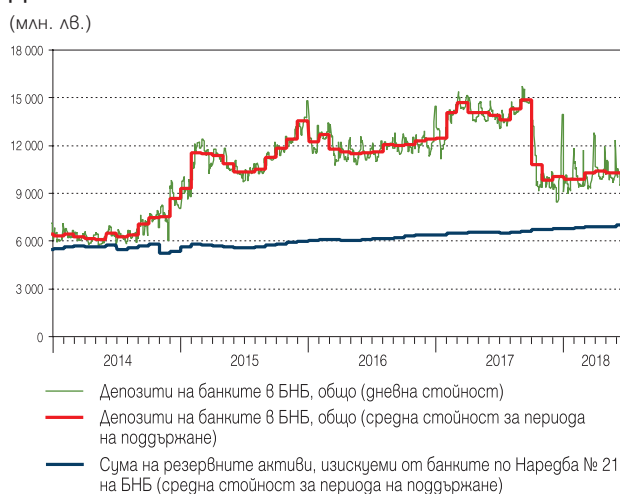
¹⁷ Промяната влезе в сила с решение на УС на БНБ от 4 октомври 2017 г. Промените в методологията засягат прилагания лихвен процент по свръхрезервите на банките в БНБ, който бе понижен с 20 базисни точки спрямо лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ.

Резервни пари



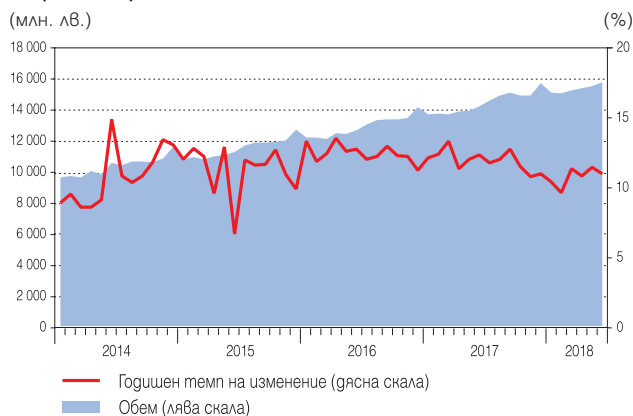
Източник: БНБ.

Депозити на банките в БНБ



Източник: БНБ.

Пари в обращение



Източник: БНБ.

В условията на паричен съвет основен инструмент за управление на ликвидните ресурси на банките е валутната търговия с БНБ. На годишна база към юни 2018 г. БНБ нетно е продала евро на търговските банки в размер на 463 млн. евро.

Към май активите на банките нараснаха на годишна база с 5.6%, като основен положителен принос имаха вземанията от неправителствения сектор и чуждестранните им активи. Същевременно спад бе отчетен при свръхрезервите на банките в БНБ и вземанията от сектор „гържавно управление“. Понижението при вземанията от сектор „гържавно управление“ се дължеше на отрицателната нетна емисия на ДЦК през периода.

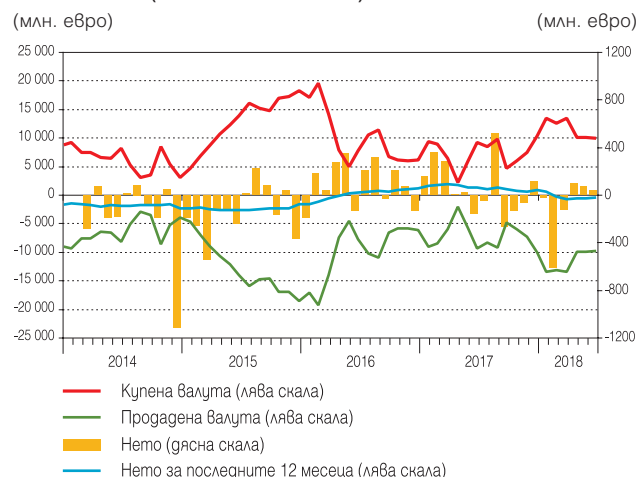
Годишният растеж на кредита за домакинствата и нефинансовите предприятия¹⁸ продължи да се ускорява през първите пет месеца на 2018 г., като към май възлезе на 5.1% (3.3% в края на 2017 г.). Влияние върху тази динамика оказваха благоприятната макроикономическа среда и запазващите се сравнително ниски лихвени проценти по кредитите. Съществен принос за растежа на кредита имаха потребителските кредити главно поради включването на нова отчетна единица в обхвата на паричната статистика от април 2018 г.¹⁹

Кредитът за нефинансовите предприятия отбелязва нарастване с 2.9% на годишна база през май 2018 г. (1.6% през декември

¹⁸ Кредитите представляват основна част от вземанията на банките от неправителствения сектор с дял от 98% средно за последните 12 месеца към май 2018 г., поради което анализът е концентриран върху тях. Освен кредити вземанията включват още репо сделки, ценни книжа, различни от акции, както и акции и други капиталови инструменти. От своя страна кредитите за неправителствения сектор включват кредити на домакинствата, кредити на нефинансовите предприятия и кредити на финансовите предприятия. Дялът на кредитите на домакинствата и нефинансовите предприятия в общите кредити за неправителствения сектор възлиза на 96% средно за последните 12 месеца към май 2018 г., поради което се разглеждат процесите на развитие в тези два сектора.

¹⁹ Считано от април 2018 г., в обхвата на данните за сектор „други парично-финансови институции“ е включена БНП Париба Пърсънъл Файненс С.А. – клон България, със салда, прекласифицирани от сектор „други финансови посредници“. Прекласификацията се дължи на преобразуването чрез вливане в новата кредитна институция на дружеството, ангажирано с кредитиране, БНП Париба Пърсънъл Файненс ЕАД и отчетано досега за целите на паричната статистика в сектор „други финансови посредници“.

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

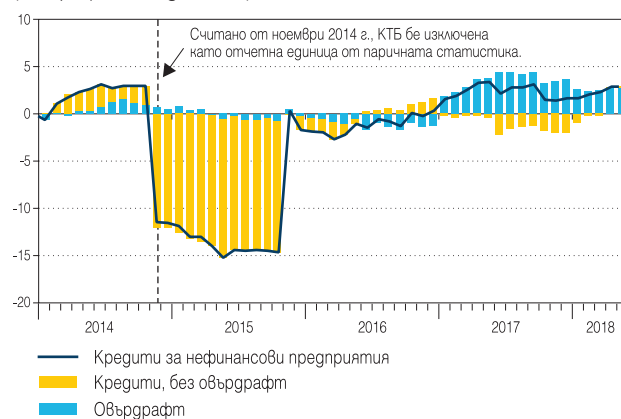


Забележки: „Нето“ означава купена от БНБ валута минус продадена от БНБ валута. Данните се отнасят за всички сделки на банките с валута, включително операциите по управлението на ликвидността, свързани с прехвърляне на собствени средства от левови сметки в БНБ към свои сметки в БНБ в евро, и обратно.

Източник: БНБ.

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

(%, процентни пунктове)



Източник: БНБ.

2017 г.). Овърдрафтът продължи да има основен принос за растежа на кредита за нефинансовите предприятия, а при кредитите без овърдрафт беше отчетен нисък положителен годишен прираст.

Към май 2018 г. новите²⁰ фирмени кредити достигнаха по-високи нива от наблюдаваните в края на 2017 г.²¹. Делът на новоотпуснатите кредити на предприятия в левове средно за последните 12 месеца се понижи с 2.1 процентни пункта спрямо нивата през декември 2017 г. до 52.4%, докато новите фирмени кредити в евро се увеличиха с 2.3 процентни пункта и достигнаха дял от 45.9%. Новоотпуснатите кредити на фирми в долари заемаха 1.7% от всички нови кредити за фирми (1.9% в края на 2017 г.).

През първите пет месеца на 2018 г. кредитът за домакинствата ускори годишния си растеж, който към май възлезе на 8.8% (6.0% в края на 2017 г.). Основен принос имаха потребителските кредити (нарастване с 15.0% на годишна база), като ускореният им темп на растеж беше съществено повлиян от включването на нова отчетна единица в обхвата на паричната статистика от април 2018 г.²² Жилищните кредити (9.8% годишен растеж към май) също имаха значителен принос за растежа на кредитите за домакинствата, а овърдрафтът за домакинствата продължи да се понижава на годишна база. В категорията „други кредити“ за домакинствата бе отчетен спад с 21.6% на годишна база. При кредитите, отпуснати по Националната програма за енергийна ефективност на многофамилните жилищни сгради (Програма за енергийна ефективност), също бе отбелязан годишен спад поради високата база през същия период на миналата година, както и вследствие на започналото от средата на 2017 г. изплащане от страна на правителството на отпуснати кредити по тази програма. Новоотпуснатите потребителски и жилищни кредити на домакинствата запазиха възходящата си динамика през първите пет месеца на годината.

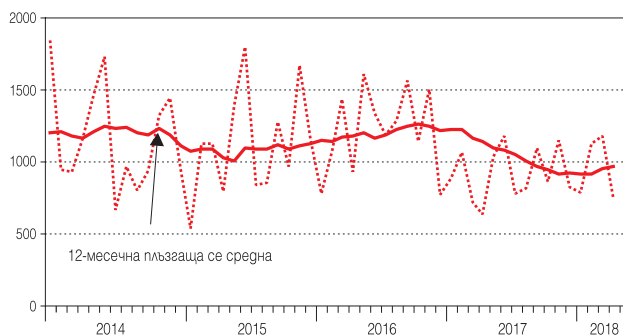
²⁰ Използваните тук и по-нататък в текста термини „нови“ и „новоотпуснати“ се отнасят за статистическата категория „нов бизнес“.

²¹ На база показател за дванадесетмесечна плъзгаща се средна.

²² Виж бел. 19.

Нови кредити за нефинансови предприятия (месечни обеми)

(млн. лв.)

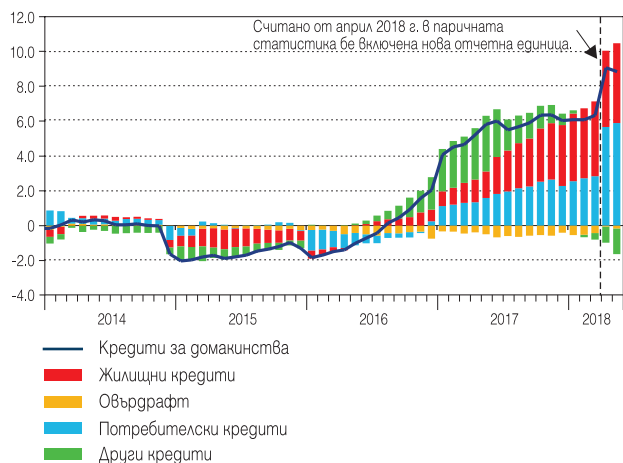


Забележка: За данни, които се характеризират със значителни колебания, се представят допълнително плъзгащи се средни, изчислени за подходящо избрани периоди, с цел изглаждане на колебанията в съответните времеви редове и представяне на тенденциите в развитието им.

Източник: БНБ.

Годишен растеж на кредита за домакинства и принос по видове кредити

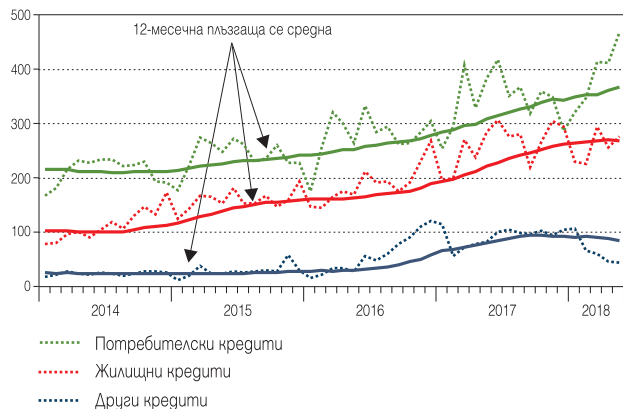
(%, процентни пунктове)



Източник: БНБ.

Нови кредити за домакинства (месечни обеми)

(млн. лв.)



Източник: БНБ.

Обобщените претеглени резултати от Анкетата за кредитната активност на банките²³ за първото тримесечие на 2018 г. показват затягане на банковите стандарти²⁴ при одобряването на молби за кредит от предприятия и облекчаване на стандартите за кредитиране на домакинствата. Същевременно банките регистрират продължаващо облекчаване на условията по кредитите²⁵ за фирми по отношение на лихвените проценти, лихвения спред и таксите и комисионите. Силната конкуренция в банковия сектор е оказала основно влияние в посока разхлабване на кредитната политика (кредитни стандарти и условия) за предприятия и домакинства през тримесечието. Влияние за смекчаване на стандартите и условията за кредитиране на фирмите са имали и запазващата се висока ликвидност в банковата система, продължаващото нарастване на обема и ниската цена на привлечените средства, както и по-ниската доходност на алтернативните инвестиции. В допълнение към конкуренцията от страна на други банки влияние за разхлабването на стандартите и условията за отпускане на кредити на домакинствата е оказала и понижената оценка на риска в резултат на общото подобрене на макроикономическата среда, благоприятните перспективи за пазара на жилища, повишената платежоспособност на кредитополучателите и по-ниския риск, свързан с обезпечението. Очакванията на банките за периода април – юни 2018 г. са за известно затягане на стандартите за предоставяне на кредити на големи корпоративни клиенти, запазване на стандартите по

²³ Обобщените резултати от Анкетата за кредитната дейност на банките са представени на база на претегляне на отговорите на банките с пазарния им дял в съответния кредитен сегмент.

²⁴ Под „кредитни стандарти“ се имат предвид вътрешните насоки или критерии за одобрение на кредити на банките, установени преди договарянето на условията по отпусканите кредити. Кредитните стандарти определят типа кредити и обезпечения, които банките считат за приемливи, отчитат определени приоритети по сектори и др. Кредитните стандарти уточняват и необходимите условия, на които трябва да отговаря кредитополучателят.

²⁵ Кредитните условия обикновено включват договорената надбавка спрямо референтен лихвен процент, размера на кредита, условията за усвояване на кредита и други условия, като такси и комисиони, обезпечения или гаранции, които съответният кредитополучател трябва да предостави.

отношение на малките и средните предприятия и незначително разхлабване при домакинствата.

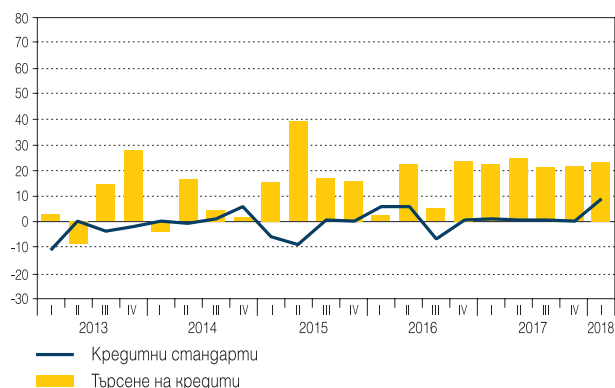
От страна на търсенето банките продължават да регистрират по-високо търсене на корпоративни и потребителски кредити, докато по отношение на жилищните заеми се наблюдава лек спад спрямо четвъртото тримесечие на 2017 г. Основен принос за повишеното търсене на фирмени кредити през първото тримесечие на 2018 г. са имали необходимостта от средства за инвестиционни цели и ниските нива на лихвените проценти. Основните фактори, стимулиращи търсенето на потребителски кредити от страна на домакинствата, са били ниските нива на лихвените проценти и нуждата от средства за закупуване на стоки за текущо потребление и на такива за дълготрайна употреба. Очакванията на банките за периода април – юни 2018 г. са търсенето на средства от фирмите и домакинствата да се повишава, като най-значително нарастване се предвижда при кредитите за потребление.

В условията на продължаващо нарастване на икономическата активност и запазваща се на сравнително високи равнища норма на спестяване в икономиката през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. очакваме депозитите на неправителствения сектор да нарастват с темпове, сходни с наблюдаваните през първата половина на годината. Очакваме растежът на кредита за фирми и домакинства да продължи плавно да се ускорява, за което ще допринасят благоприятната макроикономическа среда и сравнително ниските лихвени проценти по кредитите. През прогнозния хоризонт може да се очаква допълнително свиване на приноса на кредитите по Програмата за енергийна ефективност за общия растеж на кредита за домакинствата при допускане за продължаващо изплащане от страна на правителството на отпуснати кредити по тази програма и намаляване на обема на новите кредити, свързани с нея. Фактори, които е възможно допълнително да ограничават кредитния растеж през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г., са запазването на политиката на банките да отписват необслужва-

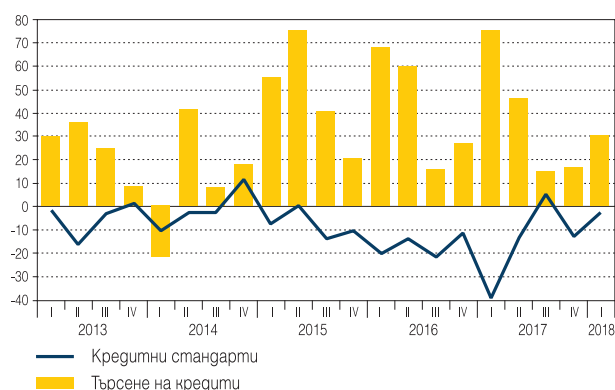
Изменения в търсенето и в кредитните стандарти

(баланс на мненията, процентни пунктове)

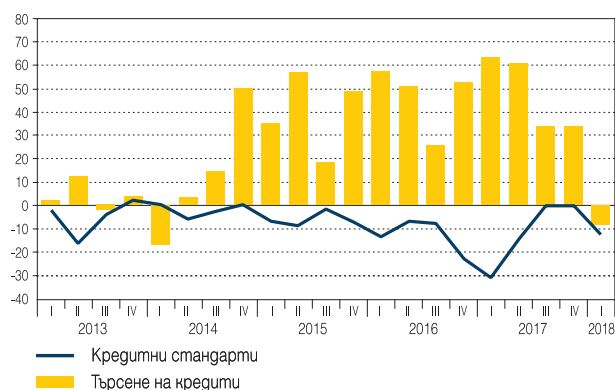
а) при кредити за предприятия



б) при потребителски кредити



в) при жилищни кредити



Забележки: По отношение на кредитните стандарти 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“). При търсенето на кредити балансът на мненията е дефиниран в процентни пунктове като разлика между процента на банките, отговорили с „нарасна“ („значително“ и „умерено“), и процента на банките, отговорили с „намаля“ („значително“ и „умерено“). Всички отговори на банките са претеглени с пазарния им дял в съответния кредитен сегмент.

Източник: БНБ.

ни кредити от балансите си, както и потенциални продажби на кредитни портфейли.

Лихвени проценти

Индексът ЛЕОНИА Плюс²⁶ се запази сравнително стабилен през първото полугодие на 2018 г. и към юни възлезе на -0.50% (понижение с 2 базисни точки спрямо декември 2017 г.). Спредът между ЛЕОНИА Плюс и ЕОНИА също се запази без промяна и към юни възлезе на -14 базисни точки. През първата половина на годината търгуваните обеми на междубанковия левов пазар, в който преобладават основно овърнайт сделки, се запазиха сравнително високи.

През първите шест месеца на 2018 г. котировките на междубанковия паричен пазар²⁷ на базата на индекса СОФИБОР²⁸ спаднаха във всички сроčnosti, което измести надолу цялата крива на доходност. Към юни 2018 г. спрямо декември 2017 г. котировките на 3-месечните необезпечени депозити в левове бяха с 10 базисни точки по-ниски, достигайки -0.05%, котировките на 6-месечните депозити спаднаха с 8 базисни точки до 0.08%, а котировките на 12-месечните необезпечени депозити в левове се понижиха с 14 базисни точки до 0.49%.

По-съществено намаляние на котировките на междубанковия паричен пазар у нас спрямо това в еврозоната се отрази в понижението на спредовете между котировките на паричния пазар в България и еврозоната. Спрямо края на 2017 г. спредовете при котировките на 3-месечни и 12-месечни необезпечени депозити бяха по-ниски съответно с 10 и 15 базисни точки, достигайки съответно 28 и 67 базисни точки.

Лихвените проценти по срочните депозити се запазиха на ниски нива през първите пет месеца на 2018 г. Силният приток

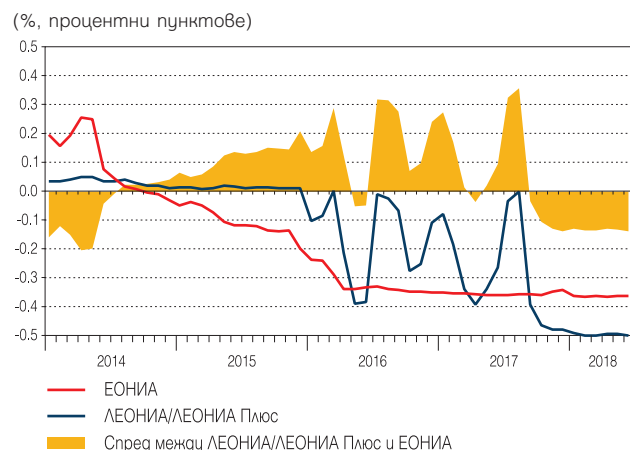
²⁶ Индексът ЛЕОНИА Плюс отчита реални сделки с необезпечени депозити на междубанковия овърнайт паричен пазар в левове.

²⁷ Котировките на междубанковия паричен пазар, отчитани чрез индекса СОФИБОР, са с индикативен характер, без реално сключени сделки.

²⁸ Съгласно обявеното на 16 март 2017 г. решение на УС на БНБ, считано от 1 юли 2018 г., БНБ преустановява изпълнението на дейностите, свързани с изчисляването и публикуването на справочните индекси СОФИБИД и СОФИБОР. За повече подробности виж прессъобщението на БНБ от 16 март 2017 г.: http://www.bnb.bg/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/PR_20170316_BG

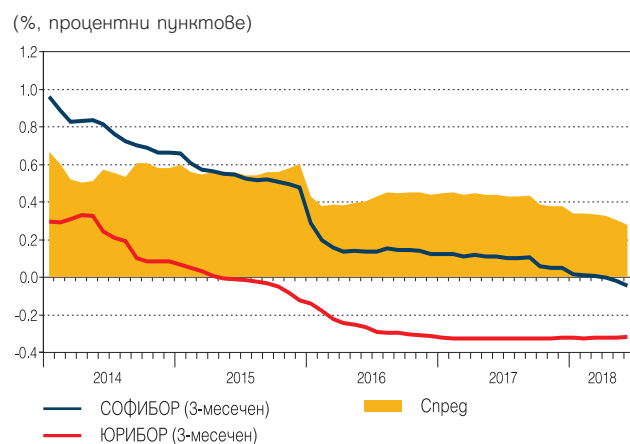
Лихвени проценти на междубанковия паричен пазар (средномесечна стойност)

а) овърнайт депозити



Забележка: Считано от 1 юли 2017 г., индексът ЛЕОНИА Плюс заменя ЛЕОНИА. Месечните стойности на индекса ЛЕОНИА Плюс са изчислени като средноаритметични от стойностите за дните, в които на междубанковия пазар има сключени сделки за предоставяне на необезпечени овърнайт депозити в левове.

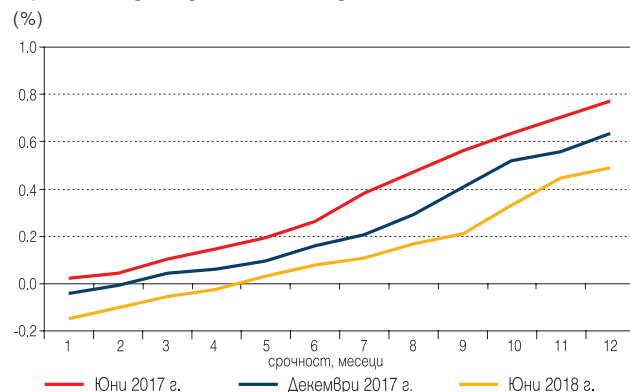
б) депозити със срок три месеца



Забележка: Средна месечна стойност на индекса СОФИБОР за 3-месечни депозити.

Източници: БНБ, ЕЦБ.

Крива на доходност на индекса СОФИБОР



Забележка: Средна месечна стойност на индекса СОФИБОР за съответната сключеност.

Източник: БНБ.

на привлечени средства и високата ликвидност в банковата система продължи да благоприятстват запазването на ниски лихвени проценти по депозитите. Към май 2018 г. среднопретегленият лихвен процент по нови срочни депозити общо за секторите „нефинансови предприятия“ и „домакинства“ остана без съществена промяна спрямо средното ниво от предходната година, като възлезе на 0.3%. При лихвените проценти на сектор „нефинансови предприятия“ бе отчетено нарастване от началото на годината със 17 базисни точки до 0.4%, което бе компенсирано от спад при лихвените проценти по депозити на сектор „домакинства“, които за същия период се понижиха с 4 базисни точки до 0.2%. Лихвените проценти по нови срочни депозити в левове и евро се понижиха, а лихвените проценти по депозити в долари се повишиха спрямо декември 2017 г.

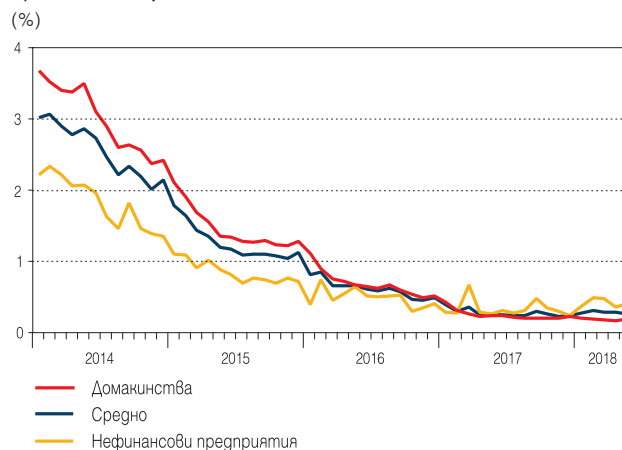
Според разпределението на изчислени по банки среднопретеглени лихвени проценти по нови срочни левови депозити на домакинствата през май 2018 г. се наблюдаваше увеличение спрямо март в броя на банките със средни лихвени проценти в интервалите от 0.25% до 0.50% и от 0.50% до 0.75% за сметка на намаляване на броя банки с лихвени проценти в диапазоните до 0.25% и от 0.75% до 1.00%. Вариацията на предлаганите от банките лихвени проценти по нови срочни левови депозити на домакинствата се запази слаба и продължи леко да се понижава.

Тенденцията към плавно понижение на лихвените проценти по новоотпуснати кредити се запази през първите пет месеца на 2018 г. Според резултатите от Анкетата за кредитната дейност на банките основните фактори, благоприятстващи тази динамика, са били засилената конкуренция и високата ликвидност в банковия сектор, нарастващият обем и ниската цена на привлечения ресурс, както и ограничените доходоносни алтернативни инвестиции.

Лихвените проценти по новодоговорени кредити за нефинансови предприятия през май 2018 г. се понижиха спрямо декември 2017 г. с 2 базисни точки при кредитите в левове, с 46 базисни точки при кредитите в евро и с 99 базисни точки при тези в долари. Към май 2018 г. лихвените процен-

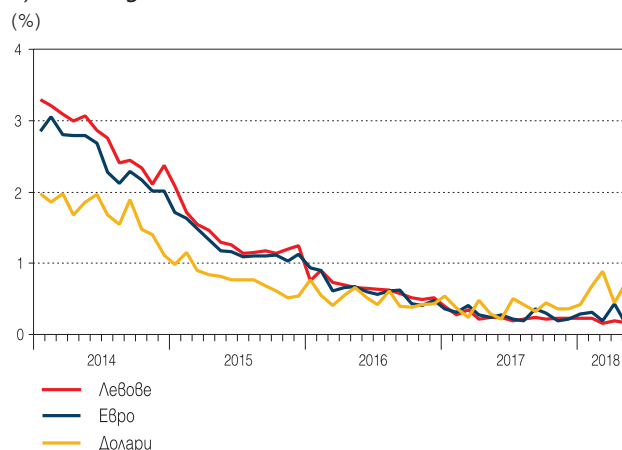
Лихвени проценти по новодоговорени срочни депозити

а) по сектори



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

б) по валути

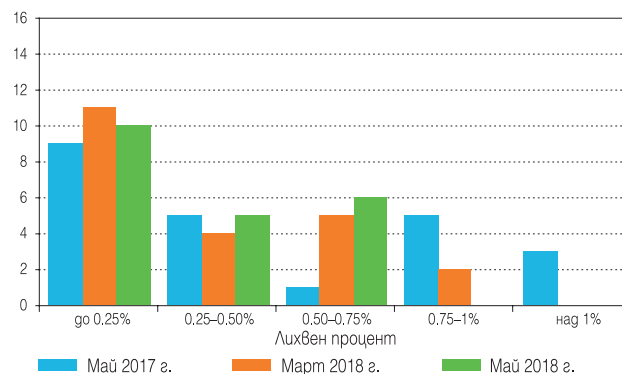


Забележка: Средният лихвен процент по валути се изчислява от лихвените проценти за всички сектори и матуритети, претеглени със съответните обеми новодоговорени депозити.

Източник: БНБ.

Разпределение на лихвените проценти по новодоговорени срочни левови депозити на домакинства

(честота – брой банки)



Източник: БНБ.

ти по новоотпуснати кредити за нефинансови предприятия в трите основни валути бяха съответно 3.8% в левове, 3.4% в евро и 3.8% в долари²⁹.

При жилищните кредити за домакинства също се запази тенденцията към спад на годишния процент на разходите (ГПР), докато при потребителските кредити бе отчетено леко повишение. През май 2018 г. спрямо декември 2017 г. ГПР по жилищните кредити се понижи с 25 базисни точки до 4.2%, а ГПР по потребителските кредити отбеляза повишение със 7 базисни точки до 10.2%³⁰. Понижението на ГПР при жилищните кредити се определяше предимно от низходящата динамика на лихвения компонент на разходите, а повишението на ГПР при потребителските кредити – от нарастването на имплицитния лихвен процент на нелихвените разходи.

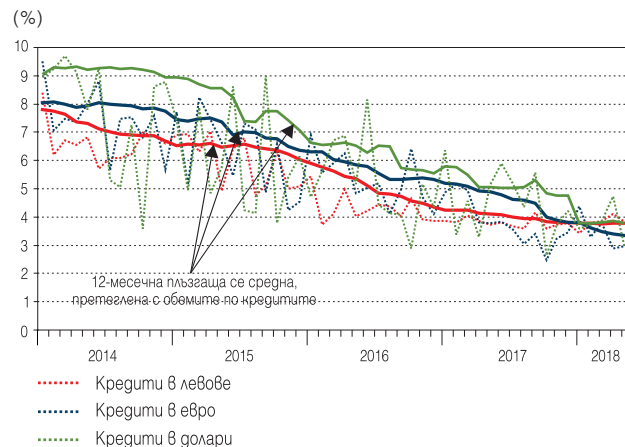
Според разпределението на изчислени по банки среднопотежени лихвени проценти по нови жилищни кредити в евро през май 2018 г. при повечето банки средният лихвен процент бе в интервала до 4.0%. През май спрямо март 2018 г. стандартното отклонение се понижи с 4 базисни точки и възлезе на 0.80%. За същия период средното лихвено ниво по новодоговорени жилищни кредити в евро за банковия сектор се понижи с 14 базисни точки до 3.72%.

