



ИКОНОМИЧЕСКИ ПРЕГЛЕД

3/2025



БЪЛГАРСКА НАРОДНА БАНКА

ИКОНОМИЧЕСКИ ПРЕГЛЕД

3/2025



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.

„Икономически преглед“, бр. 3 от 2025 г. е представен на УС на БНБ на заседанието му на 6 октомври 2025 г. В него са използвани статистически данни и информация, публикувани до 25 септември 2025 г. Описаните в документа очаквания за икономическото развитие в България в краткосрочен план (до първото тримесечие на 2026 г.) са базирани на макроикономическата прогноза на БНБ, изготвена към 26 юни 2025 г. Публикуваните оценки и прогнози не следва да се считат за съвет или препоръка и всяко лице, ползващо представената информация, поема пълна отговорност за вземаните от него решения.

Материалът е достъпен за ползване на интернет страницата на БНБ в рубрика „Изследвания и публикации“, раздел „Периодични публикации“. Бележки, коментари и предложения можете да изпращате на адрес: Българска народна банка, дирекция „Икономически изследвания, прогнози и парична политика“, пл. „Княз Александър I“ № 1, 1000 София.

© Българска народна банка, 2025 г.
1000 София, пл. „Княз Александър I“ № 1

Интернет страница: www.bnb.bg

Материалите са получени за редакционна
обработка на 6 октомври 2025 г.

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

ISSN 2367–4954 (онлайн)

СЪДЪРЖАНИЕ

РЕЗЮМЕ	9
1. ВЪНШНА СРЕДА	11
1.1. Конюнктура	11
1.2. Влияние върху българската икономика	17
2. ВЪНШНИ ФИНАНСОВИ ПОТОЦИ	19
2.1. Платежен баланс и външна търговия	19
2.2. Валутни резерви на БНБ	24
2.3. Външен дълг	24
3. ПАРИ И КРЕДИТ	25
3.1. Парични и кредитни агрегати	25
3.2. Лихвени проценти	33
4. ИКОНОМИЧЕСКА АКТИВНОСТ	38
4.1. Текуща конюнктура	38
4.2. Пазар на труда	42
4.3. Поведение на фирмите	46
4.4. Поведение на домакинствата	49
4.5. Влияние на фискалната политика върху икономиката	52
5. ЦЕНОВИ ПРОЦЕСИ	56
5.1. Потребителски цени	56
5.2. Цени на жилищата	61

ТЕМАТИЧНО ИЗСЛЕДВАНЕ

• Анализ на фискалната позиция на България в периода след 2020 г.	63
--	----

Графики

<i>PMI</i> за преработващата промишленост и услугите и изменение на реалния световен БВП.....	11
Световна търговия със стоки	11
Инфлация, измерена чрез ИПЦ.....	12
Цена и фючърси на суров петрол тип „Брент“	12
Цени на природен газ	12
Индекс на цените на метали	12
Индекс на цените на храни	13
<i>PMI</i> за преработващата промишленост и услугите и изменение на реалния БВП на САЩ	13
Равнище на безработица и месечно изменение на броя на наетите в неаграрния сектор в САЩ	14
Инфлация в САЩ	14
<i>PMI</i> за преработващата промишленост и услугите и изменение на реалния БВП на Китай	14
Инфлация в Китай	15
Норма на ЗМР в Китай	15
Основни лихвени проценти в Китай	15
<i>PMI</i> за преработващата промишленост и услугите и изменение на реалния БВП на еврозоната	16
Равнище на безработица и растеж на заетостта в еврозоната.....	16
Инфлация в еврозоната	16
Лихвени проценти на ЕЦБ, ЕОНИА, <i>€STR</i> и излишък от ликвидност в банковата система на еврозоната.....	17
ЮРИБОР	17
Динамика на потоците по текущата и капиталовата сметка и принос по компоненти.....	19
Динамика на номиналния износ и внос на стоки (данни от статистиката за платежния баланс)	20
Износ по стокосви групи според комбинираната номенклатура, принос за общия годишен темп на изменение по подкомпоненти.....	20
Внос на групите стоки по начин на използване, принос за общия годишен темп на изменение по подкомпоненти.....	21
Динамика на номиналния износ и внос на услуги (данни от статистиката за платежния баланс)	21
Годишно изменение на износа на услуги и принос по подкомпоненти	22
Годишно изменение на вноса на услуги и принос по подкомпоненти	22
Динамика на потоците по финансовата сметка и принос по компоненти.....	23
Преки инвестиции – пасиви, по вид инвестиция.....	23
Международна инвестиционна позиция на България	23
Структура на пасивите на баланса на управление „Емисионно“ на БНБ	24
Брутен външен дълг	24
Годишен растеж на депозитите на неправителствения сектор и принос по сектори	25
Годишен растеж на депозитите на домакинствата и принос по вид на депозита	25

Годишен растеж на депозитите на домакинствата и принос по валути	26
Годишен растеж на депозитите на нефинансовите предприятия и принос по вид на депозита	26
Годишен растеж на депозитите на нефинансовите предприятия и принос по валути.....	26
Годишен темп на изменение на МЗ и принос по компоненти на агрегата.....	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
Покупко-продажба на валута между БНБ, търговските банки и крайни клиенти (нето за последните 12 месеца).....	28
Покупко-продажба на валута между търговските банки и крайни клиенти (нето за последните 12 месеца).....	28
Годишен растеж на кредита за нефинансови предприятия и домакинства	29
Годишен растеж на кредита за нефинансови предприятия и принос по видове кредити.....	29
Нови кредити за нефинансови предприятия (месечни обеми).....	30
Годишен растеж на кредита за домакинства и принос по видове кредити	30
Нови кредити за домакинства (месечни обеми).....	31
Изменения в кредитните стандарти	32
Изменения в търсенето на кредити.....	32
Спред между лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ и Леониа/Леониа Плюс и търгувани обеми на междубанковия паричен пазар в България	33
Спред между лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ и лихвения процент по свръхрезервите на банките в БНБ и размер на свръхрезервите	33
Лихвени проценти на междубанковия паричен пазар (средномесечна стойност) по овърнайт депозити	34
Лихвени проценти по новодоговорени срочни депозити по сектори	34
Лихвени проценти по новодоговорени срочни депозити по валути.....	34
Лихвени проценти по салда по срочни депозити	35
Лихвени проценти и ГПР по новодоговорени кредити за домакинства	35
Лихвен процент по новодоговорени кредити за нефинансови предприятия	36
Еталонна крива на доходността на ДЦК на България	36
Дългосрочен лихвен процент за оценка на степента на конвергенция на България и спред спрямо дългосрочния лихвен процент на Германия	37
Принос по компоненти на крайното използване за растежа на БВП в реално изражение (по тримесечия)	38
Производствен капацитет в промишлеността с оглед на очакваното търсене през следващите месеци	39
Принос по сектори за изменението на БДС в реално изражение (по тримесечия)	40
Отклонение на икономическата активност от потенциалното равнище на производство	40

Циклична позиция на икономиката през третото тримесечие на 2025 г. според избрани конюнктурни индикатори.....	41
Индикатор за различията в оценките на икономическите агенти относно очакванията за икономическото развитие в краткосрочен план	41
Композитен конюнктурен индикатор за икономическата активност.....	42
Принос по компоненти за изменението на работната сила.....	42
Икономическа активност и дял на обезкуражените лица	43
Равнище на безработица	44
Принос за изменението на броя на заетите по икономически дейности	44
Принос за изменението на броя на свободните работни места по икономически сектори	44
Недостиг на работна сила (сезонно изгладени и претеглени по сектори месечни данни)	45
Компенсация на един нает по текущи цени	45
Компенсация на един нает и средна работна заплата по текущи цени.....	45
Дефлатор на крайното търсене.....	46
Разходи за труд на единица продукция.....	46
Принос на частния и публичния сектор за годишния темп на изменение на инвестициите в реално изражение	46
Принос по вид на активите за годишния темп на изменение на инвестициите в основен капитал.....	47
Годишен темп на изменение на номиналния брутен опериращ излишък и принос по сектори	47
Темп на изменение на индекса на цените на производител в промишлеността.....	47
Бизнес климат.....	48
Фактори, затрудняващи дейността на предприятията	48
Очаквания на фирмите за наемане на персонал през следващите 3 месеца.....	49
Динамика на индекса на производството в промишлеността, в строителството и в услугите.....	49
Динамика на оборота в промишлеността.....	49
Динамика на номиналните обороти в търговията на дребно.....	49
Принос за изменението на приходите на домакинствата	50
Принос за изменението на общия месечен доход на домакинствата.....	50
Разполагаем доход на домакинствата	50
Дял на разходите за данъци и социални осигуровки в общите разходи на домакинствата.....	51
Принос за изменението на потребителските разходи на домакинствата	51
Склонност на домакинствата към спестяване.....	52
Принос на основните групи разходи за растежа на правителственото потребление в номинално изражение (по тримесечия)	53
Темп на изменение на бруто образуването на основен капитал на сектор „гържавно управление“ в номинално изражение (по тримесечия).....	53

Принос на основните групи разходи за растежа на общите бюджетни разходи, с натрупване	54
Инфлация и принос на основните групи стоки и услуги за нея.....	56
Цени на основни енергийни суровини	56
Принос на основните подгрупи за инфлацията на енергийните продукти (без тези с контролирани цени)	57
Темп на изменение на цената на петрола тип „Брент“ и на цената на автомобилния бензин А95.....	57
Темп на изменение на индекса на цените на храните и принос на преработените и непреработените храни	57
Принос на основните подгрупи за инфлацията при непреработените храни	58
Принос на основните подгрупи за инфлацията при преработените храни	58
Базисна инфлация и принос на услугите и нехранителните стоки за нея	58
Принос на основните подгрупи за инфлацията при промишлените стоки (без енергийни продукти)	59
Принос на основните подгрупи за инфлацията при услугите	59
Принос на основните подгрупи за инфлацията при административно определяните цени (включително тютюневите изделия).....	59
Индекс на дифузия	60
Очаквания за продажните цени в промишлеността, търговията на дребно и услугите през следващите 3 месеца	60
Темп на изменение на индекса на цените на жилищата.....	61
Действителни и равновесни цени на жилищата.....	61
Показатели за подцененост/надцененост на жилищата.....	62
Графика 1: Структурно първично бюджетно салдо и циклична позиция на икономиката.....	67
Графика 2: Годишно изменение на структурното първично бюджетно салдо и циклична позиция на икономиката.....	68
Графика 3: Циклично коригирани първични бюджетни разходи	70
Графика 4: Циклично коригирани бюджетни приходи	71

Таблицы

Основни показатели, представящи развитието на жилищния пазар в България	62
---	----

АБРЕВИАТУРИ И СЪКРАЩЕНИЯ

БВП	брутен вътрешен продукт
БДС	брутна добавена стойност
БНБ	Българска народна банка
БНЕБ	Българска независима енергийна борса
ГПР	годишен процент на разходите
ДДС	данък върху добавената стойност
ДЦК	държавни ценни книжа
ЕК	Европейска комисия
ЕОНИЯ	<i>Euro OverNight Index Average (EONIA)</i> , регистрирана марка на Европейския институт за паричните пазари, <i>(EMMI)</i>
ЕС	Европейски съюз
ЕЦБ	Европейска централна банка
ЗДБРБ	Закон за държавния бюджет на Република България
ЗМР	задължителни минимални резерви
ИПЦ	индекс на потребителските цени
ИЦП	индекс на цените на производител
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 обвърнати депозити в левове, предоставени на междубанковия пазар
ЛИБОР	лондонски междубанков лихвен процент
ЛТС	лични транспортни средства
МЗ	широки пари
МАЕ	Международна агенция по енергетика
МВФ	Международен валутен фонд
МСС	Международни счетоводни стандарти
МФ	Министерство на финансите
н.г.	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
ПМС	Постановление на Министерския съвет
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	<i>Euro InterBank Offered Rate (EURIBOR)</i> , регистрирана марка на Европейския институт за паричните пазари, <i>(EMMI)</i>

<i>ABSPP</i>	<i>Asset-backed security purchase programme</i> (програма за изкупуване на обезпечени с активи ценни книжа)
<i>APP</i>	<i>Asset Purchase Programme</i> (разширена програма на ЕЦБ за закупуване на активи)
<i>CBPP</i>	<i>Covered bond purchase programme</i> (програма за изкупуване на деноминирани в евро обезпечени облигации)
<i>cif</i>	<i>cost, insurance, freight</i>
<i>COMEX</i>	<i>Commodity Exchange</i>
<i>CSPP</i>	<i>Corporate Sector Purchase Programme</i> (програма за закупуване на небанкови корпоративни облигации)
<i>fob</i>	<i>free on board</i>
<i>FOMC</i>	<i>Federal Open Market Committee</i> (Федерален комитет по операциите на открития пазар в САЩ)
<i>ISM</i>	<i>Institute for Supply Management</i> (Институт по управление на доставките)
<i>LTRO</i>	<i>Longer-term refinancing operation</i> (операции по дългосрочно рефинансиране)
<i>PELTRO</i>	<i>Pandemic emergency longer-term refinancing operations</i> (порегица от нецелеви операции по дългосрочно рефинансиране в условията на извънредната пандемична ситуация)
<i>PEPP</i>	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i> (нова временна програма за закупуване на активи (ценни книжа на частния и публичния сектор) в условията на извънредна ситуация, причинена от пандемия)
<i>PMI</i>	<i>Purchasing Managers' Index</i> (индекс на мениджърите по продажбите)
<i>PSPP</i>	<i>Public sector purchase programme</i> (програма за изкупуване на активи на публичния сектор)
<i>TLTRO</i>	<i>Targeted longer-term refinancing operation</i> (целеви операции по дългосрочно рефинансиране)
<i>TPI</i>	<i>Transmission Protection Instrument</i>
<i>€STR</i>	<i>Euro Short-Term Rate</i> (лихвен процент по необезпечени обвърнати трансакции на паричния пазар в евро, публикуван от ЕЦБ)

През Второто тримесечие на 2025 г. растежът на глобалния БВП в реално изражение се ускори до 0.7% на тримесечна база, за което допринесоха временни фактори, свързани с повишената колебливост в нетния износ и запасите на водещите икономики, вследствие на промените във външнотърговската политика на САЩ. Данните за *PMI* индексите за промишлеността и услугите сигнализират за ускоряване на растежа през третото тримесечие на 2025 г. С оглед на силната интеграция на България в глобалната търговия тази съвкупност от фактори вероятно ще се отрази благоприятно върху реалния износ на български стоки и услуги през третото тримесечие на 2025 г., който през първата половина на годината спадна поради специфични за страната ни фактори.

Динамиката на цените на основните суровини на международните пазари през третото тримесечие на 2025 г., изразяваща се най-вече в продължаващо понижаване на годишна база на цените на енергийните суровини и храните, в комбинация със структурата на българската икономика и външна търговия, е предпоставка за формирането на благоприятни условия за търговия за България през този период, които ще допринесат за ограничаване на размера на търговския дефицит на страната. Въпреки спада на цените на енергийните суровини и храните глобалната годишна инфлация се ускори през третото тримесечие на 2025 г. както в страните с развиващи се икономики, така и в страните с развити икономики.

През септември 2025 г. Федералният резерв понижи коридора на лихвения процент на федералните фондове с 25 базисни точки до интервала 4.00–4.25%, като решението бе мотивирано с нарасналите рискове пред развитието на трудовия пазар в САЩ. Отчитайки динамиката на инфлацията в еврозоната и перспективите за нейното стабилизиране около целевата стойност, през Второто тримесечие УС на ЕЦБ запази непроменени лихвените проценти по депозитното улеснение, по основните операции по рефинансиране и по пределното кредитно улеснение на съответно 2.00%, 2.15% и 2.40%.

Дефицитът по текущата и капиталовата сметка за последните 12 месеца към юли 2025 г. възлезе на 2.2% от БВП спрямо излишък от 0.1% от БВП към декември 2024 г., като това се дължеше основно на влошаването на баланса по текущата сметка поради увеличаването на търговския дефицит. За последните 12 месеца към юли 2025 г. България беше нетен получател на средства от останалата част на света. През този период размерът на нетните получени средства надхвърли значително дефицита по текущата и капиталовата сметка и салдото по финансовата сметка беше отрицателно – в размер на 8.4% от БВП. В резултат на потоците по текущата, капиталовата и финансовата сметка на платежния баланс за последните 12 месеца към юли 2025 г. бе отчетено повишение на брутните международни валутни резерви на страната с 5.7 млрд. евро.

През периода юли – август годишният растеж на депозитите на неправителствения сектор се ускори до 11.8% (10.1% в края на 2024 г.). За отчетения по-висок растеж вероятно оказват влияние въведените кампании от част от търговските банки за депозитиране на свободни левови парични наличности без такса с цел автоматичното им превакутиране в евро след присъединяването на България към еврозоната от началото на 2026 г. През първите осем месеца на годината растежът на кредита за домакинствата се запази близо до този в края на 2024 г. (20.8%), като за него с най-висок принос отново бяха жилищните кредити. Основните фактори, които подкрепяха растежа на тези кредити, бяха нарастващите доходи от труд, запазването на много ниски нива на лихвените проценти, както и високата ликвидност и стабилната капиталова позиция на банките. Резултатите от провежданата от БНБ Анкета за кредитната дейност на банките показват запазване без изменение на стандарти-

те за отпускане на жилищни кредити през второто тримесечие на 2025 г. след отчетеното съществено затягане на тези стандарти през последното тримесечие на 2024 г., което продължи и през първото тримесечие на тази година. Затягането на стандартите може да бъде обвързано с въведените от БНБ изисквания за показателите за кредитни стандарти при отпускане и при преговаряне на кредити, обезпечени с жилищни недвижими имоти, влезли в сила от началото на октомври 2024 г.

През второто тримесечие на 2025 г. годишният растеж на икономическата активност се ускори до 3.5% (спрямо 2.9% през предходното тримесечие), като основни фактори за това бяха понижението на вноса на стоки (с 0.2%) и значителното ускоряване на растежа на прайвительственото потребление (с 16.3%). По компоненти продължи да се наблюдава съществен положителен принос на частното потребление, което се повиши с 6.9% на годишна база в реално изражение, подкрепено от нарастването на заетостта и растежа на располагаемия доход на домакинствата, докато приносът на нетния износ остана отрицателен (-3.1 процентни пункта спрямо -5.4 процентни пункта през първото тримесечие). Брутната добавена стойност се повиши с 2.6% на годишна база през второто тримесечие, за което положително допринесе единствено секторът на услугите. Условиата на пазара на труда останаха много затегнати през второто тримесечие на 2025 г. Заетостта се повиши с 3.7% на годишна база, а недостигът на работна ръка продължи да се увеличава до исторически високи нива. Тези фактори намериха отражение в повишение на номиналната компенсация на един нает с 18.5% на годишна база през второто тримесечие на 2025 г.

Краткосрочните индикатори даваха разнопосочни сигнали за икономическата активност по отделните сектори през третото тримесечие на 2025 г. Част от индикаторите, които проследяват текущата производствена активност на фирмите, се позиционираха под дългосрочните си стойности, докато оборотите в търговията на дребно се повишиха на годишна база и нагласите на домакинствата се запазиха на високи в исторически план стойности. Това е предпоставка за слабо ускоряване на верижния растеж на реалния БВП през третото тримесечие на 2025 г., като оценките предполагат, че частното потребление ще продължи да има ключова роля за растежа на БВП. В края на 2025 г. и началото на 2026 г. предвиждаме нарастването на реалния БВП да продължи да бъде подкрепяно най-вече от вътрешното търсене, докато отрицателният принос на нетния износ очакваме да се свие в края на годината и да започне да допринася положително за икономическата активност в началото на 2026 г.

Годишната инфлация, измерена чрез хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ), възлезе на 3.5% през август 2025 г. спрямо 2.1% в края на 2024 г., като най-голямо влияние за ускорението имаха групите на храните и на услугите, при които годишната инфлация в последните месеци се задържа на нива от около 6-7%. Определящи фактори за ускоряването на инфлацията бяха нарастващите разходи за труд на единица продукция и силното частно потребление, които позволиха на фирмите да пренесат по-високите производствени разходи към крайните потребители. След временното забавяне на темпа на растеж, през третото тримесечие годишната инфлация отново започна да се ускорява и достигна 3.5% средно за периода юли – август спрямо 2.9% през второто тримесечие на 2025 г. Ускорението на инфлацията се дължеше главно на забавящия се темп на поевтиняване на цените на енергийните продукти, както и на наблюдавания повишен растеж на цените в групите на храните и на административно определяните цени. През втората половина на 2025 г. очакваме инфлацията да продължи да се повишава, след което да се забави в началото на 2026 г.

1. ВЪНШНА СРЕДА

1.1. Конюнктура

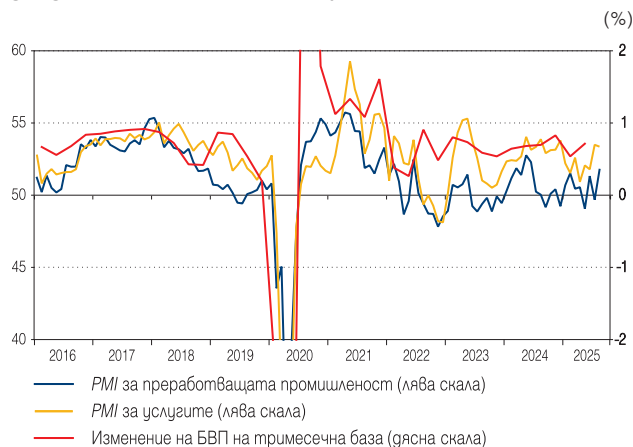
Глобална конюнктура

През второто тримесечие на 2025 г. растежът на глобалния БВП се ускори до 0.7% в реално изражение спрямо 0.5% през преходното тримесечие. Ускоряването на икономическия растеж отразяваше предимно еднократни ефекти, свързани с повишената колебливост в нетния износ и запасите на водещите икономики, породена от промените във външнотърговската политика на САЩ. Данните за глобалните PMI индекси за сектора на услугите и сектора на промишлеността дават индикации за ускоряване на растежа през третото тримесечие на 2025 г. В сектора на услугите беше отчетено значително повишаване на икономическата активност, което се дължи основно на бизнес услугите и финансовите услуги. В сектора на промишлеността се наблюдаваше колебливост с тенденция към повишение спрямо нивата през второто тримесечие.

Промените във външнотърговската политика на САЩ се отразиха и в динамиката на обема на световната търговия, чийто годишен растеж се ускори през първото тримесечие на 2025 г. поради нарастването на поръчките преди влизането в сила на по-високите мита за вноса в САЩ, докато през второто тримесечие се наблюдаваше постепенно забавяне на растежа вследствие на влизането в сила на част от новите митнически ставки. Към юни годишният растеж на обема на световната търговия възлезе на 3.1% спрямо 6.7% към март 2025 г.

Глобалната инфлация се ускори през юли и август 2025 г., което отразяваше ускоряването на растежа на потребителските цени както в страните с развиващи се икономики, така и в страните с развити икономики.

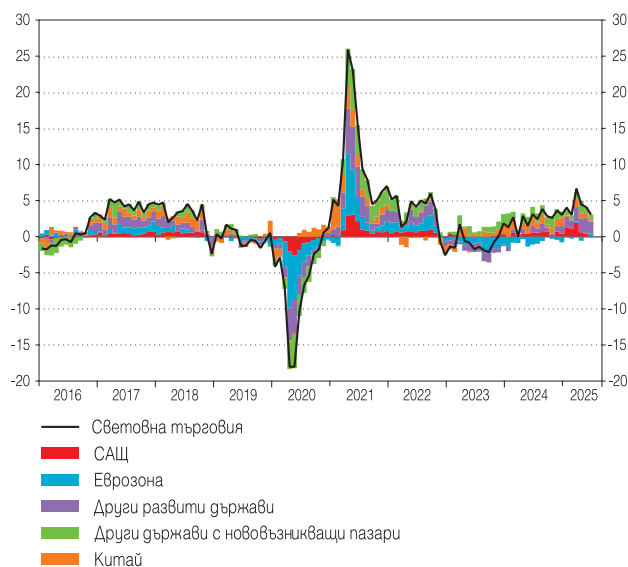
PMI за преработващата промишленост и услугите и изменение на реалния световен БВП



Източници: JP Morgan, Световна банка.

Световна търговия със стоки

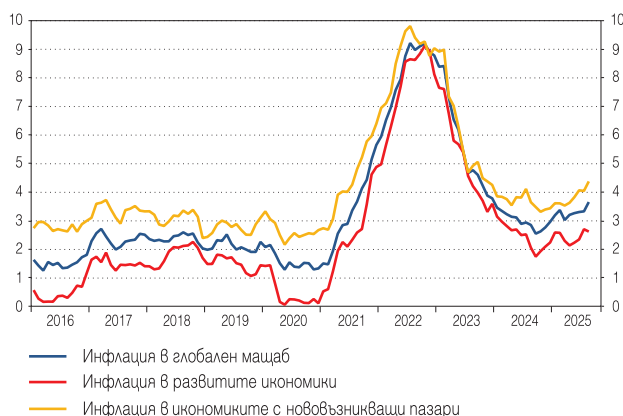
(%, процентни пунктове; годишен темп на изменение на обема и принос по региони)



Източник: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

Инфлация, измерена чрез ИПЦ

(%; на годишна база, сезонно изгладени данни)



Източник: Световна банка.

Международни цени на основни стоки

През третото¹ тримесечие на 2025 г. цената на петрола тип „Брент“ в долари² се повиши на верижна база и достигна 69.6 долара за барел (2.6%), докато в евро цената на суровината слабо се понижи (с 0.2% до 59.7 евро/барел). На годишна база цената на петрола се понижи както в долари (с 13.2%), така и в евро (с 18.2%). Основен фактор за спада бяха решенията на страните от ОПЕК+ за поетапно облекчаване на производствените ограничения, както и увеличаването на производството в държави извън групата.

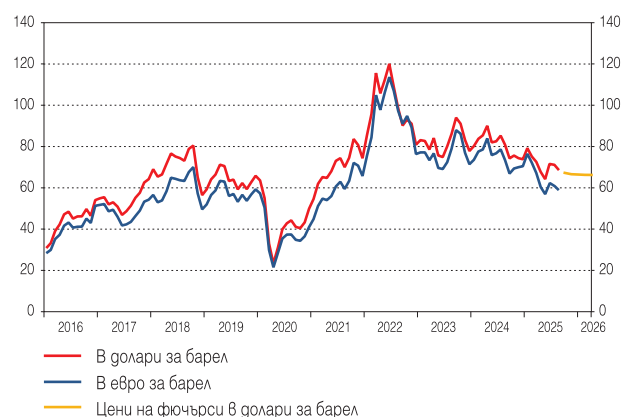
През третото тримесечие на 2025 г. цената на природния газ на европейския пазар се понижи на годишна база с 1.0% в долари и с 6.6% в евро и продължи да се понижава на тримесечна база (с 4.1% в долари и с 6.7% в евро). Определящи фактори за поевтиняването на природния газ бяха по-високата база в резултат от високата рискова премия през третото тримесечие на 2024 г., високите нива на запълване на капацитета на газохранилищата в Европа³, както и нарасналият внос на втечнен природен газ от САЩ, които ограничиха опасенията за сигурността на доставките.

¹ Наличните данни са до месец август 2025 г.

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

³ По данни на GIE (Газова инфраструктура на Европа) към 31 август капацитетът на европейските газохранилища е запълнен на 77.7% спрямо средно 86% към същата дата в периода 2019–2024 г.

Цена и фючърси на суров петрол тип „Брент“

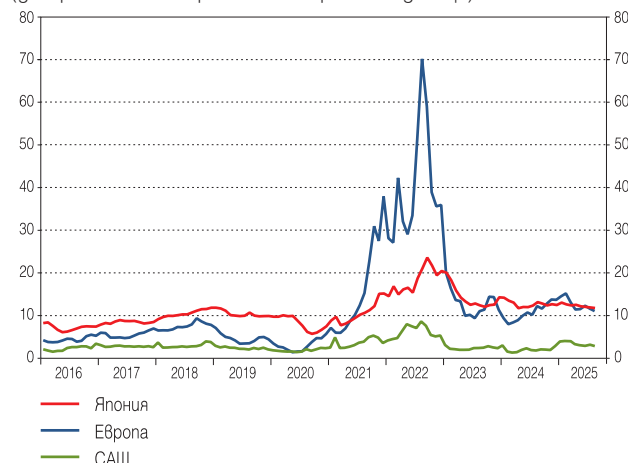


Забележка: Цените на фючърсите са средните за септември 2025 г. цени на контрактите, долари за барел.

Източници: Световна банка, ЕЦБ, JP Morgan, изчисления на БНБ.

Цени на природен газ

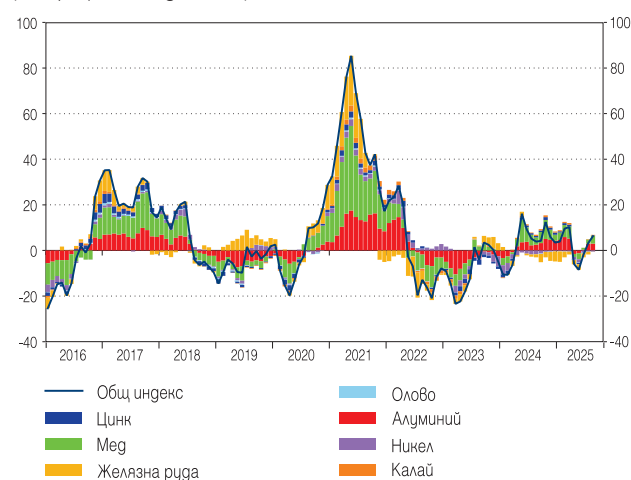
(долари за милион британски термални единици)



Източник: Световна банка.

Индекс на цените на метали

(%, процентни пунктове)



Забележка: Годишен темп на изменение (в проценти) и принос (в процентни пунктове) по подкомпоненти на съответните ценови индекси, измерени в долари.

Източници: Световна банка, изчисления на БНБ.

През периода юли – август 2025 г. усредненият ценови индекс на метали и минерали отчете нарастване с 4.7% на годишна база в долари и понижение с 1.8% в евро. Повишението на индекса се дължеше предимно на положителния принос на поскъпването на алуминия и медта. Цената на медта, която е с основно значение за българския износ, се повиши в резултат на нарасналото търсене, свързано с рисковете от промените във външнотърговската политика на САЩ.

През същия период общият индекс на цените на храните отчете годишен спад с 4.6% в долари (с 10.6% в евро). За понижението на общия индекс на цените на хранителните суровини най-голям принос имаше поевтиняването на ориза и соята. Поевтиняването на пшеницата, която е от основно значение за българския износ на храни, се дължеше основно на повишеното глобално предлагане, по-слабото търсене от водещи вносители в Азия и Северна Африка, както и на по-високите реколти в ЕС и Русия.

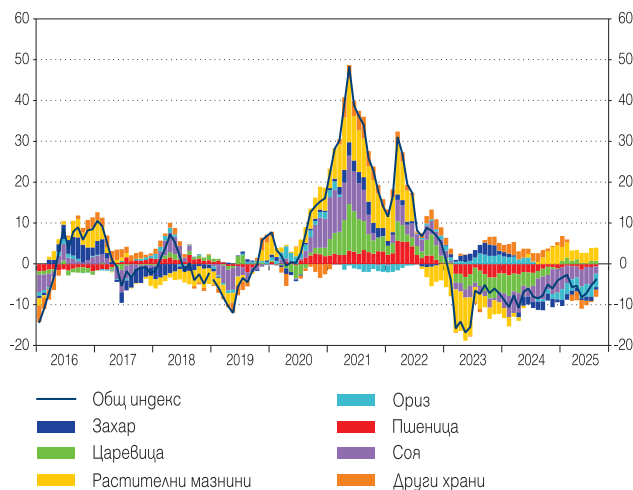
САЩ

Реалният БВП на САЩ отбеляза растеж с 0.9% на верижна база през второто тримесечие на 2025 г. спрямо спад с 0.2% през първото тримесечие. Възстановяването на растежа през второто тримесечие се дължеше в най-голяма степен на спада на вноса, който доведе до значителен положителен принос на нетния износ, както и на ускорението на потребителските разходи. Големият положителен принос на нетния износ бе частично компенсиран от съществения спад на запасите. Инвестициите имаха положителен принос към растежа през второто тримесечие, който бе по-малък в сравнение с предходното тримесечие, докато инвестициите и потреблението на публичния сектор имаха слаб отрицателен принос.

Основните показатели за пазара на труда в САЩ отчетоха известно влошаване през третото тримесечие на 2025 г. През юли и август броят на заетите в неаграрния сектор се увеличи общо със 101 хил. (при увеличение със 164 хил. работни места през второто тримесечие на 2025 г.). Съотношението на обявените нови работни места към

Индекс на цените на храни

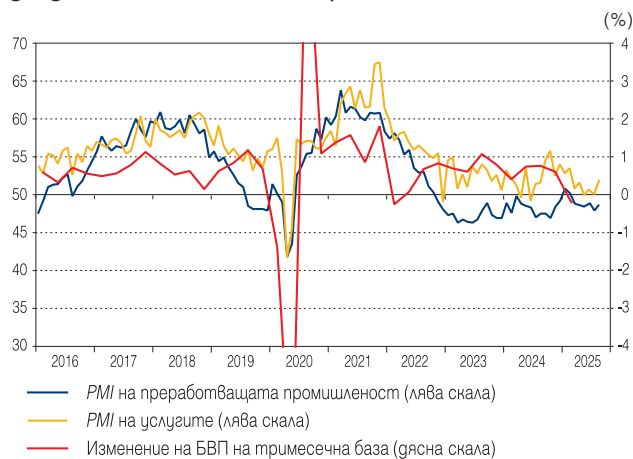
(%, процентни пунктове)



Забележка: Годишен темп на изменение (в проценти) и принос (в процентни пунктове) по подкомпоненти на съответните ценови индекси, измерени в долари.

Източници: Световна банка, изчисления на БНБ.

PMI за преработващата промишленост и услугите и изменение на реалния БВП на САЩ



Източници: Institute for Supply Management (ISM), Bureau of Economic Analysis.

боя на безработните през юли се понижи до 0.99 при 1.05 през юни, като за първи път от април 2021 г. бе под единица. През август коефициентът на безработица се повиши до 4.3% спрямо 4.2% през второто тримесечие.

През третото тримесечие на 2025 г. годишната инфлация при потребителските цени се повиши слабо, като остана над целевата стойност на Федералния резерв от 2%. През юли годишният темп на изменение на ценовия индекс на индивидуалните потребителски разходи достигна 2.6% спрямо средно 2.4% през второто тримесечие. Годишният растеж на базисния индекс на индивидуалните потребителски разходи, който изключва компонентите храни и енергийни продукти, през юли се повиши до 2.9% спрямо средно 2.7% през второто тримесечие на 2025 г. Повишението се дължеше главно на поскъпването на финансовите услуги и някои стоки за дълготрайна употреба.

През септември 2025 г. Федералният комитет по операциите на открития пазар (FOMC) понижи коридора на лихвения процент на федералните фондове с 25 базисни точки до интервала 4.00 – 4.25%. Решението бе мотивирано с нарасналите рискове пред развитието на трудовия пазар.

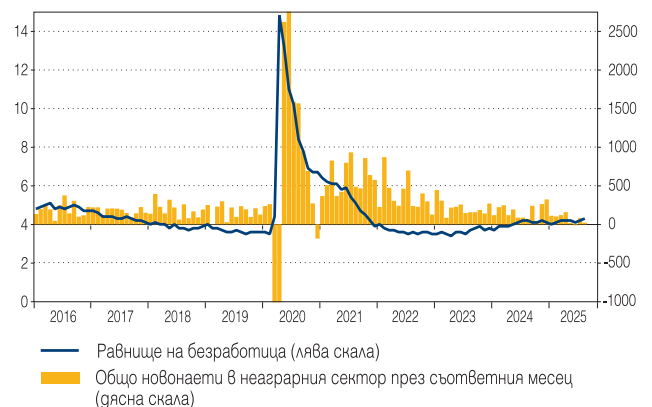
През септември 2025 г. обобщените прогнози на членовете на Комитета показаха умерено подобрение в очакванията за икономическия растеж и запазване на средносрочната динамика на инфлацията и безработицата. Медианата на очакванията за лихвения процент по федералните фондове беше ревизирана низходящо с по 25 базисни точки за 2025, 2026 и 2027 г., съответно до 3.6%, 3.4% и 3.1%. Оценката за дългосрочното равновесно равнище на лихвения процент по федералните фондове бе запазена на 3.00%.

Китай

Реалният БВП на Китай се повиши през второто тримесечие на 2025 г. с 1.1% на верижна база спрямо 1.2% през предходното тримесечие. Основен фактор за забавянето на растежа бе високата база през предходните две тримесечия, когато се наблюдаваше по-съществено нарастване на износа,

Равнище на безработица и месечно изменение на броя на наетите в неаграрния сектор в САЩ

(%) (новонаети работници; хил. души)

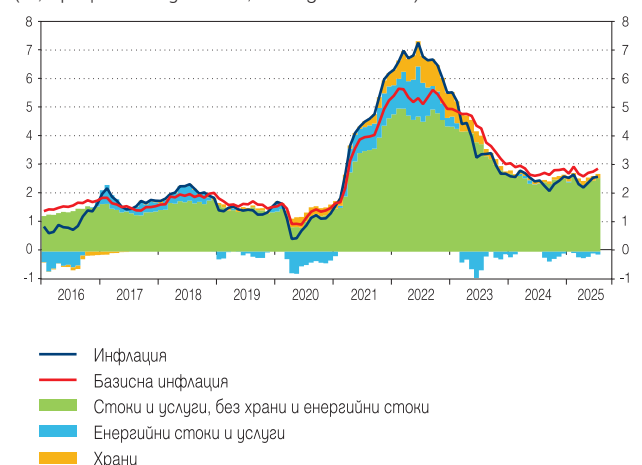


Забележка: Новонаетите работници в неаграрния сектор за април и юни 2020 г. не са обхванати изцяло от графиката и са съответно -20 471 и 4631 хиляди.

Източник: Bureau of Labor Statistics.

Инфлация в САЩ

(%, процентни пунктове; на годишна база)

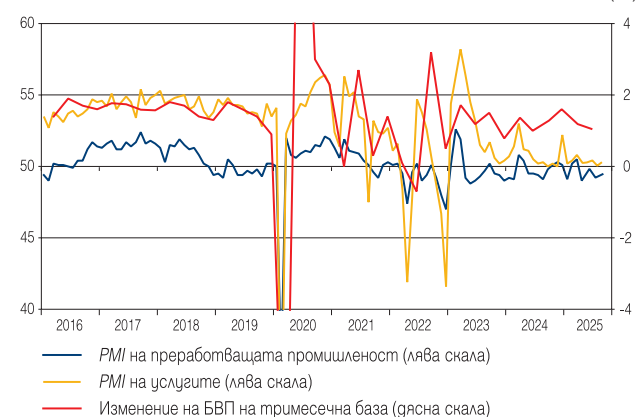


Забележки: Инфлацията е измерена чрез индекса на личните потребителски разходи. Базисната инфлация е измерена чрез индекса на личните потребителски разходи, без разходите за храна и енергийни продукти.

Източник: Bureau of Economic Analysis.

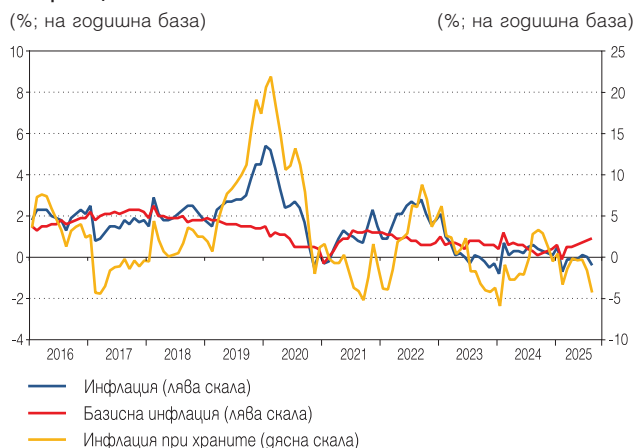
PMI за преработващата промишленост и услугите и изменение на реалния БВП на Китай

(%)



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

Инфлация в Китай



Забележки: Инфлацията е измерена чрез индекса на потребителските цени.

Базисната инфлация е измерена чрез индекса на потребителските цени, без храни и енергийни продукти.

Източник: Национално статистическо бюро на Китай.

породено от предстоящото влизане в сила на новите митнически тарифи на САЩ.

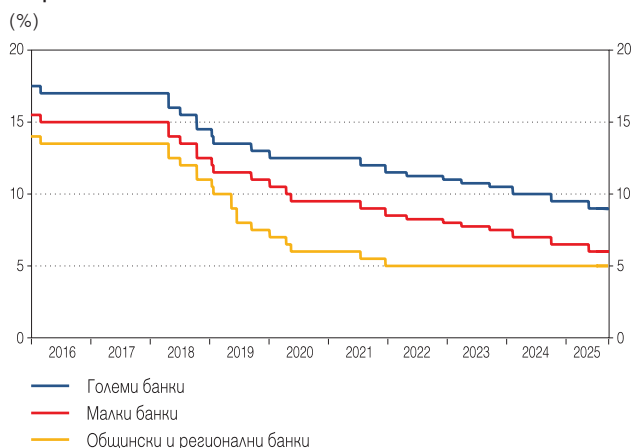
През третото тримесечие на 2025 г. конюнктурните индикатори (*PMI* индексите) продължиха колебливата си динамика около неутралната граница от 50 пункта, като по-висока беше активността в сектора на услугите, докато в промишлеността индикаторите сигнализираха продължаваща стагнация.

През август 2025 г. в Китай бе отчетена годишна дефлация при потребителските цени от 0.4% спрямо инфлация от 0.0% средно през второто тримесечие. Понижението на потребителските цени се дължеше основно на спада на цените на храните, докато базисната инфлация продължи да се ускорява, възлизайки на 0.9% на годишна база през август спрямо средно 0.6% през второто тримесечие.

През третото тримесечие на 2025 г. тенденцията към забавяне на спада на цените на жилищата в Китай се запази. През август годишният спад на цените на жилищата в големите градове се забави до -0.9% спрямо средно -1.7% през второто тримесечие.

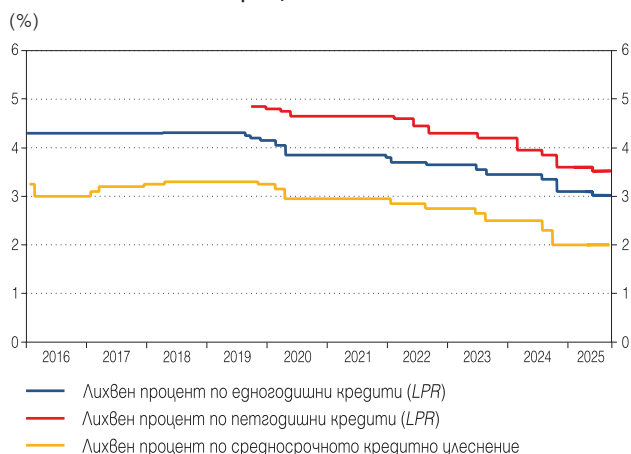
През август китайските власти обявиха мерки за подпомагане на потребителското търсене под формата на финансирана от правителството отстъпка в размер на 1 процентен пункт от лихвения процент по

Норма на ЗМР в Китай



Източник: Народна банка на Китай.

Основни лихвени проценти в Китай



Източник: Народна банка на Китай.

потребителските кредити и кредитите за бизнеса в сектора на услугите.

През третото тримесечие на 2025 г. Народната банка на Китай не предприе мерки за промяна на паричната политика.

Еврозона

През второто тримесечие на 2025 г. реалният БВП на еврозоната се забави до 0.1% на тримесечна база спрямо 0.6% през първото тримесечие. Основните компоненти на разходите за крайно потребление, с изключение на инвестициите и нетния износ, имаха положителен принос за верижното изменение на БВП. В Германия и Италия, които са най-големите търговски партньори на България, реалният БВП се сви през второто тримесечие на 2025 г. съответно с 0.3% и с 0.1% на верижна база.

Наличните към края на септември 2025 г. данни за конюнктурните показатели в еврозоната, включително PMI индексите, дават индикации за задържане на ниски нива на темпа на верижно нарастване на реалния БВП на еврозоната през третото тримесечие на 2025 г. PMI индексите отчитат леко ускоряване на икономическата активност в сектора на услугите, докато оценката на мениджърите на предприятията в сектора на промишлеността е за продължаващо забавяне на активността в сектора.