През втората половина на 2018 г. очакваме лихвените проценти по новодоговорени срочни депозити и кредити да се запазят без съществена промяна спрямо нивата, наблюдавани през първата половина на годината. Факторите, които ще благоприятстват задържането на ниските лихвени равнища, се запазват и са свързани с високия приток на привлечени средства в банковата система, високата ѝ ликвидност, както и с конкуренцията в сектора. Външен фактор, който също продължава да влияе за задържането на лихвените проценти по кредити и депозити до нива близо до текущите, са пазарните очаквания по отношение на запазването

²⁹ Посочените величини на лихвените проценти по кредити за нефинансови предприятия представляват претежени средни на 12-месечна база.

³⁰ Посочените данни за размера на ГПР и на лихвените проценти по кредити за потребление и по жилищни кредити за домакинства представляват претежени средни величини на 12-месечна база.

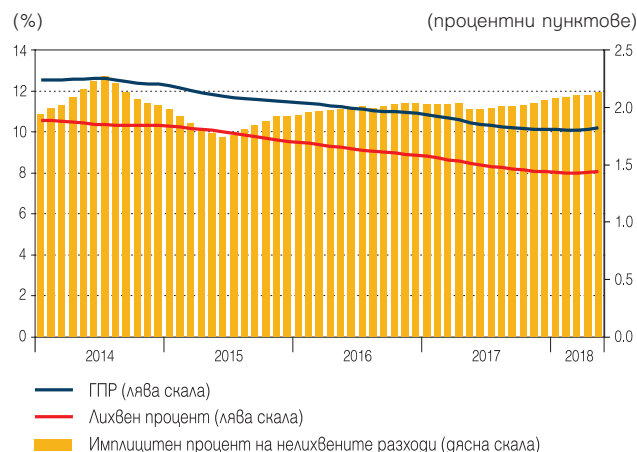
Лихвени проценти по новодоговорени кредити за нефинансови предприятия по валути



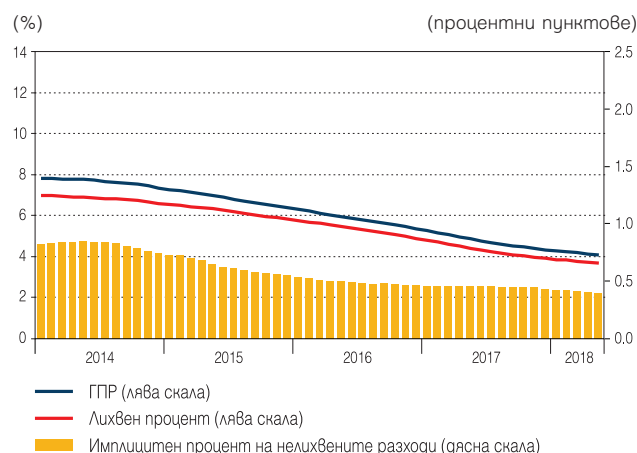
Източник: БНБ.

Лихвени проценти и ГПР по новодоговорени кредити за домакинства

а) потребителски кредити



б) жилищни кредити



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

Източник: БНБ.

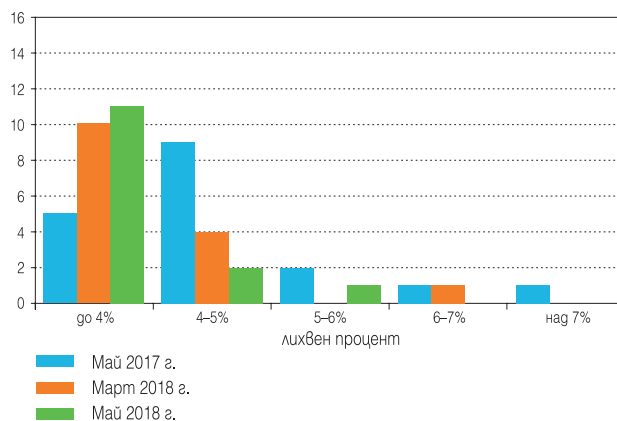
на основните лихвени проценти на ЕЦБ без промяна през прогнозния хоризонт.

През второто тримесечие на 2018 г. от Министерството на финансите не бяха проведени аукциони на първичния пазар на ДЦК. Липсата на предлагане на новоемитирани ДЦК и запазването на високи нива на ликвидност на банковата система допринесоха за задържането на доходността на вторичния пазар на нива, сходни с тези от края на първото тримесечие. През юни 2018 г. дългосрочният лихвен процент, използван за оценка на степента на конвергенция, отчете минимално понижение спрямо достигнатото към март ниво и възлезе на 0.99%. Доходността на българските еврооблигации, търгувани на международните капиталови пазари, също остана без съществено изменение спрямо края на първото тримесечие въпреки наблюдаваното през май и юни покачване на доходността на ДЦК на някои страни от ЕС, повлияно от нарастването на политическата несигурност в Италия. Наблюдаваните през периода колебания на дълговите пазари в еврозоната бяха основен фактор за намаляване на склонността на пазарните участници за поемане на риск и съответно за повишено търсене на нискорискови активи, като ДЦК на Германия, което доведе до увеличение на спредовете на доходността между българските и германските ДЦК. Това увеличение бе най-осезаемо в дългосрочния край на матуритетната крива.

През втората половина на 2018 г. очакваме доходността на ДЦК на България да продължи да се влияе както от външни, така и от вътрешни фактори. В случай че се осъществи предвиденото от октомври 2018 г. намаляване на обема на покупките до окончателното приключване на програмата на ЕЦБ за закупуване на активи (APP) през декември³¹, външните фактори биха допринесли за покачване на доходността на българските ДЦК. Същевременно очакваме да се запази действието на вътрешните фактори, благоприятстващи за задържането на доходността на българските ДЦК близо до текущите нива.

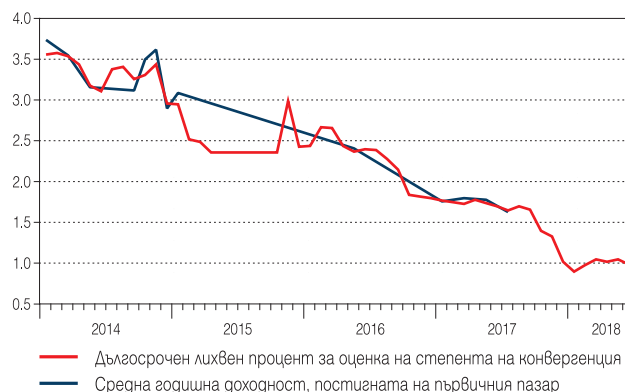
³¹ За повече информация виж глава 1 „Външна среда“.

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



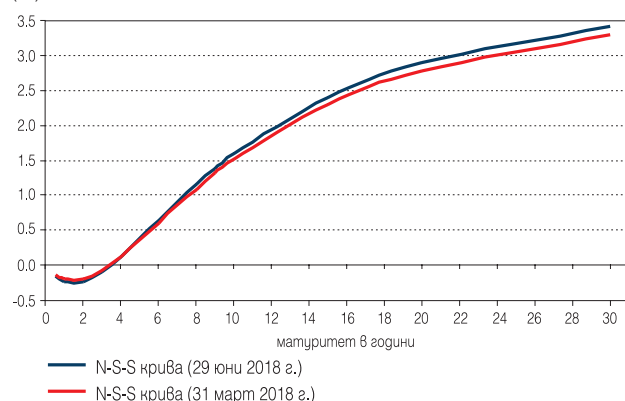
Източник: БНБ.

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



Източник: БНБ.

Еталонна крива на доходност на ДЦК на България (%)



Забележки: Еталонната крива на доходност на ДЦК на България е базирана на собствени изчисления на БНБ по модифицирана методология, заимствана от модела на Nelson–Siegel–Svensson (1994). Представено е изменението на кривата за едно тримесечие назад.

Използвани са дневни данни за доходността по емисиите на българските ДЦК, емитирани и търгувани на международните капиталови пазари, публикувани в месечния бюлетин на МФ „Дълг и гаранции на подсектор „централно управление“.

Източници: МФ, изчисления на БНБ.

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

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

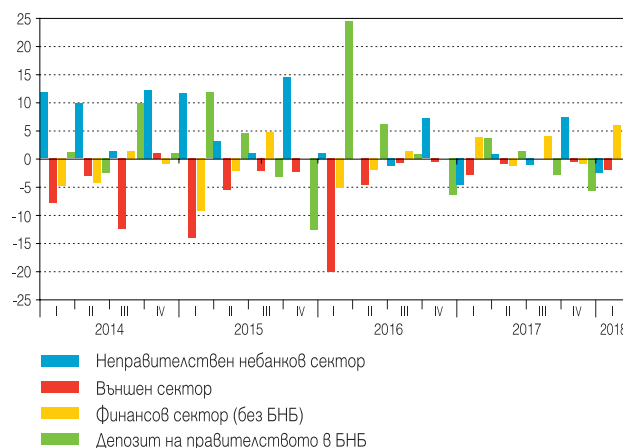
През първото тримесечие на 2018 г. финансовият сектор (без БНБ) бе получател на значителна по размер ликвидност от бюджета (5.9% от БВП за тримесечието) в резултат основно на отрицателната нетна емисия на ДЦК за периода (-1051.6 млн. лв.). Изплатените през първите три месеца на годината лихви към резиденти и нерезиденти в размер съответно на 249 млн. лв. и 130 млн. лв.³² също допринесоха за пренасочването на ликвидност от бюджета към финансовия сектор и към външния сектор. Изходящи потоци към външния сектор имаше и в резултат на разходите по вноската в бюджета на ЕС (308.2 млн. лв.), но те бяха по-ниски от входящите потоци към бюджета вследствие на възстановени средства от ЕК по Общата селскостопанска политика на ЕС (749.6 млн. лв.) и получени помощи по програми на ЕС (126.5 млн. лв.). В резултат нетните финансови потоци от външния сектор към бюджета бяха положителни в размер на 2.0% от БВП за тримесечието. През първото тримесечие на 2018 г. фискалната политика имаше отрицателно въздействие върху ликвидността на неправителствения небанков сектор в размер на 2.6% от БВП за тримесечието в резултат основно на реализирания първичен излишък за периода (971.0 млн. лв.). Положителните нетни финансови потоци от неправителствения небанков сектор и външния сектор не успяха да компенсират пренасочването на ликвидност от бюджета към финансовия сектор, поради което депозитът на правителството в БНБ намаля с 266.9 млн. лв. (1.2% от БВП за тримесечието) спрямо края на декември 2017 г.

На базата на предварителни месечни данни към средата на юли 2018 г. може да се направи оценка, че през второто три-

³² Оценката е направена на базата на информация от месечния бюлетин на МФ „Дълг и гаранции на подсектор „централно управление“ към 31 март 2018 г. за размера на притежаваните от резиденти еврооблигации.

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

(дял от БВП, %)



Източници: МФ, БНБ.

месечие на 2018 г. финансовите потоци от външния сектор, финансовия сектор и неправителствения небанков сектор към бюджета ще бъдат положителни, но минимални по размер. Пренасочената към бюджета ликвидност се отразява в нарастване на депозита на правителството в БНБ с 313 млн. лв. спрямо края на първото тримесечие на годината.

Динамиката на финансовите потоци, генерирани в процеса на взаимодействие на външни и вътрешни икономически фактори, допринесе за намалението на брунтните международни валутни резерви. Към края на юни 2018 г. пазарната стойност на международните валутни резерви (отчитаща валутнокурсони разлики и ценови преоценки) – актив по баланса на управление „Емисионно“ на БНБ, възлезе на 23.5 млрд. евро (46.0 млрд. лв.), като отбеляза понижението с 0.2 млрд. евро спрямо края на 2017 г. Съгласно принципите на функциониране на паричния съвет понижението на международните валутни резерви съответства на намаление на балансовата стойност на пасивите на управление „Емисионно“. Основен принос за намалението на пасивите към края на първото полугодие на 2018 г. спрямо декември 2017 г. имаше понижението на свръхрезервите на банките в БНБ, което отчасти беше компенсирано от нарастване на депозита на други депозанти главно вследствие на постъпилите през май годишни премийни вноски във Фонда за гарантиране на влоговете в банките и във Фонда за реструктуриране на банките в общ размер на 280.3 млн. лв.

Очакваме през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. резервите на банките в БНБ да останат без съществено изменение спрямо края на юни. Динамиката на депозита на правителството ще се определя преди всичко от изпълнението на консолидираната фискална програма и графика на възстановяване на средства от ЕК по Общата селскостопанска политика на ЕС. През втората половина на годината очакваме годишният растеж на парите в обращение да се запази на относително високо ниво, което ще отразява благоприятната динамика на частното потребление и задържането на лихвените проценти по депозити на текущите ниски равнища.

3. ИКОНОМИЧЕСКА АКТИВНОСТ

През първото тримесечие на 2018 г. растежът на реалния БВП се ускори спрямо предходното тримесечие и възлезе на 0.9%. Положителен принос за растежа имаха нетният износ, бруто образуването на основен капитал и частното потребление, докато правителственото потребление имаше слаб отрицателен принос.

Според сезонно изгладените данни през първото тримесечие на 2018 г. броят на заетите се повиши във всички сектори на икономиката с изключение на аграрния. Поради намалението на заетите в аграрния сектор броят на заетите общо в икономиката се задържа на ниво близо до наблюдаваното през предходното тримесечие. Равнището на безработица продължи да се понижава. Компенсацията на един нает в номинално изражение нарасна на верижна база с темп, сходен с този от предходното тримесечие, за което допринесоха всички основни сектори на икономиката.

Краткосрочните конюнктурни индикатори за първата половина на 2018 г. продължиха да се подобряват и да дават преобладаващо оптимистични сигнали за развитието на икономиката. Нарастването на заетостта, повишаващото се външно и вътрешно търсене на стоки и услуги и все още задържащите се на ниски нива лихвени проценти се очаква да продължат да благоприятстват растежа на частното потребление и на инвестиционната активност на фирмите. Вследствие на тези фактори очакваме на тримесечна база растежът на реалния БВП през втората половина на 2018 г. да се колебае между 0.7% и 0.8%. На годишна база се очаква икономическият растеж да следва тенденция към плавно ускоряване благодарение главно на вътрешното търсене.

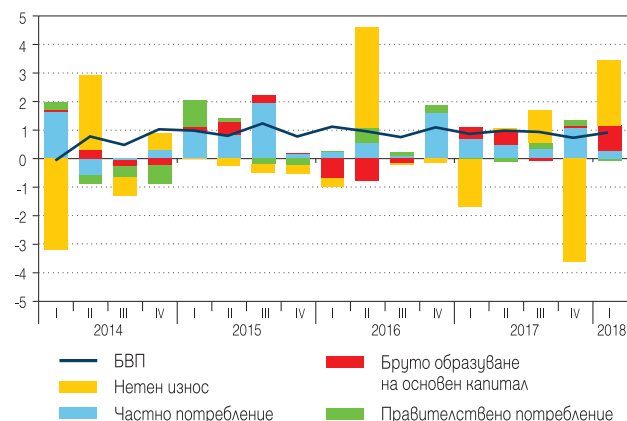
Текуща конюнктура

Според сезонно изгладените данни от националните сметки на НСИ през първото тримесечие на 2018 г. растежът на реалния БВП се ускори спрямо предходното тримесечие и възлезе на 0.9%. Основен положителен принос за изменението на реалния БВП имаше нетният износ, което отразяваше понижението на верижна база на вноса на стоки, докато износът на стоки и услуги отчете растеж в съответствие със силното външно търсене. По-ниският внос на стоки през първото тримесечие на 2018 г. отразяваше както забавянето на растежа на частното потребление, така и значителното намаление на доставките за рафинериите в страната през март и април поради извършен планов ремонт на производствени мощности³³.

В началото на 2018 г. се запази тенденцията от предходната година компонентите на вътрешното търсене да имат съществен

Принос по компоненти на крайното използване за растежа на БВП

(%, процентни пунктове; на тримесечна база)



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.

³³ Използвани са данни на НСИ за външната търговия и за производството и доставки на енергийни продукти. За повече информация виж в глава 3 раздел „Износ и внос на стоки и услуги“.

положителен принос за верижния растеж на реалния БВП. През тримесечието частното потребление продължи да нараства, но с по-бавен темп в сравнение с края на 2017 г. Растежът на потреблението беше подкрепен от запазващата се дългосрочна тенденция към подобрене на потребителското доверие, нарастването на заетостта и увеличаването на доходите от труд на домакинствата, а също и от ниските нива на лихвените проценти, които продължават да стимулират търсенето на потребителски кредити. Забавянето на верижния растеж на крайните потребителски разходи на домакинствата частично отразяваше по-слабия растеж на фонд „работна заплата“ в реално изражение³⁴ спрямо края на 2017 г., а също и насочването на повече доходи към активи, като например покупка на недвижими имоти и депозити³⁵. През първото тримесечие на 2018 г. бруто образуването на основен капитал се повиши съществено спрямо предходното тримесечие, допринасяйки положително за растежа на вътрешното търсене. Според оценките на БНБ³⁶ растежът на инвестициите се определя от нарастването както на публичните, така и на частните инвестиции. Увеличаването на публичните инвестиции се дължи главно на ускоряване на инвестициите по програми на ЕС.

Индикаторът за бизнес климата, който отчита нагласите на бизнеса, се повиши средно за второто спрямо първото тримесечие на 2018 г.³⁷ Основен принос за нарастването му през второто тримесечие имаше по-добрата оценка на предприятията за текущата и очакваната бизнес ситуация. По икономически сектори подобрене на бизнес климата беше отчетено в строителството, промишлеността и услугите, докато в търговията на дребно се наблюдаваше слаб спад. През второто тримесечие на 2018 г. се запази тенденцията все по-малък

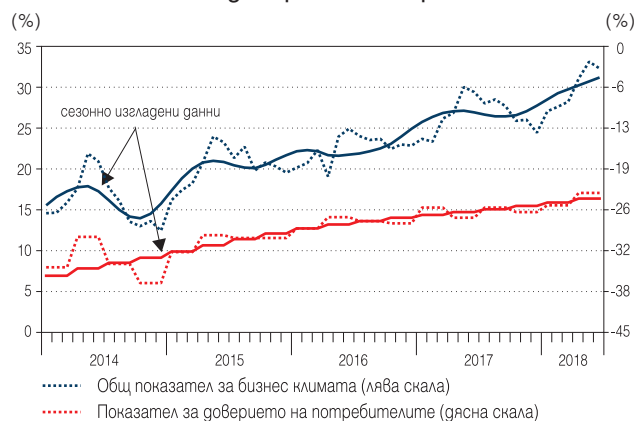
³⁴ Превръщането на фонд „работна заплата“ от номинално в реално изражение е направено с помощта на дефлатора на частното потребление.

³⁵ Използвани са данни на Евростат за размера на инвестициите в жилищни сгради и данни на БНБ за размера на депозитите на домакинствата в банковата система.

³⁶ Използвани са данни от тримесечните нефинансови сметки на сектор „държавно управление“ и отчетите за изпълнение на консолидираната фискална програма (КФП), публикувани съответно от НСИ и МФ.

³⁷ Използвани са сезонно изгладени данни.

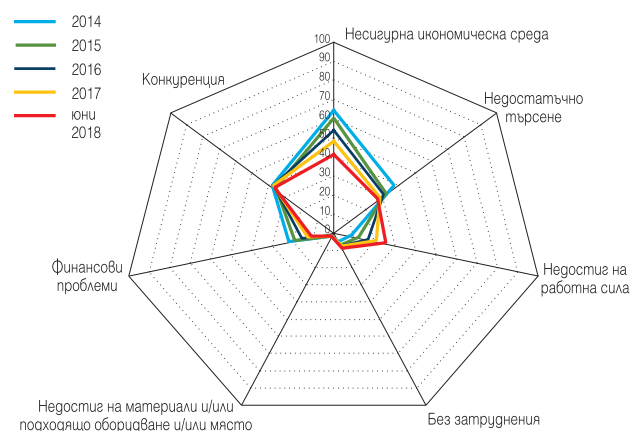
Бизнес климат и доверие на потребителите



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Фактори, затрудняващи дейността на предприятията

(относителен дял от предприятията)



Забележка: Данните са средни за съответния период и са изчислени като претеглени с относителния дял на предприятията по сектори (промишленост, строителство, търговия и услуги).

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

гял от фирмите да определят несигурната икономическа среда и конкуренцията в бранша като основни фактори, ограничаващи дейността им, докато делът на фирмите, посочващи недостига на работна сила като фактор, затрудняващ дейността им, продължи да се увеличава.

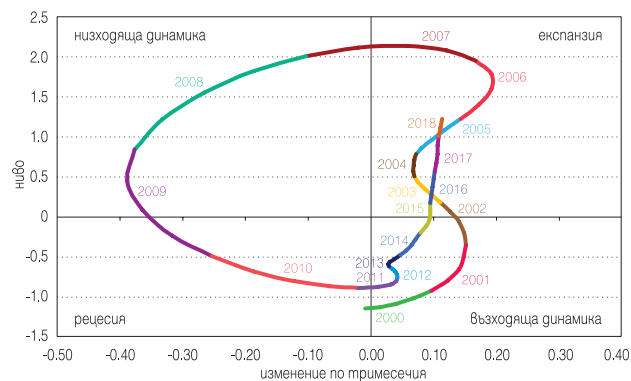
Оптимистичните очаквания на фирмите за бъдещата икономическа ситуация дават основание да се очаква, че икономическата активност ще продължи да нараства през следващите тримесечия. Позиционирането на съставния индикатор за бизнес климата над историческата му средна стойност в съчетание с широкообхватното и стабилно развитие в компонентите на вътрешното търсене, както и подобряването на пазара на труда дават сигнали, че икономиката се намира във фаза на експанзия.

Доверието на потребителите се повиши през второто тримесечие на 2018 г., за което допринесоха положителните им очаквания за цялостната икономическа ситуация през следващите 12 месеца, а също и подобряващите се очаквания за безработицата и за финансовото им състояние. Запазването на оптимистичните оценки на потребителите се потвърждава и от продължаващия силен растеж на продажбите на дребно в сегмента както на хранителните, така и на нехранителните стоки³⁸. През третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. очакваме увеличаващото се търсене на труд от страна на фирмите, повишаващите се номинални и реални доходи от труд на домакинствата и оптимистичните нагласи на потребителите да допринасят за нарастване на крайните потребителски разходи на домакинствата.

През второто полугодие на 2018 г. предвиждаме основен принос за реалния растеж на БВП да има вътрешното търсене вследствие на ускоряване на растежа на частното и правителственото потребление, както и на запазването на отчетените в началото на годината високи темпове на растеж на инвестициите в основен капитал. Очакваме значително увеличаване на публичните инвестиции под влияние на по-ускорен растеж на инвестициите, съфинансирани от

³⁸ За повече информация относно динамиката на номиналните обороти в търговията на дребно виж в глава 3 раздел „Поведение на домакинствата“.

Индикатор за проследяване на динамиката на бизнес климата



Забележки: На графиката са съпоставени нивото на бизнес климата (по ординатата) и тримесечното му изменение (по абсцисата). Серията за бизнес климата е трансформирана, като е приложен *HP* филтър (с параметър $\lambda = 100$), за да се отстранят краткосрочните колебания, след което е стандартизирана.

Четирите квадранта на графиката позволяват да се разграничат четирите фази на бизнес цикъла.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

ЕС, и възстановяване на националните инвестиции след ниската реализация през 2017 г. През третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. може да се очаква фирмите да продължат да разширяват инвестиционната си дейност, за което ще спомагат подобряващите се конюнктурни индикатори, високото натоварване на производствените мощности през първите две тримесечия, очакваното нарастване на вътрешното и външното търсене, запазването на благоприятни условия на финансиране и подобряването на рентабилността на предприятията.

Износът на стоки и услуги се очаква да продължи да се увеличава през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. в съответствие с нарастващото външно търсене, но с по-слаб темп спрямо вноса на стоки и услуги, поради което нетният износ ще има отрицателен принос за растежа.

В резултат на описаната динамика по компоненти на крайното използване очакваме на тримесечна база растежът на реалния БВП през втората половина на 2018 г. да се колебае между 0.7% и 0.8%. В същото време предвиждаме годишният растеж на реалния БВП да следва тенденция към плавно ускоряване.

Предвид несигурността, свързана с допусканията за влиянието на външни фактори и външната среда, съществуват рискове за по-нисък от прогнозирания растеж на реалния БВП. Възможността правителствените инвестиции да нарастват по-бавно от прогнозираното също създава предпоставка

Растеж на БВП в реално изражение по компоненти на крайното използване

(% спрямо предходното тримесечие; сезонно изгладени данни)

	2015 г.				2016 г.				2017 г.				2018 г.
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Потребление	1.5	1.2	2.0	0.4	0.3	1.4	0.4	1.8	1.0	0.5	0.9	1.3	0.5
в т.ч.													
Потребление на домакинствата	1.4	1.3	2.9	0.3	0.3	0.8	0.1	2.5	1.1	0.7	0.5	1.7	0.5
Крайни потребителски разходи на правителството	2.3	2.5	-0.9	-0.8	-0.6	3.2	0.0	1.9	1.5	-2.3	0.2	0.0	0.6
Колективно потребление	4.9	-1.2	0.7	-0.1	-0.4	2.4	1.6	1.4	-0.4	0.1	0.8	1.2	-0.4
Бруто образуване на основен капитал	0.8	2.1	1.3	0.1	-3.2	-3.8	-0.8	0.0	2.1	2.6	-0.4	0.2	4.6
Износ, СНФУ	2.2	-1.3	-2.2	3.3	2.9	3.1	2.5	1.0	-1.2	1.3	3.0	-1.0	1.1
Внос, СНФУ	2.2	-0.8	-1.7	3.7	3.3	-2.2	2.7	1.3	1.3	1.1	1.3	4.4	-2.2
БВП	1.0	0.8	1.2	0.8	1.1	0.9	0.8	1.1	0.9	1.0	0.9	0.7	0.9

Източник: НСИ.

за реализиране на по-нисък от очаквания растеж.

Износ и внос на стоки и услуги

През първото тримесечие на 2018 г. номиналният износ на стоки нарасна с 2.4% на годишна база, а номиналният внос на стоки съответно с 5.7%.³⁹ Според сезонно неизгладените данни за БВП от националните сметки реалният растеж както на износа, така и на вноса на стоки през първото тримесечие на 2018 г. възлезе на 4.1% на годишна база, но при данните в номинално изражение се наблюдаваше изпреварващ растеж на вноса спрямо износа на стоки.

През първото тримесечие на годината условията на търговия за страната се влошиха, което може да се проследи чрез динамиката на дефлаторите на износа и вноса, изчислени на база информация от националните сметки. В условията на еднакъв растеж в реално изражение на износа и вноса на стоки влошаването на условията на търговия през първото тримесечие на 2018 г. беше основният фактор за наблюдаваното нарастване на търговския дефицит.⁴⁰

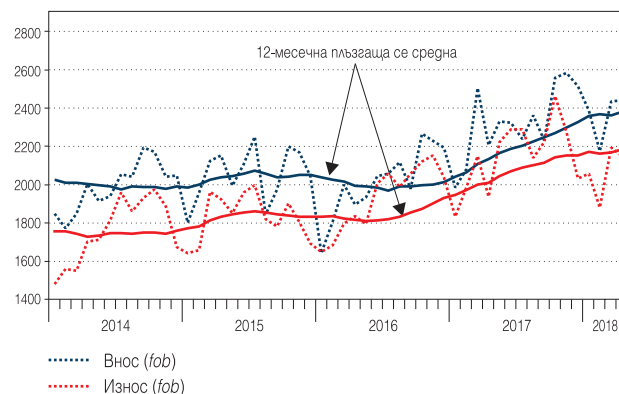
Според данните от платежния баланс през април 2018 г. номиналният износ и внос на стоки продължават да нарастват на годишна база, като растежът на износа изпреварва този на вноса.

През третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. очакваме реалният износ и внос на стоки да продължат да нарастват на годишна база, като растежът на вноса ще изпреварва този на износа. Реалният износ на стоки ще отразява очакваното нарастване на външното търсене. Съще-

³⁹ По данни за външната търговия.

⁴⁰ По данните за външната търговия по Стандартната външнотърговска класификация (СВТК) за първото тримесечие на годината дефлаторът на износа е положителен, а този на вноса е отрицателен, което би следвало да доведе до заключение, че има подобряване в условията на търговия. Този извод противоречи на оценката за посоката на изменение на условията на търговия, изведена въз основа на данните от националните сметки, които показват, че изменението на годишна база на дефлатора на износа е отрицателно, а това на вноса – положително. Доколкото динамиката на дефлаторите на износа и вноса от националните сметки съответстват в голяма степен на динамиката на международните цени, в тази част анализът се базира именно на данните от националните сметки.

Динамика на износа и вноса на стоки
(млн. евро)



Източник: БНБ.

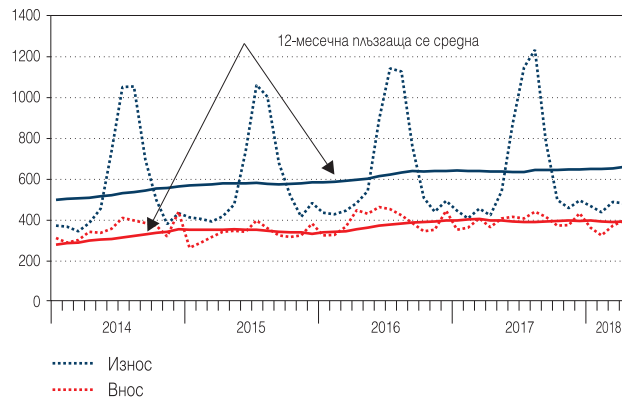
временно динамиката на реалния внос ще се определя както от прогнозираното ускоряване на годишния растеж на инвестициите, така и от продължаващото нарастване на частното потребление в страната. При реализиране на прогнозата за нарастване на реалните обеми и на цените на износа и вноса на стоки очакваме в номинално изражение външотърговските потоци да отбележат покачване на годишна база, което ще бъде по-силно изразено при вноса.