Условията на пазара на труда в еврозоната остават сравнително благоприятни през третото тримесечие. Коефициентът на безработица се запази на много ниски в исторически план нива, като през юли се понижи до 6.2% спрямо 6.3% през второто тримесечие. При заетостта продължи да се наблюдава тенденция към забавяне на растежа, като през второто тримесечие на 2025 г. тя нарасна с 0.6% на годишна база спрямо растеж с 0.8% през предходното тримесечие.

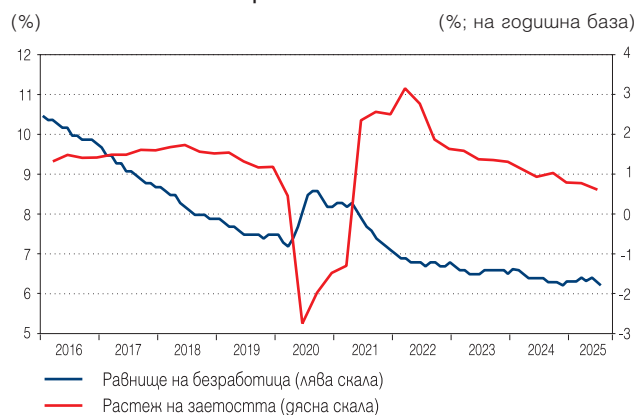
През третото тримесечие на 2025 г. годишната инфлация при потребителските цени в еврозоната остана относително стабилна. През август 2025 г. тя възлезе на 2.0%, колкото бе и средното ѝ равнище през второто тримесечие на годината. Базисната инфлация, изключваща храни и енергийни продукти, се понижи слабо и възлезе на 2.3%

PMI за преработващата промишленост и услугите и изменение на реалния БВП на еврозоната



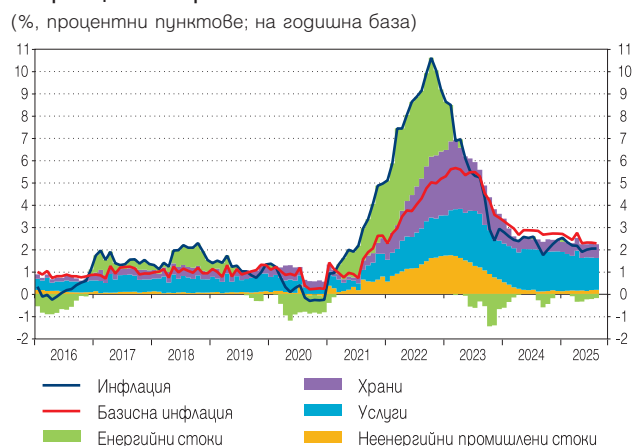
Източник: Евростат.

Равнище на безработица и растеж на заетостта в еврозоната



Източник: Евростат.

Инфлация в еврозоната



Забележки: Инфлацията е измерена чрез ХИПЦ. Базисната инфлация е измерена чрез ХИПЦ, без енергийни продукти, храни, алкохол и тютюневи изделия.

Източник: Евростат.

на годишна база през август спрямо 2.4% през второто тримесечие на 2025 г.

Отчитайки динамиката на инфлацията в еврозоната и перспективите за нейното стабилизиране около целевата стойност на ЕЦБ, Управителният съвет (УС) на централната банка запази непроменени нивата на референтните лихвени проценти през третото тримесечие на 2025 г. на 2.00%, 2.15% и 2.40% съответно за лихвените проценти по депозитното улеснение, по основните операции по рефинансиране и по пределното кредитно улеснение.

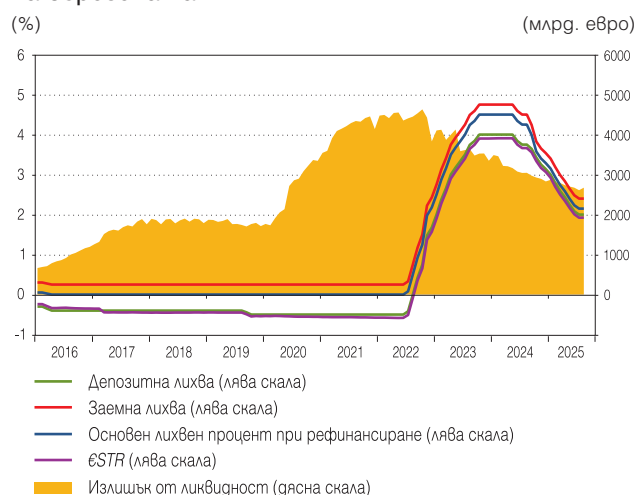
Лихвените проценти на паричния пазар в еврозоната през третото тримесечие на 2025 г. останаха без съществена промяна спрямо края на второто тримесечие поради запазването на основните лихвени проценти на ЕЦБ. Средната стойност на референтния обвързат лихвен процент *€STR* достигна 1.92% през тримесечието спрямо 2.17% през второто тримесечие на 2025 г.

Доходността на ДЦК на Германия се повиши през периода от 1 юли до 25 септември, като доходността в двегодишния падежен сектор нарасна с 18 базисни точки до 2.04%, а в десетгодишния падежен сектор се повиши със 17 базисни точки до 2.77%. Основни фактори за повишението на доходността на ДЦК на Германия през третото тримесечие бяха намаляването на пазарните очаквания за понижаване на основните лихвени проценти на ЕЦБ през септември, както и очакванията на пазарните участници за нарастване на обема на емисиите на ДЦК на Германия с оглед на нуждата за финансиране на разходи за инфраструктура и отбрана.

1.2. Влияние върху българската икономика

Динамиката на българския износ на стоки през първата половина на 2025 г. не следваше тази на икономическата активност и на външното търсене от основните ни търговски партньори, като българският износ се понижи на годишна база, докато при глобалната търговия и при икономическата активност в еврозоната се наблюдаваше ускорение на годишния растеж. Тази разнопосочна динамика се дължеше на специфичните за страната ни фактори, свързани с планирани

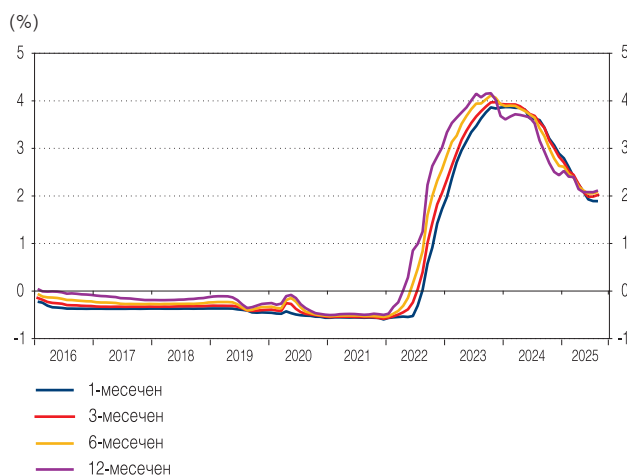
Лихвени проценти на ЕЦБ, ЕОНИА, *€STR* и излишък от ликвидност в банковата система на еврозоната



Забележка: Серията ЕОНИА/*€STR* е съставена от: ЕОНИА в периода от 2008 г. до 14 март 2017 г.; предварителен *€STR* (*pre-€STR*) в периода от 15 март 2017 г. до 30 септември 2019 г.; *€STR* в периода след 30 септември 2019 г.

Източник: ЕЦБ.

ЮРИБОР



Източник: ЕЦБ.

ремонтни дейности в ключови експортно ориентирани предприятия през второто тримесечие. С приключването на тези ремонти през третото тримесечие и предвид сигналите за ускоряване на икономическата активност в основните ни търговски партньори от еврозоната може да се очаква износът отново да премине към растеж на годишна база. Рисковете от по-неблагоприятно развитие, свързани с евентуални промени във външнотърговската политика на САЩ, изглеждат значително по-ограничени спрямо началото на годината вследствие на частичната им материализация, което дава по-голяма предвидимост на износителите и също вероятно ще допринесе за нарастването на българския износ на стоки.

Динамиката на цените на основните суровини на международните пазари през третото тримесечие на 2025 г., изразяваща се най-вече в съществени понижения на годишна база при цените на петрола и храните, в комбинация със структурата на българската икономика, външна търговия и вътрешните за страната ценови процеси, най-вече по отношение на разходите за труд, дават индикации за формирането на благоприятни условия на търговия през третото тримесечие на 2025 г., които ще допринесат в посока към ограничаване на търговския дефицит на България.

Предприятиите от ЕЦБ четири понижения на основните лихвени проценти през първата половина на 2025 г. се отразиха в подобряване на условията на финансиране на българското правителство и на нефинансовите предприятия в страната. Изменението на лихвените проценти на паричния пазар в еврозоната беше пренесено сравнително бързо върху лихвените проценти на междубанковия паричен пазар в България съгласно принципите на функциониране на паричния съвет. Същевременно трансмисията от понижението на основните лихвени проценти на ЕЦБ към лихвените проценти по жилищните и потребителските кредити в България беше силно ограничена, както беше и в предхождащата възходяща фаза на лихвения цикъл, основно поради специфични за България фактори.

2. Външни финансови потоци

2.1. Платежен баланс и външна търговия

За периода януари – юли 2025 г. салдото по текущата и капиталовата сметка отчете дефицит от 1.8 млрд. евро (1.7% от БВП), което предполагаше необходимост от външно финансиране на икономиката. Салдото по финансовата сметка през периода беше отрицателно в размер на 3.2 млрд. евро (3.0% от БВП) заради по-ниския размер на новопридобитите чуждестранни активи на българските резиденти спрямо новопоемите им пасиви. В резултат на тези процеси брутните международни резерви на страната се повишиха с 0.9 млрд. евро (0.8% от БВП) през периода януари – юли 2025 г. (при понижение от 5.7 млрд. евро през същия период на 2024 г.). Към юли 2025 г. размерът на брутните международни резерви се запази на високо ниво според широковъзприетите в практиката показатели, като покриваше номиналния внос на стоки и услуги⁴ за период от 9.0 месеца (8.9 месеца през декември 2024 г.). Съотношението на международните валутни резерви⁵ към краткосрочния външен дълг на страната възлезе на 3.9 пъти към юни 2025 г. (спрямо 4.3 пъти към декември 2024 г.).

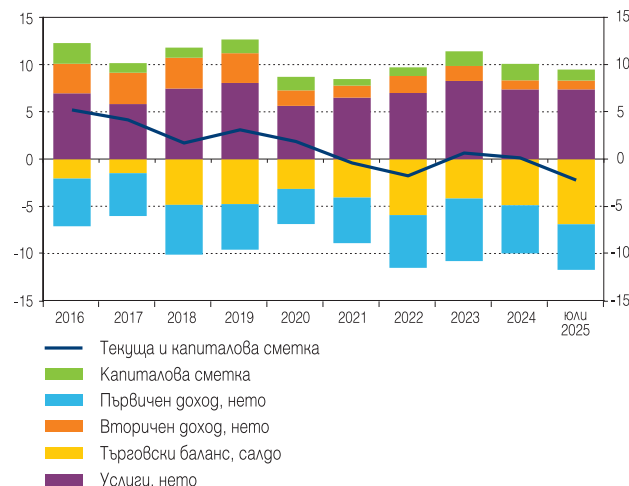
Текуща сметка и капиталова сметка

Дефицитът по текущата и капиталовата сметка за последните 12 месеца към юли 2025 г. достигна 2.2% от БВП при излишък от 0.1% от БВП към края на 2024 г. Това се дължеше главно на влошаването на текущата сметка, чийто дефицит достигна 3.4% от БВП за последните 12 месеца към

⁴ Изчислен за последните 12 месеца към юли 2025 г.

⁵ Използвани са брутните международни валутни резерви по баланса на управление „Емисионно“ на БНБ. Пазарната стойност на международните валутни резерви включва измененията от трансакции, валутно-курскови разлики и ценови преоценки.

Динамика на потоците по текущата и капиталовата сметка и принос по компоненти (% от БВП)



Забележки: Данните за потоците по текущата и капиталовата сметка към юли 2025 г. са акумулирани за последните дванадесет месеца.

При изчисляване на съотношението към БВП за юли 2025 г. са използвани данните за номиналния БВП за последните четири тримесечия до второто тримесечие на 2025 г. включително.

Източници: БНБ, НСИ, изчисления на БНБ.

юли 2025 г. (при 1.6% от БВП към декември 2024 г.) главно по отношение на нарастващия търговски дефицит. Същевременно излишъкът по капиталовата сметка се понижи до 1.2% от БВП за последните 12 месеца към юли 2025 г. (при 1.7% от БВП към декември 2024 г.) основно по линия на по-ниските входящи капиталови трансфери към сектор „държавно управление“ под формата на инвестиционни субсидии.

Търговски баланс и външна търговия със стоки

През периода януари – юли 2025 г. търговският дефицит се разшири на годишна база вследствие на комбинация от спад на номиналния износ на стоки от 4.4% и растеж на номиналния внос на стоки от 4.2%. Според данните от националните сметки, налични до края на второто тримесечие на 2025 г., тази динамика се е развила на фона на благоприятни условия за търговия⁶, като реалният износ на стоки е отбелязал понижение с 5.3% на годишна база през първата половина на 2025 г., а реалният внос на стоки е нараснал с 2.9%.

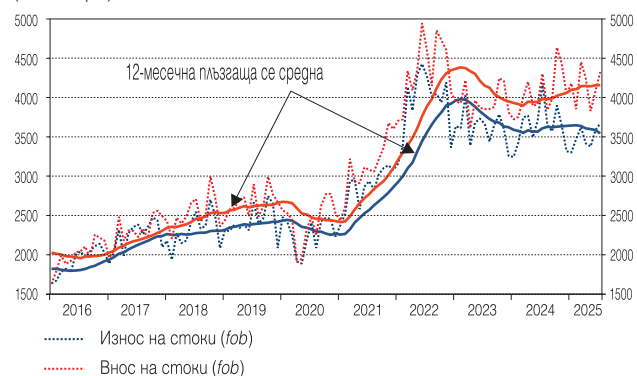
Според изчисленията на БНБ, извършени въз основа на по-подробни данни за външната търговия в реално изражение по Стандартната външнотърговска класификация (СВТК)⁷, слабият износ на стоки през първото шестмесечие на 2025 г. се дължи в голяма степен на специфични за страната фактори. Основен принос за понижението на изнесените реални обеми имаха нефтопродуктите и цветните метали, като спадът в износа на тези групи може да се обясни с ремонтни дейности в ключови български предприятия в сферата на преработката на нефт и металургията. Растежът на годишна база на реалния внос на стоки през първата половина на 2025 г. бе широкообхва-

⁶ Благоприятните условия на търговия през първата половина на 2025 г. се изразяват в по-голям растеж на годишна база при цените на износа на стоки спрямо този при вноса на стоки според сезонно неизгладените данни за БВП.

⁷ Конструирани са реални обеми на износа и вноса на основните стокови групи по Стандартната външнотърговска класификация (СВТК), като за целта са използвани данни от НСИ за цените на износа и вноса на съответните стокови групи по СВТК и данни от Евростат за номиналните стойности на износа на същите стокови групи по СВТК.

Динамика на номиналния износ и внос на стоки (данни от статистиката за платежния баланс)

(млн. евро)

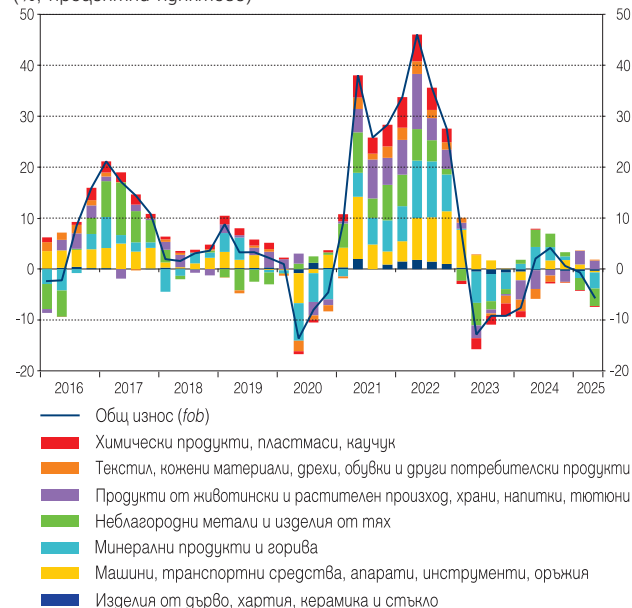


Забележка: На графиката са представени месечни данни, като последното налично наблюдение е за юли 2025 г.

Източник: БНБ.

Износ по стокови групи според Комбинираната номенклатура, принос за общия годишен темп на изменение по подкомпоненти

(%, процентни пунктове)



Забележка: На графиката са представени данни с тримесечна честота, като последното налично наблюдение е за второто тримесечие на 2025 г.

Източник: БНБ.

тен по стокови групи, отразявайки нарастваната несигурност в глобалната търговия на фона на търговски и геополитически конфликти в началото на годината и силното вътрешно търсене в България, но по тримесечия динамиката му се различаваше. През първото тримесечие на 2025 г. вносът на стоки нарасна значително, като основен принос за това имаше вносът на природен газ (вероятно поради пазарните очаквания за поскъпване на суровината и нуждите за ползване през зимните месеци). През второто тримесечие обаче общият внос на стоки отбеляза слабо понижение на годишна база, дължащо се изцяло на по-ниския внос на нефтопродукти и метални руди, което вероятно отново е свързано с ремонтните дейности в ключови предприятия през периода.

В резултат на тези процеси дефицитът по търговския баланс за последните 12 месеца към юли 2025 г. се разшири до 6.9% от БВП (спрямо 4.9% от БВП към декември 2024 г.).

Баланс по търговията с услуги

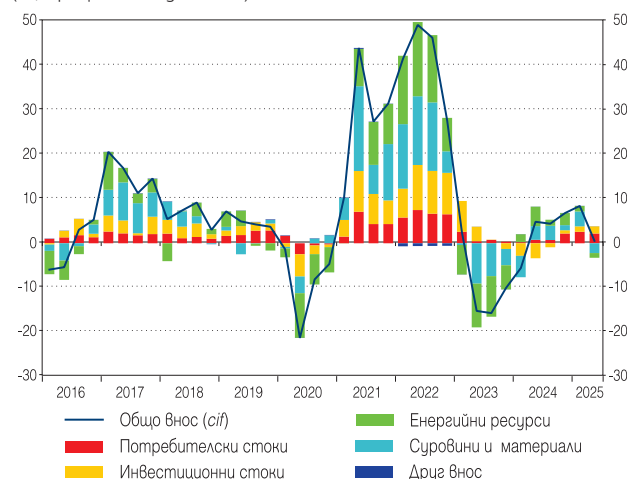
Излишъкът по търговията с услуги за последните 12 месеца към юли 2025 г. възлезе на 7.4% от БВП, оставайки без промяна спрямо края на 2024 г.

През периода януари – юли 2025 г. износът на услуги се покачи с 3.4% на годишна база, като основен принос за растежа имаха приходите от пътувания и информационни услуги. По данни на НСИ за първите седем месеца на 2025 г. броят на посещенията на чуждестранни граждани в България се е увеличил с 1.4% на годишна база, като най-голям принос имат посещенията от Румъния, Гърция и Турция.

Номиналният внос на услуги за периода януари – юли 2025 г. нарасна с 1.1% на годишна база основно по линия на по-високите разходи на български резиденти за пътувания в чужбина (които се повишиха със 17.5% на годишна база), както и на увеличеният внос на транспортни услуги.

Внос на групите стоки по начин на използване, принос за общия годишен темп на изменение по подкомпоненти

(%, процентни пунктове)

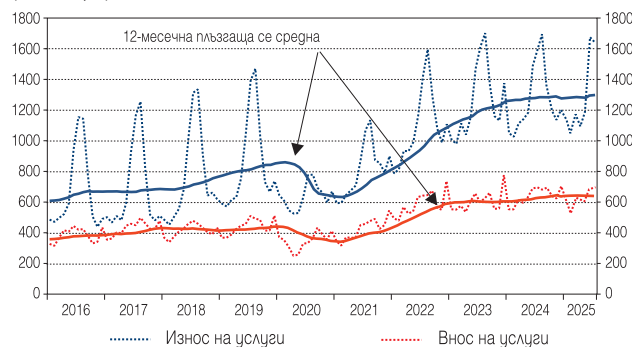


Забележка: На графиката са представени данни с тримесечна честота, като последното налично наблюдение е за второто тримесечие на 2025 г.

Източник: БНБ.

Динамика на номиналния износ и внос на услуги (данни от статистиката за платежния баланс)

(млн. евро)

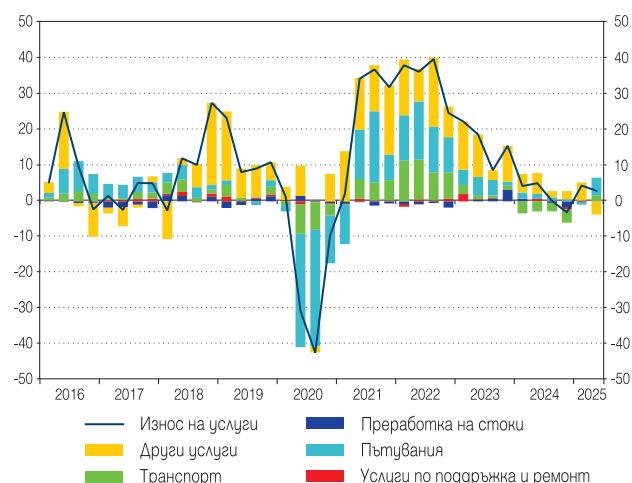


Забележка: На графиката са представени месечни данни, като последното налично наблюдение е за юли 2025 г.

Източник: БНБ.

Годишно изменение на износа на услуги и принос по подкомпоненти

(%, процентни пунктове)



Забележки: На графиката са представени данни с тримесечна честота, като последното наблюдение е за второто тримесечие на 2025 г.

Източник: БНБ.

Сметка „първичен доход, нето“ и сметка „вторичен доход, нето“

Дефицитът по статия „първичен доход, нето“ се понижи слабо през периода януари – юли 2025 г. в резултат на по-големия размер на входящите потоци, свързани с компенсация на наетите и „друг първичен доход“. В резултат на това за последните 12 месеца към юли 2025 г. дефицитът по първичния доход възлезе на 4.8% от БВП (спрямо 5.1% от БВП към декември 2024 г.).

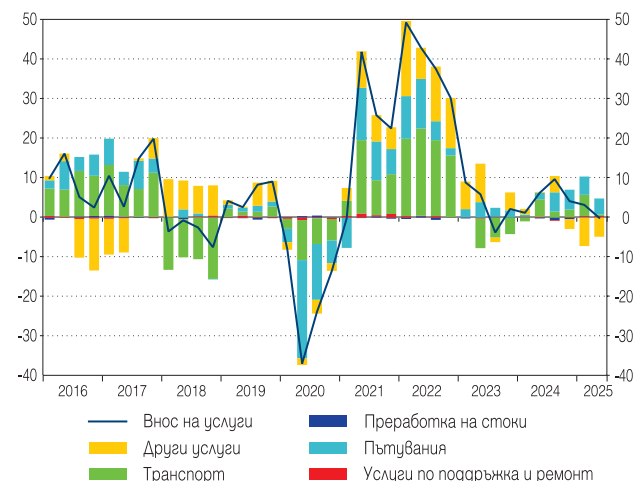
Излишъкът по статия „вторичен доход, нето“ за последните 12 месеца към юли 2025 г. възлезе на 0.9% от БВП и остана без съществена промяна спрямо 1.0% от БВП към декември 2024 г.

Финансова сметка и международна инвестиционна позиция

За последните 12 месеца към юли 2025 г. салдото по финансовата сметка беше отрицателно в размер на 9.0 млрд. евро (8.4% от БВП) при положително салдо от 0.1 млрд. евро (0.1% от БВП) към декември 2024 г., обусловено главно от поемането на нови задължения към нерезиденти. През първите седем месеца на 2025 г. се наблюдаваше по-нисък размер на новопридобити чуждестранни активи от български резиденти спрямо същия период на 2024 г. и съществено повишаване на размера на ново-

Годишно изменение на вноса на услуги и принос по подкомпоненти

(%, процентни пунктове)



Забележки: На графиката са представени данни с тримесечна честота, като последното наблюдение е за второто тримесечие на 2025 г.

Източник: БНБ.

поетите пасиви към нерезиденти спрямо януари – юли 2024 г. По-слабото увеличение на новопридобитите чуждестранни активи на български резиденти през периода януари – юли 2025 г. спрямо същия период на предходната година се дължи главно на портфейлните инвестиции под формата на дългови ценни книжа на банките и другите финансови предприятия, докато повишението на пасивите бе основно по отношение на емитираните дългосрочни ценни книжа на сектор „държавно управление“.

Притокът на привлечените преки инвестиции (пасиви) в България през периода януари – юли 2025 г. възлезе на 1.9 млрд. евро⁸ при 1.6 млрд. евро за същия период на 2024 г., като увеличението бе основно в реинвестирана печалба на нефинансовите предприятия. Секторите, привлекли най-голям дял от чуждестранните инвестиции през първата половина на 2025 г., бяха финансовите и застрахователните услуги и търговията на едро и дребно.

Размерът на преките чуждестранни инвестиции в България⁹ възлезе на 61.6% от БВП в края на първото тримесечие на 2025 г. (при 61.0% в края на 2024 г.), но в по-дългосрочен план продължи да следва тенденция към понижение като съотношение към БВП спрямо пиковите си нива от преди глобалната финансова криза.

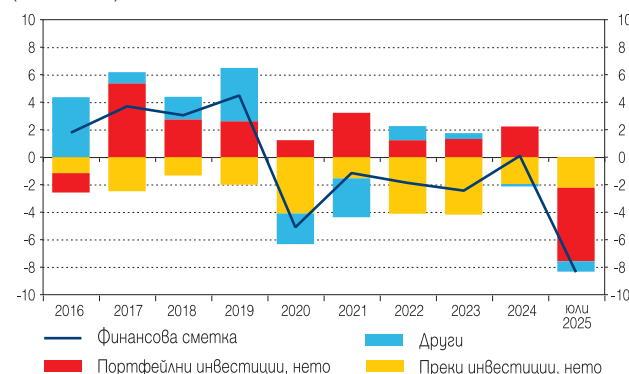
В резултат на движенията по платежния баланс и на измененията, дължащи се на курсови и ценови разлики, дефицитът по международната инвестиционна позиция на България се повиши до 4.9% от БВП в края на първото тримесечие на 2025 г. (спрямо 3.7% от БВП в края на 2024 г.). Тази динамика се дължи на комбинация от понижение на чуждестранните активи на български резиденти (основно под формата на резервни активи на централната банка) и от нарастване на пасивите към нерезиденти (под формата на дялов капитал и реинвестиране на печалба). Същевременно най-актуалните данни от платежния баланс сочат към допълнително влошаване на баланса по международната

⁸ Данните за 2024 г. и 2025 г. са предварителни и подлежат на ревизия.

⁹ Използвани са последните налични данни от март 2025 г. за международната инвестиционна позиция.

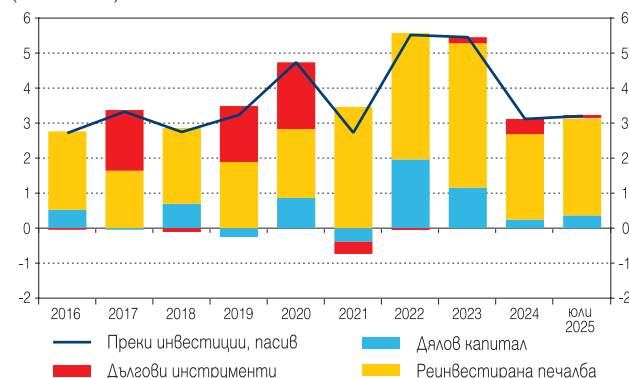
Динамика на потоците по финансовата сметка и принос по компоненти

(% от БВП)



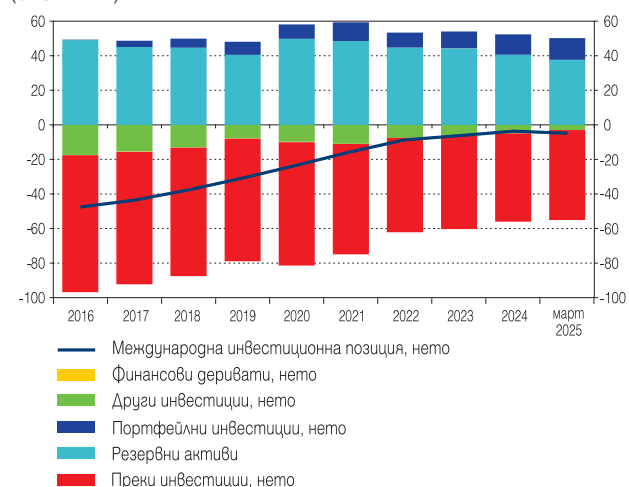
Преки инвестиции – пасиви, по вид инвестиция

(% от БВП)



Международна инвестиционна позиция на България

(% от БВП)



инвестиционна позиция през второто тримесечие на 2025 г. предвид емисиите на български дългови ценни книжа на международните пазари през периода.

2.2. Валутни резерви на БНБ

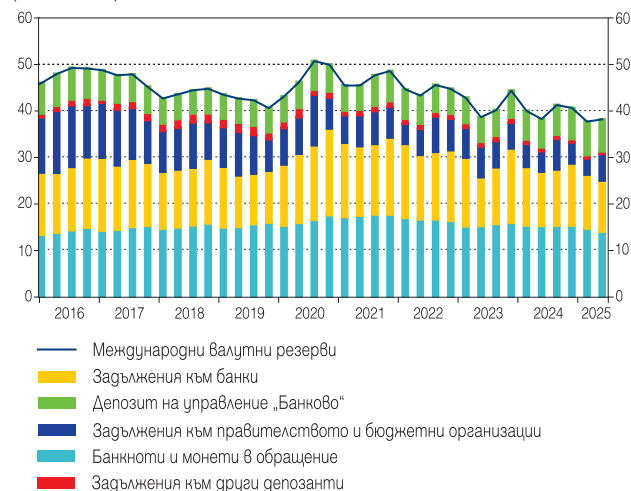
Към края на август 2025 г. пазарната стойност на международните валутни резерви на България (отчитаща валутнокурсони разлики и ценови преоценки) възлезе на 42.8 млрд. евро (83.7 млрд. лв.), като отчете повишение с 5.6 млрд. евро (10.9 млрд. лв.) на годишна база. Размерът на brutните международни валутни резерви отразява динамиката на финансовите потоци, генерирани в процеса на взаимодействие на външни и вътрешни икономически фактори, и съгласно принципите на функциониране на паричния съвет в България съответства на балансовата стойност на пасивите на управление „Емисионно“ на БНБ. Основен принос за повишението на пасивите на управление „Емисионно“ спрямо края на август 2024 г. имаше нарастването на задълженията към правителството и бюджетни организации, за което оказва влияние емисията на държавни облигации на международните капиталови пазари през юли 2025 г. Сравнително по-малко значение за увеличението на пасивите на управление „Емисионно“ имаше повишението на банковите резерви, което се определяше основно от задължителните минимални резерви в резултат на увеличението на резервната база. Към края на юни 2025 г. валутните резерви на БНБ възлязоха на 38.1% от БВП (40.5% от БВП в края на декември 2024 г.).

2.3. Външен дълг

Към юни 2025 г. размерът на brutния външен дълг на България възлезе на 53.0 млрд. евро (49.5% от БВП), като се повиши с 3.9 млрд. евро спрямо декември 2024 г. Повишението на дълга бе най-силно изразено при дългосрочните дългови ценни книжа на сектор „държавно управление“ предвид емисиите на държавен дълг на международните пазари през май 2025 г. Към юни 2025 г. делът на дългосрочния дълг в общия brutен външен дълг остана без съществена промяна спрямо декември 2024 г. на ниво от около 80%.

Структура на пасивите на баланса на управление „Емисионно“ на БНБ

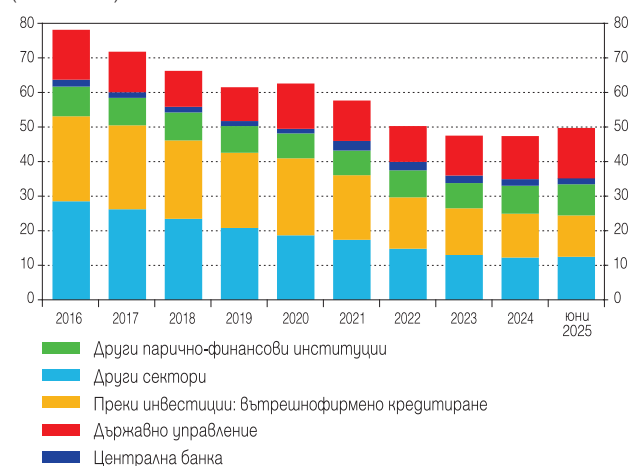
(% от БВП)



Източници: БНБ, НСИ, изчисления на БНБ.

Брутен външен дълг

(% от БВП)



Забележка: При изчисляване на съотношението brutен външен дълг към БВП за юни 2025 г. е използван номиналният БВП за последните четири тримесечия до второто тримесечие на 2025 г. включително.

Източници: БНБ, НСИ, изчисления на БНБ.

3. ПАРИ И КРЕДИТ

3.1. Парични и кредитни агрегати

Депозити на неправителствения сектор

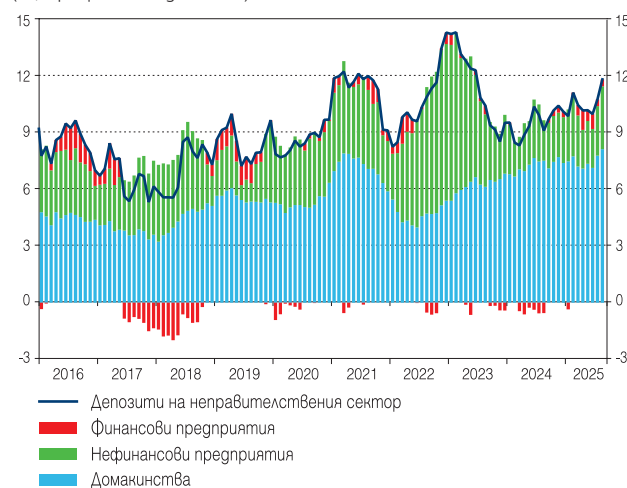
След сравнително стабилен растеж на депозитите на неправителствения сектор¹⁰ през първото и второто тримесечие на 2025 г., в периода юли – август годишният растеж се ускори, като достигна 11.8% (10.1% в края на 2024 г. и 10.0% през юни 2025 г.). През третото тримесечие повишок растеж на депозитите бе отчетен както в сектора на домакинствата, така и в сектора на нефинансовите предприятия. Фактор за наблюдаваната възходяща динамика на депозитите през този период са въведените промоционални кампании от част от търговските банки за депозирание на свободни левови парични наличности без такса с цел автоматичното им превалутутиране в евро след присъединяването на България към еврозоната от началото на 2026 г.

В края на август 2025 г. годишният растеж на депозитите на домакинствата възлезе на 12.7% (11.8% през декември 2024 г.). Нарастващите доходи от труд, запазващите се предпочитания на домакинствата да поддържат част от свободните си средства главно под формата на депозити в банковата система, както и започналото по-интензивно депозирание на свободни парични наличности в периода преди присъединяването на България към еврозоната са основните фактори, които оказаха влияние за растежа на депозитите на домакинствата. По отношение на матурирещата структура на депозитите в

¹⁰ Депозитите на неправителствения сектор включват депозитите на домакинствата, депозитите на нефинансовите предприятия и депозитите на финансовите предприятия. Основен дял в депозитите на неправителствения сектор заемат депозитите на домакинствата и нефинансовите предприятия (97.1% средно за последните 12 месеца към август 2025 г.), поради което анализът е концентриран върху тези два сектора.

Годишен растеж на депозитите на неправителствения сектор и принос по сектори

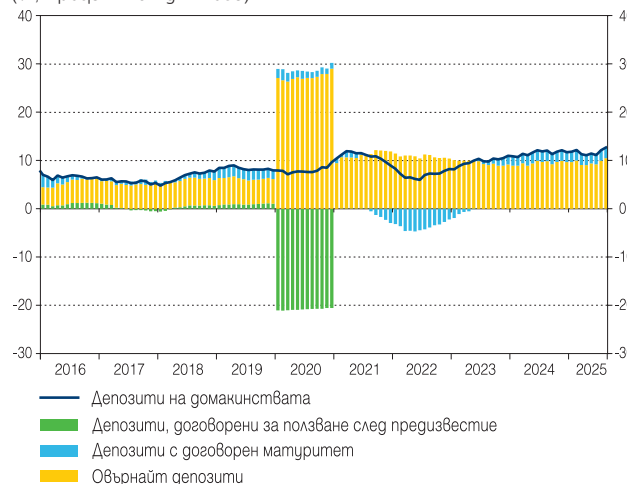
(%, процентни пунктове)



Източник: БНБ.

Годишен растеж на депозитите на домакинствата и принос по вид на депозита

(%, процентни пунктове)

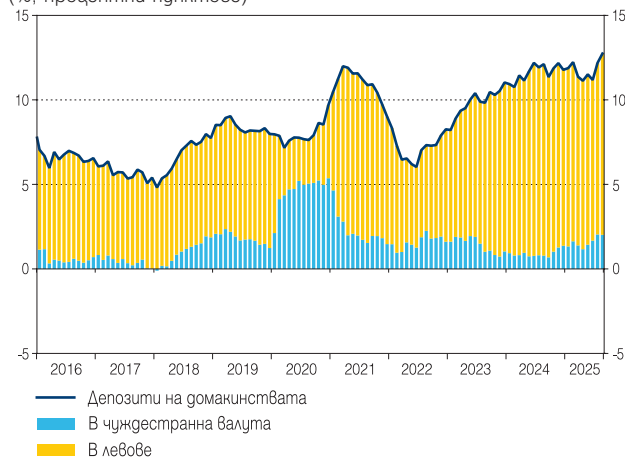


Забележка: Във връзка с извършен анализ на банковите продукти и в съответствие с методологическите изисквания, с данните към януари 2020 г. са прекласифицирани прехвърляеми спестовни депозити от показател „депозити, договорени за ползване след предизвестие до 3 месеца“ в показател „обвърнат депозити на сектор „домакинства“.

Източник: БНБ.

Годишен растеж на депозитите на домакинствата и принос по валути

(%, процентни пунктове)



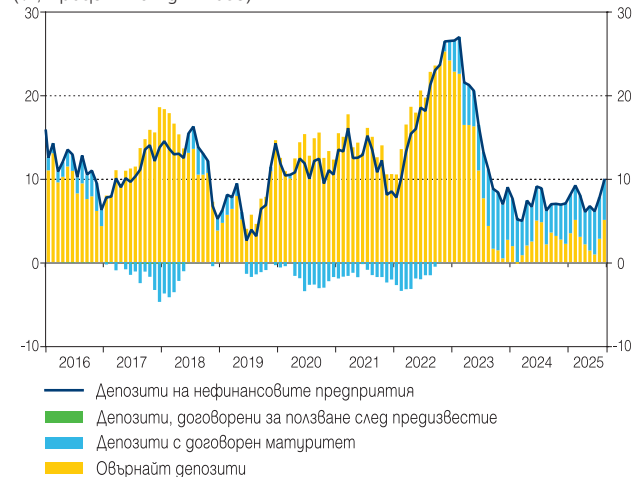
Източник: БНБ.

този сектор през периода януари – август 2025 г. се наблюдаваше запазване на най-голям принос на овърнайт депозитите, като за това допринесоха оставащите на ниски нива лихвени проценти по нови срочни депозити. Приносът на депозитите с договорен матуритет през този период бе значително по-малък. По отношение на валутната структура, през първите осем месеца на годината домакинствата запазиха предпочитанията си за спестяване предимно в левове, като депозитите в местна валута продължиха да имат най-съществен принос за годишния темп на нарастване на депозитите в сектора. Същевременно от края на второто тримесечие бе отчетено известно нарастване и на приноса на депозитите в чуждестранна валута (главно в евро), но той остана значително по-нисък от този на депозитите в местна валута.

В края на август 2025 г. годишният растеж на депозитите на нефинансовите предприятия възлезе на 9.9% (7.0% в края на декември 2024 г.). Данните по сектори на икономическа дейност показват, че „операции с недвижими имоти“, „професионални дейности и научни изследвания“ и „строителство“ са имали определящо значение за растежа на фирмените депозити през второто тримесечие на годината. През периода януари – юни депозитите с договорен матуритет имаха основен принос за общия растеж на фирмените депозити, докато през третото тримесечие на 2025 г. приносът на депозитите с договорен матуритет

Годишен растеж на депозитите на нефинансовите предприятия и принос по вид на депозита

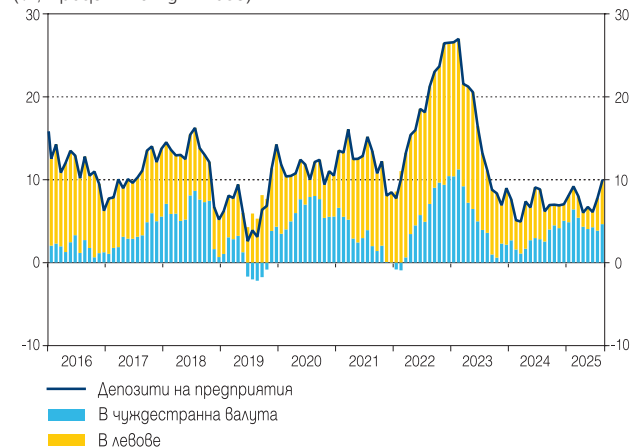
(%, процентни пунктове)



Източник: БНБ.

Годишен растеж на депозитите на нефинансовите предприятия и принос по валути

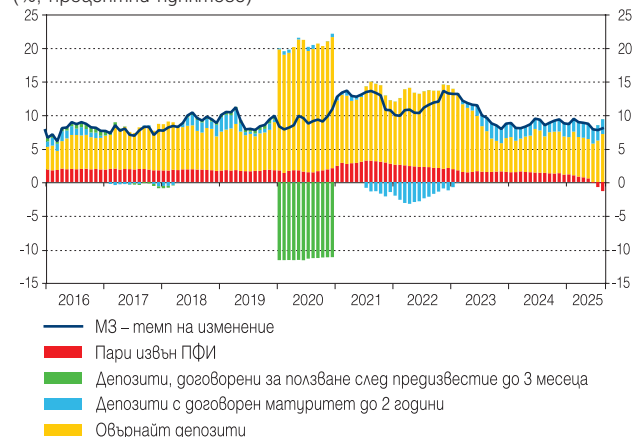
(%, процентни пунктове)



Източник: БНБ.

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

(%, процентни пунктове)



Забележка: Във връзка с извършен анализ на банковите продукти и в съответствие с методологическите изисквания, с данните към януари 2020 г., са прекласифицирани прехвърляеми спестовни депозити от показател „депозити, договорени за ползване след предизвестие до 3 месеца“ в показател „овърнайт депозити“ на сектор „домакинства“.

Източник: БНБ.

започна да се понижава за сметка на нарастване на овърнайт депозитите. По отношение на валутната структура на депозитите в сектора, през първите осем месеца на годината се наблюдаваше нарастване на приноса на левовите депозити, като нарастването бе по-съществено през месеците юли и август.

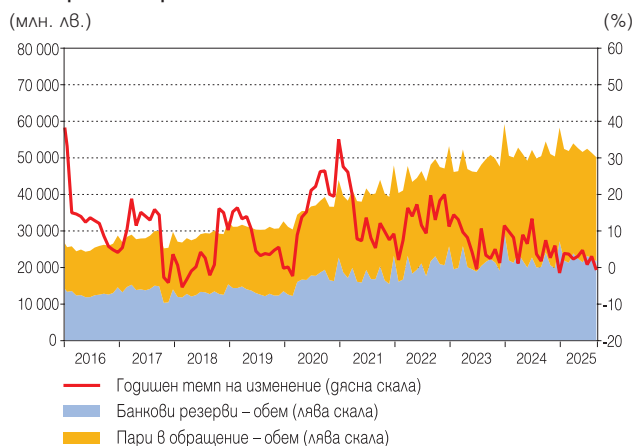
Годишният растеж на широкия паричен агрегат М3 се забави, като в края на август възлезе на 8.0% (8.7% през декември 2024 г.). През периода януари – август 2025 г. бе отчетена ясно изразена тенденция към понижаване на приноса на парите извън парично-финансовите институции за растежа на широкия паричен агрегат, като от края на второто тримесечие този принос премина в отрицателен. Приносът на овърнайт депозитите отбеляза повишение спрямо края на 2024 г., като то бе по-съществено и концентрирано през третото тримесечие на годината и може да бъде обвързано с депозирането на свободни парични средства в банковата система с цел автоматичното им превалутиране в евро от началото на 2026 г.