По данни от платежния баланс за периода януари – април 2018 г. износът на услуги се повиши на годишна база, докато вносът на услуги се понижи спрямо същия период на 2017 г. Съществува значителна несигурност относно това дали динамиката на износа и вноса на услуги се дължи главно на изменение в реалните обеми или в ценовите компоненти, тъй като се наблюдава значително разминаване в номиналните стойности според статистиката от платежния баланс и тази от националните сметки.⁴¹ Това разминаване е по-отчетливо изразено при вноса на услуги, който за първото тримесечие на 2018 г. се повишава с 16.6% в номинално изражение според сезонно неизгладените данни за БВП от националните сметки, докато данните от платежния баланс показват спад с 5.5% спрямо януари – март 2017 г. Според данните от националните сметки през първото тримесечие на 2018 г. номиналният износ и внос на услуги се е увеличил на годишна база, като за това положителен принос имат както нарастването на реалните търговски обеми, така и ценовата динамика. Очакваме през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. покачващите се на годишна база цени на износа и вноса на услуги, както и прогнозираното увеличение на търгуваните реални обеми в условията на нарастващо външно и вътрешно търсене да доведат до нарастване на годишна база на износа и вноса на услуги.

През първото тримесечие на 2018 г. износът на стоки за държави – членки на ЕС, нарасна на годишна база с 13.1%, отразявайки подобряването на икономическата активност в ЕС. С основен принос за този

Динамика на износа и вноса на услуги

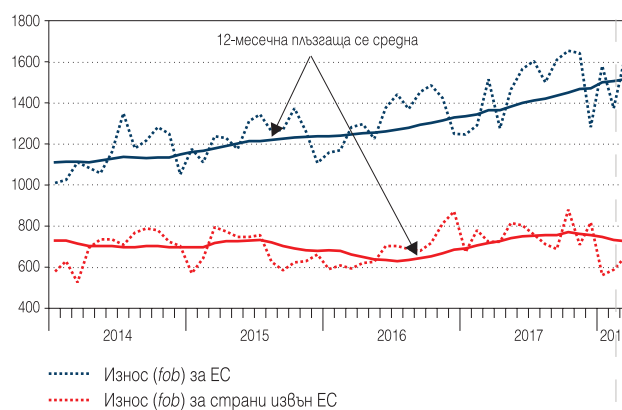
(млн. евро)



Източник: БНБ.

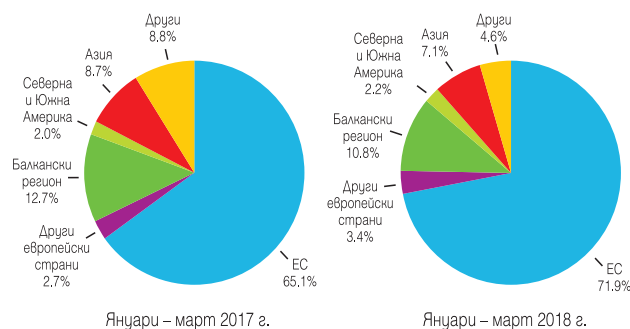
Динамика на износа за ЕС и за страните извън ЕС

(млн. евро)



Източник: БНБ.

Географско разпределение на износа на стоки



Източник: БНБ.

⁴¹ Данните са предварителни и подлежат на ревизия.

растеж беше износът за Германия, Италия и Испания. По стокови групи за динамиката на износа за държави – членки на ЕС, допринесе в най-голяма степен износът на продукти от животински и растителен произход, следван от износа на машини⁴² и на метали⁴³. Износът за страни извън ЕС се понижи със 17.5% на годишна база през първото тримесечие на 2018 г. Основен фактор за този спад беше по-слабият износ на енергийни продукти⁴⁴ за Турция. През първото тримесечие на 2018 г. дялът на износа на стоки за държави – членки на ЕС, в общия износ на стоки се повиши спрямо същия период на 2017 г. и възлезе на 71.9%.

С най-голям принос за номиналния растеж на износа на стоки на годишна база по Комбинираната номенклатура през първото тримесечие на 2018 г. беше износът на метали. Спад на годишна база в номинално изражение се наблюдаваше единствено при износа на енергийни продукти.

Номиналният износ на стоки продължи да следва наблюдаваната през последните години тенденция към растеж, който е по-висок от темпа на нарастване на световната търговия. В резултат България продължи да увеличава пазарния си дял в световната търговия и през 2017 г. Основен фактор за това е подобряващата се конкурентоспособност на българската икономика. На фона на нарастващите разходи за труд на единица продукция през последните години може да се направи заключението, че подобряването на конкурентоспособността е главно по линия на неценови фактори.

Износът на машини се повиши през първото тримесечие на 2018 г. и отново беше един от основните фактори за растежа на общия износ на стоки – тенденция, която се наблюдаваше и в предходните години. Повишението се дължеше на износа за страните от ЕС, докато този за страни

⁴² В тази глава да се разбира групата „машини, транспортни средства, апарати, инструменти, оръжия“ по Комбинираната номенклатура (КН).

⁴³ В тази глава да се разбира групата „неблагородни метали и изделия от тях“ по КН.

⁴⁴ В тази глава да се разбира групата „минерални продукти и горива“ по КН.

Нетен износ на групите стоки по начин на използване, януари – март 2018 г.

	Салдо (млн. евро)	Изменение* (млн. евро)	Растеж на износа** (%)	Растеж на вноса** (%)
Потребителски стоки	40.2	-78.1	4.8	10.4
Суровини и материали	-273.4	-3.5	12.5	11.4
Инвестиционни стоки	-414.1	-161.7	3.8	12.3
Енергийни ресурси	-501.1	-9.7	-46.1	-25.1
Друг износ	-26.5	-3.2	18.3	15.4
Общо	-1 174.9	-256.2	2.4	5.7

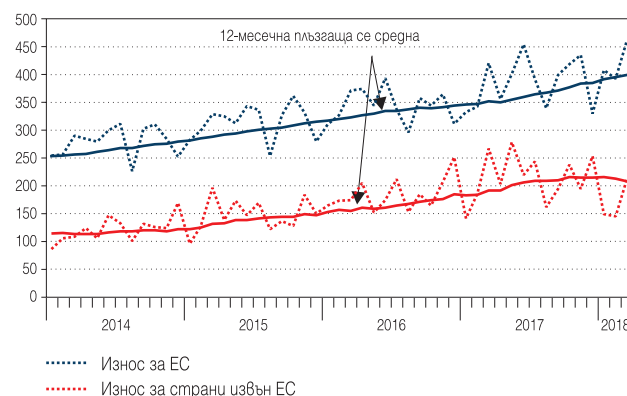
* Изменение на салдото спрямо съответния период на предходната година.

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

Източник: БНБ.

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

(млн. евро)



Източник: БНБ.

извън ЕС се понижи спрямо януари – март 2017 г. Динамиката на износа на машини през първото тримесечие на 2018 г. се определяше от увеличение в изнесените количества, докато при цените се наблюдаваше спад⁴⁵. Под влияние на нарастващото външно търсене очакваме тенденцията към растеж на износа на машини да се запази и през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г.

През първото тримесечие на 2018 г. номиналният износ на енергийни продукти се понижи значително, като това се дължеше почти изцяло на по-ниските физически обеми на износа.⁴⁶ Основната причина за това е съществено намаляване на производството на нефтени продукти поради извършване на планов ремонт на производствени мощности.⁴⁷ Понижение имаше при износа за страни както от ЕС, така и извън ЕС. С приключването на ремонтните дейности и под влияние на нарастващите на годишна база цени на петролните продукти в долари и в евро очакваме през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. наблюдаваният спад на номиналния износ на минерални продукти да бъде преустановен.

С основен принос за общия растеж на износа на стоки през първото тримесечие на 2018 г. беше износът на неблагородни метали. По географско разпределение износът на метали нарасна значително на годишна база за държавите – членки на ЕС, докато износът за страните извън ЕС се понижи спрямо януари – март 2017 г. Номиналното изменение на годишна база през първото тримесечие на 2018 г. се дължеше главно на по-високите реални обеми на износа и в по-малка степен на растежа на цените на металите.⁴⁸ През третото и четвъртото тримесечие на 2018 г.

⁴⁵ За оценка на ценовия ефект са използвани тримесечните дефлатори на износа за групата „машини, оборудване и превозни средства“ за първото тримесечие на 2018 г. по СБТК.

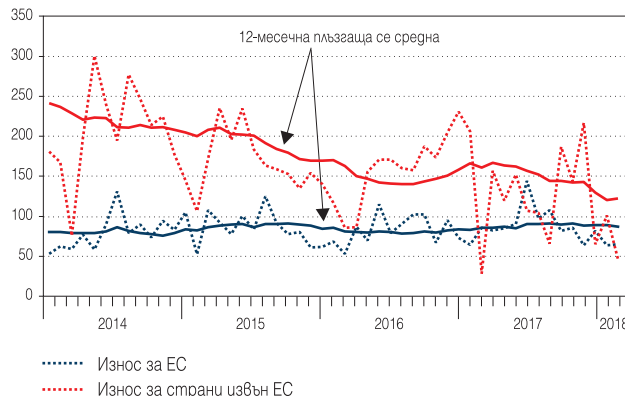
⁴⁶ За оценка на ценовия ефект са използвани тримесечните дефлатори на износа за групата „минерални горива, масла и подобни продукти“ за първото тримесечие на 2018 г. по СБТК.

⁴⁷ По данни на НСИ за производството и доставките на нефт и нефтени продукти от 27 юни 2018 г.

⁴⁸ За оценка на ценовия ефект са използвани тримесечните дефлатори на износа за групата „благородни и други цветни метали“ за първото тримесечие на 2018 г. по СБТК.

Износ на минерални продукти и горива

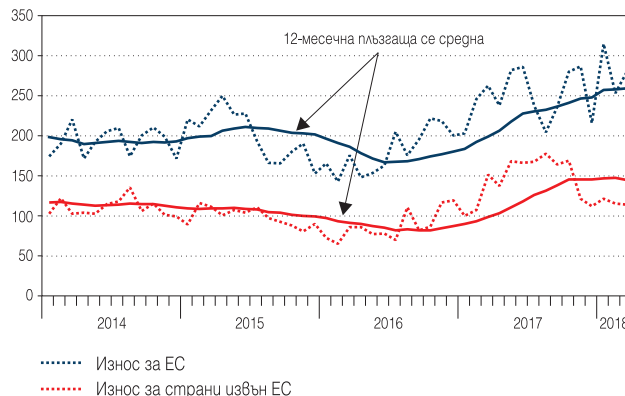
(млн. евро)



Източник: БНБ.

Износ на неблагородни метали и изделия от тях

(млн. евро)



Източник: БНБ.

очакваме износът на метали да продължи да нараства на годишна база в номинално изражение под влияние на увеличаващите се реални обеми на износа им и прогнозирания годишен растеж на международните цени на металите в евро и долари.

Номиналният износ на продукти от животински и растителен произход се повиши на годишна база през първото тримесечие на 2018 г., като най-съществен принос имаше износът на житни растения. Покачването на износа на продукти от животински и растителен произход се дължеше на по-високите реални обеми на износа, докато цените на износа се понижиха на годишна база.⁴⁹ Растеж на износа беше отчетен за държавите – членки на ЕС, докато при износа за страни извън ЕС се наблюдаваше спад спрямо януари – март 2017 г. За третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. очакваме износът на групата да спадне на годишна база поради очакваната по-слаба реколта на пшеница в България и в другите страни от ЕС.⁵⁰

Износът на химически продукти⁵¹ през първото тримесечие на 2018 г. нарасна на годишна база в номинално изражение, като най-голям принос за това имаха пластмасовите изделия и неорганичните химични продукти. Увеличение беше регистрирано едновременно при износа и за държавите – членки на ЕС, и за страните извън ЕС. Номиналният растеж на износа на групата се дължеше както на по-високите цени, така и на по-големите изнесени физически обеми.⁵² През третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. очакваме увеличаването на външното търсене да продължи да допринася за нарастването на износа на химически продукти на годишна база.

По данни от платежния баланс износът на услуги за периода януари – април 2018 г. се повиши с 8.3% на годишна база, като основен принос имаше износът на услуги

⁴⁹ За оценка на ценовия ефект са използвани тримесечните дефлатори на износа за групата „храни и живи животни“ за първото тримесечие на 2018 г. по CBTK.

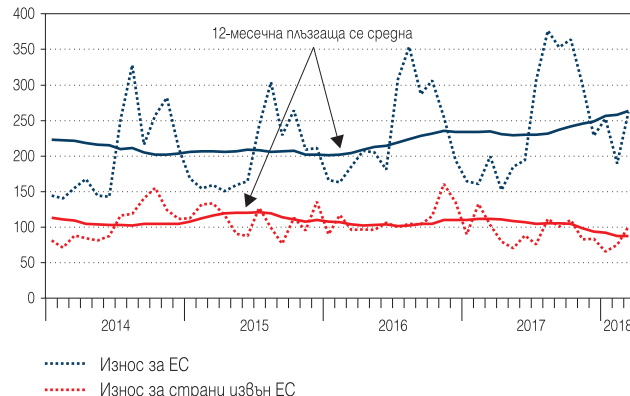
⁵⁰ За повече информация виж *Wheat Outlook* на *USDA*, юни 2018 г., с. 9.

⁵¹ Група „химически продукти, пластмаси, каучук“ по КН.

⁵² За оценка на ценовия ефект са използвани тримесечните дефлатори на износа за групата „химични вещества и продукти“ за първото тримесечие на 2018 г. по CBTK.

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

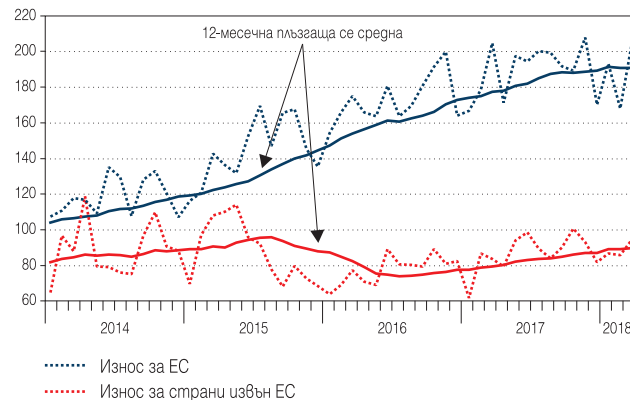
(млн. евро)



Източник: БНБ.

Износ на химически продукти, пластмаси, каучук

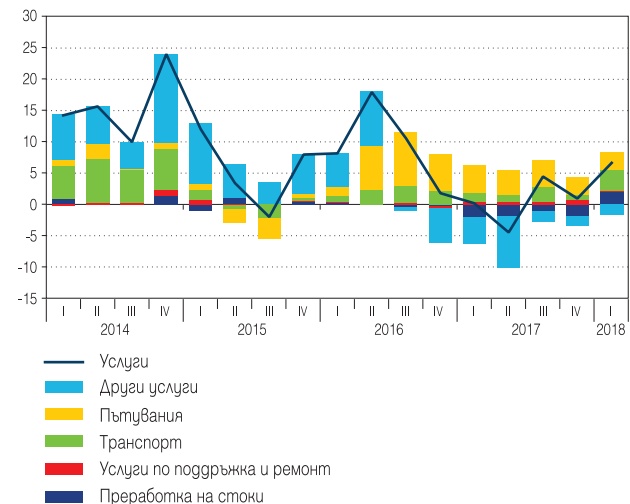
(млн. евро)



Източник: БНБ.

Годишно изменение на износа на услуги и принос по подкомпоненти

(%, процентни пунктове)



Източник: БНБ.

от подстатия „пътувания“ и в по-малка степен този на подстатия „транспорт“. За периода януари – април 2018 г. се наблюдаваше увеличение с 10.4% на годишна база на приходите от посещения на чуждестранни граждани в България. По данни на НСИ посещенията на чужденци с цел туризъм в България за същия период отчитат повишение от 8.8% спрямо януари – април 2017 г., което се дължи главно на посещенията на граждани на Румъния.

През първото тримесечие на 2018 г. номиналният внос на стоки се повиши на годишна база, като по начин на използване се наблюдаваше растеж при всички подгрупи с изключение на енергийните ресурси. Най-голям принос за растежа на номиналния внос имаха суровините и материалите, следвани от инвестиционните стоки.

Вносът на стоки от държави – членки на ЕС, нарасна през първото тримесечие на 2018 г. с 8.5% спрямо първото тримесечие на 2017 г. За растежа допринесе най-вече вносът от Германия и Италия. Вносът от страни извън ЕС се повиши на годишна база с 2.7%, като с най-голям положителен принос за тази динамика беше вносът от Китай и Турция, а най-голямо понижение се наблюдаваше при вноса на стоки от Русия. През първото тримесечие на 2018 г. делът на вноса от ЕС слабо се повиши до 52.4% (при 51.0% през 2017 г.).

За периода януари – март 2018 г. номиналният внос на енергийни ресурси се понижи значително спрямо първото тримесечие на 2017 г. поради спад в реалните внесени обеми⁵³. Наблюдаваното понижение на реалния внос на групата беше най-силно изразено през март поради значителното намаляване на производството и доставките на нефтени продукти, свързано с извършен планов ремонт на производствени мощности в България⁵⁴. Същевременно за периода януари – март 2018 г. вносните цени на енергийните ресурси се повишиха на годишна база, което беше свързано с покачването на петролните продукти на международните пазари. Предвид очакванията

⁵³ За оценка на ценовия ефект са използвани тримесечните дефлатори на вноса за групата „минерални горива, масла и подобни продукти“ за първото тримесечие на 2018 г. по СВТК.

⁵⁴ Виж бел. 47.

Внос на групите стоки по начин на използване, януари – март 2018 г.

	млн. евро	Изменение* (млн. евро)	Растеж** (%)	Принос** (процентни пунктове)
Потребителски стоки	1 667.1	156.8	10.4	2.2
Суровини и материали	2 988.6	305.8	11.4	4.3
Инвестиционни стоки	2 006.6	220.1	12.3	3.1
Енергийни ресурси	842.4	-282.3	-25.1	-4.0
Друг внос	41.2	5.5	15.4	0.1
Общо внос (cif)	7 545.9	405.9	5.7	

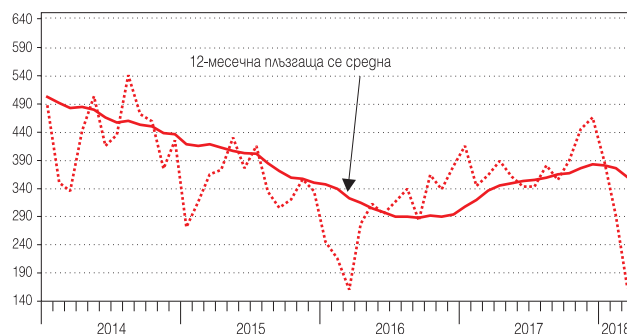
* Изменение спрямо съответния период на предходната година.

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

Източник: БНБ.

Внос на енергийни ресурси

(млн. евро)



Източник: БНБ.

ни за продължаващ растеж на годишна база на международните цени на петролните продукти, както и за нарастващо вътрешно търсене в България през втората половина на 2018 г., прогнозираме номиналният внос на енергийни продукти да се увеличи на годишна база.

Най-голям принос за годишния растеж на общия внос през първото тримесечие на 2018 г. имаше групата „суровини и материали“. Това беше резултат от едновременно увеличение на внесените физически обеми и покачването на вносните цени.⁵⁵ По-високият внос на групата беше стимулиран от подобряването на годишна база на икономическата активност в промишлеността⁵⁶. С най-голям положителен принос в номинално изражение беше вносът на руди, следван от вноса на желязо и стомана. През третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. очакваме номиналният внос на суровини и материали да продължи да се увеличава предвид очаквания растеж на международните цени на тези стоки.

Вносът на потребителски стоки също се увеличи на годишна база през периода януари – март 2018 г. Растежът му беше в синхрон с нарастващото в номинално и реално изражение частно потребление според сезонно неизгладените данни за БВП. С най-голям принос за увеличаването на вноса на потребителски стоки както и през 2017 г. продължи да бъде подгрупата „храни, напитки и тютюн“. При прогнозата ни за ускоряване на годишния темп на реален растеж на частното потребление през втората половина на 2018 г. очакваме номиналният внос на групата да продължи да нараства на годишна база.

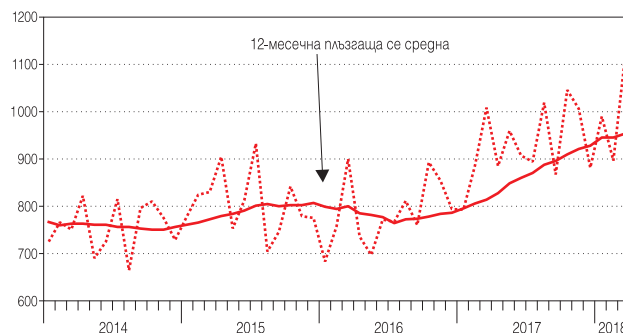
Вносът на инвестиционни стоки се повиши значително на годишна база през януари – март 2018 г., като динамиката му беше в съответствие с наблюдавания според сезонно неизгладените данни за БВП

⁵⁵ За оценка на ценовия ефект са използвани тримесечните дефлатори на вноса за групите „храни и живи животни“, „необработени (сурови) материали, негодни за консумация (изкл. горивата)“, „химични вещества и продукти“ и „артикули, класифицирани главно според вида на материала“ за първото тримесечие на 2018 г. по СВТК.

⁵⁶ По-подробна информация е представена в раздел „Поведение на фирмите и конкурентоспособност“ в глава 3.

Внос на суровини и материали

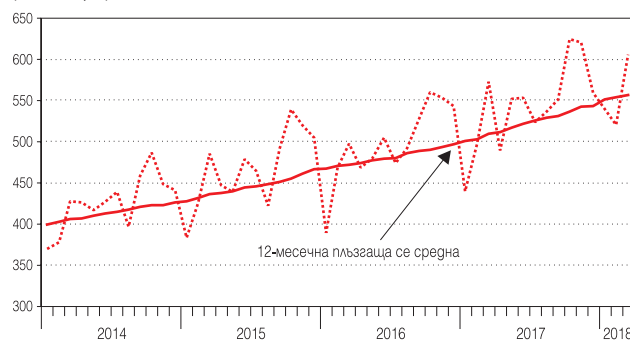
(млн. евро)



Източник: БНБ.

Внос на потребителски стоки

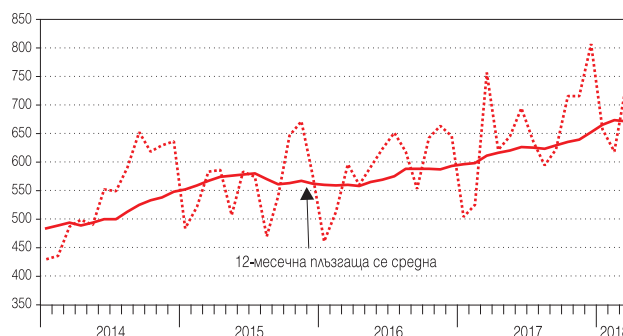
(млн. евро)



Източник: БНБ.

Внос на инвестиционни стоки

(млн. евро)



Източник: БНБ.

номинален и реален растеж на инвестициите. С най-голям принос за покачването на вноса на инвестиционни стоки за периода беше вносът на машини и оборудване. Оценката за ценовите изменения показва, че повишението във вноса на групата се дължи на увеличение на търгуваните физически обеми, докато вносните цени се понижиха на годишна база⁵⁷. Прогнозата ни за третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. е за запазване на тенденцията към нарастване на номиналния внос на инвестиционни стоки предвид очаквания растеж на инвестициите в България спрямо съответните тримесечия на 2017 г.

По данни от платежния баланс вносът на услуги през януари – април 2018 г. се понижи с 1.9% на годишна база. Въпреки наблюдавания спад на общия внос на услуги разходите на български резиденти за пътувания в чужбина и за транспортни услуги нараснаха през първото тримесечие на 2018 г. спрямо първото тримесечие на 2017 г. Според данни на НСИ пътуванията на българи в чужбина през първото тримесечие на 2018 г. са се повишили с 6.5% на годишна база, като най-голям принос за растежа имат посещенията в Турция и Румъния.

Поведение на фирмите и конкурентоспособност

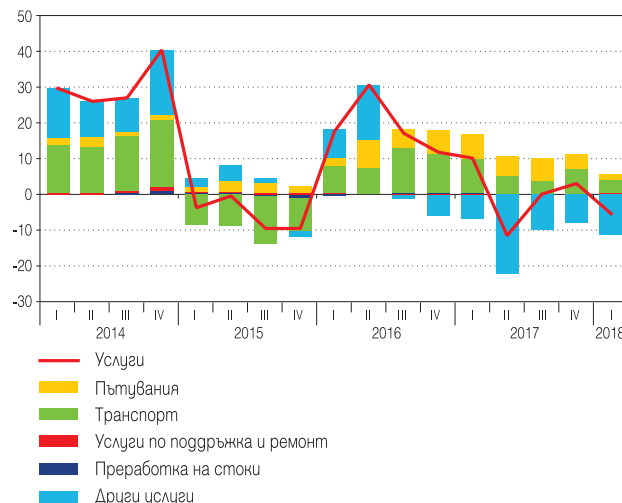
През първото тримесечие на 2018 г. реалната добавена стойност общо за икономиката запази темпа си на растеж от предходното тримесечие, нараствайки с 0.9% на верижна база. Секторът на услугите беше с основен положителен принос за растежа на добавената стойност, следван от промишлеността и строителството, докато аграрният сектор имаше отрицателен принос.

Добавената стойност в индустрията се повиши с 1.2% на верижна база през първото тримесечие, което се определяше от едновременно нарастване на икономическата активност в промишлеността и в строителството. Подобно развитие в

⁵⁷ За оценка на ценовия ефект са използвани тримесечните дефлатори на вноса за групата „машини, оборудване и превозни средства“ за първото тримесечие на 2018 г. по CBTK.

Годишно изменение на вноса на услуги и принос по подкомпоненти

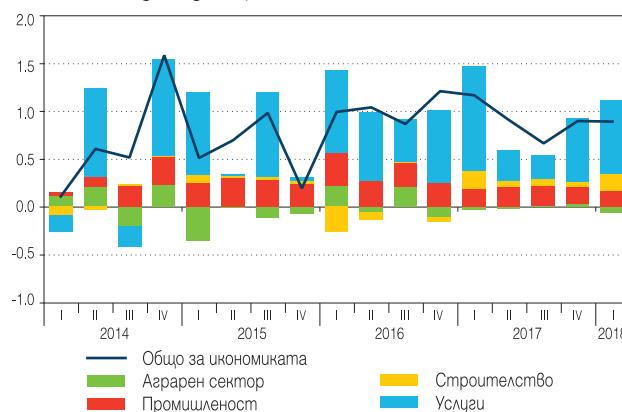
(%, процентни пунктове)



Източник: БНБ.

Растеж на добавената стойност и принос по сектори

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



Забележка: Данните за приноса не са адитивни поради директно сезонно изглаждане на добавената стойност и компонентите ѝ.
Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

началото на 2018 г. се наблюдаваше и при индекса на строителната продукция по постоянни цени според краткосрочната бизнес статистика на НСИ, докато индексът на промишления оборот отчете спад. По географска разбивка понижението на промишления оборот (по постоянни цени) през първото тримесечие на 2018 г. се дължеше главно на международните пазари и основна роля за това имаха енергийните продукти. Тази динамика бе в съответствие с отчетеното понижение на вноса и износа на тези продукти⁵⁸.

Увеличаването на строителната продукция на верижна база през първото тримесечие на 2018 г. се определяше изцяло от растежа на сградното строителство⁵⁹ и беше стимулирано от формиралата се в началото на 2014 г. възходяща тенденция при цените на жилищата⁶⁰, докато гражданското/инженерното строителство⁶¹ имаше отрицателен принос.

Добавената стойност в услугите продължи да ускорява темпа си на растеж на верижна база, като нарасна с 1.2% през първото тримесечие на 2018 г. спрямо 1.0% през предходното. С основен положителен принос за растежа ѝ през периода бяха подсекторите „търговия, транспорт, хотелиерство и ресторантьорство“⁶² и „операции с недвижими имоти“. Растежът на добавената стойност в търговията бе съпътстван от запазващата се тенденция към нарастване на оборотите в търговията на дребно по съпоставими цени, които показват засилено търсене и през първото тримесечие на 2018 г. както на хранителни, така и на нехранителни стоки. Растежът на добавената стойност в останалите подсектори на услугите беше в съответ-

⁵⁸ За повече информация относно износа на стоки виж в глава 3 раздел „Износ и внос на стоки и услуги“.

⁵⁹ Сградното строителство включва строителството на жилищни и нежилищни сгради.

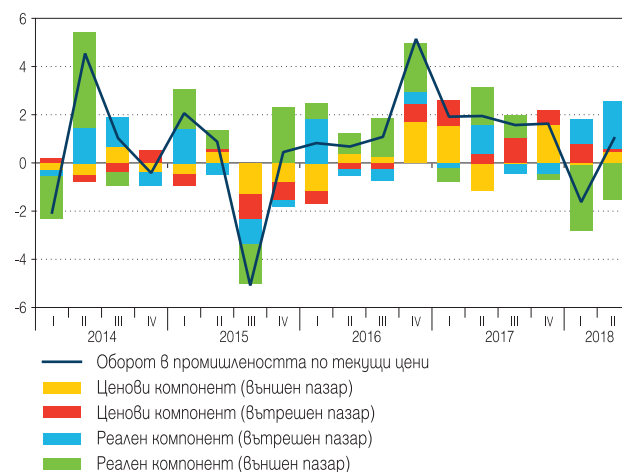
⁶⁰ За повече информация относно динамиката на цените на жилищата виж глава 4 „Инфлация“.

⁶¹ Гражданското/инженерното строителство включва инфраструктурното строителство на пътища, мостове, тръбопроводи, електропроводи, далекосъобщителни и други строителни съоръжения.

⁶² Сектор „търговия, ремонт на автомобили и мотоциклети; транспорт, складиране и пощи; хотелиерство и ресторантьорство“ по разбивка А10 на икономическите дейности.

Динамика на оборота в промишлеността

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



Забележка: Данните за първото тримесечие на 2018 г. са осреднени за периода април – май.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

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

(брой сгради; сезонно изгладени данни)

(2010=100; сезонно изгладени данни)



Забележка: Данните за второто тримесечие на 2018 г. са осреднени за периода април – май.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

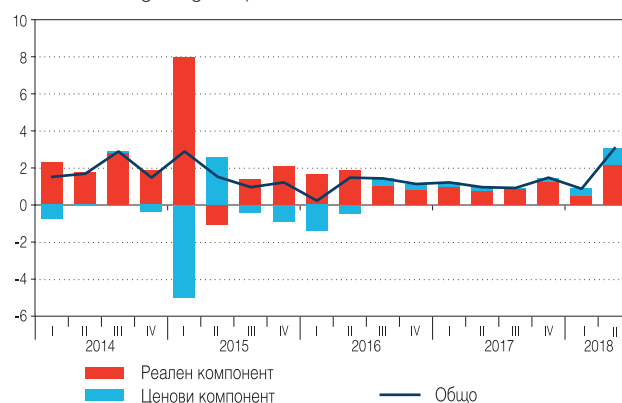
ствие с предварителните данни на НСИ за индекса на оборота в услугите през първото тримесечие, които сочат продължаващо нарастване на приходите от продажби, свързани с „транспорт, складиране и пощи“, „създаване и разпространение на информация и творчески продукти; далекосъобщения“ и някои други бизнес услуги.