Резервни пари

През август 2025 г. резервните пари отбелязаха понижение с 0.6% спрямо същия период на 2024 г. Низходящата динамика бе изцяло определена от същественото намаляване на парите в обращение в периода от началото на 2025 г., като техният принос към годишното изменение на резервните пари премина в отрицателен от края на второто тримесечие на годината и към края на август възлезе на -3.8 процентни пункта.

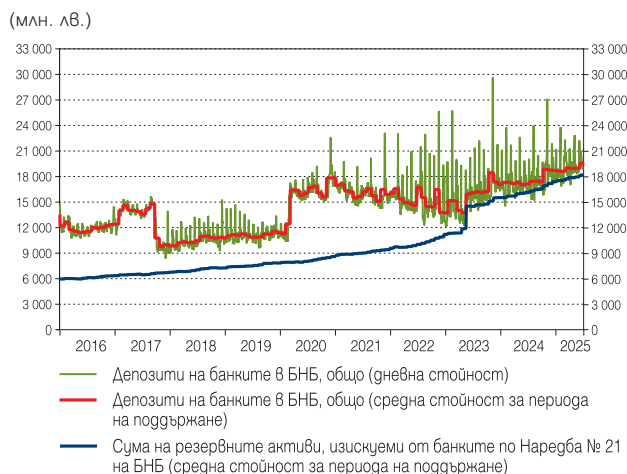
През първите осем месеца на 2025 г. депозитите на банките в БНБ се понижиха спрямо края на 2024 г. в резултат от намаляването на свръхрезервите и на средствата на банките в системата ТАРГЕТ-БНБ след обичайно по-високите им нива в края на всяка календарна година, когато се отчита по-съществено и временно нарастване особено при свръхрезервите. През август превъзвешението на поддържаните от банките средства в БНБ над изискуемия минимум на резервни активи по Наредба № 21 възлезе на 2.3% от задължителните минимални

Резервни пари



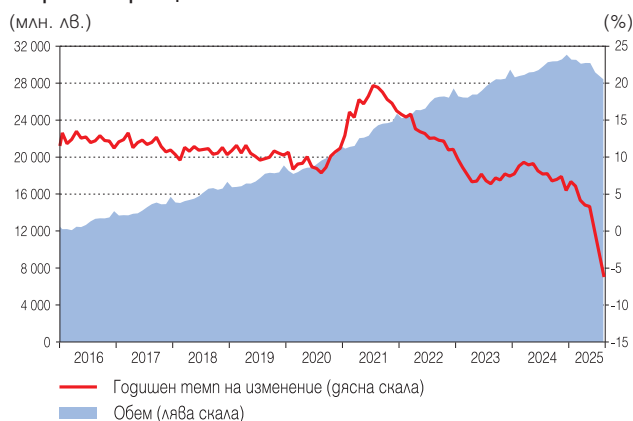
Източник: БНБ.

Депозити на банките в БНБ



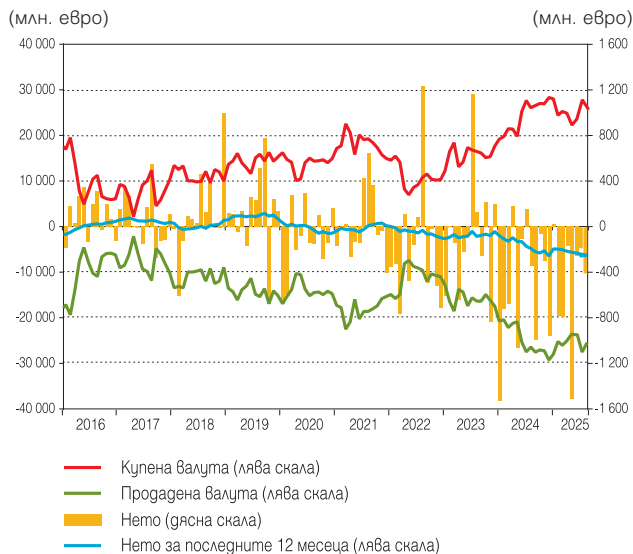
Източник: БНБ.

Пари в обращение



Източник: БНБ.

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

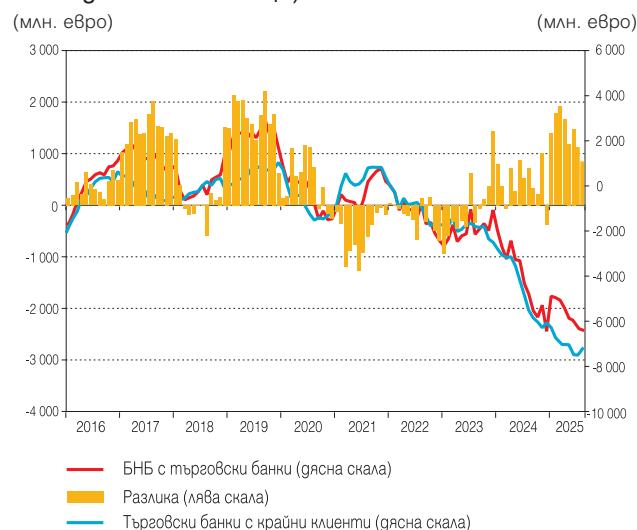


Забележки: „Нето“ означава купена от БНБ валута минус продадена от БНБ валута. Данните се отнасят за всички сделки на банките с валута, включително операциите по управлението на ликвидността, свързани с прехвърляне на собствени средства от левови сметки в БНБ към свои сметки в БНБ в евро, и обратно.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

резерви (ЗМР) на среднодневна база (3.0% от ЗМР през декември 2024 г.). През периода януари – август 2025 г. се наблюдаваше възходяща динамика при задължителните минимални резерви в резултат на нарастващата резервна база. През август 2025 г. ефективната имплицитна норма на ЗМР възлезе на 11.72% (11.77% през декември 2024 г.), като депозитите на търговските банки в БНБ съставляваха 10.84 процентни пункта в изпълнението на задължителните резерви, а останалите 0.89 процентни пункта бяха под формата на признати касови наличности.

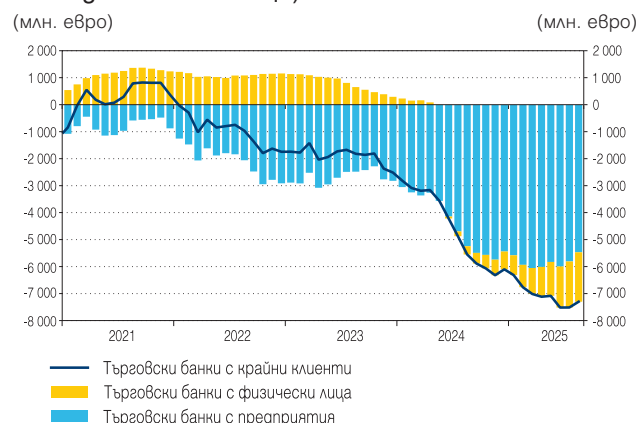
През първите осем месеца на годината годишният растеж на парите в обращение следваше ясно изразена низходяща тенденция, която се засили в края на второто и през третото тримесечие на годината. В края на юни парите в обращение отбелязаха спад от -0.3% на годишна база, а в края на август спада се увеличи до -6.2% (при годишен растеж от 5.5% през декември 2024 г.). Определящи фактори за понижението на парите в обращение бяха предварителното превалутуиране на парични наличности от икономическите агенти преди присъединяването към еврозоната от началото на 2026 г. и започналото по-

Покупко-продажба на валута между БНБ, търговските банки и крайни клиенти (нето за последните 12 месеца)



Забележка: „Нето“ означава купена минус продадена валута. Източник: БНБ.

Покупко-продажба на валута между търговските банки и крайни клиенти (нето за последните 12 месеца)



Забележка: „Нето“ означава купена минус продадена валута. Източник: БНБ.

интензивно депозирание на свободни парични наличности в банковата система от началото на третото тримесечие.

Основен инструмент за управление на левовата ликвидност на банките в условията на паричен съвет е търговията с резервна валута (евро) с БНБ. За последните дванадесет месеца към август 2025 г. БНБ нетно е продала 6.4 млрд. евро на търговските банки (при нетни продажби в размер на 4.8 млрд. евро за последните дванадесет месеца към август 2024 г.).

През първите осем месеца на годината се наблюдаваше нарастване на нетните продажби на резервна валута от страна на БНБ към търговските банки. Обемите на нетните продажби на валута (предимно евро) от страна на търговските банки към крайните им клиенти (физически и юридически лица) също следваха тенденция към нарастване, като от началото на третото тримесечие бе отчетено известно отслабване на тенденцията спрямо предходните месеци, определено от търговията с предприятията. Въпреки това към края на август 2025 г. основната част от нетната продажба на валута от търговските банки към крайни клиенти продължи да бъде насочена към юридическите лица, като за последните 12 месеца към август 2025 г. тя възлезе на 5.4 млрд. евро. През първите осем месеца на годината нетните обеми на продадена валута (предимно евро) от банките на физическите лица продължиха да нарастват, като за последните 12 месеца към август 2025 г. физическите лица са закупили нетно 1.8 млрд. евро от банките.

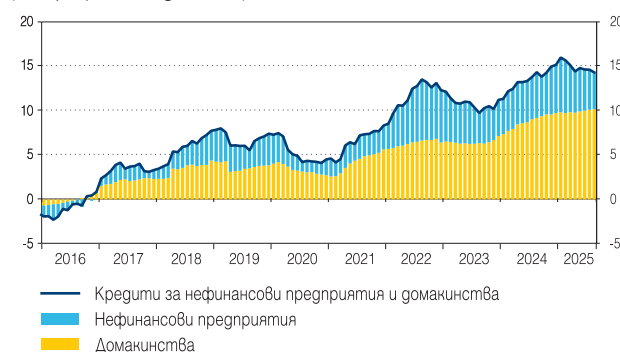
Кредит за неправителствения сектор

През периода януари – август 2025 г. годишният растеж на общия кредит за неправителствения сектор се забави, като в края на август възлезе на 14.2% (15.0% през декември 2024 г.). За наблюдаваната низходяща динамика допринесе по-ниският темп на нарастване на кредита за нефинансовите предприятия, докато растежът на кредита за домакинствата се запази без промяна през август спрямо края на 2024 г.

Годишният растеж на кредита за нефинансовите предприятия се забави до 8.0% в

Годишен растеж на кредита за нефинансови предприятия и домакинства

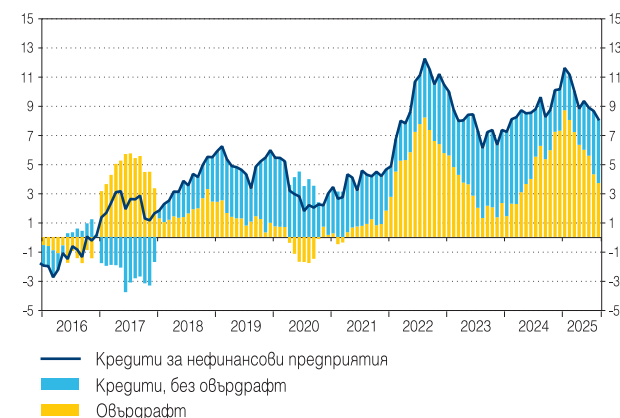
(%, процентни пунктове)



Източник: БНБ.

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

(%, процентни пунктове)



Източник: БНБ.

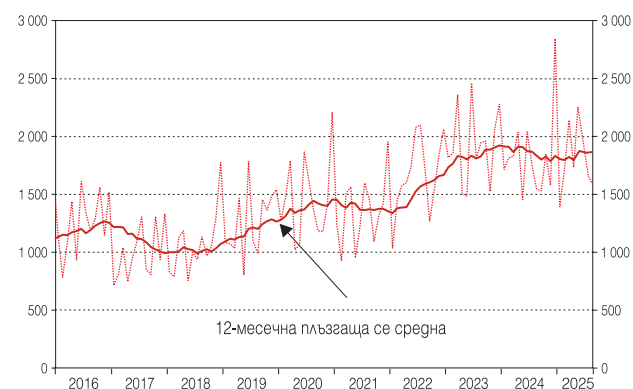
края на август 2025 г. (10.1% към декември 2024 г.). Тази динамика се определяше от наблюдаваното забавяне през второто и третото тримесечие на растежа на фирмения овърдрафт, който през август възлезе на 9.9% (21.0% през декември 2024 г.). Възможен фактор за по-ниския растеж на овърдрафта е понижението на натрупаните запаси в икономиката през първата половина на годината, отчетено според предварителните данни на НСИ за икономическата активност в страната. Растежът на кредита без овърдрафт се ускори до 6.9% в края на първите осем месеца на годината (4.3% в края на 2024 г.). Резултатите от Анкетата за кредитната дейност на банките, провеждана от БНБ на тримесечна база, показват, че необходимостта от осигуряване на финансов ресурс за инвестиционни цели е била един от основните фактори за по-високото търсене на кредити от фирмите в периода от последното тримесечие на 2024 г. до края на първата половина на 2025 г. Допълнителен фактор за по-силното търсене на фирмени кредити, според резултатите от Анкетата, са нивата на лихвените проценти. Този фактор може да бъде обвързан с понижението на лихвените проценти по фирмени кредити (без овърдрафт), наблюдавано през 2024 г. и продължило през 2025 г. В контекста на низходящата фаза на лихвения цикъл в еврозоната. Данните за кредитите по сектори на икономическа дейност показват, че към края на второто тримесечие на 2025 г. най-висок принос за годишния растеж на фирмените кредити са имали секторите „операции с недвижими имоти“, „строителство“ и „преработваща промишленост“. По отношение на обемите новодоговорени фирмени кредити, през периода януари – август 2025 г. се наблюдаваше тенденция към слабо повишение.¹¹

През първите осем месеца на годината годишният растеж на кредита за домакинствата се запази близък до отчетения в края на 2024 г., като през август възлезе на 20.8%. Жилищните кредити продължиха да имат най-висок принос за общия растеж на кредита в сектора на домакинствата, като от средата на второто тримесечие

¹¹ На база показател за 12-месечна плъзгаща се средна.

Нови кредити за нефинансови предприятия (месечни обemi)

(млн. лв.)

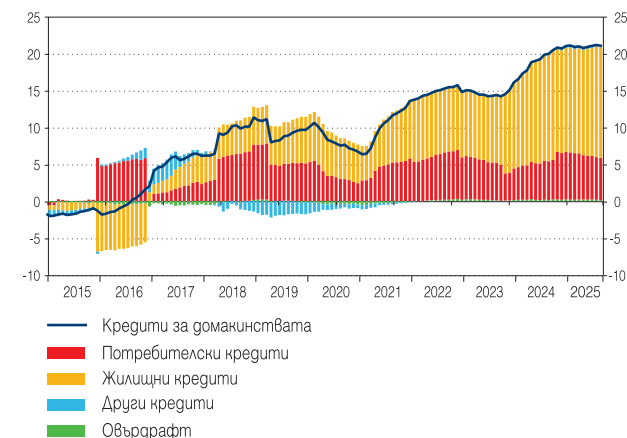


Забележка: Представените на графиката обemi на новите кредити за нефинансови предприятия не включват овърдрафт.

Източник: БНБ.

Годишен растеж на кредита за домакинства и принос по видове кредити

(%, процентни пунктове)



Забележка: На базата на постъпила допълнителна информация от отчетни единици е извършена ревизия на кредитите за домакинства според целта за използване за периода декември 2015 г. – август 2019 г.

Източник: БНБ.

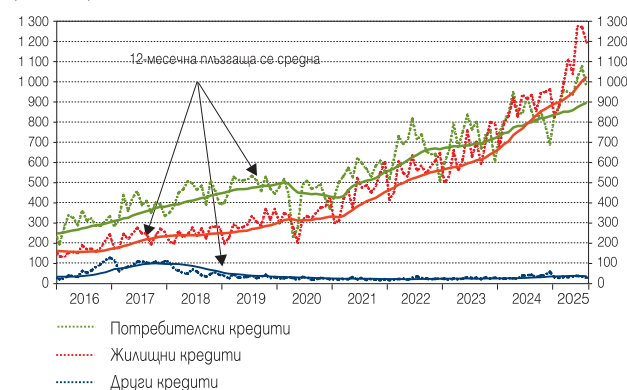
на годината годишният им темп на нарастване слабо се ускори и в края на август възлезе на 27.4% (26.3% през декември 2024 г.). Резултатите от Анкетата за кредитната дейност на банките показват запазване без изменение на стандартите за отпускане на жилищни кредити през второто тримесечие на 2025 г. след отчетеното съществено затягане на тези стандарти през последното тримесечие на 2024 г. и допълнителното им затягане през първото тримесечие на тази година. Затягането на стандартите за отпускане на жилищни кредити от банките може да бъде обвързано с въведените от БНБ изисквания за показателите за кредитни стандарти при отпускане и при преговаряне на кредити, обезпечени с жилищни недвижими имоти, влезли в сила от началото на октомври 2024 г.¹² Годишният растеж на потребителските кредити следваше тенденция към забавяне, като през август възлезе на 13.6% (14.9% в края на декември 2024 г.).

Нарастващите доходи от труд и задържането на лихвените проценти по жилищните кредити на много ниски в исторически план нива продължиха да допринасят за растежа на кредита за домакинствата. Според резултатите от Анкетата за кредитната дейност на банките за първите две тримесечия на 2025 г. основните фактори, които са подкрепяли търсенето на жилищни кредити, са били нуждите на домакинствата от средства за закупуване на първо и допълнително жилище, перспективите за развитието на пазара на недвижими имоти, както и нивата на лихвените проценти. От страна на предлагането, за растежа на кредита за домакинствата продължиха да допринасят високата ликвидност в банковата система и стабилната капиталова позиция на банките.

¹² При оценка на кредитирането, обезпечено с жилищни недвижими имоти, която дава индикации за потенциално натрупване на средносрочни рискове за банковата система, на 11 септември 2024 г. Управителният съвет на БНБ прие изисквания за показателите за кредитни стандарти при отпускане и при преговаряне на кредити, обезпечени с жилищни недвижими имоти. Изискванията са базирани на кредитополучателите и имат за цел превантивно подсибяване на устойчивостта на банковата система. За допълнителна информация относно текущия преглед на динамиката и развитието на кредитните стандарти при кредитирането на домакинства, обезпечено с жилищен недвижим имот, виж [прессъобщението](#) на БНБ от март 2025 г.

Нови кредити за домакинства (месечни обеми)

(млн. лв.)



Източник: БНБ.

По отношение на обемите новоотпуснати жилищни кредити, тенденцията през първите осем месеца на годината бе към повишаване на обемите¹³. При обемите новоотпуснати потребителски кредити динамиката през периода също бе възходяща.

Анкета за кредитната дейност на банките

Претеглените резултати от Анкетата за кредитната дейност на банките¹⁴ през второто тримесечие на 2025 г. показват затягане на стандартите¹⁵ за отпускане на кредити на предприятия, разхлабване на стандартите за отпускане на потребителски кредити и запазване без изменение на стандартите за отпускане на жилищни кредити спрямо периода януари – март 2025 г. Банките отчитат затягане на условията¹⁶ по кредитите за фирми главно по отношение на лихвите по кредита и лихвения спред. При потребителските кредити се наблюдава съществено облекчаване на условията по отношение на максималния размер на кредита и в по-малка степен по отношение на таксите и комисионите, докато при жилищните кредити условията се разхлабват по отношение на лихвените проценти и се затягат по отношение на таксите и комисионите. Най-съществено влияние в посока затягане на кредитната политика (кредитни стандарти и условия) на банките по отношение на корпоративните кредити през периода април – юни 2025 г. спрямо предходното тримесечие е оказала цената на привлечените ресурси. При жилищните кредити оценка-

¹³ На база показател за 12-месечна плъзгаща се средна.

¹⁴ Анкетата за кредитната дейност на банките в България се провежда от БНБ на тримесечна база. Обобщените резултати от Анкетата са представени на база на претегляне на отговорите на банките с пазарния им дял в съответния кредитен сегмент.

¹⁵ 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.

¹⁶ 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.

Изменения в кредитните стандарти

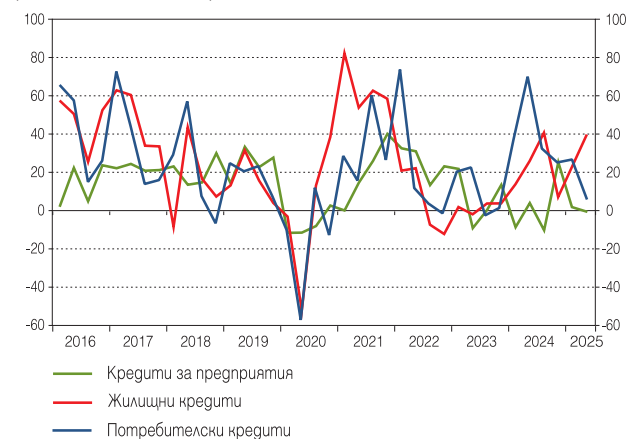
(баланс на мненията)



Източник: БНБ.

Изменения в търсенето на кредити

(баланс на мненията)



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. Представените данни на графиките показват изменението спрямо предходното тримесечие.

Източник: БНБ.

та на риска с водещ фактор перспективите по отношение на развитието на пазара на жилища е повлияла в посока разхлабване на кредитната политика, докато по-ниската склонност на банките за поемане на риск е допринесла за затягането ѝ. В допълнение, конкуренцията от страна на другите банки е допринесла за разхлабване на кредитната политика по отношение както на жилищните, така и на потребителските кредити.

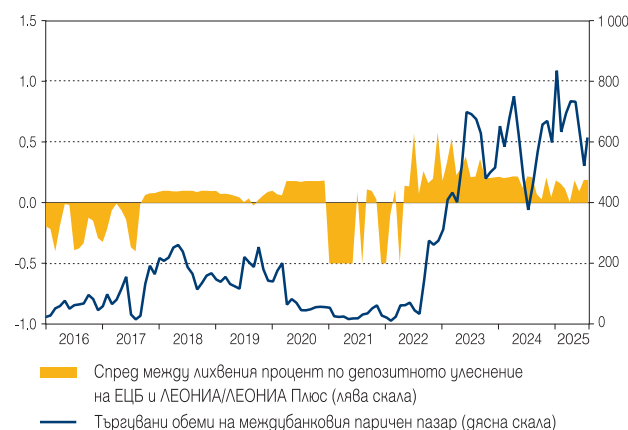
През Второто тримесечие на 2025 г. банките отчитат повишение на търсенето на потребителски кредити, жилищни кредити и на кредити от малки и средни предприятия и понижение на търсенето в сегмента на големите предприятия. Основният фактор, който според банките е повлиял за нарастване на търсенето на фирмени кредити спрямо периода януари – март 2025 г., е била необходимостта от банков ресурс за оборотни средства и натрупване на запаси, докато необходимостта от банков ресурс за сливания, придобивания и реструктуриране е повлияла в посока по-слабо търсене на кредити от предприятията. Нуждата от финансов ресурс за закупуване на стоки за дълготрайна употреба е имала най-голям принос за нарастването на търсенето на потребителски кредити през Второто тримесечие на годината, докато основно значение за по-високото търсене на жилищни кредити през периода е имала необходимостта на домакинствата от средства за закупуване на първо жилище.

3.2. Лихвени проценти

Лихвени проценти на междубанковия паричен пазар

През първите осем месеца на 2025 г. активността на междубанковия паричен пазар се запази сравнително висока. Среднодневният обем на сключените сделки за предоставяне на необезпечени овърнайт депозити в левове следваше слаба низходяща тенденция, като през август възлезе на 433 млн. лв. (477 млн. лв. през декември 2024 г.). Вероятни фактори за набирането на ликвидност от междубанковия пазар продължават да бъдат поддържаните от банките ниски нива на свръхрезерви в БНБ, по които лихвеният процент е 0%, както и

Спред между лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ и Леониа/Леониа Плюс и търгувани обеми на междубанковия паричен пазар в България
(%, процентни пунктове) (млн. лв.)



Забележки: Представените търгувани обеми са на среднодневна база. Делът на овърнайт депозитите в общия обем на сделките на паричния пазар възлиза средно на 70.8% за периода януари – август 2025 г.

Източници: БНБ, ЕЦБ.

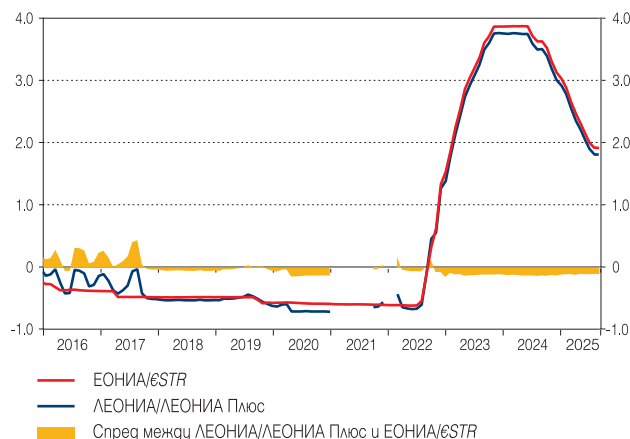
Спред между лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ и лихвения процент по свръхрезервите на банките в БНБ и размер на свръхрезервите
(%, процентни пунктове) (млн. лв.)



Забележки: БНБ въвежда определение за „свръхрезерви“ на банките от 4 януари 2016 г. с приемането на нова Наредба № 21 за задължителните минимални резерви, които банките поддържат при БНБ. В периода до 4 януари 2016 г. по поддържаните от банките средства в БНБ, които превишават размера на задължителните минимални резерви, се прилага лихвен процент от 0%. Източници: БНБ, ЕЦБ.

Лихвени проценти на междубанковия паричен пазар (средномесечна стойност) по овърнайт депозити

(%, процентни пунктове)



Забележки: Серията ЕОНИА/€STR е съставена от: ЕОНИА в периода от 2008 г. до 14 март 2017 г.; предварителен €STR (pre-€STR) в периода от 15 март 2017 г. до 30 септември 2019 г.; €STR в периода след 30 септември 2019 г. Считано от 1 юли 2017 г., индексът ЛЕОНИА Плюс замени 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. Източници: БНБ, ЕЦБ.

Възможността за лихвен арбитраж, свързан с генерирането на приход от банките с банки майки в еврозоната при положителен спред между лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ и лихвения процент на междубанковия пазар в България.

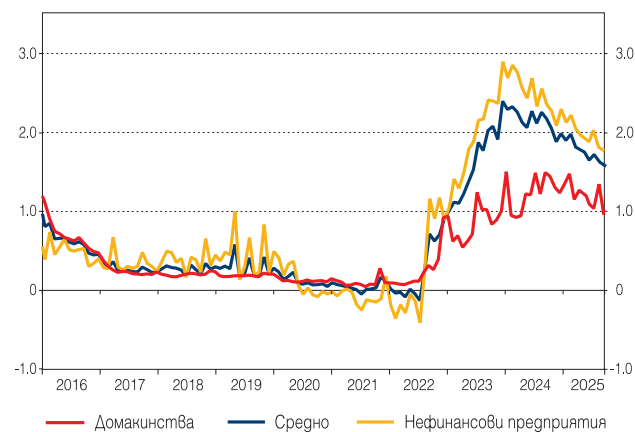
В условията на функционираща в България паричен съвет предприетите от ЕЦБ четири понижения на основните лихвени проценти през първата половина на 2025 г. бяха пренесени сравнително бързо върху лихвените проценти по сключените сделки за предоставяне на необезпечени овърнайт депозити в левове на междубанковия паричен пазар в страната. Месечната стойност на индекса ЛЕОНИА Плюс през август 2025 г. възлезе на 1.82% (2.95% през декември 2024 г.), а спредът между ЛЕОНИА Плюс и €STR се запази отрицателен и възлезе на -11 базисни точки (без изменение спрямо декември 2024 г.).

Лихвени проценти по депозити

През първите осем месеца на годината среднопретегленият лихвен процент по нови срочни депозити на домакинствата отбеляза понижение, като през август възлезе на 0.95% (1.35% към декември 2024 г.).

Лихвени проценти по новодоговорени срочни депозити по сектори

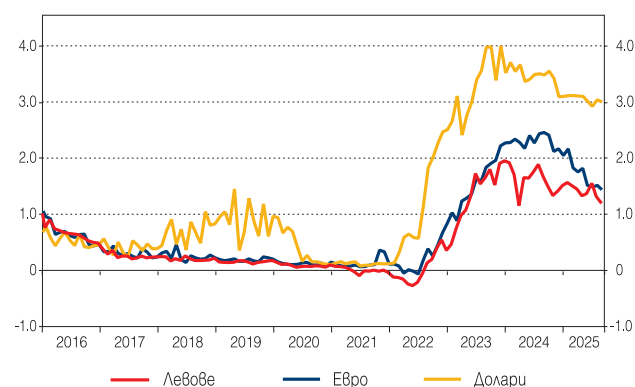
(%)



Забележки: Средният лихвен процент се изчислява от лихвените проценти за всички сектори, матуритети (не се включват разплащателни сметки и овърнайт депозити) 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. Източник: БНБ.

Лихвени проценти по новодоговорени срочни депозити по валути

(%)



Забележка: Средните лихвени проценти по валути се изчисляват от лихвените проценти за всички сектори и матуритети, претеглени със съответните обеми новодоговорени депозити. Източник: БНБ.

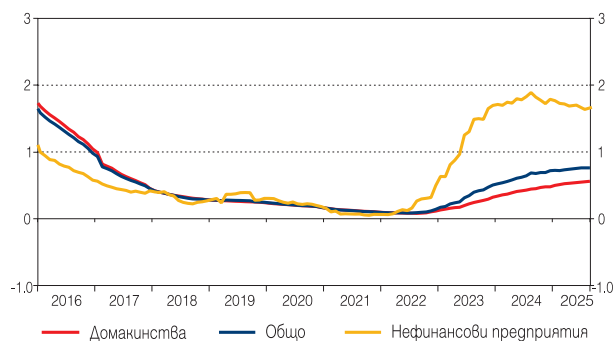
Високата ликвидност в банковата система остана основен фактор за задържането на лихвените проценти по новопривлечени средства от домакинствата на много ниски нива. По валути най-голямо понижение на лихвените проценти към август 2025 г. спрямо декември 2024 г. бе отчетено при депозитите в долари (с 80 базисни точки), но тези депозити са с незначителен дял в общия обем нови депозити на домакинствата. Понижение на лихвените проценти по новодоговорени депозити на домакинствата, но в сравнително по-ниска степен, бе отчетено и при депозитите в евро (с 40 базисни точки), както и при тези в левове (с 28 базисни точки). Потенциален фактор за наблюдаваната низходяща динамика при лихвените проценти по привлечени средства от домакинствата в евро, от които по-голямата част са новодоговорени срочни депозити до 1 година, е продължилото през първата половина на 2025 г. понижение на основните лихвени проценти в еврозоната.

През периода януари – август 2025 г. среднопретегленият лихвен процент по нови срочни депозити за нефинансовите предприятия продължи да следва тенденция към понижение, като в края на август възлезе на 1.75% (2.13% през декември 2024 г.). По валути най-съществено намаление се наблюдаваше при депозитите в евро (с 67 базисни точки), докато при депозитите в левове и в долари понижението бе сравнително по-слабо (със съответно 37 базисни точки и 17 базисни точки). Низходящата динамика на лихвените проценти по нови срочни фирмени депозити в евро и в левове вероятно отразява стремежа на банките да запазят лихвения марж в условията на понижаване на лихвените проценти по новоотпуснати фирмени кредити, които са повлияни от пониженията на лихвените проценти в еврозоната. Това се дължи на методиката, прилагана от търговските банки за обвързване на лихвените проценти по кредити за предприятия, отпуснани в евро, с референтни индекси на междубанковия паричен пазар в еврозоната.

През първите осем месеца на годината лихвеният процент по салда по срочни depo-

Лихвени проценти по салда по срочни депозити

(%)

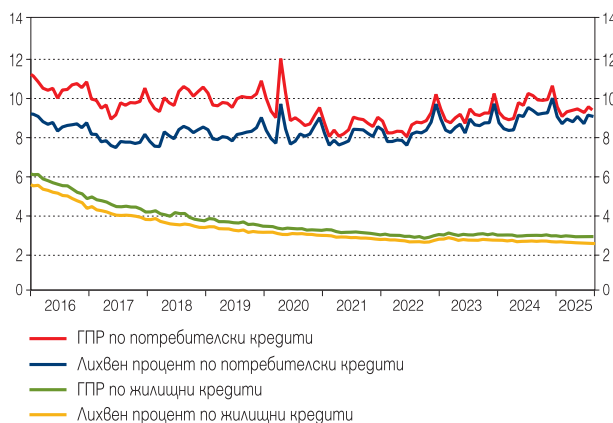


Забележка: Средните лихвени проценти по салда по срочни депозити са изчислени от лихвените проценти за всички валути и матуритети (не се включват разплащателни сметки и обвързаните депозити), претеглени със съответните обеми срочни депозити за съответния сектор.

Източник: БНБ.

Лихвени проценти и ГПР по новодоговорени кредити за домакинства

(%)



Забележка: Разликата между ГПР и съответните лихвени проценти отразява приблизителния процент на всички нелихвени разходи по обслужването на кредитите (включително такси и комисиони).

Източник: БНБ.

зити на домакинствата се повиши слабо, като през август 2025 г. възлезе на 0.56% (0.48% в края на 2024 г.). Среднопретегленият лихвен процент по салда по срочни депозити на нефинансовите предприятия възлезе на 1.66% (1.79% през декември 2024 г.).

Лихвени проценти по кредити

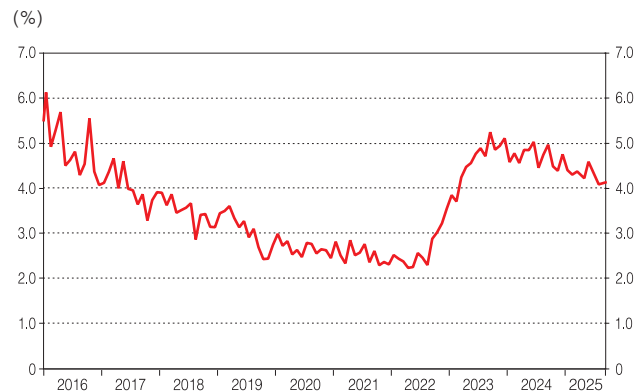
През първите осем месеца на 2025 г. лихвените проценти по новоотпуснати жилищни кредити се запазиха без съществена промяна спрямо края на 2024 г. Годишният процент на разходите (ГПР) и лихвеният процент по тези кредити възлязоха съответно на 2.80% и 2.46% (2.82% и 2.50% към декември 2024 г.).¹⁷ Основни фактори за запазването на ниски нива на лихвените проценти по жилищните кредити са високата ликвидност в банковата система и стабилната капиталова позиция на банките. Тези фактори продължиха да оказват влияние за задържането на ниски нива на лихвените проценти по салда по срочни депозити на домакинствата, които някои от големите търговски банки използват като референтни при определяне на лихвените проценти по кредитите в левове¹⁸. При лихвените проценти по новоотпуснати потребителски кредити се наблюдаваше известна волатилност по месеци, но като цяло тенденцията бе низходяща. През август ГПР и лихвеният процент по тези кредити възлязоха съответно на 9.37% и 8.99% (10.63% и 9.98% към декември 2024 г.).

Среднопретегленият лихвен процент по новоотпуснати фирмени кредити се понижи с 62 базисни точки през първите осем месеца на 2025 г., като през август възлезе на 4.13% (4.76% към декември 2024 г.). По валути най-съществено понижение бе отчетено при кредитите в долари (със 171 базисни точки), но дялът на тези кредити в общия обем новоотпуснати кредити на предприятията е незначителен. Понижение спрямо

¹⁷ Посочените величини на лихвените проценти и ГПР по нови кредити за домакинствата и нефинансовите предприятия в този и следващия параграф са на месечна база.

¹⁸ Кредитите в лева формират значителен дял от новоотпуснатите кредити на домакинствата (за август 2025 г. този дял възлиза на 96.7% от всички нови кредити за домакинствата).

Лихвен процент по новодоговорени кредити за нефинансови предприятия



Забележка: Лихвеният процент по новодоговорени кредити за нефинансови предприятия се изчислява от лихвените проценти за всички матуритети и валути, претеглени със съответните обеми новодоговорени кредити.

Източник: БНБ.

края на 2024 г. се наблюдаваше и при лихвените проценти по кредитите в евро и в левове със съответно 89 базисни точки и 33 базисни точки. Определящо значение за по-същественото понижение на лихвените проценти по фирмени кредити в евро спрямо това в левове е обвързването им с референтни индекси на междубанковия паричен пазар в еврозоната.

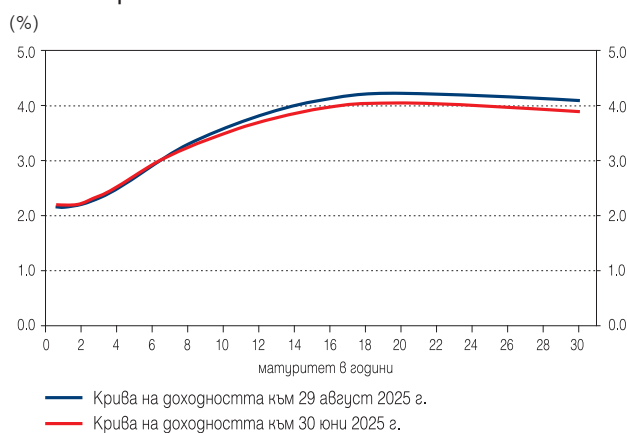
Доходност на ДЦК

В края на август 2025 г. при изчисляваната еталонна крива на доходност на българските еврооблигации, емитирани и търгувани на международните капиталови пазари, беше отчетено понижение на доходността на облигациите с остатъчен матуритет под 3 години и повишение при останалите матуритетни сектори спрямо края на юни 2025 г. Към края на август 2025 г. спредовете между доходността на деноминирания в евро ДЦК на България и тези на Германия се свиха спрямо края на второто тримесечие при всички ДЦК, като понижението беше най-силно изразено при книжата с падеж през 2027 г., 2028 г. и 2033 г. (съответно с 14, 11 и 12 базисни точки). Свиването на спредовете бе в резултат на по-силното повишение на доходността на ДЦК на Германия спрямо отчетеното повишение при почти всички ДЦК на България. За наблюдаваното свиване на спредовете вероятно влияние оказва официалното решение за присъединяването на България към еврозоната от 1 януари 2026 г., обявено в началото на юли.

През август 2025 г. дългосрочният лихвен процент за оценка на степента на конвергенция на България възлезе на 3.93%, като се запази без промяна в периода от февруари 2024 г.¹⁹ Същевременно през август 2025 г. спредът спрямо дългосрочния лихвен процент на Германия възлезе на 126 базисни точки.

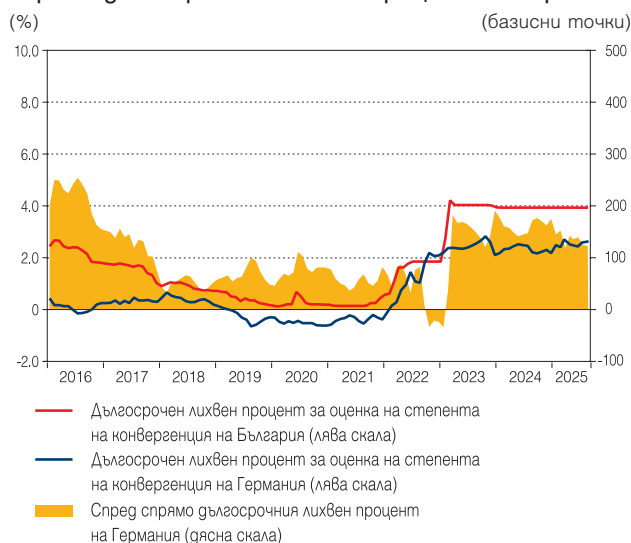
¹⁹ Дневните данни показват, че дългосрочният лихвен процент се запазва без промяна от 10 януари 2024 г. до края на август 2025 г. на ниво от 3.93%, което най-вероятно се дължи на липсата на сделки с бечмарк облигацията на България на вторичния пазар на ДЦК през този период. Относно изчислението на дългосрочния лихвен процент за оценка на степента на конвергенция виж [методологическите бележки](#) на интернет страницата на БНБ.

Еталонна крива на доходността на ДЦК на България



Забележки: Еталонната крива на доходността на ДЦК на България е конструирана въз основа на модифицирана методология, заимствана от модела на Nelson-Siegel-Svensson (1994). 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.

Дългосрочен лихвен процент за оценка на степента на конвергенция на България и спред спрямо дългосрочния лихвен процент на Германия



Източници: БНБ, ЕЦБ.

4. ИКОНОМИЧЕСКА АКТИВНОСТ

4.1. Текуща конюнктура

Брутен вътрешен продукт

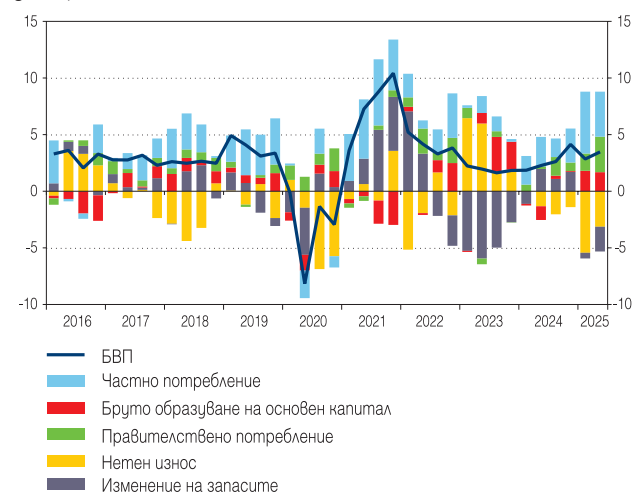
През второто тримесечие на 2025 г. реалният БВП нарасна с 0.9% на верижна база според сезонно изгладените данни на НСИ. На годишна база растежът на икономическата активност се ускори до 3.5%²⁰ спрямо 2.9% през предходното тримесечие. Основни фактори за това бяха понижението на вноса на стоки (-0.2%) и значителното ускоряване на растежа на правителственото потребление (16.3%). В структурата на растежа през тримесечието продължи да се наблюдава съществен положителен принос на вътрешното търсене (8.8 процентни пункта), който остана без промяна спрямо предходното тримесечие, докато отрицателният принос на нетния износ се сви до -3.1 процентни пункта (спрямо -5.4 процентни пункта през първото тримесечие).

Частното потребление нарасна с 6.9% на годишна база в реално изражение през второто тримесечие на 2025 г. (спрямо 9.0% през предходното тримесечие), като продължи да бъде подкрепяно от повишаването на заетостта, доходите от труд и кредитната активност, както и от увеличаването на фискалните трансфери към домакинствата.

Потреблението на правителството по съпоставими цени се повиши значително – с 16.3% спрямо 7.4% през предходното тримесечие. Данните за изпълнението на Консолидираната фискална програма (КФП) към края на юни 2025 г. сочат, че основен положителен принос за нарастването на правителственото потребление в номинално изражение са имали разходите за заплати и за здравеопазване²¹. Разходите за персонал на правителството по данни от КФП нараснаха с 27.5% на годишна база през второто тримесечие на 2025 г., което е предпоставка

Принос по компоненти на крайното използване за растежа на БВП в реално изражение (по тримесечия)

(%, процентни пунктове; на годишна база, сезонно неизгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

²⁰ Според сезонно неизгладените данни от НСИ.

²¹ За повече информация виж раздел „Влияние на фискалната политика върху икономиката“ в тази глава.

за значително по-висок растеж на дефлатора на правителственото потребление от отчетения в данните на НСИ и би намерило отражение в по-нисък растеж на правителственото потребление в реално изражение.