Данните от краткосрочната бизнес статистика на НСИ за производството и оборотите в промишлеността и за оборотите в търговията през април и май 2018 г. дават преобладаващо положителни индикации за изменението на брутната добавена стойност в съответните сектори през второто тримесечие на 2018 г. Средно за периода април – май 2018 г. номиналните обороти в промишлеността се повишиха спрямо предходното тримесечие. Повишението се определяше от реалния растеж на вътрешния пазар, който беше частично неутрализиран от спад на реалния компонент на международните пазари. Ценовите компоненти на вътрешния и на международните пазари имаха слаб положителен принос за растежа на промишлените обороти по текущи цени. За периода април – май 2018 г. оборотите в търговията на дребно продължиха да нарастват на верижна база както по постоянни, така и по текущи цени. Същевременно при индекса на строителната продукция се наблюдаваше спад спрямо предходното тримесечие.

Въпреки наблюдаваното подобряване на икономическата активност, измерена чрез динамиката на брутната добавена стойност, през първото тримесечие на 2018 г. заетостта общо в икономиката се запази на ниво близо до наблюдаваното през предходното тримесечие според сезонно изгладени данни от националните сметки на НСИ. Нарастване на заетостта спрямо предходното тримесечие беше регистрирано в сектора на услугите и в по-малка степен в индустрията, докато в аграрния сектор се наблюдаваше спад. По подсектори на услугите и индустрията растежът на заетостта беше широкообхватен, като единствено в подсектора „операции с недвижими имоти“ беше отчетен спад на верижна база. Под влияние на положителното развитие на икономическата

Динамика на номиналните обороти в търговията на дребно

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

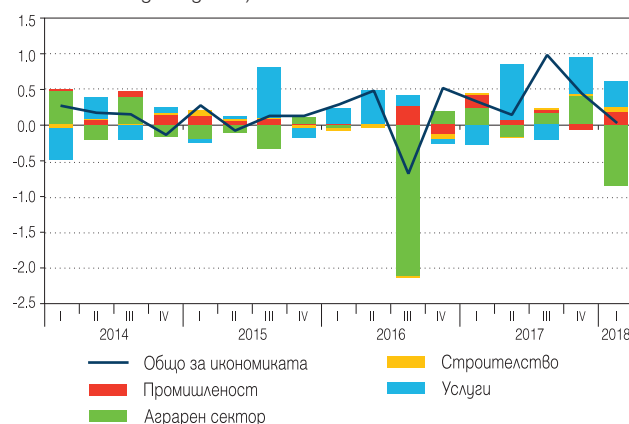


Забележка: Данните за приноса не са адитивни поради директно сезонно изглаждане на общата сума и компонентите ѝ. Данните за второто тримесечие на 2018 г. са осреднени за периода април – май.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Темп на растеж на заетостта общо за икономиката и 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.

активност в строителството заетостта в този подсектор на индустрията се повиши на верижна база за трето поредно тримесечие.

Оптимистичните очаквания на фирмите за бъдещия бизнес климат в страната, очакваното нарастване на външното и вътрешното търсене на стоки и услуги, както и тенденцията към плавно увеличаване на броя на свободните работни места дават индикации за повишаващо се търсене на труд от страна на фирмите. Тези фактори се очаква да запазят благоприятното си влияние върху заетостта и тя да продължи да нараства и през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г.

Производителността на труда ускори темпа си на растеж на верижна база през първото тримесечие на 2018 г. в резултат от по-бързия темп на нарастване на добавената стойност спрямо този на заетостта. Подобряването на производителността на труда беше благоприятствано от растежа на частните инвестиции и съответстваше на увеличаването на дела на мениджърите, които посочват, че основната част от инвестициите през 2018 г. ще бъдат насочени към разширяване и рационализация на производството⁶³. Всички основни сектори допринесоха положително за растежа на производителността на труда. Предвид устойчивото вътрешно и външно търсене се очаква икономическата активност да продължи да нараства през втората половина на 2018 г., което ще стимулира растежа на заетостта. В резултат на това очакваме темпът на растеж на производителността да остане на ниво, сходно с наблюдаваното през първото тримесечие на 2018 г.

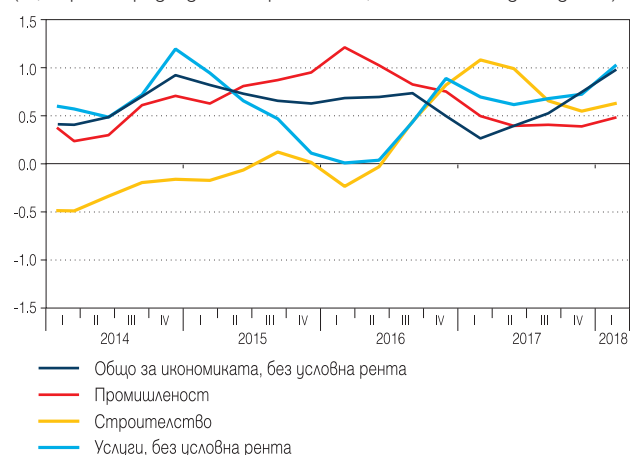
През първото тримесечие на 2018 г. компенсацията на един нает в номинално изражение продължи да нараства на верижна база под влияние на нарастващото търсене на труд и при наблюдаваното свиване на предлагането на труд⁶⁴. Други фактори, които допринесоха за това, бяха свързани с повишаването на минималната работна

⁶³ Използвани са данни от анкетите на Европейската комисия за инвестиционната активност.

⁶⁴ Предлагането на труд е измерено с работната сила.

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

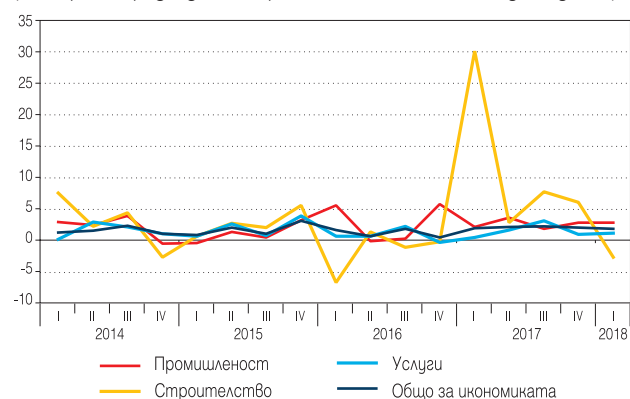
(%, спрямо предходното тримесечие; сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Компенсация на един нает по текущи цени

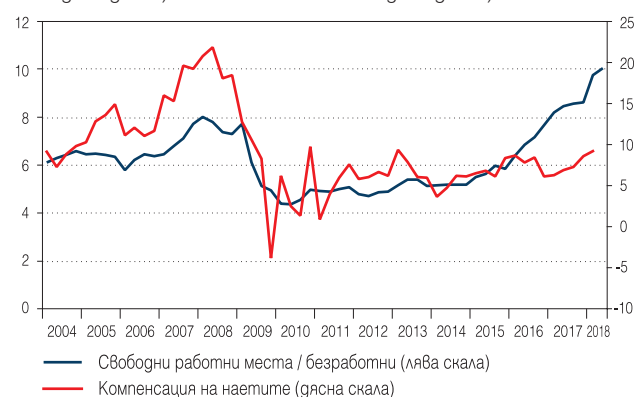
(%, спрямо предходното тримесечие; сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Съотношение „свободни работни места/безработни“ и компенсация на наетите

(%, свободни работни места/безработни; сезонно изгладени данни) (%, спрямо същото тримесечие на предходната година; сезонно изгладени данни)



Забележка: Частното между свободните работни места, заявени през месеца, и безработните през месеца е показател за условията на трудовия пазар. Нарастването на индикатора се интерпретира като ограничаване на потенциала на предлагането на труд да удовлетвори търсенето, тъй като по-малко безработни се конкурират за едно свободно работно място.

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

заплата, на минималния осигурителен доход и на пенсионната вноска в началото на 2018 г., а също и увеличаването на заплатите в публичния сектор⁶⁵. В секторите на селското стопанство и индустрията компенсацията на един нает забави темпа си на растеж спрямо предходното тримесечие, докато в услугите се наблюдаваше ускорение в съответствие с по-силното нарастване на производителността на труда в сектора. През третото и четвъртото тримесечие на 2018 г. очакваме компенсацията на един нает да продължи да се повишава на верижна база благодарение главно на частния сектор под влияние на гореописаните фактори.

Повишаването на производителността на труда общо за икономиката през първото тримесечие на 2018 г. с по-бавни темпове спрямо растежа на компенсацията на един нает за същия период доведе до увеличаване на разходите за труд на единица продукция в номинално изражение, докато в реално изражение те се запазиха на ниво, сходно с това от предходното тримесечие. Тази динамика съответстваше на ускоряването на икономическата активност в страната и напредъка в постигането на номинална и реална конвергенция.

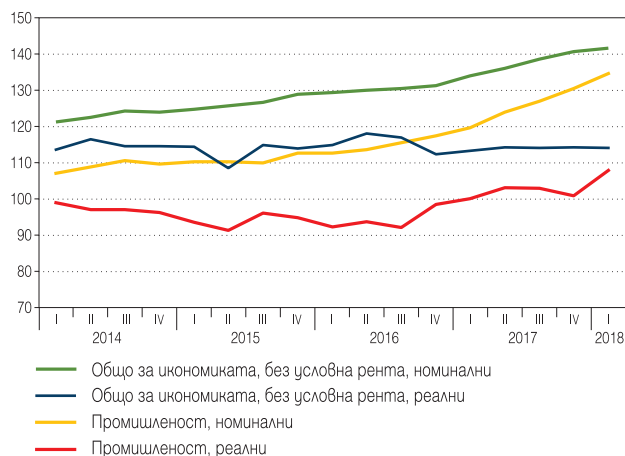
Нивото на brutния опериращ излишък остана без промяна през първото тримесечие на 2018 г. според сезонно изгладените данни в резултат от понижаването му в промишлеността, докато другите основни подсектори регистрираха растеж на печалбите. При финансирането на дейността на фирмите от източници, различни от brutния опериращ излишък, се наблюдаваше нарастване на привлеченото финансиране във всички сектори на икономиката с изключение на строителството. Растежът се дължеше главно на увеличението на привлечените преки чуждестранни инвестиции⁶⁶ в страната и на кредитите на нефинансовите предприятия през тримесечието.

⁶⁵ За повече информация виж в глава 3 раздел „Влияние на фискалната политика върху икономиката“.

⁶⁶ Данните са предварителни и подлежат на ревизия.

Разходи за труд на единица продукция

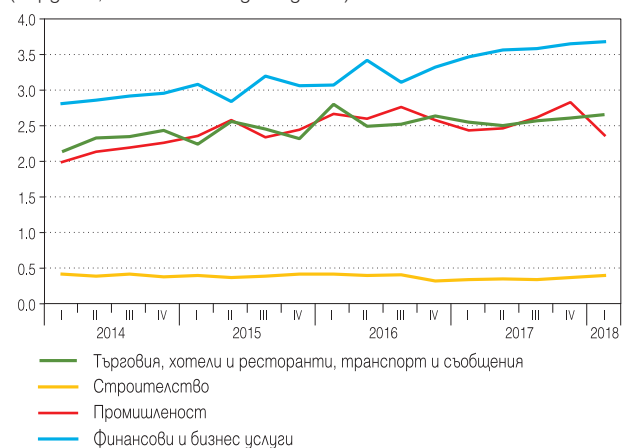
(2010 г. = 100; сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Брутен опериращ излишък по текущи цени

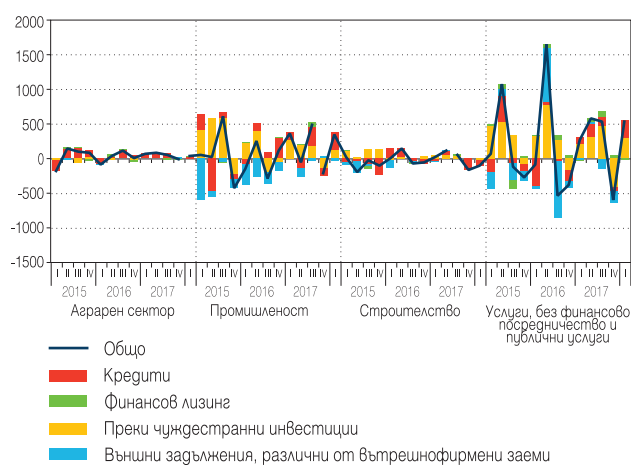
(млрд. лв., сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Източници на финансиране*

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



* Източници на финансиране, различни от brutния опериращ излишък.

Източник: БНБ.

Растеж на brutната добавена стойност

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

	2014 г.				2015 г.				2016 г.				2017 г.				2018 г.
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Селско, горско и рибно стопанство	2.5	4.6	-4.1	5.2	-7.6	-0.2	-2.6	-1.8	5.3	-1.4	4.9	-2.6	-0.7	-0.6	0.2	0.9	-1.6
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	0.2	0.5	1.0	1.3	1.1	1.4	1.3	1.1	1.5	1.2	1.1	1.1	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7
Строителство	-1.5	-0.5	0.2	0.2	1.4	0.4	0.7	0.5	-4.4	-1.4	0.3	-0.8	3.4	1.2	1.3	1.0	3.0
Търговия, ремонт на автомобили и мотоциклети; транспорт, складиране и пощи; хотелиерство и ресторантьорство	-1.5	2.1	-0.4	1.9	2.8	0.3	1.5	-0.6	-0.5	2.4	0.6	1.6	1.9	0.1	-0.2	0.9	1.7
Създаване и разпространение на информация и творчески продукти; далекосъобщения	0.1	0.4	0.6	0.9	0.3	0.0	0.3	0.2	20.8	-4.0	-2.4	-1.1	-0.8	0.2	0.6	2.0	0.8
Финансови и застрахователни дейности	-1.1	2.9	-3.4	0.2	0.1	-3.9	5.1	-0.8	3.7	2.5	-0.1	2.3	0.1	1.5	2.1	0.4	1.4
Операции с недвижими имоти	0.1	0.2	0.9	1.3	1.0	1.3	1.3	0.9	1.4	1.4	1.5	1.9	1.8	1.8	0.4	2.8	1.6
Професионални дейности и научни изследвания; административни и спомагателни дейности	0.2	0.1	1.6	0.5	3.6	0.9	1.4	2.2	-1.6	1.4	0.5	0.4	1.8	0.8	0.0	0.6	0.8
Държавно управление; образование; хуманно здравеопазване и социална работа	2.5	1.0	-1.4	2.7	-0.5	-0.2	0.0	-0.5	-3.2	0.2	1.8	0.3	3.4	-0.7	0.3	-0.5	0.5
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	-5.3	3.6	2.8	1.1	-0.2	2.0	-2.4	1.4	-2.4	0.6	1.6	0.7	-0.4	-0.4	0.6	-0.1	-2.3
БДС общо за икономиката	0.1	0.6	0.5	1.6	0.5	0.7	1.0	0.2	1.0	1.0	0.9	1.2	1.2	0.9	0.7	0.9	0.9

Източник: НСИ.

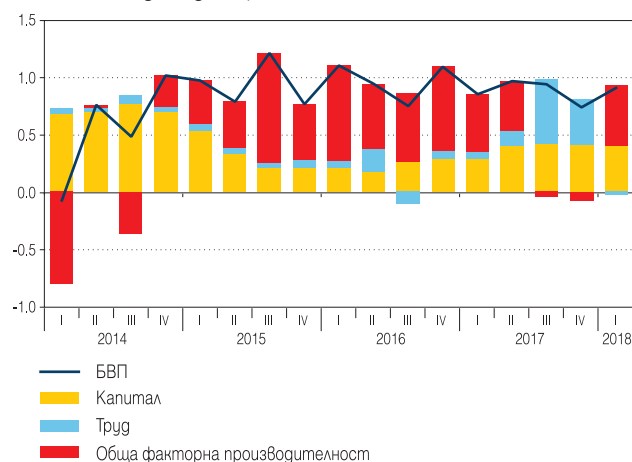
Според декомпозицията на растежа на БВП по производствени фактори с основен принос за растежа през първото тримесечие на 2018 г. беше общата факторна производителност. Капиталът запази значителния си положителен принос, наблюдаван през цялата предходна година. Трудът имаше незначителен отрицателен принос в резултат на слабо понижение на отработените човекочасове общо за икономиката. Това се дължеше на по-малкия брой отработени човекочасове на един зает и запазване на броя на заетите на ниво близо до това през предходното тримесечие според сезонно изгладените данни на НСИ.

Поведение на домакинствата

Потреблението на домакинствата продължи да нараства и през първото тримесечие на 2018 г. под влияние на наблюдаваното високо потребителско доверие и в резултат от продължаващото нарастване на доходите от труд и на заетостта в икономиката.

Принос на изменението на факторите на производството за растежа на БВП

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



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Според Наблюдението на работната сила (НРС) на НСИ през първото тримесечие на 2018 г. предлагането на труд, измерено с работната сила, леко се понижи според сезонно изгладените данни, но остана на сравнително високо ниво. В резултат на това коефициентът на икономическа активност се понижи спрямо предходното тримесечие. Наблюдаваната дългосрочна тенденция към намаляване на броя на обезкуражените лица продължи и през първото тримесечие на 2018 г.

По данни от НРС равнището на безработица през първото тримесечие на 2018 г. продължи да се понижава, достигайки 5.5% (според сезонно неизгладени данни то възлезе на 5.7%). Основен принос за понижението на коефициента на безработица имаше намалението на дългосрочно безработните (без работа за повече от 1 година) и в по-малка степен на лицата, останали без работа за по-малко от 1 година. Сезонно изгладеното равнище на безработица, изчислено от данни на Агенцията по заетостта, също продължи да се понижава, като към май 2018 г. достигна 6.1% (6.3% според сезонно неизгладени данни).

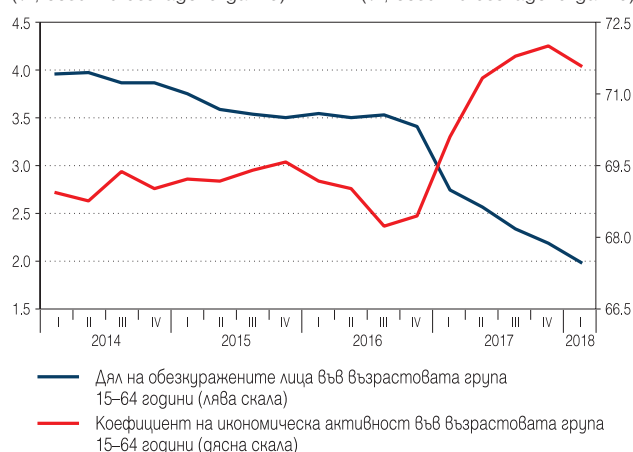
В резултат от понижаването на предлагането на труд, измерено с броя на безработните, и от увеличаващото се търсене на труд в икономиката възнагражденията от труд продължиха да нарастват и през първото тримесечие на 2018 г. (накто на годишна база според сезонно неизгладените данни за фонд „работна заплата“ и средна работна заплата на един нает, така и на верижна база според сезонно изгладени данни от националните сметки).

Показателят за потребителското доверие се повиши през април 2018 г. вследствие на подобряването на очакванията на домакинствата за финансовото им състояние и за общата икономическа обстановка в страната, отчетени в проведеното от НСИ Наблюдение на потребителите. Повишава се и делът на лицата, които имат намерение да увеличат разходите си за стоки за дълготрайна употреба към момента на изследването.

Потребителското поведение на домакинствата продължава да се обуславя от ясно

Икономическа активност и дял на обезкуражените лица

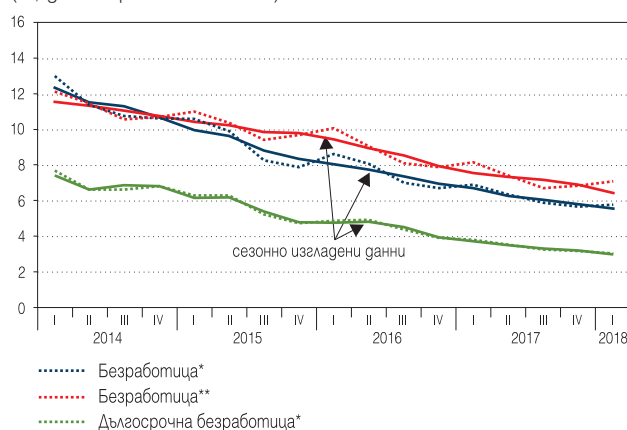
(%; сезонно изгладени данни) (%; сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ – НРС, изчисления на БНБ.

Равнище на безработица

(%, дял от работната сила)



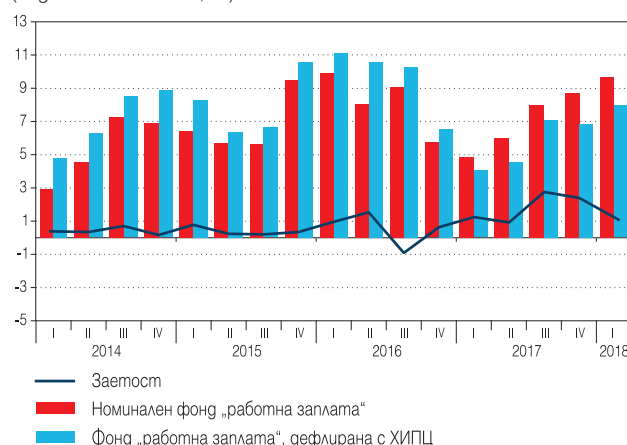
* По данни на НСИ.

** По данни на Агенцията по заетостта.

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

Заетост и номинален фонд „работна заплата“

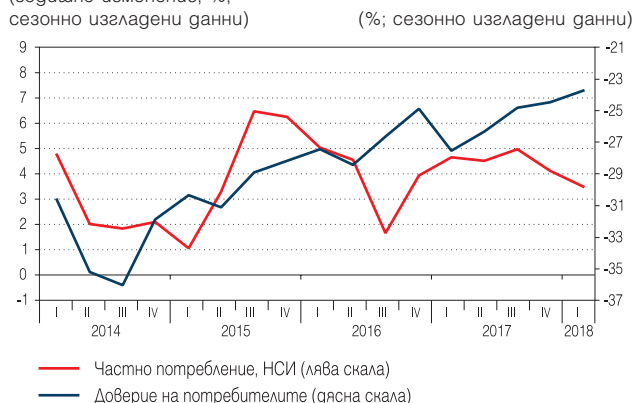
(годишно изменение, %)



Източници: НСИ – СНС, изчисления на БНБ.

Частно потребление и доверие на потребителите

(годишно изменение, %;
сезонно изгладени данни)



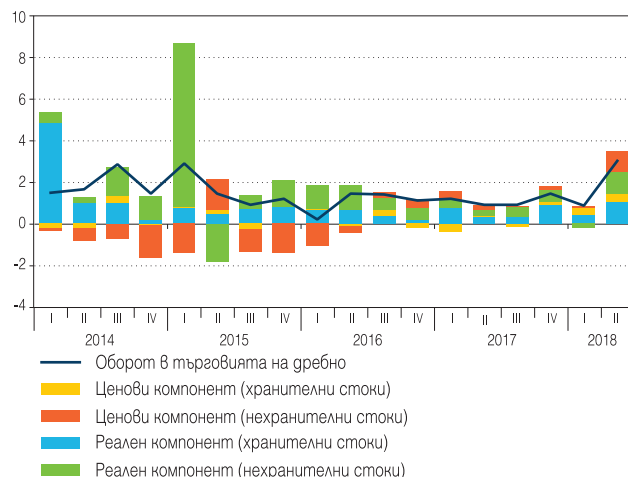
Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

изразената тенденция към нарастване на заетостта и доходите. Според данни от националните сметки през първото тримесечие на 2018 г. частното потребление продължи да нараства както на годишна, така и на верижна база. През същия период се увеличиха и номиналните обороти в търговията на дребно, като данните за май дават индикации, че частното потребление ще продължи да нараства на верижна база и през второто тримесечие на 2018 г. За увеличението на оборотите през периода април – май с основен принос бяха реализираните реални обеми. Новоотпуснатите потребителски кредити продължиха да нарастват и към май 2018 г., което се очаква допълнително да стимулира потребителското търсене през следващите месеци. Очакваме частното потребление да продължи да нараства през втората половина на годината под влияние на повишаващите се доходи от труд и очакваното продължаващо наемане на работници в реалната икономика предвид устойчивото търсене на труд.

Въпреки благоприятното потребителско доверие домакинствата запазват висока норма на спестяване, като според Наблюдението на домакинските бюджети на НСИ делът на спестяванията в разполагаемия доход на домакинствата се повиши през първото тримесечие на 2018 г. Делът на домакинствата, които имат намерение да увеличат спестяванията си през следва-

Оборот в търговията на дребно

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

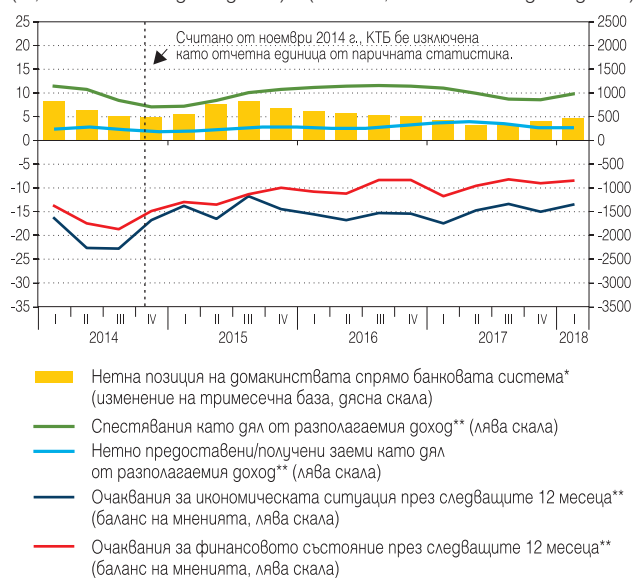


Забележка: Данните за приноса не са адитивни поради директно сезонно изглаждане на общата сума и компонентите ѝ. Данните за второто тримесечие на 2018 г. са осреднени за периода април – май.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Склонност на домакинствата към спестяване и очаквания

(%; сезонно изгладени данни) (млн. лв.; сезонно изгладени данни)



* По данни на БНБ.

** По данни на НСИ.

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

щите 12 месеца, остава на достигнатите високи нива (по данни от Наблюдението на потребителите, проведено от НСИ през април 2018 г.). През първото тримесечие на 2018 г. активите на домакинствата, измерени чрез нетната им позиция в банковата система, се увеличиха.

Динамика на заетостта и доходите

	2014 г.				2015 г.				2016 г.				2017 г.				2018 г.
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
(% , спрямо предходното тримесечие; сезонно изгладени данни)																	
Заети	0.3	0.2	0.2	-0.1	0.3	-0.1	0.1	0.1	0.3	0.5	-0.7	0.5	0.3	0.1	1.0	0.4	0.0
Номинална работна заплата на 1 нает*	1.1	1.6	2.2	0.9	0.9	2.0	1.2	3.0	2.0	0.5	1.6	0.3	1.3	1.9	1.9	1.9	1.8
Реална работна заплата на 1 нает**	1.5	2.2	2.5	1.2	1.3	1.8	1.8	3.5	2.4	1.0	1.1	0.5	0.9	2.2	1.9	1.4	0.9
Фонд „работна заплата“, номинално изражение	1.0	1.9	2.0	0.9	1.6	2.0	1.7	3.2	2.1	1.2	1.8	0.9	1.3	1.6	2.1	2.1	2.4
Фонд „работна заплата“, реално изражение**	1.3	2.5	2.2	1.2	1.9	1.9	2.2	3.6	2.5	1.7	1.3	1.1	0.8	1.9	2.2	1.6	1.5
(% , спрямо съответното тримесечие на предходната година; сезонно неизгладени данни)																	
Заети	0.3	0.3	0.7	0.1	0.8	0.2	0.2	0.3	0.9	1.5	-1.0	0.6	1.2	0.9	2.7	2.4	1.2
Номинална работна заплата на 1 нает*	3.5	4.3	7.3	7.3	5.5	5.1	4.2	8.1	8.2	5.9	7.4	3.6	3.8	6.1	7.8	8.4	8.2
Реална работна заплата на 1 нает**	5.4	6.1	8.5	9.2	7.4	5.8	5.2	9.2	9.4	8.4	8.6	4.4	3.0	4.6	6.9	6.6	6.5
Фонд „работна заплата“, номинално изражение	2.9	4.5	7.2	6.9	6.4	5.7	5.6	9.5	9.9	8.0	9.1	5.7	4.8	6.0	8.0	8.7	9.6
Фонд „работна заплата“, реално изражение**	4.8	6.3	8.5	8.8	8.3	6.3	6.6	10.6	11.1	10.6	10.3	6.5	4.0	4.5	7.1	6.8	7.9

* 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 гребно

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

	2014 г.	2015 г.				2016 г.				2017 г.				2018 г.	
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Търговия на гребно, без автомобили и мотоциклети	1.9	7.9	-1.1	1.4	2.1	1.6	1.9	1.1	0.8	1.0	0.7	0.9	1.3	0.5	2.1
в т.ч.															
Хранителни стоки, напитки и тютюневи изделия	0.6	2.1	1.4	1.9	2.2	1.9	1.9	1.0	0.7	2.2	0.9	1.0	2.5	1.2	2.9
Текстил, облекло, обувки и кожени изделия	-2.3	-0.8	0.1	3.9	2.9	2.5	2.9	1.3	-0.2	8.1	-1.2	-5.4	1.9	-3.2	2.3
Битова техника, мебели и други стоки за бита	2.1	0.7	-0.1	1.8	-0.2	2.3	0.3	1.2	2.0	1.5	2.8	1.5	1.7	0.9	2.2
Компютърна и комуникационна техника и др.	-0.3	16.4	-5.5	0.3	-2.7	-1.8	5.3	1.9	7.7	2.4	1.5	1.4	1.9	-5.0	2.1
Фармацевтични и медицински стоки, козметика и тоалетни принадлежности	3.3	2.4	1.6	1.9	2.5	2.0	3.5	3.6	0.9	3.5	1.3	0.9	1.0	7.2	0.4
Неспециализирани магазини с разнообразни стоки	0.8	1.3	0.4	1.5	2.3	0.0	1.2	2.5	1.4	5.2	3.4	2.5	1.8	-3.0	2.3
Автомобилни горива и смазочни материали	-3.4	38.6	-6.5	-0.4	5.4	0.8	1.5	-2.2	-3.0	-7.1	-2.7	-1.1	-0.5	-0.3	2.8

* Данните за второто тримесечие на 2018 г. са осреднени за периода април – май.

Източник: НСИ – Краткосрочна бизнес статистика.