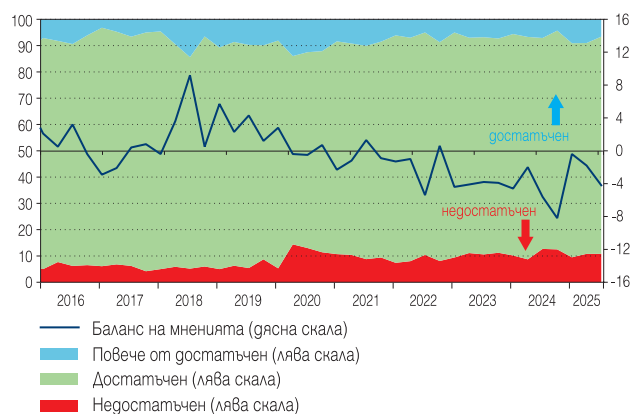
През второто тримесечие на 2025 г. инвестициите в основен капитал се повишиха с 9.5% на годишна база (спрямо 13.4% през предходното тримесечие). Според оценки на БНБ²² за този растеж допринася главно публичният²³ и в по-малка степен частният сектор. Данните за изпълнението на Консолидираната фискална програма сочат, че през тримесечието правителствените инвестиции са били подкрепени главно от изпълнението на проекти, финансирани със средства от ЕС, и в по-малка степен от такива, финансирани с национални средства. Фактори, подпомагащи растежа на инвестиционната активност в частния сектор през периода, бяха нарастването на разходите за крайно потребление в икономиката, което предполага необходимост от повишаване на производството, и активното предлагане на кредитен ресурс от страна на банките. Индикаторът, съпоставящ производствения капацитет в промишлеността с очакваното търсене, продължи да се позиционира под дългосрочната си средна стойност, което е потенциален фактор за предприемането на инвестиции с цел разширяване на съществуващия производствен капацитет.

Нетният износ допринасяше отрицателно за икономическата активност през второто тримесечие на 2025 г., което се определяше от спада на износа на стоки и услуги (-4.9%) в комбинация със слаб растеж на вноса на стоки и услуги (0.1%).²⁴ Динамиката на износа беше повлияна от извършените ремонтни дейности в ключови предприятия в сферата на металургията и преработката на нефт. По-слабият износ заедно с отчетеното понижение на натрупаните запаси в икономиката,

Производствен капацитет в промишлеността с оглед на очакваното търсене през следващите месеци

(%, дял на мениджърите)

(баланс на мненията)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

²² НСИ не предоставя официални данни за разбивката на общите инвестиции на частни и публични. Серията за частните инвестиции се конструира от БНБ като разлика между общите инвестиции и оценения размер на публичните инвестиции на начислена основа в реално изражение. Оценката за публичните инвестиции се основава на информация от тримесечните нефинансови сметки на сектор „държавно управление“, публикувани от НСИ.

²³ За повече информация относно динамиката на публичните инвестиции виж раздел „Влияние на фискалната политика върху икономиката“ в тази глава.

²⁴ За повече информация виж раздел „Платежен баланс и външна търговия“ в глава 2 „Външни финансови потоци“.

които се характеризират с висок вносен компонент²⁵, допринесоха съществено за спада на вноса на стоки на годишна база.

Брутната добавена стойност (БДС) в България се повиши с 0.7% в реално изражение спрямо предходното тримесечие²⁶. Същевременно растежът на годишна база по сезонно неизгладени данни възлезе на 2.6%, за което допринесе единствено секторът на услугите. Добавената стойност в индустрията и в аграрния сектор се понижи на годишна база. В сектор „услуги“ добавената стойност продължи да се повишава устойчиво (с 4.7%) през второто тримесечие на 2025 г., като най-голям положителен принос имаха подсекторите „държавно управление“, „операции с недвижими имоти“ и „създаване и разпространение на информация“. В сектора на индустрията брутната добавена стойност се понижи с 2.0% на годишна база. Това се дължеше изцяло на подсектор „промишленост“ и е в съответствие с наблюдавания годишен спад на индекса на промишленото производство през тримесечието и на износа на стоки и вероятно е свързано с ремонтните дейности в ключови предприятия в сферата на металургията и преработката на нефт.

Циклична позиция на българската икономика

Оценките на БНБ за цикличната позиция на икономиката показват, че през второто тримесечие на годината икономическата активност в страната остана над потенциалното си равнище. Това показва, че част от ресурсите в икономиката продължават да бъдат натоварени над оптималното им ниво в съответствие с ниското в исторически план равнище на безработица и значителния недостиг на работна сила.

Краткосрочните индикатори²⁷ даваха разноресочни сигнали по отношение на икономическата активност през третото тримесечие на 2025 г.²⁸ Част от показателите, които проследяват текущата производствена активност на фирмите (индекс на промишленото

²⁵ Според оценки на БНБ.

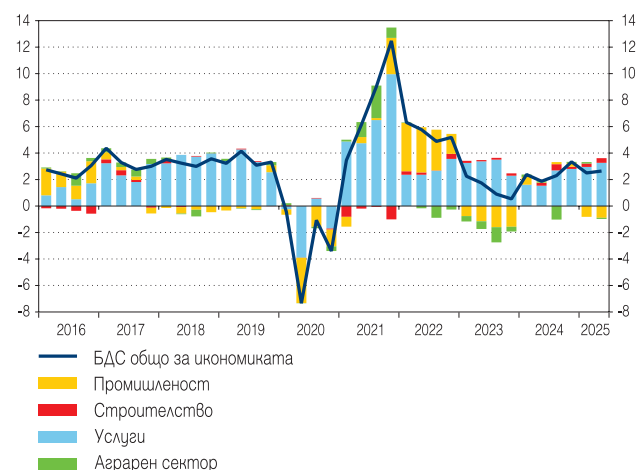
²⁶ Използвани са сезонно изгладени от НСИ данни.

²⁷ Данните за индекса на производство в услугите са налични към юни 2025 г., а за индекса на производството в промишлеността и за оборотите в търговията на гребно са налични към юли 2025 г.

²⁸ За повече информация виж раздел „Поведение на фирмите“ в тази глава.

Принос по сектори за изменението на БДС в реално изражение (по тримесечия)

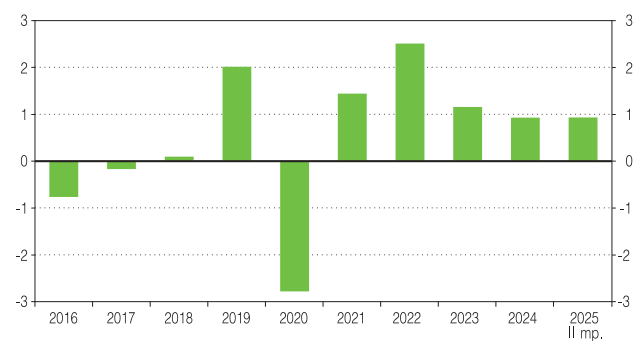
(%, процентни пунктове; на годишна база, сезонно неизгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Отклонение на икономическата активност от потенциалното равнище на производство

(%, отклонение от потенциала)



Забележки: Резултатите са получени чрез прилагането на многофакторен модел с ненаблюдаеми компоненти, представен в тематичното изследване „Подходи за оценка на цикличната позиция на икономиката“, *Икономически преглед*, 2019, бр. 1. Отклонението от потенциала представлява разликата между текущото равнище на икономическа активност и потенциалното равнище на производство, измерена в процент и потенциалното производство.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

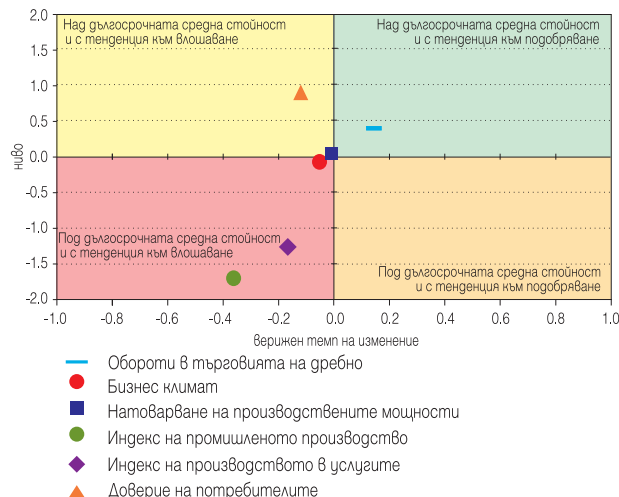
производство и индекс на производството в услугите²⁹) се позиционираха под дългосрочните си средни стойности. Същевременно нагласите на домакинствата³⁰ се запазиха на високи в исторически план стойности. Това, в комбинация с продължаващото нарастване на оборотите в търговията на дребно на годишна база, е предпоставка за запазване на положителния принос на частното потребление за растежа на икономическата активност.

Изчисляваният от БНБ индикатор за различията в оценките на икономическите агенти относно очакванията за икономическата активност в краткосрочен план през третото тримесечие на 2025 г. се запази на ниво, близо до това от предходното тримесечие.

Очаквания за икономическата активност

Конструираният от БНБ композитен конюнктурен индикатор за икономическата активност на база високочестотни данни³¹ дава сигнали, че през третото тримесечие на 2025 г. верижният растеж на реалния БВП се очаква да се ускори слабо спрямо оценката за второто тримесечие. За ускоряването на верижния растеж на композитния индикатор през тримесечието допринесоха най-вече нагласите на фирмите в секторите на услугите и строителството, нарастването на кредитната активност за домакинствата и фирмите, както и позиционирането на глобалния PMI индекс над неутралната граница от 50 пункта. Въпреки това съществува несигурност дали растежът на БВП ще следва динамиката на композитния индикатор, тъй като през второто тримесечие икономическият растеж се ускори без

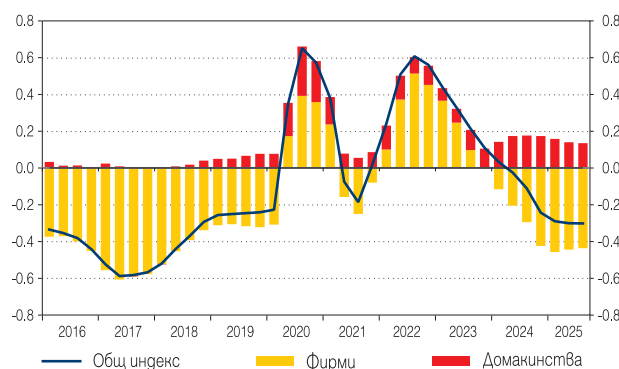
Циклична позиция на икономиката през третото тримесечие на 2025 г. според избрани конюнктурни индикатори



Забележки: На графиката са съпоставени нивото (по ординатата) и тримесечното изменение (по абсцисата) на избрани конюнктурни индикатори. Данните са осреднени за наличните месеци в рамките на третото тримесечие на 2025 г. Всяка серия е трансформирана до стационарна, след което е приложен HP филтър, за да се отстранят краткосрочните колебания в данните. Статистическите серии са стандартизирани, което е направено с цел подобряване на тяхната сравнимост, и по тази причина конструираните индикатори се характеризират с историческа средна стойност 0 и стандартно отклонение 1. Четирите квадранта на графиката позволяват да се разграничи позиционирането на съответните конюнктурни индикатори в отделните фази на бизнес цикъла. Например, ако даден индикатор се намира в горния десен квадрант, това означава, че той се характеризира с положително отклонение от дългосрочната си средна стойност и продължава да нараства на верижна база.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Индикатор за различията в оценките на икономическите агенти относно очакванията за икономическото развитие в краткосрочен план (отклонение от дългосрочната средна стойност)



Забележки: По-високите стойности на индикатора следва да се интерпретират като повишаване на различията в оценките на икономическите агенти.

Положителните/отрицателните стойности на общия индекс показват, че различията в оценките са над/под дългосрочното си ниво. Индикаторът е конструиран по методология, представена в: *Ivanov, E. "Constructing an Uncertainty Indicator for Bulgaria", BNB Discussion Papers 109/2018*, и съответства на конструирания в разработката индикатор U1.

Източници: ЕК, изчисления на БНБ.

²⁹ Използвани са сезонно изгладени от Евростат данни.

³⁰ Измерени с провежданото от НСИ наблюдение на потребителите.

³¹ Данните за новоотпуснатите кредити за фирми и домакинства, индексът на оборотите в търговията на дребно, цените на производител в промишлеността, индексите на производство в индустрията и строителството са налични към юли 2025 г., глобалният PMI индекс и коефициентът на регистрирана безработица са налични към август 2025 г., докато данните за производството в услугите (несвързани с търговия) са налични към юни 2025 г.

подобна динамика да се предполагае от композитния конюнктурен индикатор.³²

В края на 2025 г. и в началото на 2026 г. предвиждаме реалният БВП да продължи да нараства на годишна база със сходни темпове спрямо наблюдаваните в началото на годината. Нарастването на реалния БВП ще продължи да бъде подкрепяно най-вече от вътрешното търсене. С приключването на ремонтните дейности в сектора на промишлеността очакваме в края на годината да се свие отрицателният принос на нетния износ, който да започне да допринася положително за икономическата активност в началото на 2026 г.

4.2. Пазар на труда

Предлагане на труд

През второто тримесечие на 2025 г. предлагането на труд, измерено с работната сила³³, се понижи с 0.5% на годишна база поради отлив на лица от работната сила, докато по данни от НРС на НСИ населението на възраст над 15 години слабо нарасна. Според експерименталната статистика на Евростат³⁴ увеличението на лицата извън работната сила се дължи на едновременно преминаване на част от заетите и безработните лица към неактивност. Броят на неактивните лица се повиши с 0.8% на годишна база, като основен принос за растежа продължиха да имат лицата, които не желаят да работят поради лични или семейни причини, а според възрастовата структура това бяха лицата между 15 и 34 години. В резултат коефициентът на иконо-

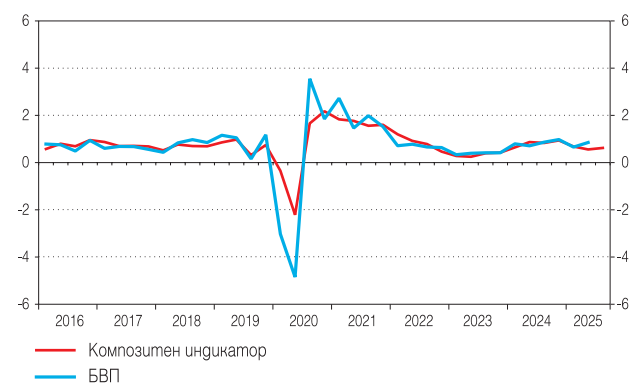
³² В обхвата на високочестотните данни, използвани за динамичния факторен модел на БНБ, не влизат фискални променливи, което не позволява на оценките за второто тримесечие на 2025 г. да отчетат значителния растеж на правителственото потребление и неговия принос за растежа на БВП. Това води до подценяване на верижния растеж на БВП за второто тримесечие на 2025 г. спрямо отчетеното според сезонно изгладените данни на НСИ.

³³ Работната сила включва заетите и безработните лица във възрастовата група 15 и повече години според данни от Наблюдението на работната сила (НРС) на НСИ.

³⁴ Експерименталната статистика на Евростат е получена от данните от НРС и идентифицира потоците между заетост, безработица и неактивност на пазара на труда.

Композитен конюнктурен индикатор за икономическата активност

(%; на верижна база)

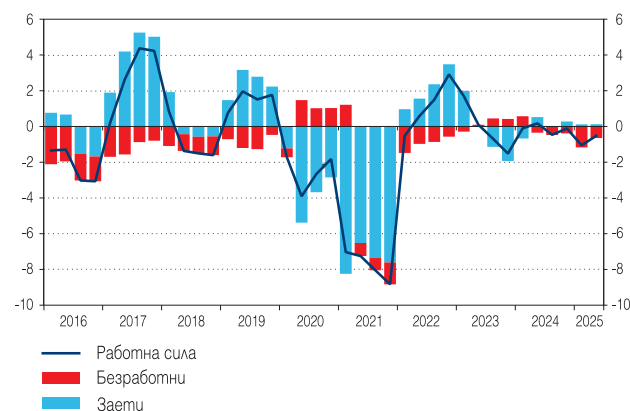


Забележки: Индикаторът е конструиран с помощта на динамичен факторен модел, чиято цел е да извлече общия компонент в динамиката на различни показатели с месечна честота. Динамиката на извлечения композитен индикатор може да се използва като ориентир за изменението на реалния БВП в страната. Избраните показатели за модела включват индексите на производство в индустрията, строителството и услугите; оборотите в търговията на дребно; коефициента на безработица; индикаторите за бизнес климата и доверието на потребителите; индекс на цените на производител в промишлеността; новоотпуснатите кредити за фирми и домакинства; глобалния *PMI*.

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

Принос по компоненти за изменението на работната сила

(%, процентни пунктове; на годишна база)



Забележки: Данните се отнасят за възрастовата група 15 и повече навършени години. От началото на 2021 г. има прекъсване на динамичния ред поради използването на данни за населението от Преброяване 2021 г. Данните преди 2021 г. не са ревизирани, което намира отражение в спада на годишна база на работната сила през 2021 г.

Източници: НСИ – НРС, изчисления на БНБ.

мическа активност³⁵ за възрастовата група 15 и повече навършени години се понижи до 55.2% през второто тримесечие на 2025 г. (55.5% през съответния период на 2024 г.), а при възрастовата група 15–64 години възлезе на 73.7% (74.1% през второто тримесечие на 2024 г.).

През второто тримесечие на 2025 г. в състава на работната сила се наблюдаваше слабо повишение на заетите лица и намаление на безработните в съответствие с нарастването на реалния БВП. Според сезонно неизгладените данни от НРС равнището на безработица³⁶ се понижи до 3.6% през второто тримесечие на 2025 г. (4.3% през съответното тримесечие на 2024 г.), за което допринесоха всички възрастови групи с изключение на лицата между 15 и 24 години. Според сезонно изгладените данни на Агенцията по заетостта, през второто тримесечие на 2025 г. равнището на безработица остана близо до нивото от предходното тримесечие, като от данните за юли и август се предполага сходно развитие и през третото тримесечие на 2025 г.³⁷

Същевременно слабото повишение на броя на заетите лица по данни от НРС не съответстваше на силното нарастване на заетостта според данните от националните сметки, което би могло да се дължи на невъзможността на НРС да обхване изчерпателно краткосрочно заетите лица от трети страни, които започват да имат все по-

³⁵ Коефициентът на икономическа активност представлява съотношението между икономически активните лица (работната сила) и населението на същата възраст. В началото на 2021 г. НСИ въведе промени в методологията на НРС и ревизира данните въз основа на резултатите от преброяването на населението, проведено през 2021 г. Тези промени не са отразени в предходните години и водят до прекъсване на динамичните редове. Сезонно изгладените данни от НРС са повлияни от прекъсването на динамичните редове в началото на 2021 г., поради което в текста са коментирани сезонно неизгладени данни.

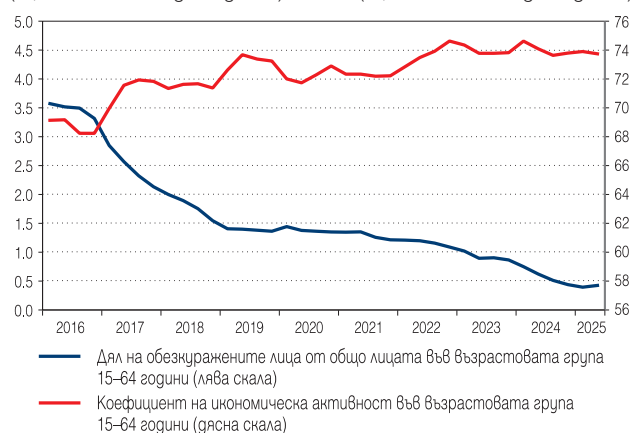
³⁶ Равнището на безработица представлява съотношението между броя на безработните и работната сила за възрастовата група 15 и повече години според данните от НРС.

³⁷ Различната динамика в равнището на безработица между двете статистики вероятно се дължи както на изключването на учащи и пенсионери от обхвата на регистрираните безработни, които търсят активно работа и имат готовност да започнат такава, но не са регистрирани в бюрата по труда, така и на използването от Агенцията по заетостта на данни за икономически активните лица от последното преброяване, докато при Наблюдението на работната сила се използват текущи данни от последното наблюдение. За повече информация, виж метаданните на [НСИ](#).

Икономическа активност и дял на обезкуражените лица

(%; сезонно изгладени данни)

(%; сезонно изгладени данни)

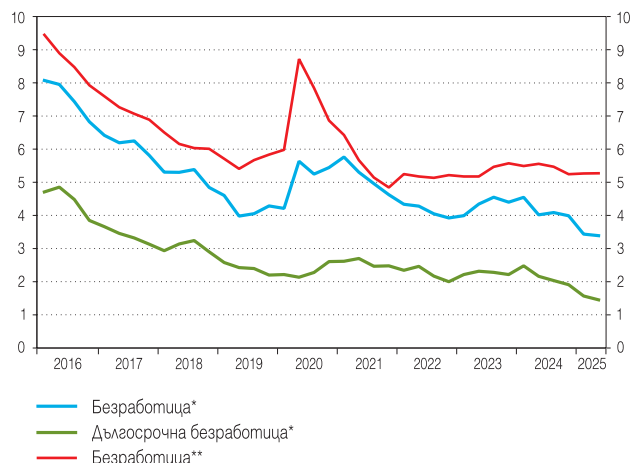


Забележки: От началото на 2021 г. има прекъсване на динамичните редове поради използването на данни за населението от Преброяване 2021 г. Представените сезонно изгладени данни са повлияни от прекъсването на динамичните редове.

Източници: НСИ – НРС, изчисления на БНБ.

Равнище на безработица

(%; дял от работната сила, сезонно изгладени данни)



Забележки: От началото на 2021 г. има прекъсване на динамичните редове поради използването на данни за населението от Преброяване 2021 г. при оценката на резултатите от НРС. Представените сезонно изгладени данни на НСИ са повлияни от прекъсването на динамичните редове.

* По данни на НСИ.

** По данни на Агенцията на заетостта.

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

голямо значение за растежа на заетостта в страната³⁸.