Влияние на фискалната политика върху икономиката

Бюджетният излишък по консолидираната фискална програма (КФП) към края на май 2018 г. възлезе на 1421.6 млн. лв. (1.4% от прогнозния БВП)⁶⁷, като спрямо същия период на предходната година бе отчетено намаление на бюджетното салдо с 261.8 млн. лв. (0.3 процентни пункта от БВП).

За периода януари – май 2018 г. общите бюджетни приходи нараснаха с 8.6% спрямо същия период на предходната година, като принос за нарастването им продължиха да имат основно данъчните приходи (8.2 процентни пункта) и в много по-малка степен неданъчните приходи (0.7 процентни пункта). Същевременно почти изцяло бе изчерпан отрицателният ефект на динамиката на постъпленията от помощи върху бюджетните приходи през последните две години.⁶⁸

Годишният растеж на данъчните приходи към края на май възлезе на 9.9% и се определяше главно от динамиката на приходите от социално- и здравноосигурителни вноски (с растеж от 14.1%), косвени данъци (с растеж от 6.4%) и данъци върху доходите на физически лица (15.8%). Устойчивото нарастване на приходите от социално- и здравноосигурителни вноски продължи да отразява повишението на заетостта и на трудовите доходи, както и влезлите в сила от началото на 2018 г. увеличение на пенсионната вноска с 1 процентен пункт и повишение на минималната работна заплата и на минималния осигурителен доход⁶⁹. Благоприятната динамика на пазара на труда бе основен фактор и за нарастването на приходите от данъци върху доходите на физически лица, които бяха допълнително повлияни и от продължаващи-

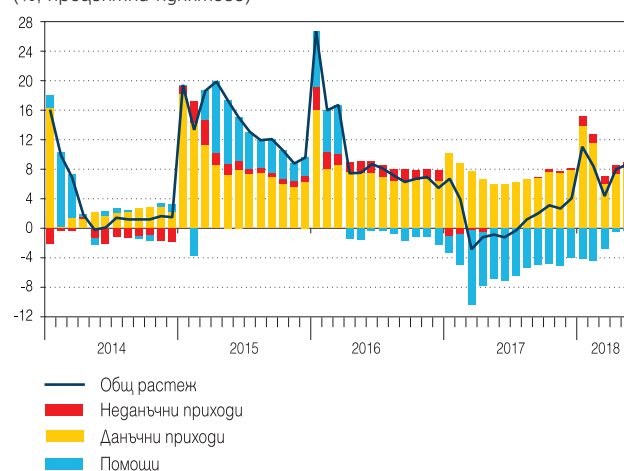
⁶⁷ Прогнозни данни за БВП на МФ за 2018 г. от пролетната макроикономическа прогноза за периода 2018–2021 г., публикувана през април 2018 г.

⁶⁸ Докато през 2015 г. и в началото на 2016 г. бяха възстановени значителни средства по направени разходи в заключителната фаза от реализирането на проекти от програмния период 2007–2013 г., в периода май 2016 г. – май 2017 г. постъпленията по програми на ЕС бяха пониски поради по-ранния етап на изпълнение на проекти от програмния период 2014–2020 г. През втората половина на 2017 г. и първата половина на 2018 г. се наблюдаваше ускорен растеж на разходите по програми на ЕС.

⁶⁹ Виж картата „Основни параметри на бюджетната рамка (2018–2020 г.)“ в *Икономически преглед*, 2017, № 4.

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

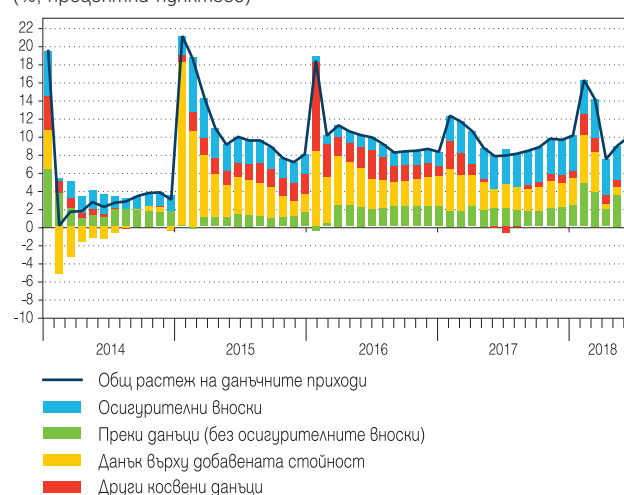
(%; процентни пунктове)



Източници: МФ, изчисления на БНБ.

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

(%; процентни пунктове)



Източници: МФ, изчисления на БНБ.

те положителни ефекти от предприетите мерки за подобряване на събираемостта.⁷⁰

Същевременно наблюдаваните през периода колебания в растежа на данъчните приходи бяха с временен характер и се обясняваха, от една страна, с изместване с един месец по-късно на приходите от годишната изравнителна вноска за корпоративен данък (през април вместо през март)⁷¹, а от друга – с неравномерни месечни приходи от ДДС, вероятно повлияни от проведен планов ремонт на мощности в производството на нефтени продукти през март и април 2018 г. След изчерпването на влиянието на тези временни фактори растежът на приходите от корпоративен данък и на приходите от ДДС към май се възстанови до съответно 9.9% и 6.9% и продължи да отразява благоприятната динамика на brutния опериращ излишък и на частното потребление.

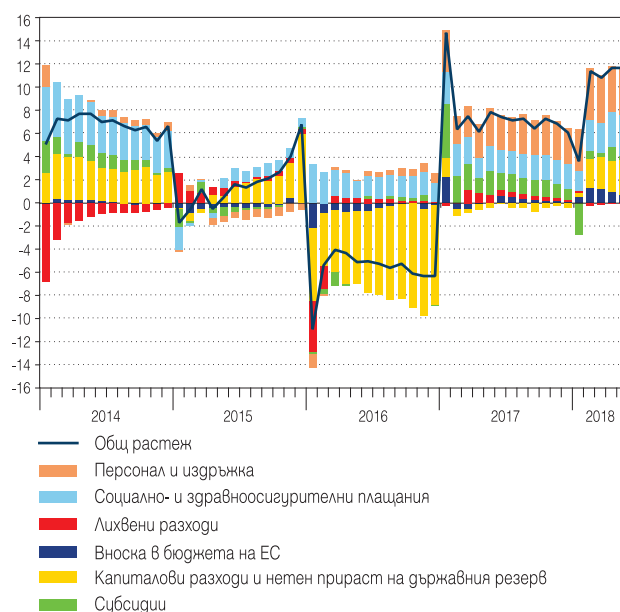
Към май 2018 г. годишният растеж на общите разходи по КФП се задържа на ниво, значително надвишаващо наблюдаваните темпове на изменение през предходната година, като възлезе на 11.7%. С най-висок принос за растежа на общите бюджетни разходи бяха социалните плащания (3.4 процентни пункта) и капиталовите разходи (3.0 процентни пункта). Наблюдаваното от началото на годината ускорено нарастване на социалните плащания се определяше както от по-високите разходи за пенсии в резултат на продължаващите ефекти от влезлите в сила увеличения през втората половина на 2017 г., така и на значителното увеличение на здравноосигурителните плащания. Тази възходяща динамика дава

⁷⁰ По информация от месечния Бюлетин на МФ за изпълнението на държавния бюджет и основните показатели по КФП и през първите месеци на 2018 г. продължават да се отчитат положителни ефекти върху събираемостта на приходите от данъка върху дивидентите в резултат на предприетата от НАП контролна кампания спрямо търговски дружества и нестопански организации, посочили значителни касови наличности във финансовите си отчети за 2016 г.

⁷¹ По информация от месечния бюлетин на МФ срокът за подаване на годишна данъчна декларация и внасяне на изравнителната вноска за корпоративен данък бе 2 април 2018 г. (тъй като 31 март бе в събота), което измести постъпленията от приходите през април 2018 г. Според МФ влияние върху постъпленията от корпоративен данък оказва и възможността за промяна на авансовите вноски, направени от финансовите институции през календарната 2017 г., което от своя страна повлиява и върху дължимия годишен корпоративен данък.

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

(%; процентни пунктове)



Забележка: В отчетите по КФП от януари 2016 г. включително разходите за персонал включват разходите за заплати, осигуровки и други възнаграждения, докато в отчетите за предходни периоди последните са включени в разходите за издръжка. С цел избягване на несъпоставимост на данните преди и след януари 2016 г. поради направената методологическа промяна разходите за персонал и за текуща издръжка са представени на графиката агрегирани, като е запазено отделното им представяне в таблицата на с. 68.

Източници: МФ, изчисления на БНБ.

индикация за продължаващо положително въздействие на фискалната политика върху икономическата активност по линия на разполагаемите доходи на домакинствата.

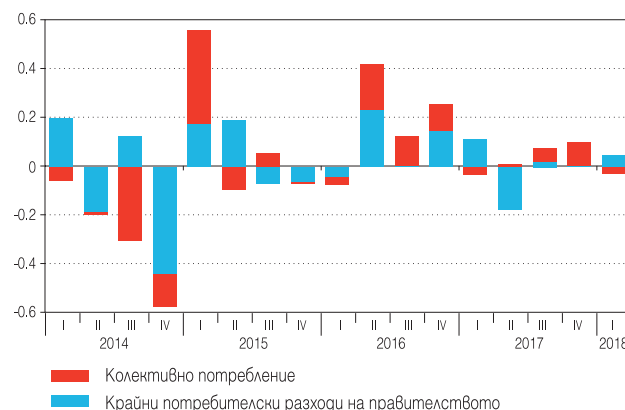
През първите пет месеца на годината се запазиха наблюдаваните от началото на годината високи темпове на растеж на разходите за персонал и текуща издръжка, като към края на май те възлязоха съответно на 11.3% и 12.9%. Основни фактори за тази възходяща динамика бяха предприемите през втората половина на 2017 г. и началото на 2018 г. увеличения на възнагражденията в публичния сектор, концентрирани в сектор „образование“, както и допълнителните разходи, свързани с Българското председателство на Съвета на ЕС в периода януари – юни 2018 г. Въпреки ускореното нарастване на разходите за персонал и текуща издръжка на годишна база приносът на правителственото потребление за растежа на реалния БВП на верижна база през първото тримесечие на годината остана почти неутрален.

Капиталовите разходи на правителството продължиха да се повишават с ускорен темп, като техният растеж към края на май възлезе на 61.4%. През периода се наблюдаваше засилване на растежа както на капиталовите разходи по програми от ЕС, така и на националните капиталови разходи, до нива съответно от 78.3% и 44.5% на годишна база, като съфинансираните от ЕС инвестиции останаха с основен принос за увеличението на общите капиталови разходи. Динамиката на капиталовите разходи по КФП за първите пет месеца на годината дава индикации за положителен принос на правителствените инвестиции за растежа на БВП през първите две тримесечия на 2018 г.

През втората половина на 2018 г. очакваме да се запази благоприятната динамика на данъчно-осигурителните приходи и все по-осезаемо да нарастват постъпленията по програми на ЕС, влияние за което ще оказва текущо наблюдаваното ускорено нарастване на разходите по програми на ЕС. Ефектите от действащите към момента мерки за увеличение на разходите за социални плащания и заплати и влязлото в сила от 1 юли 2018 г. увеличение на средната пенсия с 3.8% се

Принос на компонентите на правителственото потребление за растежа на реалния БВП

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



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

очаква да имат доминиращо влияние върху динамиката на текущите нелихвени разходи на правителството и да допринесат за запазване на положителното въздействие на фискалната политика върху икономическата активност чрез по-високо правителствено потребление и по-големи трансфери към домакинствата. Прогнозираме задържане на достигнатите значителни темпове на нарастване на разходите по програми на ЕС и на националните инвестиционни разходи, което съответно предполага положителен принос на правителствените инвестиции за икономическия растеж през третото и четвъртото тримесечие на 2018 г.

Изпълнение на основни бюджетни показатели през първите пет месеца на 2017 г. и 2018 г.

Консолидирана фискална програма	2017 г. януари – май ¹		2018 г. януари – май ¹	
	млн. лв.	% ²	млн. лв.	% ²
Общо приходи и помощи	14 716	-0.9	15 978	8.6
Данъчни приходи	12 197	7.7	13 405	9.9
вкл. социално- и здравноосигурителни вноски	3 329	14.3	3 797	14.1
Неданъчни приходи	1 981	0.0	2 085	5.3
Помощи	538	-65.3	488	-9.3
Общо разходи (вкл. вноската в бюджета на ЕС)	13 033	7.9	14 557	11.7
Персонал	3 119	9.5	3 470	11.3
Издръжка	1 418	9.5	1 601	12.9
Лихви	422	22.0	412	-2.3
Социални разходи, стипендии	6 188	4.4	6 654	7.5
Субсидии	894	40.5	948	6.0
Капиталови разходи и прираст на държавния резерв	627	-5.8	1 015	61.8
вкл. капиталови разходи	630	-8.9	1 016	61.4
Вноска в общия бюджет на Европейския съюз	364	2.0	456	25.5
	млн. лв.	разлика ³ (млн. лв.)	млн. лв.	разлика ³ (млн. лв.)
Бюджетно салдо, касова основа	1 683	-1 090	1 422	-262
Данъчни приходи по държавния бюджет	2017 г. януари – май ⁴		2018 г. януари – май ⁴	
	млн. лв.	% ²	млн. лв.	% ²
Данъчни приходи	8 403	5.4	9 106	8.4
Корпоративни данъци	1 082	8.6	1 189	9.9
Данък върху доходите на физическите лица	1 334	9.2	1 545	15.8
Данък върху добавената стойност	3 946	6.4	4 220	6.9
Акцизи	1 846	-1.3	1 928	4.5
Мита и митнически такси	78	10.9	98	25.9
Данък върху застрахователните премии	16	8.2	18	13.0
Други данъци	100	10.3	107	6.9

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

¹ На база на месечните отчети за касовото изпълнение на КФП.

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

³ Изменение на бюджетното салдо в млн. лв. спрямо същия период на предходната година.

⁴ На база на месечните отчети за касовото изпълнение на държавния бюджет.

Източник: МФ.

4. ИНФЛАЦИЯ

През първите пет месеца на 2018 г. годишната инфлация следваше тенденция към повишение и възлезе на 2.3% към май, което се дължеше както на засилващото се влияние на вътрешни фактори за динамиката на потребителските цени, така и на повишението на международната цена на петрола с 19.6% от началото на годината. При цените на услугите се запази формиралата се в края на предходната година възходяща тенденция и тази група имаше най-висок положителен принос за общата инфлация към май 2018 г. Стоките и услугите с административно определяни цени (включително тютюневите изделия) бяха друга група със сравнително висок положителен принос за годишната инфлация от началото на годината. Инфлацията при енергийните продукти ускори темпа си спрямо края на 2017 г. в условията на значително нарастване на цената на петрола в евро.

През втората половина на 2018 г. очакваме годишната инфлация да продължи да се ускорява, което ще се определя главно от положителния принос на цените на услугите и на енергийните продукти. Стоките и услугите с административно определяни цени също се очаква да имат значителен положителен принос за общата инфлация през следващите месеци.

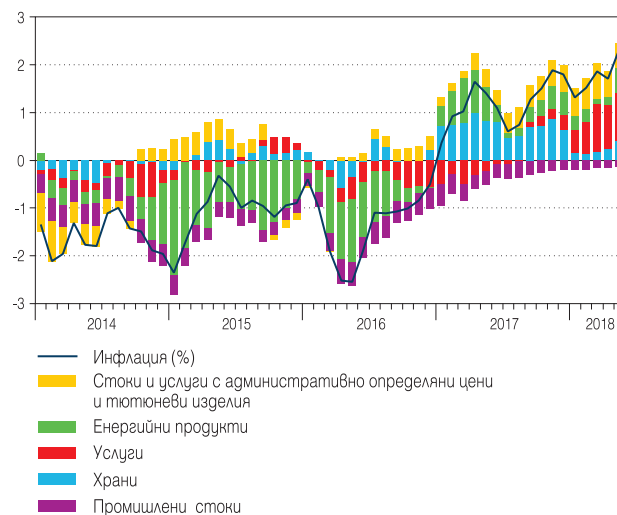
През първите пет месеца на 2018 г. годишната инфлация ускори темпа си спрямо края на 2017 г. и възлезе на 2.3% към май (при 1.8% към декември 2017 г.)⁷². По компоненти на ХИПЦ най-голям положителен принос за инфлацията имаха групите на услугите, енергийните продукти и стоките и услугите с административно определяни цени.

Вътрешните фактори за инфлацията през януари – май 2018 г. бяха свързани с увеличаването на акцизната ставка върху тютюневите изделия за трета поредна година и повишаването на цените на услугите по настаняване и на пакетните почивки.

За възходящата динамика на потребителските цени от началото на годината значително влияние оказва действието на външни фактори, свързани с повишаването на международната цена на петрола в евро (с 19.6% от началото на годината, а на годишна база с 41% към май 2018 г.). По-високата цена на петрола имаше както директни ефекти върху инфлацията при цените на енергийните продукти, така и косвени ефекти върху други компоненти на

Инфлация и принос на основните групи стоки и услуги за нея

(%; процентни пунктове; на годишна база)



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

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

⁷² Анализът в този раздел използва данните на НСИ за ХИПЦ.

ХИПЦ през разходите за производство на фирмите и цените на производител.

Влиянието на международните цени на горива, храни и основни суровини върху инфлацията в страната може да бъде проследено чрез измененията в цените на стоките, внасяни в България, и пренасянето им по веригата на предлагане. По данни от националните сметки през първото тримесечие на 2018 г. годишният растеж на дефлатора на вноса на стоки възлезе на 0.8% (спрямо 5.1% в края на 2017 г.).⁷³ Положителен принос за изменението на цените на внасяните стоки имаха групите на „минералните горива“⁷⁴ и на „необработените (сурови) материали“⁷⁵, докато дефлаторът на вноса при „храните“⁷⁶ и някои „готови продукти“⁷⁷ отчете спад на годишна база. Низходящата динамика на цените на внасяните у нас храни съответстваше на формиралата се от втората половина на 2017 г. тенденция към понижаване на годишна база на международните цени на храните в евро⁷⁸.

През първите пет месеца на 2018 г. общият индекс на цените на производител (ИЦП) за вътрешния пазар продължи да се повишава на годишна база, като темпът на растеж възлезе на 4.8% (спрямо 5.1% в края 2017 г.). По икономически подсектори увеличението на цените на производител се дължеше главно на сектор „производство и разпределение на електрическа и топлинна енергия“⁷⁹, което беше в съответствие с нарастването на цената на петрола на международните пазари и повишението на регулираната цена на природ-

⁷³ Използвана е класификация за вноса по СБТК.

⁷⁴ Има се предвид групата „минерални горива, масла и подобни продукти“ по СБТК.

⁷⁵ Има се предвид групата „необработени (сурови) материали, негодни за консумация (с изкл. на горивата)“ по СБТК.

⁷⁶ Имат се предвид групите „храни и живи животни“ и „животински и растителни мазнини, масла и восъци“ по СБТК.

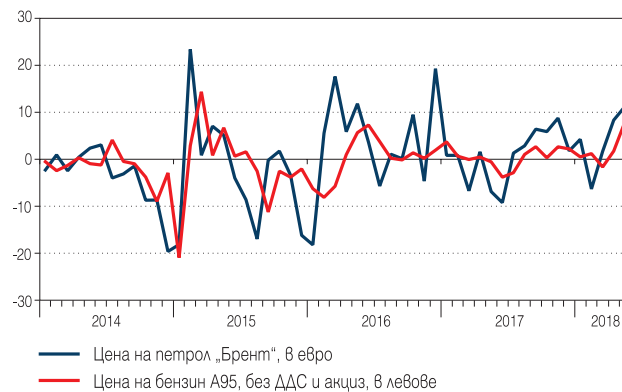
⁷⁷ Има се предвид групата „разнообразни готови продукти, н.г.“ по СБТК.

⁷⁸ Използвани са данни на ЕЦБ за индекса на цените на храните на международните пазари.

⁷⁹ Има се предвид групата „производство и разпределение на електрическа и топлинна енергия и на газообразни горива“.

Темп на изменение на цената на петрол „Брент“ и на цената на автомобилен бензин А95

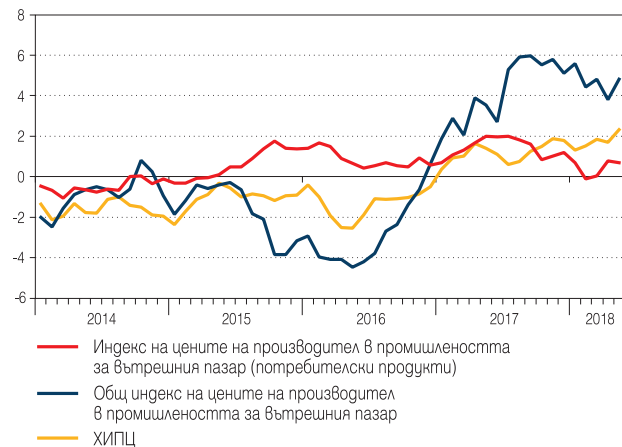
(%, на месечна база)



Източници: ЕЦБ, НСИ, изчисления на БНБ.

Темп на изменение на ИЦП в промишлеността и на ХИПЦ

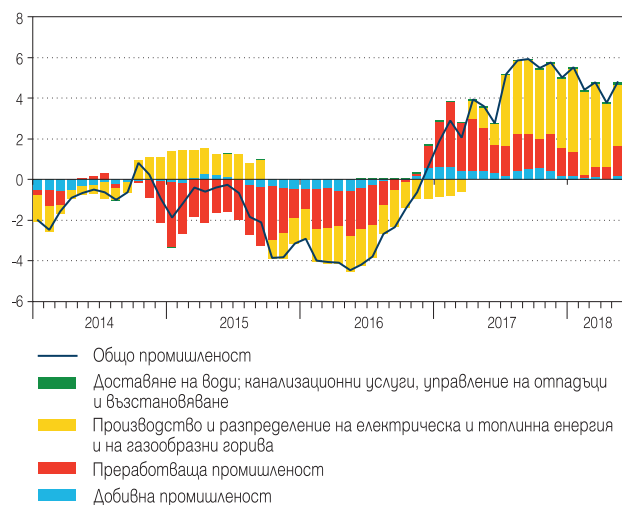
(%, на годишна база)



Източник: НСИ.

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

(%, процентни пунктове; на годишна база)



Източник: НСИ.

ния газ от началото на 2018 г.⁸⁰ Положителният принос на подсектор „преработваща промишленост“ за растежа на цените на производител през май 2018 г. се дължеше на повишение в цените на промишлените продукти, свързани с производството на рафинирани нефтопродукти⁸¹ и метали⁸².

По начин на използване на продуктите повишението на ИЦП през януари – май 2018 г. се определяше главно от поскъпването на енергийните продукти (електроенергия, природен газ и рафинирани нефтопродукти), които формират част от разходите за производство на фирмите. Запазването на възходящата тенденция при цените на тези продукти през следващите месеци ще бъде предпоставка за повишаване на крайните потребителски цени.

Към май 2018 г. при цените на производител на потребителски недъглотрайни продукти беше отчетен по-нисък темп на растеж спрямо края на 2017 г., за което допринесе забавянето на темпа на инфлацията при някои хранителни продукти в съответствие със спада на цените на вноса им. Тази динамика беше пренесена върху крайните потребителски цени на преработените храни, при които на годишна база инфлацията възлезе на 1.6% към май 2018 г. спрямо 2.7% в края на 2017 г.

Към май 2018 г. се наблюдаваше забавяне на годишната инфлация при групата на непреработените храни до 1.5% (при 3.0% в края на 2017 г.). Това беше в съответствие с низходящата динамика на цените на повечето от внасяните в страната непреработени хранителни продукти през първите три месеца на годината (включително на подгрупата „плодове и зеленчуци“). Изклю-

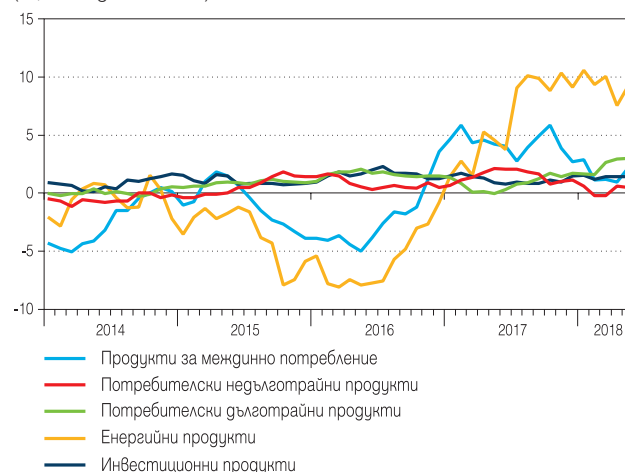
⁸⁰ Промените в цените на природния газ за първото тримесечие на 2018 г., утвърдени от Комисията за енергийно и водно регулиране (КЕВР) в края на 2017 г., отразяват движението на цената на петрола и на алтернативните на природния газ горива на световните пазари за последните 9 месеца, както и промените в курса на долара спрямо лева. За повече информация виж: <http://www.dker.bg/news/143/65/komisiyata-za-energiino-i-vodno-regulirane-utvrdi-tsenata-na-prirodniyagaz-za-prvoto-trimesechie-na-2018-g.html>

⁸¹ Има се предвид групата „производство на кокс и рафинирани нефтопродукти“.

⁸² Има се предвид групата „производство на основни метали и метални изделия, без машини и оборудване“.

Темп на изменение на цените на производител за вътрешния пазар по основни производствени групировки

(%, на годишна база)



Източник: НСИ.

Темп на изменение на индекса на цените на храните

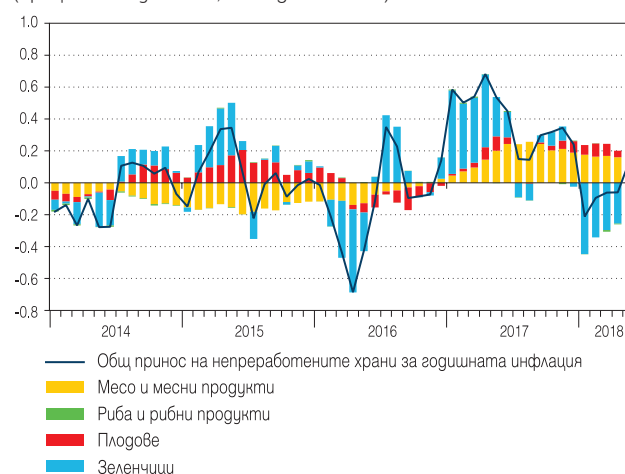
(%, на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Принос на основните подгрупи непреработени храни за общата инфлация

(процентни пунктове, на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

чение от тази тенденция правеше подгрупата „месо и месни продукти“, при която от началото на годината се наблюдаваше нисък растеж на годишна база както на вносните, така и на крайните потребителски цени. Вътрешни фактори, които действаха в посока нарастване на цените на храните, бяха свързани с увеличението на разходите за производство в селското стопанство, измерени чрез цените на стоките и услугите за текущо потребление в селското стопанство.

През първите пет месеца на 2018 г. базисната инфлация, която включва цени на услуги и на нехранителни стоки, продължи да следва възходящата си тенденция от края на 2017 г., което се дължеше главно на поскъпването на услугите. Към май 2018 г. инфлацията в групата на услугите се ускори до 4.0% (при 1.2% в края на 2017 г.), което беше в съответствие с по-високите разходи за производство на фирмите в този сектор и засиленото търсене, измерено чрез индекса на оборота в услугите⁸³. По подкомпоненти на услугите най-висок положителен принос за общата инфлация имаха услугите по „краткосрочно настаняване“ и „пакетните услуги за почивка и туристически пътувания“. Транспортните услуги също следваха тенденция към поскъпване от началото на годината главно поради по-високите цени на въздушния транспорт в условията на увеличение на международната цена на петрола. Подгрупата на общественото хранене имаше положителен принос за общата инфлация, за което оказва влияние възходящата динамика на цените на преработените храни.

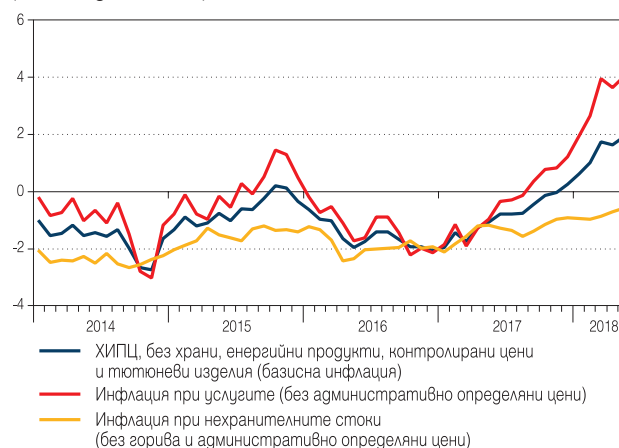
През първите пет месеца на 2018 г. крайните цени на нехранителните стоки продължиха да се понижават на годишна база, но с тенденция към свиване на спада им (-0.6% към май в сравнение с -0.9% в края на 2017 г.). Това развитие съответстваше на низходящата динамика на цените на внасяните в страната готови продукти⁸⁴ в условията на повишаване на курса на евро-

⁸³ За повече информация виж в глава 3 раздел „Поведение на фирмите и конкурентоспособност“.

⁸⁴ Използвани са данни за цените на внасяните в страната стоки в група „разнообразни готови продукти, н.д.“ по СВТК.

Базисна инфлация

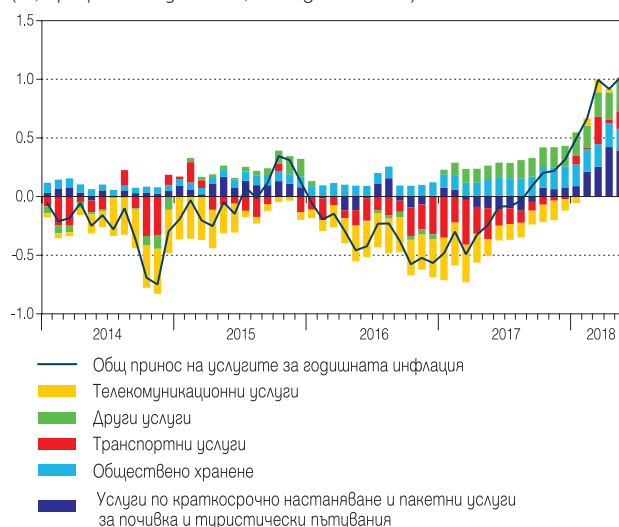
(%, на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Принос на услугите и на основните подгрупи услуги за общата инфлация

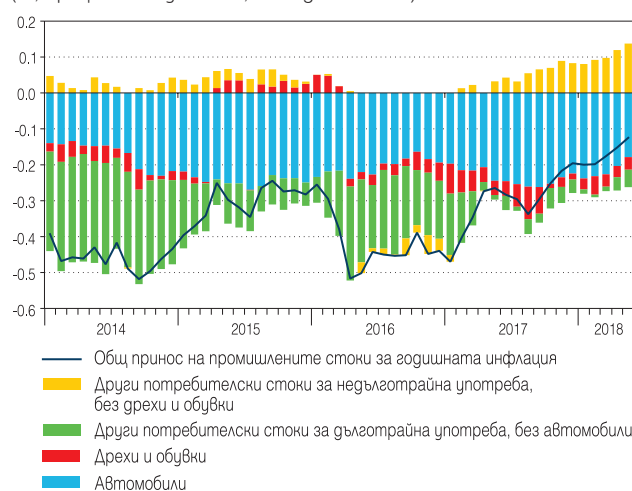
(%, процентни пунктове; на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Принос на основни подгрупи нехранителни стоки (без енергийни продукти) за общата инфлация

(%, процентни пунктове; на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

то спрямо долара за периода януари – май 2018 г. спрямо същия период на предходната година⁸⁵. Поевтиняването на нехранителните стоки се определяше главно от стоките за дълготрайна употреба (автомобили и телевизионна техника), докато при стоките за недълготрайна употреба се наблюдаваше поскъпване на годишна база, което беше в съответствие с динамиката на ценовия компонент на оборотите в търговията на дребно. Към май 2018 г. номиналните обороти в търговията на дребно с „нехранителни стоки“⁸⁶ отчетоха годишен растеж от 5.6%, за което допринасяше както увеличението на реализираните обеми, така и по-високите продажни цени⁸⁷.

От началото на 2018 г. административно определяните цени продължиха да нарастват на годишна база. Тютюневите изделия имаха значителен положителен принос за годишната инфлация, което отразяваше повишението за трета поредна година на акцизната ставка върху цигарите от началото на 2018 г.⁸⁸ От април 2018 г. се наблюдаваше леко забавяне на инфлацията при стоките и услугите с административно определяни цени поради изчерпване на базовия ефект от предприетите от КЕВР повишения на регулираните цени на природния газ⁸⁹, топлоенергията и електроенергията⁹⁰ през април 2017 г. От началото на 2018 г. КЕВР утвърди по-високи цени на водоснабдителните услуги в 14 области в

⁸⁵ Оценки на БНБ показват, че към 2014 г. около 27% от крайните потребителски разходи на домакинствата са насочени към вносни стоки, които са различни от храни и енергийни продукти (по данни от таблиците „Ресурс-използване“ за света).

⁸⁶ „Търговия на дребно с нехранителни стоки, без търговията с автомобилни горива и смазочни материали.“

⁸⁷ За повече информация виж в глава 3 раздел „Поведение на фирмите и конкурентоспособност“.

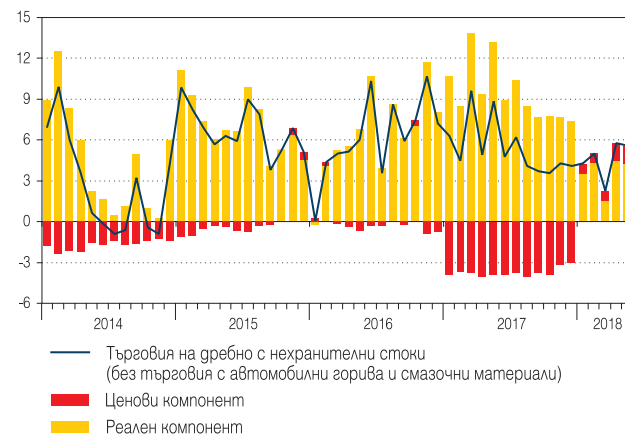
⁸⁸ От началото на 2018 г. влязоха в сила увеличение на размера на специфичния акциз от 101 лв. на 109 лв. за 1000 къса цигари, намаление на размера на пропорционалния акциз за цигарите от 27% на 25% и увеличение на минималния размер на общия акциз (специфичен и пропорционален) от 168 лв. на 177 лв. за 1000 къса цигари.

⁸⁹ За повече информация виж: <http://old.dker.bg/newsbg.php?n=2869>

⁹⁰ За повече информация виж: <http://old.dker.bg/newsbg.php?n=2872>

Годишен темп на нарастване на номиналния оборот в търговията на дребно на нехранителни стоки (без търговия с автомобили и смазочни материали)

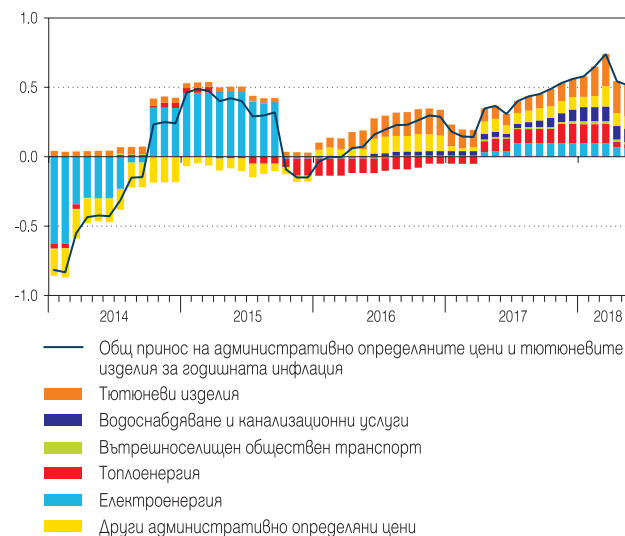
(%, процентни пунктове, на годишна база; календарно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Принос на основни подгрупи административно определяни цени и на тютюневите изделия за общата инфлация

(%, процентни пунктове; на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

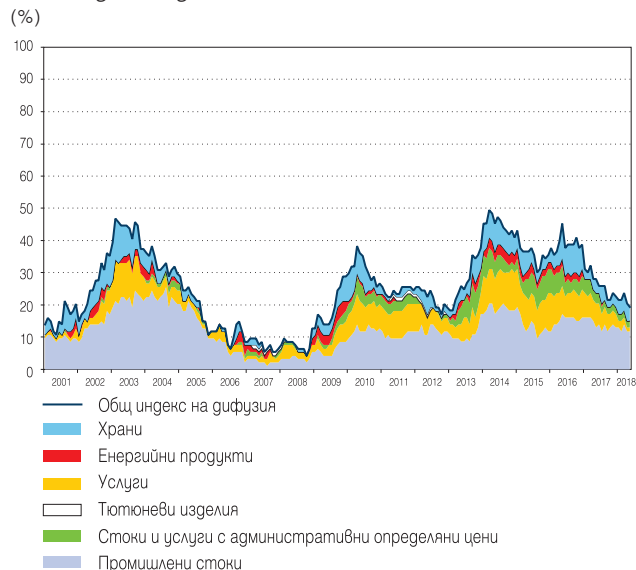
страната⁹¹, което допринесе за нарастването на административните цени.

Към май 2018 г. индексът на дифузия, който показва дела на групите стоки и услуги със спад на цените на годишна база, се понижи до 19.4% в сравнение с 22.6% в края на 2017 г. Това се дължеше главно на намаление на броя подгрупи услуги и промишлени стоки със спад на цените. Същевременно за периода януари – май 2018 г. в рамките на всяка основна група се наблюдаваше и растеж на цените на някои подгрупи. От началото на годината се запази тенденцията от предходната година към плавно увеличаване на броя подгрупи стоки и услуги с растеж на цените, което е предпоставка през следващите месеци да се очаква запазване на възходящата динамика на ХИПЦ.

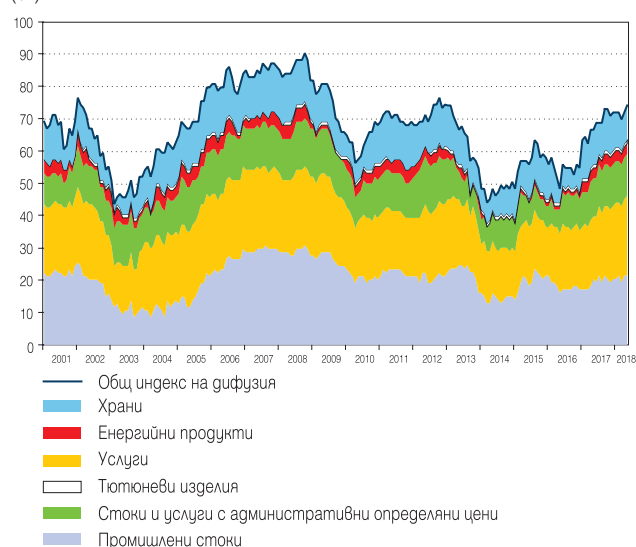
Според проведените от НСИ бизнес анкети за стопанската конюнктура през юни 2018 г. преобладаващата част от мениджърите в промишлеността (88.0%), услугите (91.2%) и търговията на дребно (83.5%) очакват задържане на продажните цени през следващите три месеца. Балансът на мненията в трите сектора обаче е положителен през първите шест месеца на 2018 г. в резултат от по-големия дял на мениджърите, които очакват повишение на цените, спрямо тези, които очакват понижение. Към юни 2018 г. в анкетите на НСИ се наблюдаваше понижение спрямо края на 2017 г. на относителния дял на мениджърите в услугите, които посочват недостатъчното търсене и конкуренцията в бранша като пречки за развитието на дейността им, и запазването на тези тенденции ще бъде предпоставка за повишението на цените в групата на услугите. В търговията на дребно – сектора, който е най-близо по веригата на предлагане до крайните потребители, също беше отчетено понижение на относителния дял на мениджърите, които оценяват недостатъчното търсене като фактор, ограничаващ дейността им.

Индекс на дифузия по основни групи стоки и услуги

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



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



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

⁹¹ За повече информация виж: <http://www.dker.bg/uploads/documents/vik/vik-tseni-2018.pdf>

Очакваме през втората половина на 2018 г. инфлацията плавно да се ускорява, за което ще допринасят главно базисната инфлация и енергийните продукти. Инфлацията при базисните компоненти на ХИПЦ ще се дължи главно на поскъпването на услугите и ще се определя от прогнозираното подобряване на условията на пазара на труда и на потребителското търсене на домакинствата през третото и четвъртото тримесечие на годината. Цените на енергийните продукти през втората половина на 2018 г. се очаква да продължат да нарастват, повлияни от възходящата динамика на международната цена на петрола. Административно определяните цени се очаква също да имат положителен принос за общата инфлация, което ще отразява главно ефекта от увеличението на акцизната ставка на тютюневите изделия от началото на годината и в по-малка степен поскъпването на водоснабдителните услуги от януари 2018 г.

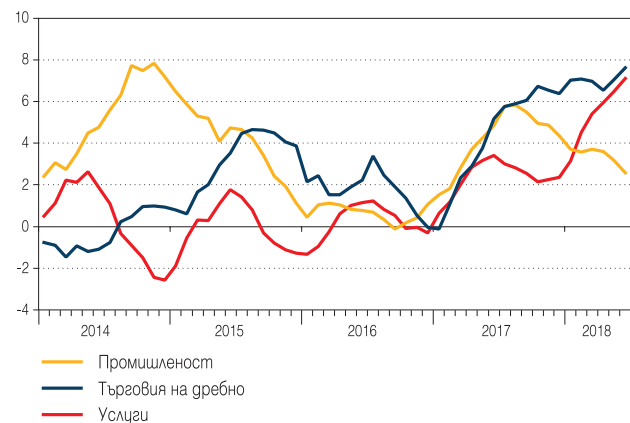
Съществуват рискове за реализиране на по-висока от прогнозираната инфлация през втората половина на годината. След изготвянето на прогнозата ни КЕВР обяви на 1 юли 2018 г. решението си за повишаване от началото на месеца на цените на електроенергията, топлоенергията и газо-снабдяването съответно с 2.03%, 7.33% и 10.81% средно за страната⁹², което предполага по-високо от прогнозираното нарастване на административно определяните цени. В допълнение, реализирането на по-висока от очакваната цена на петрола би представлявало предпоставка за поскъпване на горивата по-бързо от прогнозираното, а също и за повишение на цените на останалите компоненти на потребителската кошница под влияние на по-високи разходи за производство на фирмите.

През първото тримесечие на 2018 г. индексът на цените на жилищата (ИЦЖ) продължи да нараства, но с тенденция към забавяне на темпа на растеж. В началото на 2018 г. годишният растеж на ИЦЖ

⁹² За повече информация виж: <http://www.dker.bg/news/222/65/kevr-utvrdi-okonchatelnite-tseni-ot-1-yuli-na-elektricheskata-i-na-toplinnata-energiya-i-na-energiyata-proizvedena-ot-toplotsentrali-po-visokoefektiven-kombiniranosposob.html>

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

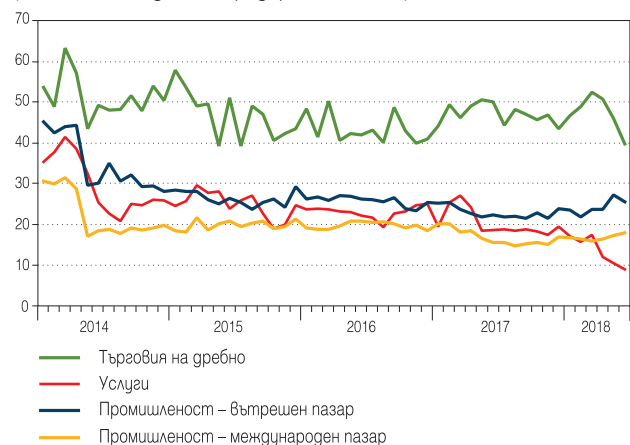
(баланс на мненията, %, 6-месечна плъзгаща се средна)



Източник: НСИ.

Дял на фирмите по сектори, които посочват недостатъчното търсене като фактор, ограничаващ дейността им

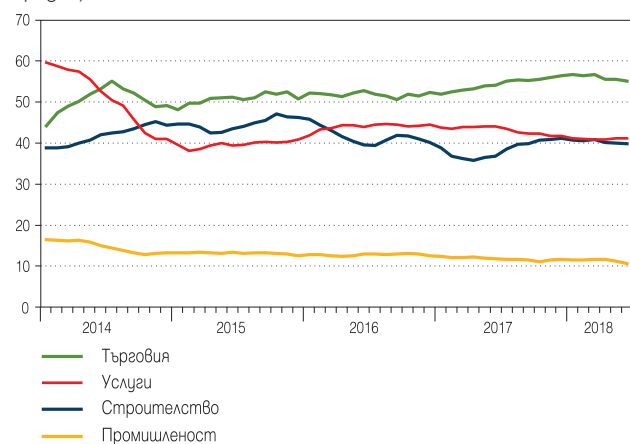
(относителен дял от предприятията, %)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Дял на фирмите по сектори, които посочват конкуренцията в бранша като фактор, ограничаващ дейността им

(относителен дял от предприятията, %, 6-месечна плъзгаща се средна)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

възлезе на 7.1% в сравнение с 8.7% средно за 2017 г. Повишаването на цените на жилищата се определяше от поскъпването на съществуващите жилища и в по-малка степен на новите жилища. По-високи цени на жилищата през първото тримесечие на 2018 г. бяха отчетени в пет от шестте големи градове в страната (с население над 120 000 души). Въпреки тези процеси цените на жилищата в началото на 2018 г. остават с 21.6% по-ниски спрямо отчетените максимални стойности през третото тримесечие на 2008 г.

Възходящата динамика на цените на жилищата беше в съответствие с подобряването на потребителското доверие и нарастването на разполагаемия доход на домакинствата под влияние на благоприятното развитие на трудовия пазар. Достигнатите сравнително ниски нива на лихвените проценти по нови срочни депозити също бяха предпоставка за по-високо търсене на жилища от страна на домакинствата, тъй като ниските им равнища мотивират домакинствата да търсят алтернативни инвестиционни възможности под формата на покупка на недвижими имоти. Годишният процент на разходите (ГПР) по нови ипотечни кредити продължи да се понижава, достигайки 4.1% през първото тримесечие на 2018 г. (при 4.4% средно за 2017 г.).⁹³ В същата посока действаше и провежданата от банките политика на облекчаване на стандартите и условията за кредитиране на домакинствата.⁹⁴

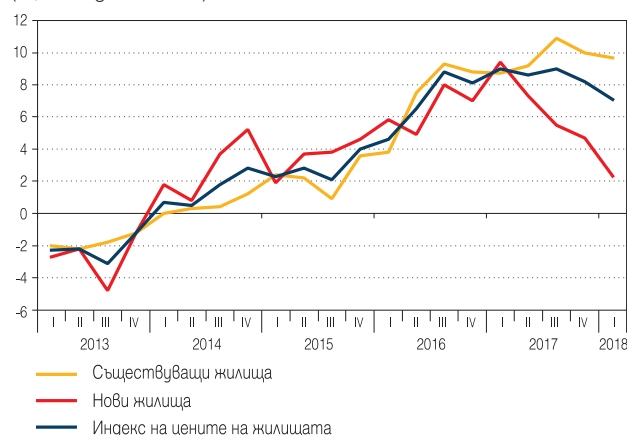
Динамиката на цените на жилищата оказва влияние и върху поведението на фирмите в сектора на строителството. В началото на 2018 г. реалната добавена стойност в сектора отчете растеж от 9.3% на годишна база (при 5.9% средно за 2017 г.). Продължаващото повишаване на жилищните цени с по-високи темпове от индекса на разходите на фирмите в строителството, благоприятните условия на

⁹³ Посочените данни за размера на ГПР по жилищни кредити за домакинства представляват претеглени средни величини (със съответните обеми новодоговорени кредити) за 12-месечен период.

⁹⁴ За повече информация виж в глава 2 раздел „Парични и кредитни агрегати“.

Изменение на цените на жилищата

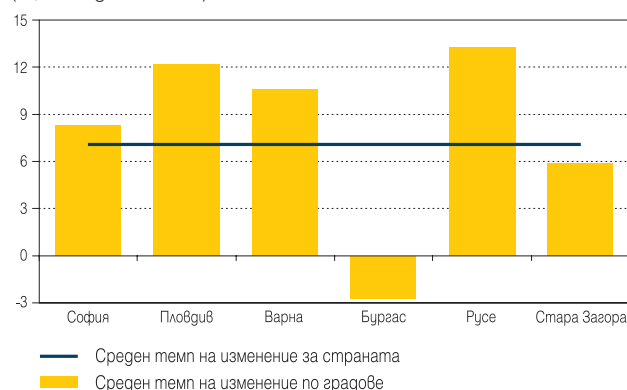
(%, на годишна база)



Източник: НСИ.

Изменение на цените на жилищата в градове с население над 120 000 жители през първото тримесечие на 2018 г.

(%, на годишна база)

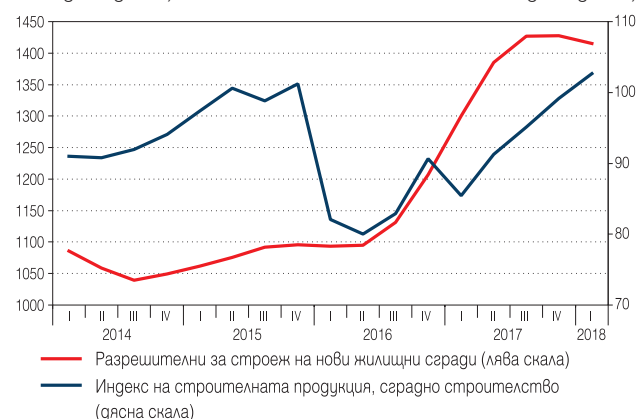


Източник: НСИ.

финансиране и подобряването на нагласите на домакинствата за покупка на жилище са предпоставка през следващите месеци да продължи да се наблюдава засилване на икономическата активност в сектора на строителството. По-голямото предлагане на нови жилища се очаква да окаже ограничаващ ефект върху динамиката на жилищните цени през следващите тримесечия. Сигнали за това дава отчетеното през първото тримесечие на 2018 г. увеличение на годишна база на площта в квадратни метри в издадените разрешителни за строеж на нови жилищни сгради с 37.1% (при 33.1% в края на 2017 г.).

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

(брой сгради, сезонно изгладени данни) (2015 г. = 100, сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Основни показатели за жилищния пазар в България

(%, изменение на годишна база)

Показатели	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2017 г.			2018 г.
					II	III	IV	
Цени								
Индекс на цените на жилищата – общо	1.4	2.8	7.0	8.7	8.6	9.0	8.2	7.1
Нови жилища	2.8	3.5	6.4	6.7	7.3	5.5	4.7	2.3
Съществуващи жилища	0.5	2.3	7.3	9.7	9.2	10.9	10.0	9.7
Инфлация (ХИПЦ)	-1.6	-1.1	-1.3	1.2	1.4	0.9	1.7	1.6
Наеми за жилища, заплащани от наемателите (ХИПЦ)	0.2	0.7	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0	1.3
Кредитиране								
Нови кредити за покупка на жилище	9.7	39.7	18.9	38.4	49.1	38.5	25.1	12.7
ГПР по нови кредити за покупка на жилище (% в края на периода)	7.4	6.4	5.4	4.4	4.4	4.3	4.2	4.1
Жилищни кредити по салда	-0.1	-1.8	0.5	5.0	4.4	5.8	7.4	9.1
Строителство и инвестиции								
Издадени разрешителни за строеж на нови жилищни сгради (квадратни метри)	27.7	13.0	4.8	32.5	29.2	47.2	33.1	37.1
Добавена стойност в строителството (по средногодишни цени за 2010 г.)	-3.1	2.8	-6.8	5.9	10.8	3.6	2.1	9.3
Индекс на строителната продукция, сградно строителство	0.1	8.9	-16.1	10.8	15.3	15.6	8.2	12.6
Инвестиции в основен капитал, жилищни сгради	-3.3	-10.3	102.1	3.9	4.2	4.4	4.2	10.4
Индекс на разходите за строителство на нови сгради	1.0	1.3	1.5	2.7	2.1	2.2	3.6	2.0

Забележка: Посочените стойности за размера на годишния процент на разходите (ГПР) по жилищни кредити за домакинства представляват претеглени средни величини (със съответните обеми новодоговорени кредити) за 12-месечен период.

Източници: НСИ, БНБ, Евростат.

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

	Надрупана инфлация към май 2017 г. (декември 2016 г. = 100)		Надрупана инфлация към май 2018 г. (декември 2017 г. = 100)		Годишен темп на инфлация към май 2018 г. (май 2017 г. = 100)	
Инфлация (%)	0.4		1.0		2.3	
	темп на инфлация по групи (%)	принос (процентни пунктове)	темп на инфлация по групи (%)	принос (процентни пунктове)	темп на инфлация по групи (%)	принос (процентни пунктове)
Храни	2.6	0.63	1.6	0.38	1.6	0.40
Преработени храни	0.9	0.14	0.1	0.02	1.7	0.28
Непреработени храни	6.1	0.48	4.5	0.37	1.5	0.13
Услуги	-2.2	-0.57	0.5	0.13	4.0	1.02
Обществено хранене	1.1	0.07	1.3	0.07	3.2	0.18
Транспортни услуги	-5.5	-0.20	-1.0	-0.03	4.1	0.15
Телекомуникационни услуги	-1.1	-0.05	1.3	0.06	0.4	0.02
Други услуги	-3.4	-0.39	0.2	0.03	6.1	0.67
Енергийни продукти	3.2	0.22	3.1	0.26	6.9	0.52
Транспортни горива	3.5	0.21	3.9	0.26	7.2	0.46
Промислени стоки	-0.5	-0.10	-0.1	-0.03	-0.6	-0.12
Стоки и услуги с административно определяни цени*	1.4	0.23	0.5	0.09	1.7	0.29
Тютюневи изделия	0.6	0.03	2.6	0.12	4.8	0.22

* 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.

5. ПРОГНОЗА НА БНБ ЗА ОСНОВНИ МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ПОКАЗАТЕЛИ ЗА 2018–2020 ГОДИНА

Прогнозата на БНБ за основни макроикономически показатели е изготвена на базата на информация, публикувана към 15 юни 2018 г., като са използвани допускания на ЕЦБ, ЕК и МВФ за развитието на международната конюнктура и за динамиката на цените на основни стокови групи на международните пазари към 22 май 2018 г.

Въз основа на прогнозите на ЕЦБ, ЕК и МВФ се очаква външното търсене на български стоки и услуги да продължи да се повишава с тенденция към забавяне на темпа на нарастване. Базисният сценарий за външното търсене не отчита ефектите от въведените в началото на юни 2018 г. външнотърговски мерки от страна на САЩ и не включва потенциално ескалиране на международните търговски конфликти през прогнозния хоризонт. По отношение на цените на международните пазари очакванията са за значително покачване през 2018 г., след което в периода 2019–2020 г. цените на неенергийните продукти да продължат да се увеличават, докато цените на петрола слабо да се понижат поради прогнозирано нарастване на предлагането на петролни продукти в световен мащаб.

Относно допусканията за развитието на външната среда съществуват рискове за реализиране на по-нисък растеж на външното търсене поради несигурност в оценките за въздействие на търговската политика на САЩ върху динамиката на глобалната търговия и несигурност за растежа на някои важни за България търговски партньори. По отношение на прогнозата за цените на суровия петрол съществуват рискове за повишението им в периода 2019–2020 г. поради възможно свиване на глобалните запаси на петрол, по-ниско от очакваното производство в САЩ и влошаване на геополитическата ситуация в глобален мащаб.

Подобрената глобална икономическа среда допринася за стабилния икономически растеж в България. Според макроикономическата прогноза в периода 2018–2020 г. икономиката ще поддържа стабилен темп на растеж с положителен принос на вътрешното търсене (частно потребление, частни инвестиции и значително увеличение на публичните инвестиции). Растежът на частното потребление се подкрепя от подобряването на пазара на труда – нивото на безработица спада на фона на нарастваща заетост и повишение на коефициента на икономическа активност, като относително високият растеж на заплатите е важен мотивиращ фактор за включване в работната сила. Нарастващото вътрешно търсене генерира повишаване на търсенето на вносни стоки и услуги, вследствие на което, независимо от очаквания стабилен растеж на износа, нетният износ ще има отрицателен принос за растежа на реалния БВП. Това развитие ще промени салдото по текущата сметка на платежния баланс от излишък през 2018 г. на дефицит за 2019–2020 г., като притокут на капиталови трансфери от ЕС и на преки чуждестранни инвестиции ще надвиши значително този дефицит.

Инфлацията, съществен принос за която има динамиката на цените на международните пазари, се очаква да се ускори през 2018 г. спрямо 2017 г., след което да се понижи и да се стабилизира на ниво от 2% годишно.

Рисковете за реализиране на макроикономическата прогноза произтичат главно от несигурността в допусканията за външната среда. Вътрешен фактор, който поражда несигурност за прогнозата, е динамиката на публичните инвестиции, която се определя от степента на усвояване на средствата по фондовете на ЕС.

Прогноза

Прогнозата на БНБ за основни макроикономически показатели е изготвена на базата на информация, публикувана към 15 юни 2018 г. За изготвянето на прогнозата са използвани допускания на ЕЦБ, ЕК и МВФ за развитието на международната конюнктура и за динамиката на международните цени на основни стокови групи към 22 май 2018 г. Въз основа на тези допускания очакваме глобалният икономически растеж през 2018 г. и 2019 г. да се запази на ниво близо до отчетеното през 2017 г., подкрепян от все още благоприятните условия на финансиране. С постепенното отслабване на положителното влияние на текущите циклич-

ни фактори в развитите икономики и изчерпването към края на прогнозния хоризонт на положителния ефект на фискалните стимули върху растежа в САЩ се очаква глобалният икономически растеж да се забави през 2020 г. спрямо 2019 г. С оглед на тези предвиждания за периода 2018–2020 г. външното търсене на български стоки и услуги ще продължи да нараства, като темпът на растеж ще се забави постепенно, най-вече в синхрон с прогнозирания по-нисък растеж в основните търговски партньори на България – държавите от ЕС. Базисният сценарий за външното търсене не отчита ефектите от въведените в началото на юни 2018 г. външнотърговски мерки от страна на САЩ и не включва потенциално задълбочаване на международните търговски конфликти през прогнозния хоризонт.

Цените на енергийните продукти нараснаха значително на годишна база през първите пет месеца на 2018 г. както в долари, така и в евро, независимо от динамиката на обменния курс между двете валути. Това се дължеше на свиване на предлагането вследствие на временното преустановяване на добива на петрол в отделни региони на САЩ, Либия, Венецуела и в Северно море и нарастване на търсенето поради наблюдавания глобален икономически растеж. Средно за 2018 г. очакваме цената на петролните продукти да се повиши спрямо 2017 г. За останалата част от прогнозния хоризонт се очаква увеличение на предлагането поради договореното между ОПЕК и други страни – производителки на петрол, увеличаване на добива спрямо поетия ангажимент през февруари 2018 г., което да доведе до понижение в международната цена на петрола.

При цените на неенергийните продукти се наблюдаваше разнопосочна динамика в евро и в долари през първите пет месеца на 2018 г. поради поскъпване на еврото спрямо долара. Повишението на цените на неенергийните продукти в долари се дължеше на поскъпване на селскостопанските суровини и металите. При нарастване на търсенето на метали в глобален мащаб наблюдаваната възходяща динамика на цените се подсилваше от фактори, водещи до ограничаване на предлагането, като мерките на Китай за понижаване на замърсяването на въздуха, свързани със свиване на някои производства, и от въведените през април от САЩ санкции на втория най-голям производител на алуминий в света. Очакваме ребалансирането на търсенето и предлагането на неенергийни продукти да продължи да оказва натиск за повишение на цените им в долари и в евро през прогнозния хоризонт.

През 2018 г. очакваме растежът на българската икономика в реално изражение да се ускори спрямо 2017 г. с основен принос на вътрешното търсене поради запазване на растежа на частното потребление и очакваното ускоряване на правителственото потребление и на бруто образуването на основен капитал, включващо значително увеличаване на публичните инвестиции. Отрицателният принос на нетния износ се очаква слабо да се разшири спрямо 2017 г., което ще отразява ускоряването на растежа на вноса при запазване на висок темп на растеж на износа на стоки и услуги.

През 2019–2020 г. очакваме темпът на растеж на реалния БВП в България да се задържи на ниво от около 4%, като вътрешното търсене ще остане основен фактор за динамиката му. Нарастването на частното потребление в реално изражение ще се забави слабо в сравнение с 2017 г., но ще продължи да има значителен положителен принос за общата икономическа динамика. Разполагаемият доход на домакинствата ще продължи да нараства поради подобряване на условията на пазара на труда, което ще се изразява в спад в равнището на безработица и повишение на заетостта и на заплатите. Очакваното забавяне в нарастването на броя заети поради демографски фактори ще бъде причина растежът на частното потребление да следва тенденция към плавно забавяне до края на прогнозния хоризонт. Положителните нагласи на фирмите, очакваното засилено търсене на стоки и услуги и високото натоварване на производствените мощности създават предпоставки за запазване на висок темп на нарастване на частните инвестиции. Правителственото потребление се очаква също да нараства в периода 2019–2020 г. в резултат главно на заложените от правителството в последната актуализация на средносрочната бюджетна прогноза планове за увеличаване на заплатите в сектор „образование“. След очакваното съществено повишение

на публичните инвестиции през 2018 г. прогнозата е те да продължат да нарастват с по-бавен темп през 2019–2020 г., отразявайки главно оценката за динамиката на разходите по програми на ЕС. Прогнозираният растеж на външното търсене, съчетан със засилващата се конкурентоспособност на българската икономика, ще допринесе за ускоряването на растежа на износа. При очакваното значително нарастване на вътрешното търсене темпът на растеж на вноса на стоки и услуги ще изпреварва този на износа, поради което нетният износ ще има отрицателен принос за общия растеж на икономиката.

През 2018 г. очакваме нарастването на реалния износ на стоки и услуги да се ускори в сравнение с 2017 г., като се възстанови растежът на износа на услуги, а растежът на износа на стоки слабо се забави спрямо 2017 г. Завръщането към растеж на износа на услуги през 2018 г. ще се обуславя от очакваното нарастване на износа на „други услуги“⁹⁵, както и от продължаващото увеличение на приходите от туризъм. Очакваме през периода 2018–2020 г. повишението на износа на стоки постепенно да се забави спрямо 2017 г. предвид предвижданото забавяне на външното търсене. Макар и с по-ниски темпове, износът на стоки и услуги ще продължи да нараства по-бързо от външното търсене благодарение на конкурентните предимства на българските износители, което ще доведе до повишаване на пазарния дял на България в световната търговия. Вносът на стоки и услуги ще ускори темпа си на растеж в реално изражение през 2018 г. в съответствие с прогнозираното ускорение във вътрешното търсене (главно очаквания висок растеж на правителствените инвестиции). През 2019 г. и 2020 г. очакваме растежът на вноса да се забави спрямо 2018 г. и да следва динамиката на вътрешното търсене. В резултат през прогнозния хоризонт очакваме отрицателен принос на нетния износ за растежа на реалния БВП, най-силно изразен през 2018 г.

През 2018 г. се очаква условията на търговия за България (измерващи изменението на цените на износа на стоки спрямо цените на вноса на стоки) да се влошат, което заедно с изпреварващия реален растеж на вноса спрямо износа на стоки ще допринесе за разширяване на търговския дефицит като дял от БВП спрямо 2017 г. Търговският дефицит ще продължи да се увеличава до края на прогнозния хоризонт, като частично ограничаващо действие ще оказва очакваното подобряване в условията на търговия. По салдото на търговията с услуги през 2018 г. се очаква по-голям излишък като дял от БВП спрямо 2017 г. при прогнозирания по-висок растеж на износа на услуги спрямо вноса. През 2019–2020 г. се очаква положителното салдо при търговията с услуги като дял от БВП да се стабилизира. Повишаването на икономическата активност в страната се очаква да допринесе за нарастването на печалбите на фирмите, което плавно да увеличи нивото на изплащаните към нерезидентни дивиденди и съответно да доведе до нарастване на дефицита по статия „първичен доход, нето“ на платежния баланс през прогнозния хоризонт. През 2018 г. се предвижда нетните трансфери по статия „вторичен доход“ на платежния баланс да се понижат като дял от БВП спрямо регистрираното през 2017 г. и да останат на сходно ниво през 2019–2020 г. В резултат от динамиката на компонентите излишъкът по текущата сметка на платежния баланс ще се свие значително като дял от БВП през 2018 г. спрямо 2017 г., а през 2019 г. и 2020 г. салдото по текущата сметка ще премине от излишък към плавно увеличаващ се дефицит.

Подобряването на условията на пазара на труда се очаква да стимулира включването на населението в работната сила и нарастването на заетостта, но няма да е достатъчно, за да компенсира напълно влиянието на негативните демографски тенденции. Очакваме коефициентът на безработица да намалява през периода, но със забавящ се темп. Растежът на производителността на труда ще се ускорява в резултат на очакваното слабо нарастване на заетостта и относително постоянната динамика на реалния БВП. Компенсацията на един нает ще продължава да нараства с относително висок темп в резултат на ограниче-

⁹⁵ Услуги, различни от „транспорт“, „пътувания“, „производствени услуги с материали за влагане“ и „услуги по поддръжка и ремонт“.

нията при предлагането на труд. По-бързото нарастване на производителността на труда спрямо компенсацията на един нает ще доведе до постепенно забавяне на растежа на разходите за труд на единица продукция през прогнозния хоризонт.

Формиралата се от средата на 2017 г. тенденция към повишение на цените на петрола на международните пазари ще бъде фактор за увеличение на хармонизирания индекс на потребителските цени през следващите месеци. Базисната инфлация се очаква също да следва тенденция към плавно повишение в резултат най-вече от динамиката на цените на услугите и да има положителен принос за общата инфлация. Административно определяните цени ще бъдат друга група с положителен принос за общата инфлация вследствие главно на увеличението на акцизната ставка върху тютюневите изделия от началото на 2018 г. и поскъпването на водоснабдителните услуги през периода 2018–2019 г. В съответствие с предвиденото стабилизиране на международните цени на петрола през 2019–2020 г. се очаква инфлацията слабо да се забави.

Очакванията ни относно динамиката на депозитите в българската банкова система са те да продължават да нарастват с около 6–7% в прогнозния хоризонт. Темпът им на растеж ще се определя от повишаването на заетостта и заплатите, което ще продължи да допринася за нарастване както на частното потребление, така и на спестяванията. Фактор, който ще ограничава растежа на депозитите, е очакваното запазване на ниските лихвени проценти по депозитите през прогнозния хоризонт. Очакваме лихвените проценти по кредитите у нас да следват лихвения цикъл в еврозоната, като пазарните очаквания за тримесечния ЮРИБОР са за запазване на равнището му без съществена промяна през 2018 г. и слабо повишение през 2019–2020 г. Очакваме засилване на кредитната активност при по-висок растеж на кредитите за домакинствата през 2018 г. поради ефекта от прекласификацията на една институция⁹⁶. През 2019–2020 г. растежът на кредитите за нефинансови предприятия ще надвишава този на домакинствата главно в резултат на предвижданото изплащане на кредити, отпуснати по Националната програма за енергийна ефективност на многофамилни жилищни сгради, и на значителното намаление на обема нови кредити по програмата.

Ревизии в прогнозата

Спрямо прогнозата, публикувана в бр. 4 на „Икономически преглед“ от 2017 г., очакванията за растежа на реалния БВП са ревизирани за 2018 г. надолу, докато за 2019 г. остават без промяна.

Положителните нагласи, наблюдавани през първото шестмесечие на 2018 г., както и подобряващите се условия на пазара на труда, изразени в очаквания за нарастване на заетостта и на заплатите със сравнително високи темпове, доведоха до възходяща ревизия на прогнозата за растежа на частното потребление както за 2018 г., така и за 2019 г. По-високият прогнозен обем на правителствените инвестиции спрямо предходните предвиждания обуславя възходяща ревизия и на очакванията за растежа на бруто образуването на основен капитал. В съответствие с динамиката на компонентите на вътрешното търсене се очаква вносът на стоки и услуги да нараства с по-високи темпове от предвидените в предходната прогноза. Очакванията за растежа на износа на стоки и услуги за 2018 г. и 2019 г. се запазват сходни с предходните, поради което според ревизията нетният износ ще има по-голям отрицателен принос за растежа на БВП за прогнозния хоризонт.

Значителното повишение на международните цени на петрола е главната причина за положителната ревизия на равнището на инфлацията за 2018–2019 г. Ревизирането нагоре на растежа на частното потребление и на разходите за труд през прогнозния хоризонт дават основание да се очаква по-висока инфлация при услугите за периода 2018–2019 г. спрямо предходната прогноза. Очакванията за по-висока инфлация при храните през прогнозния

⁹⁶ Виж бел. 19.

хоризонт са свързани главно с ревизия на допусканията за растежа на международните цени на храните в евро.

Ревизии в прогнозата за БВП и за инфлацията (21 юни 2018 г. спрямо 28 декември 2017 г.)

Годишен темп на изменение, %	Прогноза към 21 юни 2018 г.			Прогноза към 28 декември 2017 г.			Ревизия (процентни пунктове)		
	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.
БВП по постоянни цени	3.6	3.9	4.0	4.0	4.2	4.0	-0.4	-0.3	0.0
Частно потребление	4.8	4.5	4.4	4.3	3.6	3.5	0.5	0.9	0.9
Правителствено потребление	3.2	3.5	2.6	3.2	3.1	2.6	0.0	0.4	0.0
Брутно образуване на основен капитал	3.8	13.1	8.5	3.9	10.1	7.5	-0.1	3.0	1.0
Износ на стоки и услуги	4.0	5.5	5.4	5.2	5.6	5.4	-1.2	-0.1	0.0
Внос на стоки и услуги	7.2	8.2	6.7	6.2	6.3	5.7	1.0	1.9	1.0
ХИПЦ в края на периода	1.8	2.6	2.2	1.8	1.9	2.0	0.0	0.7	0.2
Базисна инфлация	0.3	1.9	2.8	0.3	1.8	2.1	0.0	0.1	0.7
Енергийни продукти	6.9	11.1	-0.7	6.9	0.7	3.5	0.0	10.4	-4.2
Храни	2.7	2.5	3.5	2.7	2.9	3.0	0.0	-0.4	0.5
Стоки и услуги с административно определяни цени и тютюневи изделия	2.6	1.0	0.1	2.6	1.2	0.2	0.0	-0.2	-0.1

Източник: БНБ.

Рискове пред реализирането на прогнозата

По отношение на икономическия растеж съществуват рискове БВП да нарасне с по-нисък от очаквания темп, което отразява несигурността в прогнозата по отношение на външната среда и публичните инвестиции.

По отношение на външната среда са идентифицирани следните рискове: по-високо от очакваното повишаване на цената на петрола поради изоставане на предлагането спрямо търсенето и понижаване на външното търсене вследствие на негативното въздействие на търговската политика на САЩ върху глобалната търговия и влошаването на икономическата ситуация в някои основни търговски партньори на България. При цената на петрола има възможност вместо очакваното понижаване в периода 2019–2020 г. тенденцията към повишение да се запази, ако се реализира по-ниско от очакваното производство в САЩ, влошаване на геополитическата ситуация в глобален мащаб, както и по-високо от прогнозираното свиване на глобалните запаси на петрол. Реакцията на засегнатите страни към въвеждането на по-високи мита върху определени вносни стоки и други протекционистични мерки от страна на САЩ може да забави растежа на световната търговия и да доведе до понижаване на външното търсене на български стоки и услуги. Ефектът от този риск за България би могъл да бъде значителен, в случай че бъде засегнат растежът в основните търговски партньори на страната. Повишената несигурност около оттеглянето на Обединеното кралство от ЕС, както и възможното влошаване на икономическата ситуация в някои основни търговски партньори на България също представляват риск за понижаване на външното търсене на български стоки и услуги.

Възможността поради административни причини да се забави изпълнението на инвестиционните планове на правителството за 2018 г. представлява риск за реализиране на по-нисък растеж на публичните инвестиции с негативен ефект върху растежа на реалния БВП.

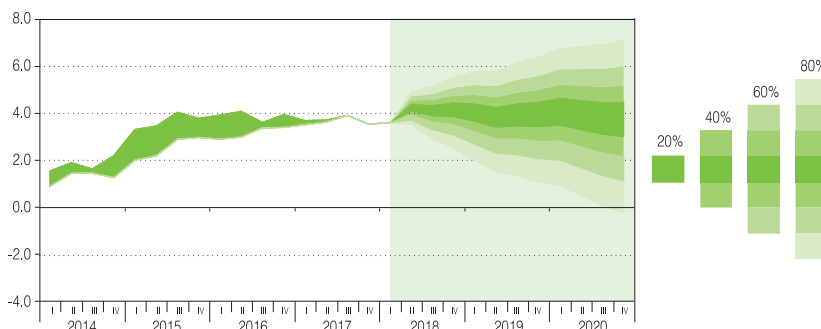
Несигурността по отношение на прогнозата за даден показател може да бъде илюстрирана графично с помощта на т.нар. ветрилообразна графика. Лентите на графиката, отбелязани с определен цвят, задават интервал, в който с определена вероятност се очаква да попадне реализацията на прогнозираната величина (за повече подробности виж

бележката към графиката за растежа на БВП). Всеки такъв интервал се разширява с увеличаване на прогнозния хоризонт, което отразява нарастващата несигурност по отношение на по-далечното бъдеще. Ветрилообразната графика за годишния растеж на БВП показва например, че с 60% вероятност годишният растеж на БВП ще бъде в интервала 3.4–4.6% за 2018 г.

Съществуват рискове за реализиране на по-висока от прогнозираната инфлация в случай на непредвидени повишения на административно определяните цени и на международната цена на петрола. По-висока от очакваното цена на петрола е предпоставка горивата да поскъпват по-бързо спрямо прогнозата, а също и други групи стоки и услуги, които косвено се влияят от цените на горивата (транспортните услуги, природният газ и топлоенергията). По-високо от очакваното нарастване на разходите за труд на единица продукция и прехвърлянето му върху крайните цени, особено при услугите, създава риск за реализирането на по-висока от очакваната инфлация. Балансът на рисковете по отношение на инфлацията е илюстриран графично на ветрилообразната графика, която показва например, че с 60% вероятност годишният растеж на хармонизирания индекс на потребителските цени в края на тази година ще бъде в интервала 1.5–3.7%.

Основен източник на несигурност относно прогнозата за платежния баланс е външната среда – динамиката на външното търсене и на международните цени на основните суровини, които биха могли да окажат съществено влияние върху търговския баланс и съответно върху текущата сметка. В случай че някои от описаните рискове относно външната среда се реализират, може да се очаква по-висок от прогнозирания дефицит по търговския баланс и съответно влошаване на баланса по текущата сметка.

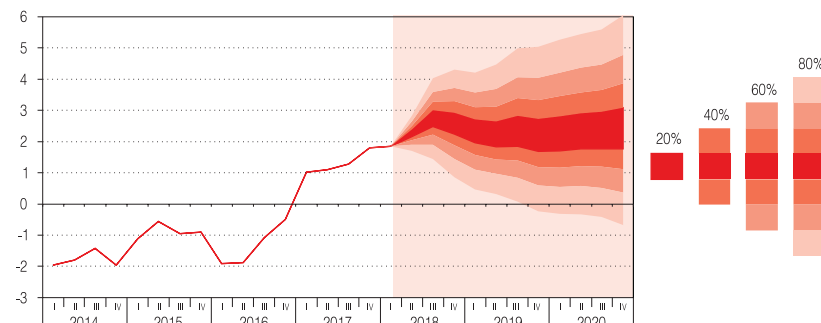
Очакван годишен темп на изменение на реалния БВП



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

Източник: БНБ.

Очакван годишен темп на изменение на инфлацията в края на периода



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

Източник: БНБ.

По отношение на кредитните агрегати и депозитите съществува риск растежът на кредита да се окаже по-нисък от прогнозирания. По-слабо от очакваното външно търсене ще доведе до понижаване на вътрешното търсене на кредити поради високата степен на отвореност на българската икономика. Допълнителен риск от забавяне на кредитния растеж е свързан с несигурността по отношение на политиката на банките за продажба на кредитни портфейли и отписването на необслужвани кредити. Несигурност отчитаме и по отношение на бъдещото влияние на Националната програма за енергийна ефективност на многофамилни жилищни сгради върху темповете на растеж на кредита за домакинствата.

Прогноза за основните макроикономически показатели за периода 2018–2020 г.

(%)

	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
<i>Годишен темп на изменение</i>					
БВП по постоянни цени	3.9	3.6	3.9	4.0	4.0
Частно потребление	3.6	4.8	4.5	4.4	4.2
Правителствено потребление	2.2	3.2	3.5	2.6	2.6
Брутно образуване на основен капитал	-6.6	3.8	13.1	8.5	8.5
Износ на стоки и услуги	8.1	4.0	5.5	5.4	5.3
Внос на стоки и услуги	4.5	7.2	8.2	6.7	6.5
ХИПЦ в края на периода	-0.5	1.8	2.6	2.2	2.4
Базисна инфлация	-2.1	0.3	1.9	2.8	3.0
Енергийни продукти	-0.2	6.9	11.1	-0.7	0.3
Храни	0.9	2.7	2.5	3.5	3.5
Стоки и услуги с административно определени цени и тютюневи изделия	1.4	2.6	1.0	0.1	0.1
Заетост	0.5	1.8	1.2	1.0	0.8
Разходи за труд на единица продукция	2.3	5.7	5.4	4.4	4.5
Производителност на труда	3.4	1.7	2.8	3.0	3.1
Равнище на безработица (дял от работната сила, %)	7.6	6.2	5.2	4.7	4.3
Вземания от неправителствения сектор	1.8	4.5	7.3	6.9	7.8
Вземания от предприятия ¹	0.6	1.5	5.5	7.0	8.2
Вземания от домакинствата	2.0	6.0	9.3	5.8	6.5
Депозити на неправителствения сектор	7.0	6.2	6.0	7.0	7.2
<i>Процент от БВП</i>					
Текуща сметка на платежния баланс	2.3	4.5	0.3	-0.6	-1.6
Търговски баланс	-2.0	-4.1	-6.6	-7.1	-7.7
Услуги, нето	6.1	6.0	6.2	6.0	6.0
Първичен доход, нето	-5.1	-1.1	-2.7	-2.8	-3.0
Вторичен доход, нето	3.3	3.7	3.4	3.2	3.1
<i>Годишен темп на изменение</i>					
Външни допускания					
Външно търсене	3.3	6.2	5.5	4.3	3.9
Средногодишна цена на петрол тип „Брент“ (в долари)	-15.9	23.5	33.2	-5.1	-1.5
Средногодишна цена на неенергийни продукти (в долари)	-4.0	7.9	8.9	2.0	2.8
Цена на петрол тип „Брент“ в края на периода (в долари)	15.3	22.7	19.8	-6.2	-2.3
Цена на неенергийни продукти в края на периода (в долари)	7.2	6.4	10.0	0.1	3.7

¹ Данните се отнасят за нефинансовите предприятия.

Източник: БНБ.

ТЕМАТИЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ

МЕТОДИ ЗА ОЦЕНКА НА ФИНАНСОВИЯ ЦИКЪЛ В БЪЛГАРИЯ

Изследването на финансовия цикъл и връзката му с бизнес цикъла е от съществено значение за вземането на информирани решения при прилагане на инструментите на макропруденциалната политика на централната банка. Финансовият цикъл се заражда от взаимосуилващото се взаимодействие между финансовите ограничения на икономическите агенти и промяната в склонността им да поемат риск.¹ В резултат на това взаимодействие финансовите пазари преминават през редуващи се периоди на растеж и сриг. Приемането на навременни мерки на макропруденциалната политика е важно за ограничаване на цикличния системен риск във финансовата система и неблагоприятното влияние на финансовите кризи върху икономическия растеж.

Изследването на фазите във финансовия цикъл и взаимовръзката им с бизнес цикъла е обект на особено внимание след глобалната финансова криза от 2008–2009 г., която е поредната криза, доказваща силното неблагоприятно влияние на колебанията във финансовата система върху икономическата активност. Наборът от инструменти на макропруденциалния надзор² се очаква да бъде ефективно средство за ограничаване на цикличното натрупване на риск във финансовата система. Регламент (ЕС) № 575/2013³ и Директива 2013/36/ЕС⁴ предвиждат антицикличния капиталов буфер като един от инструментите за ограничаване на цикличното натрупване на риск във финансовата система. В Препоръка ЕССР/2014/1⁵ на Европейския съвет за системен риск (ЕССР) централно място при оценката на финансовия цикъл и определянето на референтния индикатор за този инструмент е отделено на степента, в която съотношението на кредита към БВП се отклонява от дългосрочния си тренд, като се препоръчва набор от допълнителни индикатори, които да аргументират по-добре анализа.

В академичната литература се открояват два доминиращи подхода за извличане на финансов цикъл. При първия авторите приемат, че дължината на финансовия цикъл е в предварително определени граници (най-често между 8 и 30 години), и използват това допускане за извеждането на динамиката и характеристиките на цикъла. При този подход най-често използвани са еднофакторните честотни филтри, които извличат от времевите редове информация за тренда и цикъла на серията. Такива са например филтърът

¹ Borio, C. The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 45, 2014, pp. 182–198. Повече за бизнес циклите виж във: Mitchell, W. C. *Business Cycles: The Problem and Its Setting*. New York: National Bureau of Economic Research; 1927; Burns, A. F. and W. C. Mitchell. *Measuring Business Cycles*. New York: National Bureau of Economic Research, Vol. 2, 1946; Ганев, К. *Бизнес цикли – теории и модели*. София: УИ „Св. Климент Охридски“, 2015.

² За повече информация относно инструментите на макропруденциалния надзор виж: <http://www.bnb.bg/BankSupervision/BSCapitalBuffers/index.htm>

³ Регламент (ЕС) № 575/2013 на Европейския парламент и на Съвета от 26 юни 2013 година относно пруденциалните изисквания за кредитните институции и инвестиционните посредници и за изменение на Регламент (ЕС) № 648/2012.

⁴ Директива 2013/36/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 26 юни 2013 година относно достъпа до осъществяването на дейност от кредитните институции и относно пруденциалния надзор върху кредитните институции и инвестиционните посредници, за изменение на Директива 2002/87/ЕО и за отмяна на Директиви 2006/48/ЕО и 2006/49/ЕО.

⁵ Препоръка на Европейския съвет за системен риск от 18 юни 2014 година относно насоки за определяне на нива на антицикличния буфер.

на Ходрик и Прескот⁶ (*HP* филтър) и филтърът на Кристиано и Фицджералд⁷ (лентов филтър). Друг метод в рамките на този подход е анализът на точките на обръщане⁸ (*turning point analysis*), при който се търсят моментите на промяна в динамиката на времевите редове, използвайки предварително зададен алгоритъм за установяване на тези моменти.

При втория подход не се използва предварително зададено ограничение за дължината на финансовия цикъл. Пример за такъв подход е структурен модел с ненаблюдаеми променливи⁹, при който се създава система от уравнения, характеризиращи отделните циклични и трендови компоненти на определен набор от наблюдаеми променливи. Предимството при използването на този тип модели е, че така зададената им конструкция позволява по-голяма гъвкавост при декомпозицията на оценяваните серии, без да се налагат ограничения за дължината на финансовия цикъл. Друг пример за прилагането на този подход е т.нар. *wavelet* анализ¹⁰, при който изследваните динамични редове се третираат като функция на времето и на честотата. Методът позволява да се изследват синхронизацията и кохерентността в циклите на няколко времеви реда.

Настоящото изследване има за цел да представи оценка на фазите на финансовия цикъл в българската икономика в периода от 2000 г. до 2017 г. Приложени са два конкретни метода, принадлежащи на двата алтернативни подхода, като се използват многофакторни модели, базирани се на набор от индикатори, измерващи финансовия цикъл. Единият е методът на главните компоненти, чрез който извлечените с помощта на лентов филтър циклични компоненти от набора от индикатори се агрегират до общ измерител на финансовия цикъл. При неговото приложение се приема, че финансовият цикъл е с дължина между 8 и 30 години. Вторият метод се базира на структурен модел с ненаблюдаеми компоненти, при който не се използва предварително ограничение за дължината на финансовия цикъл.

Лентов филтър и метод на главните компоненти

Следвайки научната литература за финансовите цикли и препоръките на ЕССР¹¹ относно индикаторите, които могат да допълнят основния показател за оценка на фазите на финансовия цикъл – отклонението на съотношението „кредит/БВП“ от дългосрочната му стойност, оценката на финансовия цикъл се базира на агрегиране на информация от цикличните компоненти на следните групи показатели:

- 1) Индикатори за динамиката на кредита и дълговото бреме на частния сектор. Прекомерното нарастване на кредита за фирмите и домакинствата и съответно високата задлъжнялост на частния сектор създават рискове, свързани с невъзможност за погасяване на поетите задължения в низходящата фаза на цикъла.
- 2) Индикатори за потенциално надценяване на недвижимите имоти. Бързото нарастване на цените на недвижимите имоти е един от факторите, за които в научната литература се приема, че съпътстват и ускоряват зараждането на финансови кризи. По време на възходящата фаза на цикъла наличието на евтино финансиране може да доведе до нарастване на търсенето и на цените над устойчиво равнище, което да стимулира

⁶ Hodrick, R. and E. C. Prescott. Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation. *Journal of Money, Credit, and Banking*. 1997, Vol. 29 (1), pp. 1–16.

⁷ Christiano, L. and T. Fitzgerald. The Band Pass Filter. *International Economic Review*, 2003, Vol. 44, pp. 435–465.

⁸ Виж Harding, D. and A. Pagan. Dissecting the cycle: a methodological investigation. *Journal of Monetary Economics*, 2002, Vol. 49 (2), pp. 365–381; Claessens, S., M. A. Kose and M. E. Terrones. How do business and financial cycles interact?. *Journal of International Economics*, 2012, Vol. 87 (1), pp. 178–190.

⁹ Виж Runstler, G. and M. Vlekke. Business, housing and credit cycles. Working Paper Series, European Central Bank, 2016, № 1915, p. 48.

¹⁰ Виж Kunovac, D., M. Mandler and M. Scharnagl. Financial Cycles in Euro Area Economies: A Cross-Country Perspective. *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, 2018, № 4, p. 31.

¹¹ Вж. бел. 5.

допълнителна кредитна експанзия в резултат от ефекта на богатството и повишаването на стойността на обезпеченията.

- 3) Индикатори за външни дисбаланси. Високите и устойчиви дефицити по текущата сметка са свързани обикновено с прекомерно натрупване на външен дълг, финансиращ прегряване на икономиката.
- 4) Лихвени спредове. Във възходящата фаза на бизнес цикъла благоприятната макроикономическа среда, положителните нагласи на икономическите агенти и нарастващите приходи и печалби допринасят за намаляващо възприемане за риск, което води до свиване на лихвените спредове. Същевременно понижаването на риска може да стимулира финансирането на по-рискови проекти, които при обръщане на фазата на цикъла да се окажат нерентабилни и да генерират загуби за кредиторите.
- 5) Индикатори за устойчивостта на банковата система. Ниското ниво на капиталова адекватност и високото съотношение на отпуснатите кредити спрямо привлечените депозити намаляват способността на банките да реагират на шокове.

Таблица 1. Индикатори, използвани за оценка на финансовия цикъл в България

Група	Индикатори	Източници
Индикатори за динамиката на кредита и дълговото бреме на частния сектор	Кредит за НФП/БВП (банков кредит + външен дълг*)	БНБ: Парична статистика, Брутен външен дълг; НСИ
	Кредит за домакинства/БВП	БНБ: Парична статистика; НСИ
	Кредит за НФП (годишен темп на растеж)	БНБ: Парична статистика
	Кредит за домакинства (годишен темп на растеж)	БНБ: Парична статистика
Индикатори за потенциално надценяване на цените на недвижимите имоти	Индекс на цените на жилищата (годишен темп на растеж)	НСИ
Индикатори за външни дисбаланси	Салдо по текущата сметка/БВП	БНБ: Платежен баланс; НСИ
Лихвени спредове	Спред между лихвените проценти по нови кредити за НФП и тримесечния ЮРИБОР	БНБ: Лихвена статистика; ЕЦБ
	Спред между лихвените проценти по нови кредити за домакинства и тримесечния ЮРИБОР	БНБ: Лихвена статистика; ЕЦБ
Индикатори за устойчивостта на банковата система	Капитал/активи (ливъридж)	БНБ: Банков надзор
	Печалба/активи	БНБ: Банков надзор
	Кредити/депозити	БНБ: Банков надзор

* В показателя „външен дълг“ са включени позициите „други сектори“ и „преки инвестиции: вътрешнофирмено кредитиране“ от статистиката за брутния външен дълг по сектори.

Индикаторите, използвани за оценка на финансовия цикъл в България, са представени в таблица 1. Всички данни са тримесечни и обхващат периода от четвъртото тримесечие на 1999 г. до четвъртото тримесечие на 2017 г. Индикаторите са нормализирани¹², за да се осигури сравнимост на техните мерни единици, което е стандартен подход в академичната литература за финансовите цикли. В допълнение към нормализацията част от индикаторите се умножени с коефициент -1, така че всяко увеличение на съответния показател да се тълкува като потенциално натрупване на цикличен риск във финансовата система и съответно всяко намаление да е индикативно за редуциране или материализация на риска. Индикаторите, които са умножени с коефициент -1, са съотношение на салдото по текущата сметка към БВП, лихвените спредове и съотношението на капитала към активите на банковата система.

След процедурата по нормализация на индикаторите е използван т.нар. лентов филтър, за да се извлече само цикличният компонент от всяка серия. Този тип филтри са двустранни еднофакторни честотни филтри, предназначени да изолират и извличат цикли

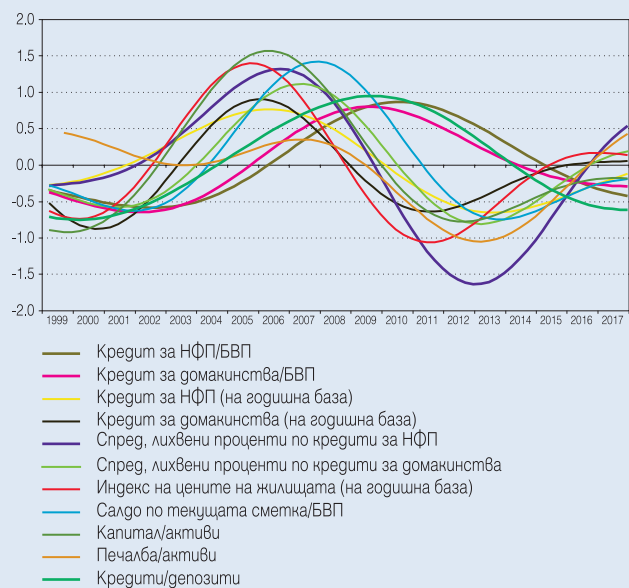
¹² Процедурата по нормализация за всяка времева серия се състои в изваждане от всяко наблюдение на средната стойност за изследвания период и разделяне на получената разлика на стандартното отклонение.

с определена дължина в сериите. Честотният обхват на филтъра, който определя горната и долната граница на дължината на цикъла, който ще бъде извлечен, се задава предварително. В литературата се приема, че за разлика от бизнес цикъла, който е по-краткосрочен процес, финансовият цикъл е по-скоро средносрочен процес¹³. При извлечането на циклични компоненти от индикатори, използвани за оценка на финансовия цикъл с помощта на лентов филтър, в академичната литература традиционно се използва честота от 32 до 120 тримесечия и съответно в настоящото изследване е използван лентов филтър със същата честота. На графика 1 са представени така извлечените циклични компоненти от избраните индикатори за оценка на финансовия цикъл. От тях може да се направи предположение, че през 2017 г. се наблюдава потенциално натрупване на цикличен риск по отношение на нарастващите цени на жилищата, намаляващите лихвени спредове, нарастващата печалба в банковия сектор и ускоряването на темпа на растеж на кредита за домакинствата. Поради нормализирането на индикаторите пресичането на нулевата ос може да се интерпретира като граница между фазите на натрупване на цикличен риск (при положително отклонение от нулевата ос) и материализиране на риска (при отрицателно отклонение от нулевата ос).

След извлечането на цикличните компоненти от избраните индикатори е приложен методът на главните компоненти, за да се получи агрегатен измерител на финансовия цикъл. Този метод се използва за извличане на общите компоненти от набор от променливи и представлява статистическа процедура, която трансформира определен брой (евентуално) корелирани променливи в набор от некорелирани променливи, наречени главни компоненти. Главните компоненти по конструкция представляват линейни комбинации от първоначалните променливи, претеглени с техния принос за обяснение на общата вариация във всички серии.

За да се извлекат общите компоненти от избраните индикатори, които се предполага, че характеризират финансовия цикъл, е необходимо тези индикатори да бъдат групирани по определен начин. За целта са съставени девет групи от индикатори и от всяка от тези групи са извлечени общите компоненти, като от основен интерес за анализа е първият общ компонент, който обяснява основната част от вариацията в групата. В първата група (FC1) са включени само цикличните компоненти на двете съотношения на кредита към БВП – на кредита за нефинансови предприятия (включително банково и чуждестранно финансиране) към БВП и на кредита за домакинствата към БВП. Използването на отклонението на съотношението на кредита към БВП от дългосрочния му тренд като основен показател за измерване на цикличните колебания във финансовата система има дълга исто-

Графика 1. Циклични компоненти на индикаторите, използвани за оценка на финансовия цикъл



Източници: БНБ, НСИ, ЕЦБ, собствени изчисления.

¹³ Виж например Drehmann, M., C. Borio and K. Tsatsaronis. Characterizing the Financial Cycle: Don't Lose Sight of The Medium Term!. BIS Working Paper, 2012, № 380, p. 37; Aikman, D., A. G. Haldane and B. D. Nelson. Curbing the credit cycle. *The Economic Journal*, 2015, Vol. 125 (585), pp. 1072–1109.

рия в академичната литература.¹⁴ Във втората група (FC2) към горните две съотношения са добавени годишният растеж на кредитите за нефинансови предприятия и съответно за домакинства с цел да се отчете възможна различна динамика в кредитирането от тази на реалния БВП.¹⁵ В третата група (FC3) допълнително са добавени спредовете между лихвените проценти по нови кредити за нефинансовите предприятия и домакинствата и тримесечния ЮРИБОР, за да бъдат отчетени условията на финансиране и рисковата премия.¹⁶ Като следващ индикатор са включени цените на жилищата, които в литературата често се използват като измерител за оценката на риска в икономиката.¹⁷ Включването на салдото по текущата сметка като съотношение към БВП в петата група (FC5) има за цел отчитането на потенциални външни дисбаланси.¹⁸ Макар и не много често използвани в литературата за финансовите цикли, в последните четири групи са включени банкови балансови индикатори, като последната група е ограничена само до тях.¹⁹ Таблица 2 дава информация за начина, по който са групирани индикаторите, а таблица 3 представя резултатите от прилагането на метода на главните компоненти.

Таблица 2. Групи индикатори, използвани за извличане на агрегатен измерител на финансовия цикъл

Включени индикатори (циклични компоненти)	Измерители на финансовия цикъл								
	FC1	FC2	FC3	FC4	FC5	FC6	FC7	FC8	FC9
Кредит за НФП/БВП	×	×	×	×	×	×	×	×	
Кредит за домакинства/БВП	×	×	×	×	×	×	×	×	
Кредит за НФП (на годишна база)		×	×	×	×	×	×	×	
Кредит за домакинства (на годишна база)		×	×	×	×	×	×	×	
Спред, лихвени проценти по кредити за НФП			×	×	×	×	×	×	
Спред, лихвени проценти по кредити за домакинства			×	×	×	×	×	×	
Индекс на цените на жилищата (на годишна база)				×	×	×	×	×	
Салдо по текущата сметка/БВП					×	×	×	×	
Капитал/активи						×	×	×	×
Печалба/активи							×	×	×
Кредити/депозити								×	×

Източник: БНБ.

Таблица 3 показва каква част от вариацията във всяка група индикатори се обяснява с първия главен компонент. В случая на първия потенциален измерител на финансовия цикъл (FC1), който се състои само от два индикатора – съотношенията „кредит за нефинансови предприятия/БВП“ и „кредит за домакинства/БВП“, първият основен компонент (PCA1) обяснява около 98% от вариацията в данните. Такъв резултат може да се очаква, когато броят на индикаторите в групата е малък и когато индикаторите имат сходна динамика.

¹⁴ Виж Schularick, M. and A. M. Taylor. Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870-2008. *American Economic Review*, Vol. 102 (2), 2012, pp. 1029-1061; Jordá, Ó., M. Schularick and A. M. Taylor. When Credit Bites Back. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2013, Vol. 45 (s2), pp. 3-28; Dell'Ariccia, G., D. Igan, L. Laeven and H. Tong. Policies for Macroeconomic Stability: Dealing with Credit Booms and Busts. In: *Financial crises: Causes, consequences, and policy responses*, Washington: IMF, 2014, pp. 325-364; Aikman, D. et al. *Op.cit.*

¹⁵ Виж Schularick, M. and A. M. Taylor. Credit booms gone bust...; Jordá, Ó., M. Schularick and A. M. Taylor. When Credit Bites Back...

¹⁶ Виж Giese, J., H. Andersen, O. Bush, C. Castro, M. Farag and S. Kapadia. The Credit-To-GDP Gap and Complementary Indicators for Macroeconomic Policy: Evidence from the UK. *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 19 (1), 2014, pp. 25-47; Plasil, M., T. Konecny, J. Seidler and P. Hlavac. In the Quest of Measuring the Financial Cycle. Technical report. Czech National Bank, Research Department, 2015; English, W. B. Interest rate risk and bank net interest margins. *BIS Quarterly Review*, Vol. 10, 2002, pp. 67-82.

¹⁷ Виж Borio, C. The financial cycle...; Drehmann, M., C. Borio and K. Tsatsaronis. Characterizing the Financial...; Claessens, S., M. A. Kose and M. E. Terrones. How do business...; Dees, S. Credit, asset prices and business cycles at the global level. *Economic Modelling*, Vol. 54, 2016, pp. 139-152.

¹⁸ Виж Giese, J. et al. *Op. cit.*; Plasil, M. et al., *Op. cit.*; Comunale, M. and J. Hessel. Current Account Imbalances in the Euro Area: Competitiveness or Financial Cycle. *DNB Working Paper*, № 443, 2014, p. 48.

¹⁹ Виж Giese, J. et al. *Op. cit.*; Stremmel, H. Capturing the financial cycle in Europe. *ECB Working Paper*, № 1811, 2015, p. 25.

Таблица 3. Резултати от анализа на главните компоненти

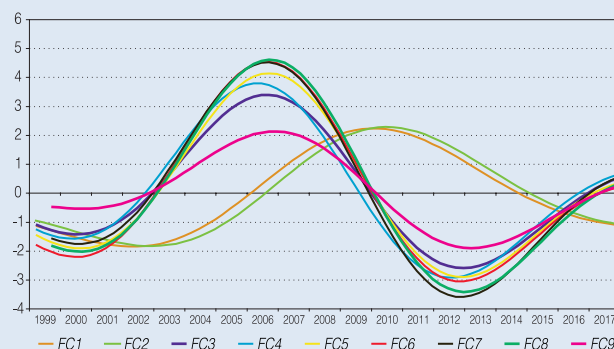
(%)

	FC1	FC2	FC3	FC4	FC5	FC6	FC7	FC8	FC9
PCA1	0.98	0.49	0.58	0.62	0.62	0.66	0.63	0.58	0.51

Източник: Собствени изчисления.

При включването на допълнителни индикатори към съотношението на кредита към БВП вариацията, която се обяснява от първия главен компонент, очаквано намалява. Сравнението между потенциалните измерители на финансовия цикъл показва, че с изключение на FC1 най-голяма част от вариацията в данните, обяснена с първия основен компонент, е налице в шестата група – FC6 (66%). FC6 има и предимството да съдържа индикатори от всички групи, дефинирани по-рано – показатели за динамиката на кредита и дълговото бреме на частния сектор, лихвени спредове, индикатори за потенциално надценяване на жилищните имоти, за външни дисбаланси и за устойчивостта на банковата система. Това предполага, че те биха могли да дават по-пълна информация за цикличните колебания във финансовата система, отколкото единствено съотношението на кредита към БВП. Графика 2 илюстрира деветте потенциални измерителя на финансовия цикъл в България.

Графика 2. Потенциални измерители на финансовия цикъл в България



Източник: Собствени изчисления.

Когато се използва само отклонението на съотношението на кредита към БВП от дългосрочния му тренд (FC1), може да се стигне до извода, че пикът на финансовия цикъл е настъпил в края на 2009 г. Разширяването на обхвата на наблюдаваните променливи води до различни заключения, а именно, че пикът на финансовия цикъл е настъпил по-рано от четвъртото тримесечие на 2009 г. и че към 2017 г. българската икономика не се намира във фаза на материализиране на риска, а във фазата на първоначално натрупване на цикличен риск. В таблица 4 са представени волатилността (измерена чрез стандартното отклонение), пикът и дъното на финансовия цикъл според деветте потенциални измерителя.

Таблица 4. Волатилност, максимум (пик) и минимум (дъно) на финансовия цикъл при различните индикатори за финансов цикъл в България

	FC1	FC2	FC3	FC4	FC5	FC6	FC7	FC8	FC9
Волатилност	1.41	1.41	1.88	2.09	2.24	2.44	2.54	2.55	1.25
Минимум	-1.84	-1.82	-2.59	-2.91	-2.89	-3.04	-3.58	-3.41	-1.90
Период	1 тр. 2002	4 тр. 2002	4 тр. 2012	2 тр. 2012	4 тр. 2012	4 тр. 2012	4 тр. 2012	4 тр. 2012	1 тр. 2013
Максимум	2.24	2.29	3.40	3.79	4.14	4.54	4.52	4.61	2.14
Период	4 тр. 2009	2 тр. 2010	3 тр. 2006	1 тр. 2006	3 тр. 2006	3 тр. 2006	3 тр. 2006	3 тр. 2006	4 тр. 2006

Източник: Собствени изчисления.

Таблица 4 показва, че волатилността нараства постепенно, започвайки от FC1 и движейки се към FC8. Единственото изключение е потенциалният измерител FC9, където са включени само трите индикатора за устойчивост на банковата система. Според FC1 и FC2, които включват съотношението на кредита към БВП и темповете на растеж на кредита, пикът на цикъла е настъпил в периода между четвъртото тримесечие на 2009 г. и второто тримесечие на 2010 г. Същевременно дъното на цикъла се намира в периода между първото и четвъртото тримесечие на 2002 г. Включването на лихвените спредове и на

индекса на цените на жилищата в агрегатния измерител на финансовия цикъл *FC4* води до значително изместване на пика през първото тримесечие на 2006 г. Според потенциалните измерители на финансовия цикъл от *FC5* до *FC8* оценката за пика на цикъла съвпада – трето тримесечие на 2006 г. Същото важи и за дъното на цикъла, което се наблюдава през четвъртото тримесечие на 2012 г. Дори когато се вземат предвид само индикаторите за устойчивост на банковата система, заключенията не се променят значително, като пикът и дъното на цикъла са близо до установените при измерителите *FC5* до *FC8*.

За да се прецени кой е най-подходящият измерител на финансовия цикъл измежду различните алтернативи, се прилага т.нар. индекс на синхронизация (*concordance index*).²⁰ Той позволява да се измери степента на синхронизация между различните индикатори, използвани за извличането на агрегатна мярка за финансов цикъл, и самата агрегатна мярка. Индексът на синхронизация измерва периодите от време, в които две серии са в една и съща фаза (на нарастване или съответно на намаляване) спрямо общия период от време, за който има наблюдения. Ако и двете серии са в една и съща фаза през цялото време, индексът на синхронизация би бил 100%, а ако и двете серии са в различна фаза през цялото време, индексът ще бъде 0%. В настоящото изследване е изчислена степента на синхронизация между отделните индикатори, включени във всеки един от алтернативните измерители на финансовия цикъл, и самия агрегатен измерител. Това е направено, като първо е изчислена степента на синхронизация между всеки индикатор в дадената група и агрегатния измерител и след това е взета средната стойност. Резултатите са представени в таблица 5.

Таблица 5. Индекс на синхронизация на индикаторите за финансовия цикъл

Включени индикатори (циклични компоненти)	Измерители на финансовия цикъл								
	<i>FC1</i>	<i>FC2</i>	<i>FC3</i>	<i>FC4</i>	<i>FC5</i>	<i>FC6</i>	<i>FC7</i>	<i>FC8</i>	<i>FC9</i>
Кредит за НФП/БВП	×	×	×	×	×	×	×	×	
Кредит за домакинства/БВП	×	×	×	×	×	×	×	×	
Кредит за НФП (на годишна база)		×	×	×	×	×	×	×	
Кредит за домакинства (на годишна база)		×	×	×	×	×	×	×	
Спред, лихвени проценти по кредити за НФП			×	×	×	×	×	×	
Спред, лихвени проценти по кредити за домакинства			×	×	×	×	×	×	
Индекс на цените на жилищата (на годишна база)				×	×	×	×	×	
Салдо по текущата сметка/БВП					×	×	×	×	
Капитал/активи						×	×	×	×
Печалба/активи							×	×	×
Кредити/депозити								×	×
Индекс на синхронизация (%)	97	64	74	73	76	78	78	76	75

Източник: Собствени изчисления.

Степента на синхронизация между двете съотношения на кредита към БВП и агрегатния измерител *FC1* е 97%. Този резултат може да се обясни с факта, че двата индикатора, включени в първата група, имат сходна динамика през изследвания период. При включването на допълнителни показатели степента на синхронизация между отделните индикатори и агрегатната мярка очаквано намалява. Това е така до достигането на *FC5*, където индексът на синхронизация започва отново да нараства и достига най-високата си стойност при потенциалните измерители на финансовия цикъл *FC6* и *FC7* – 78%. Това означава, че седемте (съответно осемте) индикатора, включени в шестата (съответно в седмата) група, и агрегатният измерител на финансовия цикъл, извлечен от тях, са синхронизирани в 78% от времето. Резултатите показват, че с изключение на *FC1*, който е извлечен само от двете съотношения на кредита към БВП, може да се приеме, че подходящ избор за измерител на финансовия цикъл биха били *FC6* или *FC7*, където при оценката се взема пред-

²⁰ Harding, D. and A. Pagan. *Op. cit.*, p. 370. Индексът на синхронизация е използван също от Stremmel (2015) за оценка на алтернативни измерители на финансовия цикъл.

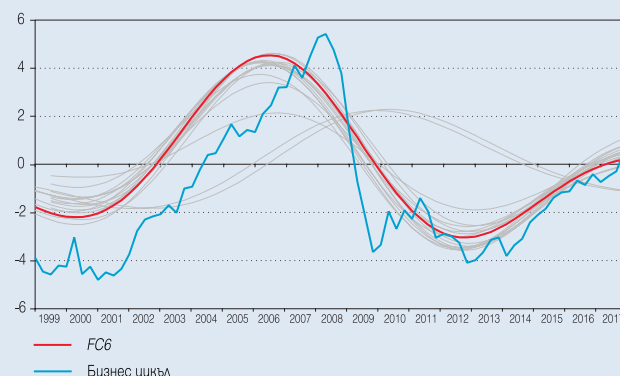
вид по-широк набор от индикатори. Използването на агрегатен индекс, базиран на по-широк набор от променливи, които показват едновременно възходяща, съответно низходяща фаза на цикъла, би следвало да има предимство при вземането на решения относно макропруденциалната политика, в сравнение с използването на един показател, какъвто е отклонението на съотношението на кредита към БВП от дългосрочния му тренд. Като цяло тези резултати са в съответствие с резултатите, получени при прилагане на анализа на главните компоненти. Освен *FC6* и *FC7*, като цяло всички измерители от *FC5* до *FC9* показват много близки оценки за степента на синхронизация между различните индикатори, включени в съответната група, и извлечената от тях агрегатна мярка на финансовия цикъл.

За да бъде тествана стабилността на получените резултати, са изпробвани всички възможни комбинации от избраните индикатори в съответните агрегатни измерители²¹. Изчислените индекси на синхронизация между различните индикатори във всяка възможна комбинация и агрегатните измерители, извлечени от тях, не променят досегашните заключения, като финансовите измерители *FC6* и *FC7* остават с най-висок индекс на синхронизация – 78%.

Като следваща стъпка в анализа избраният агрегатен измерител на финансовия цикъл *FC6* е сравнен с оценен бизнес цикъл за България²² с цел да се провери дали се наблюдава синхронност между тях във времето. Динамиката на двата цикъла е представена на графика 3.

Графичното изследване на динамиката на избрания измерител на финансовия цикъл (*FC6*) и бизнес цикъла води до заключението, че двата цикъла са добре синхронизирани. Друго

Графика 3. Бизнес цикъл, потенциален измерител на финансовия цикъл в България *FC6* и алтернативни показатели



Забележка: Сивите линии показват всички възможни алтернативи на избрания потенциален измерител на финансовия цикъл в България (*FC6*), извлечени чрез комбиниране на избраните индикатори.

Източник: Собствени изчисления.

Таблица 6. Индекс на синхронизация между потенциалните измерители на финансовия цикъл и бизнес цикъла в България

Измерители на финансовия цикъл	Индекс на синхронизация с отклонението от потенциалния БВП (%)
<i>FC1</i>	49
<i>FC2</i>	48
<i>FC3</i>	71
<i>FC4</i>	65
<i>FC5</i>	72
<i>FC6</i>	71
<i>FC7</i>	72
<i>FC8</i>	71
<i>FC9</i>	71

Източник: Собствени изчисления.

²¹ При тази процедура индикаторите за динамиката на кредита и цените на жилищата, които са стандартни в научната литература за финансовите цикли, са фиксирани, а останалите показатели са оставени да варират.

²² Оценката за бизнес цикъла е направена с помощта на модел с ненаблюдаеми променливи, базиран на Коб-Дъгласова производствена функция. За повече информация виж: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb_ebbox201803_03.en.pdf

цикъл през 2017 г. се наблюдава навлизане във фаза на първоначално натрупване на циклически риск в икономиката. Както вече беше споменато, поради нормализирането на индикаторите, използвани за получаване на агрегатната мярка на финансовия цикъл, пресичането на нулевата ос може да се интерпретира като граница между фазите на натрупване на циклически риск и материализиране на риска. Представа за степента на синхронизация между избраната мярка за финансов цикъл и бизнес цикъла може да се добие чрез изчисляване на съответния индекс на синхронизация между двата цикъла. Резултатите от това изчисление са показани в таблица 6. За целите на сравнението в таблицата са посочени и съответните индекси на синхронизация между бизнес цикъла и останалите потенциални измерители на финансовия цикъл.

Според таблица 6 потенциалните измерители на финансовия цикъл от *FC5* до *FC9* са с най-висока степен на синхронизация с бизнес цикъла. Изчисленият индекс на синхронизация показва, че избраният измерител на финансовия цикъл *FC6* и бизнес цикълът са в една и съща фаза (възходяща или низходяща) в 71% от времето. За сравнение потенциалната мярка *FC1* е синхронизирана с бизнес цикъла само в 49% от изследвания период.

Структурен модел с ненаблюдаеми компоненти

Целта на структурния модел с ненаблюдаеми компоненти е да се изследва устойчивостта на оценката за финансовия цикъл, без да са наложени предварителни ограничения за дължината на финансовия цикъл. При този модел се допуска, че вариацията на една наблюдаема серия, например реалният БВП, представлява съвкупност от вариациите на група ненаблюдаеми компоненти.²³ Наблюдаемата серия може да се декомпозира на съответните ѝ латентни (ненаблюдаеми) компоненти – тренд и цикъл. Всеки един от латентните компоненти от своя страна се представя под формата на уравнение, чиито коефициенти се оценяват в рамките на модела. Това създава система от уравнения, комбинацията от които определя общата вариация на дадената серия. В едномерния си вариант моделът декомпозира една серия, докато в многомерната му спецификация се създава система от уравнения, характеризиращи отделните компоненти на всички включени наблюдаеми серии. Предимството на използването на този тип модели е, че така зададената им конструкция позволява по-голяма гъвкавост при декомпозицията на оценяваните серии.

Използваният в това изследване модел се придържа към описаната в литературата методология. Всяка една променлива се декомпозира на тренд, стохастичен циклически компонент и бял шум. Системата от уравнения има следния вид:

$$y_t = \mu_t + c_t + e_t \quad (1)$$

$$\mu_t = \beta_t + \mu_{t-1} + v_t \quad (2)$$

$$\beta_t = \beta_{t-1} + u_t \quad (3)$$

$$c_t = f(\varphi_t, \varphi_t^*) \quad (4)$$

където y_t е вектор от наблюдаемите променливи, μ_t е вектор от трендовете на съответните променливи, c_t е вектор от циклическите компоненти, а e_t е грешката. Трендът μ_t се дефинира с уравнения (2) и (3) и е изразен в рамките на модел на локален линеен тренд²⁴. Циклическият компонент на всяка отделна серия c_t представлява линейна комбинация от

²³ Harvey, A. C. *Forecasting Structural Time Series and the Kalman Filter*. Cambridge: Cambridge University Press, 1989, p. 554.

²⁴ Моделът локален линеен тренд (*local linear trend*) позволява гъвкава спецификация на тренд компонента на серията. В случая, в който стандартното отклонение на $v_t > 0$ и стандартното отклонение на $u_t = 0$, то трендът има характеристиката на случайно блуждаене с константен дрейф, докато при $u_t > 0$ дрейфът е стохастичен; при стандартно отклонение на $v_t = 0$ и стандартно отклонение на $u_t > 0$ трендът е гладък и се дефинира като интегриран процес на случайно блуждаене (*integrated random walk*); при оценени стандартни отклонения на $u_t = 0$ и $v_t = 0$ трендът е права линия с наклон β_1 и начална стойност μ_1 .

стохастичните цикли на всички включени в модела серии, а отделните стохастични цикли (φ_t , φ_t^*) се моделират като двуфакторен авторегресионен процес, параметризиран от гледна точка на своята дължина и инертност. В рамката на системата от уравнения се допуска и възможността за корелация между шоковете, влияещи на отделните латентни компоненти на сериите. Моделът позволява смяна на фазите на цикличните компоненти и дава възможност за удължена динамика на цикличния компонент²⁵.

Дефинираните латентни компоненти и характеризиращи ги параметри се оценяват с помощта на филтъра на Калман, базиран на метода на максималното правдоподобие. Предимствата от използването на представения модел за декомпозиция на дадена серия във варианта му, включващ множество наблюдаеми променливи, са няколко. Параметрите, определящи динамиката на тренда и на цикличния компонент на сериите, са оценени в рамките на модела и не са ограничени от предварително зададени стойности. При оценката е използвана информация, съдържаща се във всички серии. Моделът отчита корелацията между латентните компоненти на отделните серии, както и сходството в динамиката им.

Променливите, изследвани в рамките на модела, са: сезонно изгладен БВП²⁶, общият банков кредит²⁷ и цените на жилищата²⁸ за периода 2000–2017 г. Всички променливи са дефлирани с дефлатора на БВП. Декомпозицията на всяка една от сериите на съответните латентни компоненти, определящи динамиката ѝ, е оценена както на базата на едномерна спецификация на модела, т.е. независимо от останалите серии, така и на базата на модел, включващ едновременно трите променливи в рамките на обща система.²⁹

²⁵ Runstler, G. and M. Vlekke. Business, housing and credit cycles. *ECB Working Paper Series*, № 1915, 2016, p. 48.

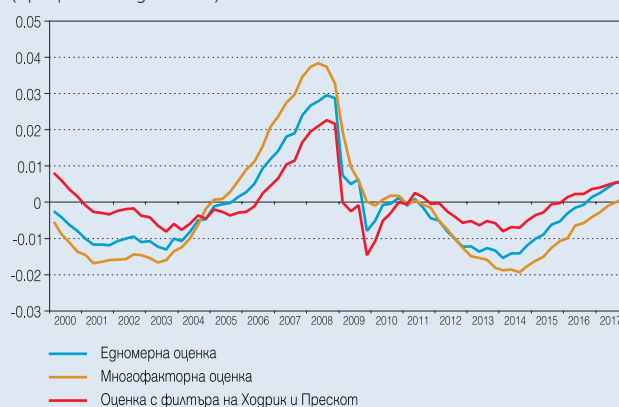
²⁶ По данни на НСИ.

²⁷ Тук се имат предвид вземанията на банките от неправителствения сектор от паричната статистика на БНБ.

²⁸ По данни на НСИ.

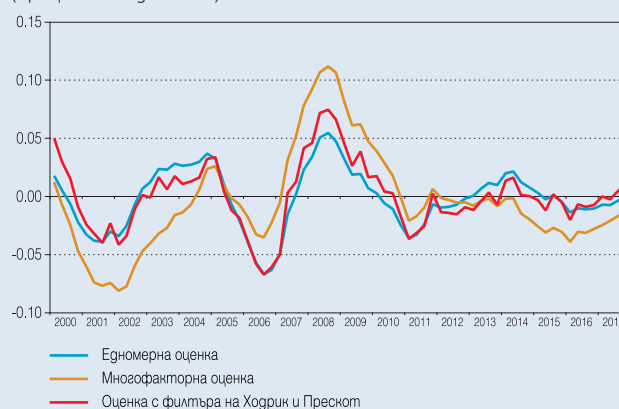
²⁹ Оценката на модела е направена с код, предоставен в рамките на Работната група по иконометрично моделиране към ЕЦБ.

Графика 4. Оценка на цикличния компонент на реалния БВП в България
(процентни пунктове)



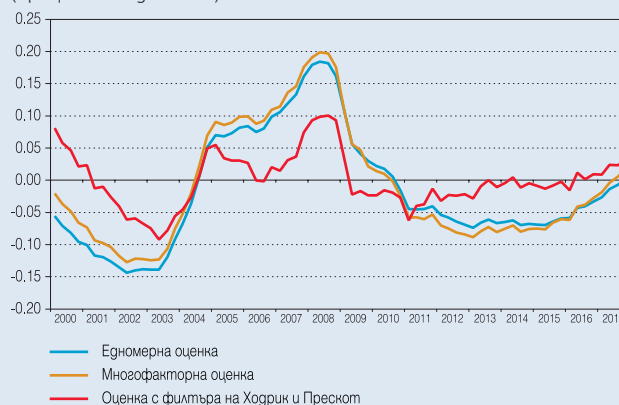
Източници: НСИ, собствени изчисления.

Графика 5. Оценка на цикличния компонент на реалния кредит в България
(процентни пунктове)



Източници: БНБ, собствени изчисления.

Графика 6. Оценка на цикличния компонент на реалните цени на жилищата в България
(процентни пунктове)



Източници: НСИ, собствени изчисления.

При изготвянето на оценката за декомпозицията на трите серии в обща система параметрите, характеризиращи стохастичния цикличен компонент на сериите за кредитите и цените на жилища, са зададени да бъдат с еднаква стойност. Това е резултат от допускането, че имат сходна динамика и комбинирано представляват мярка за финансовия цикъл. Отделните циклични компоненти на всяка една от трите серии тогава представляват линейна комбинация от два стохастични цикъла с различна дължина и инертност. Дължината на единия стохастичен цикъл, който измерва бизнес цикъла, е оценена на 5 години, а на другия, измерващ финансовия цикъл, съответно на 14 години. Това потвърждава допускането, че финансовият цикъл има дължина между 8 и 30 години, направено при оценката с лентовия филтър и метода на главните компоненти. Важно е да се отбележи, че динамиката на цикличните компоненти на всяка една от трите серии е резултат от динамиката на двата абстрактни стохастични цикъла с различна честота. Интуитивно това означава например, че бизнес цикълът, дефиниран като отклонение на реалния БВП от потенциалното му ниво, се определя от два цикъла, наблюдавани в икономиката с различна честота.

На графики 4, 5 и 6 са представени оценките на цикличните компоненти на използваните серии. Трите оценки са базирани съответно на модел на ненаблюдаемите компоненти в едномерната му спецификация, многофакторен модел в рамките на обща за всички серии система с ненаблюдаеми компоненти, както и на филтъра на Ходрик и Прескот. Многофакторната оценка за финансовия цикъл, базирана на цикличните компоненти на кредитите и цените на жилищата, показва, че през 2017 г. по отношение на кредита фазата на материализиране на риска е към своя край, докато по отношение на цените на жилищата се наблюдава първоначална фаза на натрупване на цикличен риск. Това потвърждава до голяма степен оценката за текущата фаза на финансовия цикъл, направена с лентовия филтър и метода на главните компоненти. Според едномерните оценки през 2017 г. цикълът при кредитите и цените на жилищата е на границата между фазите на натрупване и материализиране на рисковете. При реалния БВП многофакторната оценка показва, че бизнес цикълът е във фаза на експанзия от края на 2014 г., но през 2017 г. все още не се наблюдава прегряване на икономиката. Същевременно едномерната оценка дава индикации за навлизане във фазата на прегряване на икономиката от края на 2016 г.

Заклучение

С настоящото изследване се представя оценка за финансовия цикъл в българската икономика чрез два различни подхода, използвани в академичната литература. Резултатите от изследването показват, че най-често използваният индикатор за измерване на финансовия цикъл, а именно отклонението на съотношението на кредитите към БВП от дългосрочния му тренд, предоставя сравнително ограничена информация за финансовия цикъл за България. Използването на по-широк набор от показатели, които обхващат не само динамиката на кредитите, но и дълга на частния сектор, лихвени спредове, темпа на растеж на цените на жилищата, салдото по текущата сметка, както и показатели за устойчивостта на банковата система, показва, че през 2017 г. се наблюдава първоначална фаза на натрупване на цикличен риск в икономиката. Тази оценка се потвърждава и от алтернативен подход, при който се прилага структурен модел, включващ БВП, банковия кредит и цените на жилищата, дефлирани с дефлатора на БВП, и оценен с ненаблюдаеми компоненти.

Оценяването на фазите на финансовия цикъл в България чрез отчитането и агрегирането на широк набор от индикатори би могло да послужи за определяне на подходящите моменти за натрупване на буфери във финансовата система, когато цикълът е във възходящата фаза, и съответно за тяхното освобождаване в низходящата фаза, което ще направи системата по-устойчива и способна гъвкаво да реагира на шокове.

ISSN 2367-4954

ХУДОЖЕСТВЕННОТО ОФОРМЛЕНИЕ НА КОРИЦАТА Е РАЗРАБОТЕНО ВЪЗ ОСНОВА
НА БАНКНОТАТА С НОМИНАЛ 20 ЛЕВА, ЕМИСИИ 1999 И 2007 Г.