Търсене на труд

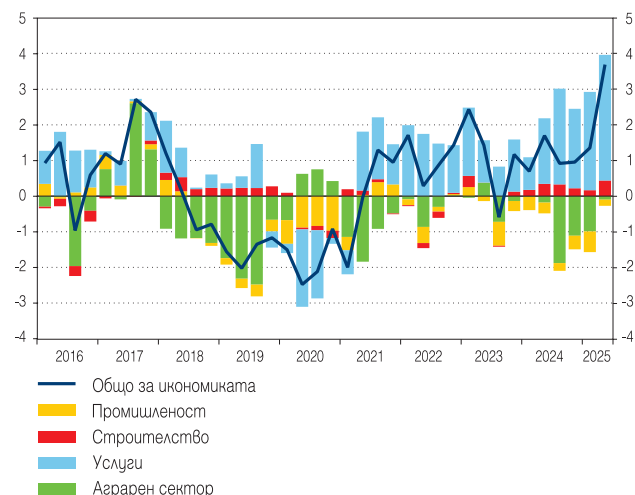
През Второто тримесечие на 2025 г. броят на зетите лица по данни от националните сметки се повиши с 3.7% на годишна база. Положителен принос за растежа имаха зетите в сектора на услугите, най-вече под-сектор „търговия, ремонт на автомобили и мотоциклети; транспорт, складиране и пощи; хотелиерство и ресторантьорство“ и строителството, докато тенденцията към понижаване на заетостта в промишлеността и селското стопанство се запази. Данните за свободните работни места в икономиката³⁹ също отчетоха повишение – с 11.8% на годишна база през Второто тримесечие на 2025 г., като основен принос за нарастването продължи да има секторът на услугите, следван от промишлеността, където се наблюдаваше слабо повишение на свободните работни места. Същевременно делът на фирмите, които определят недос-

³⁸ За повече информация относно различията между зетите по национални сметки и НРС, виж [НСИ](#) и [Евростат](#).

³⁹ Използвани са данни от краткосрочната статистика на заетостта и разходите за труд на НСИ.

Принос за изменението на броя на зетите по икономически дейности

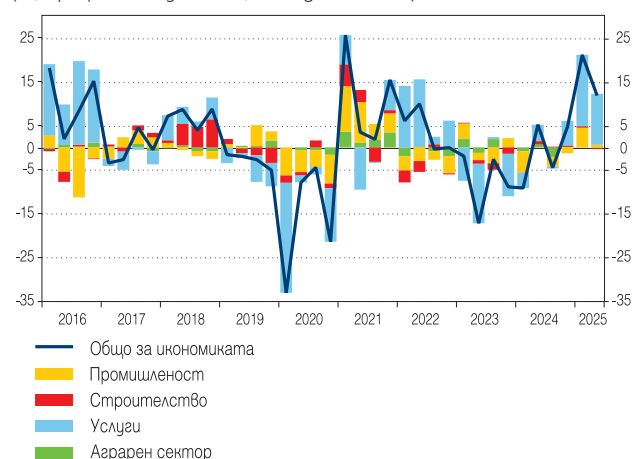
(%, процентни пунктове; на годишна база)



Източници: НСИ – СНС, изчисления на БНБ.

Принос за изменението на броя на свободните работни места по икономически сектори

(%, процентни пунктове; на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

тига на работна ръка като фактор, който затруднява тяхната дейност⁴⁰, се увеличи през второто тримесечие и първите два месеца на третото, за което допринесоха всички основни икономически сектори. С оглед на тези процеси се предполага, че търсенето на труд продължава да нараства през второто тримесечие на 2025 г., докато предлагането остава ограничено. В резултат натискът за повишаване на заплатите се увеличи през второто тримесечие на 2025 г.

Производителност и компенсация на един нает

Реалната производителност на труда⁴¹ се понижи с 1.7% на годишна база през второто тримесечие на 2025 г., като спад беше отчетен както в индустрията и услугите, така и в селското стопанство. Въпреки понижението на производителността на труда и по-слабото нарастване на потребителските цени, номиналната компенсация на един нает отчете силно повишение от 18.5% на годишна база, което отразяваше големия недостиг на работна ръка в страната. В реално изражение⁴² компенсацията на един нает се повиши с 15.1% на годишна база, като единствено в селското стопанство беше отчетено понижението.

Данните от наблюдението на домакинските бюджети и краткосрочната статистика на заетостта и разходите за труд на НСИ също предполагат силно нарастване на доходите от работна заплата, отчитайки съответно растеж в номинално изражение от 16.7% и 12.0% на годишна база през второто тримесечие на 2025 г. Според данните за средната месечна брутна заплата висок растеж на заплатите на годишна база има както в частния (11.4%), така и в публичния сектор (13.8%).

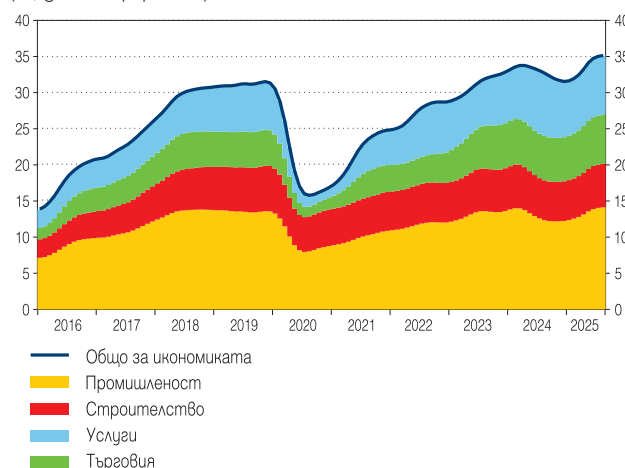
⁴⁰ Използвани са данни от анкетите за стопанската конюнктура на НСИ.

⁴¹ Производителността на труда е изчислена след премахване на условната рента от brutната добавена стойност.

⁴² Номиналната компенсация на един нает е дефлирана с ХИПЦ, за да се изчисли показателят в реално изражение.

Недостиг на работна сила (сезонно изгладени и претеглени по сектори месечни данни)

(%; дял от фирмите)

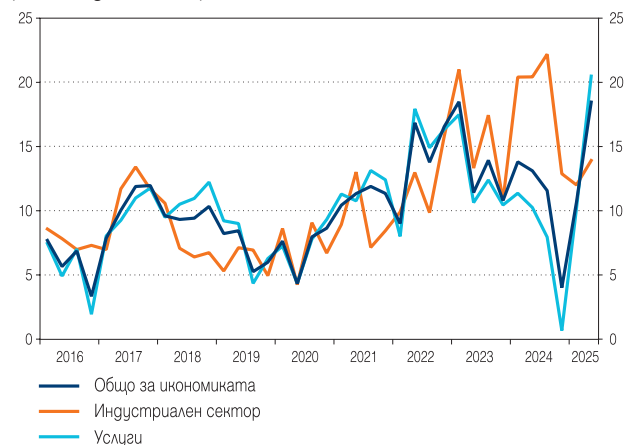


Забелжка: Използвани са данни до август 2025 г. включително.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Компенсация на един нает по текущи цени

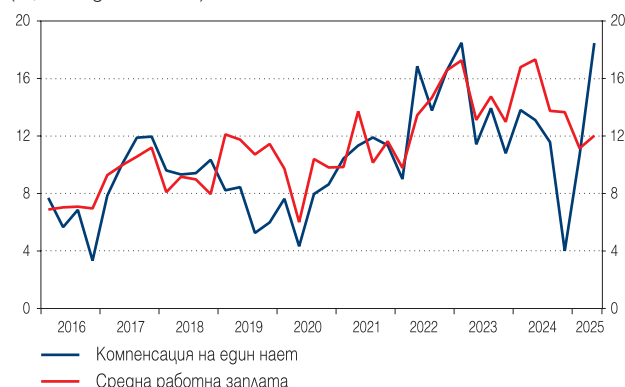
(%; на годишна база)



Източник: НСИ – СНС.

Компенсация на един нает и средна работна заплата по текущи цени

(%; на годишна база)



Източници: НСИ – СНС, Краткосрочна статистика на заетостта и разходите за труд.

4.3. Поведение на фирмите

През второто тримесечие на 2025 г. се наблюдаваше ускоряване на растежа на дефлатора на крайното търсене, което се дължи изцяло на фактори, свързани с вътрешната икономическа среда, и най-вече на растежа на номиналните разходи за труд на фирмите за производство на единица продукция.

Разходи на фирмите за труд

През второто тримесечие на 2025 г. разходите на фирмите за труд на единица продукция⁴³ се повишиха в номинално изражение с 20.5% на годишна база. Високият растеж отразяваше както силното повишение на заплатите в резултат на големия недостиг на работна ръка в страната и влезлите в сила от началото на годината увеличения на минималната работна заплата и на възнагражденията в публичния сектор, така и понижението на реалната производителност на труда. Всички икономически сектори допринесоха за повишението на номиналните разходи за труд на единица продукция, като най-висок растеж беше отчетен в подсектора на услугите „операции с недвижими имоти“ (36.2%).

Разходи на фирмите за инвестиции

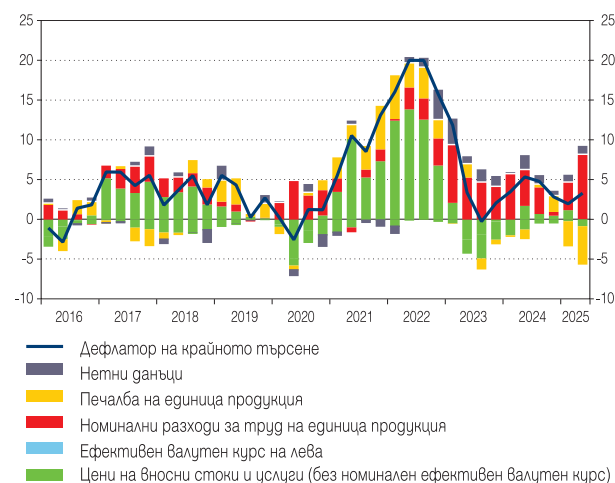
По оценки на БНБ⁴⁴ през първото тримесечие на 2025 г. разходите за инвестиции се повишиха на годишна база както в частния сектор, така и в публичния сектор. Повишението на инвестициите се наблюдаваше при всички видове активи, като най-голям положителен принос имаха инвестициите в машини, оборудване и оръжейни системи.

⁴³ Разходите за труд на единица продукция са изчислени след премахване на условната рента от брутната добавена стойност.

⁴⁴ НСИ не предоставя официални данни за разбивката на общите инвестиции на частни и публични. Серията за частните инвестиции е конструирана от БНБ като разлика между общите инвестиции и оценения размер на публичните инвестиции на начислена основа в реално изражение. Оценката за публичните инвестиции се основава на информация от тримесечните нефинансови сметки на сектор „държавно управление“ и отчетите за изпълнение на консолидираната фискална програма, публикувани съответно от НСИ и МФ.

Дефлатор на крайното търсене

(%; на годишна база, сезонно неизгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Разходи за труд на единица продукция

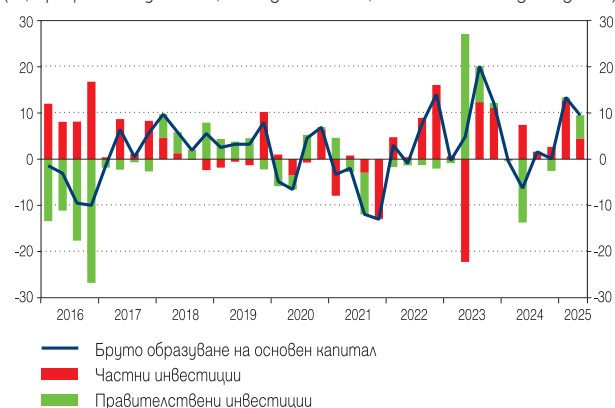
(%; на годишна база, сезонно неизгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Принос на частния и публичния сектор за годишния темп на изменение на инвестициите в реално изражение

(%, процентни пунктове; на годишна база, сезонно неизгладени данни)



Забележки: НСИ не предоставя официални данни за разбивката на общите инвестиции на частни и публични. Серията за частните инвестиции се конструира от БНБ като разлика между общите инвестиции и оценения размер на публичните инвестиции на начислена основа в реално изражение.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Източници на финансиране на фирмите

Според сезонно неизгладени данни общо за икономиката номиналният брутен оперирац излишък, даващ индикация за свободния ресурс на фирмите, с които те биха могли да финансират вътрешно дейността си, се понижи с 6.1% на годишна база през първото тримесечие на 2025 г. Това се дължеше предимно на услугите (-7.4 процентни пункта принос) и строителството (-0.3 процентни пункта принос), като в тези сектори се наблюдаваше увеличаване на нетния размер на привлечените външни средства под формата на кредити и новопоеми чуждестранни задължения.

Ценова политика на фирмите

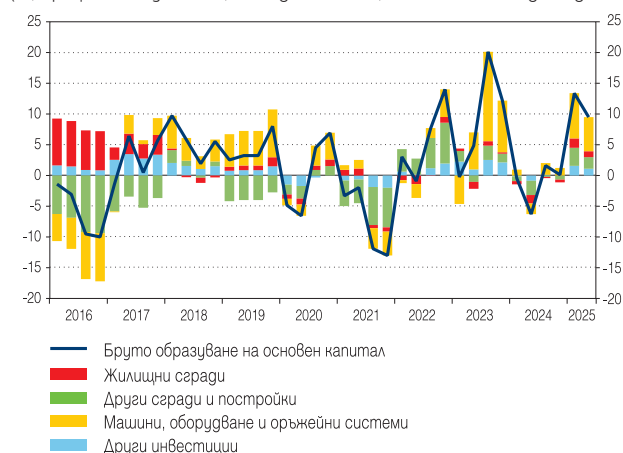
През второто тримесечие на 2025 г. продажните цени на фирмите в промишлеността⁴⁵ нараснаха с 8.9% на годишна база и с 8.6% през юли 2025 г. Повишението на индекса на цените на производител (ИЦП) от началото на годината се определяше предимно от цените на вътрешния пазар и в по-малка степен от тези на международния пазар. На вътрешния пазар нарастването на ИЦП на годишна база през периода април – юли 2025 г. беше всеобхватно, като най-голямо повишение беше отчетено при енергийните продукти, добива на метални руди и при производството на хранителни продукти и напитки.

Индексите на цените на производител в услугите (несвързани с търговия) през второто тримесечие на 2025 г. продължиха да се повишават на годишна база във всички подсектори. Най-значително посъпване на услугите беше отчетено при „хотелиерство и ресторантьорство“ (9.6%) и „операции с недвижими имоти“ (9.3%). В подсектора на търговията на дребно (без търговията с автомобили и мотоциклети), който е най-близо по веригата на предлагане до потребителите, растежът на продажните цени през периода април – юли 2025 г. беше сходен с този от първото тримесечие (1.3%). Слабото повишение на цените в сектора на търговията може да бъде обяснено с понижението на цените на автомобилните горива, смазочни материали и на битовата и компютърна тех-

⁴⁵ Измерени чрез индекса на цените на производител (ИЦП) в промишлеността.

Принос по вид на активите за годишния темп на изменение на инвестициите в основен капитал

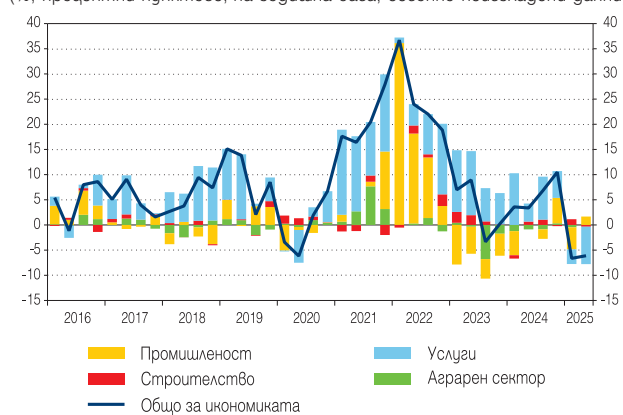
(%, процентни пунктове; на годишна база, сезонно неизгладени данни)



Източници: Евростат, изчисления на БНБ.

Годишен темп на изменение на номиналния брутен оперирац излишък и принос по сектори

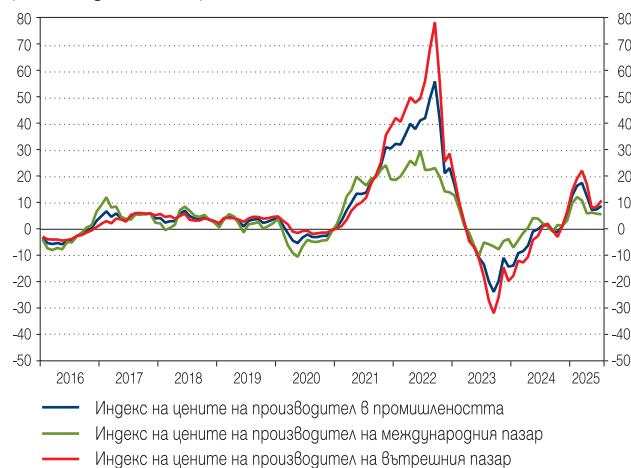
(%, процентни пунктове; на годишна база, сезонно неизгладени данни)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Темп на изменение на индекса на цените на производител в промишлеността

(%, на годишна база)



Източници: НСИ.

ника, което частично компенсира растежа на цените на хранителните стоки.

Конюнктурни индикатори

Данните за бизнес климата и краткосрочната бизнес статистика на НСИ за производството и оборотите в промишлеността, търговията, услугите и строителната продукция през периода юли – август 2025 г. дават разнопосочни сигнали за състоянието на фирмите по отделните сектори на икономическа дейност.⁴⁶

През периода юли – август 2025 г. общият показател на бизнес климата⁴⁷ се задържа на достигнатото от началото на годината ниво. Подобряване на нагласите беше отчетено в секторите на строителството и услугите, докато в промишлеността индикаторът се влоши. Подобряването на нагласите на мениджърите в строителството отразява по-оптимистичните им очаквания за бъдещата икономическа ситуация, за строителната активност и очакванията за наемане на персонал през следващите три месеца. Според проведените от НСИ анкети за бизнес климата най-сериозната пречка за дейността на фирмите продължава да е несигурната икономическа среда. През периода юли – август 2025 г. се увеличи дялът на предприятията, които определят недостига на работна сила и материали/оборудване като фактор, затрудняващ дейността им. Същевременно нагласите на мениджърите за наемането на персонал останаха без съществена промяна спрямо второто тримесечие, но отчетоха влошаване спрямо началото на годината главно в секторите „промишленост“ и „търговия“.

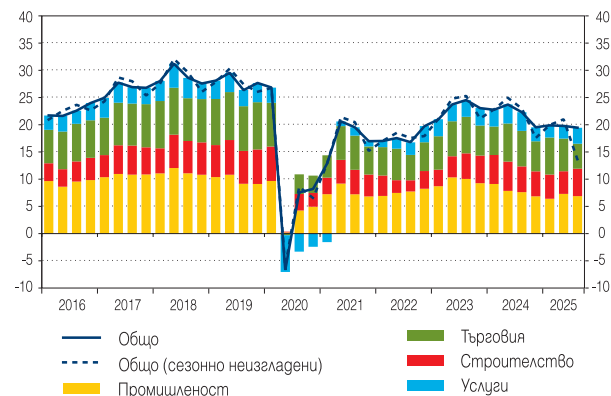
Индексът на промишленото производство продължи да се понижава на годишна база през юли 2025 г., което се дължеше предимно на енергийните продукти и производството на метали, хранителни продукти и облекло. Данните за номиналните обороти в промишлеността отчетоха слабо повишение на годишна база през периода април – юли 2025 г. главно поради нарастването на цените на вътрешния пазар и в по-малка степен на външния пазар.

⁴⁶ За повече информация относно конструирания от БНБ композитен конюнктурен индикатор виж раздел „Текуща конюнктура“ в тази глава.

⁴⁷ Според сезонно изгладени от БНБ данни.

Бизнес климат

(баланс на мненията, %; сезонно изгладени данни)

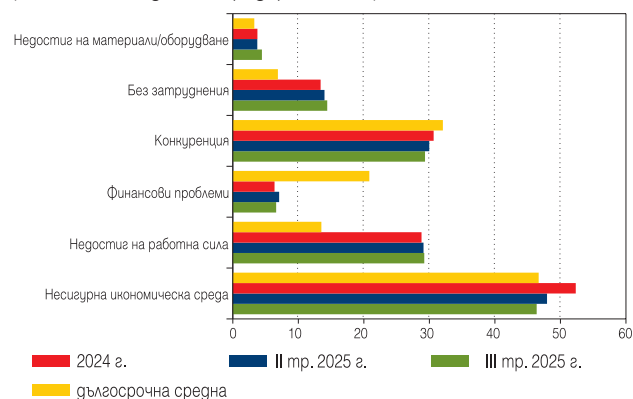


Забележки: Отговорите на въпросите от анкетите на НСИ са представени в тристепенна категорична скала от типа: „увеличение“, „без промяна“, „намаление“. Балансите на оценките се изчисляват като разлика на относителните дялове по екстремните варианти на отговор – „увеличение“ минус „намаление“. Показателят „бизнес климат“ е средна геометрична на балансите на оценките за настоящата и за очакваната бизнес ситуация в предприятията през следващите шест месеца.

Източници: НСИ, Евростат, изчисления на БНБ.

Фактори, затрудняващи дейността на предприятията

(относителен дял от предприятията)

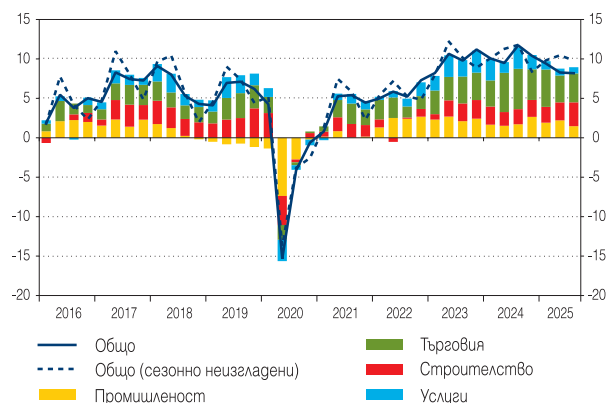


Забележка: Данните са осреднени за съответния период и са изчислени като претеглени с относителния дял на предприятията по сектори (промишленост, строителство, търговия и услуги). Данните за третото тримесечие на 2025 г. са налични до август.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Очаквания на фирмите за наемане на персонал през следващите 3 месеца

(баланс на мненията, %; сезонно изгладени данни)



Забележки: Отговорите на въпросите от анкетите на НСИ са представени в тристепенна категорична скала от типа: „увеличение“, „без промяна“, „намаление“.

Балансите на оценките се изчисляват като разлика на относителните дялове по екстремните варианти на отговор – „увеличение“ минус „намаление“. Данните за третото тримесечие на 2025 г. са налични до август.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Индексът на строителната продукция продължи да се повишава на годишна база през юли главно поради по-голямата активност в строителството на сгради и съоръжения. Според провежданите от НСИ анкети за бизнес климата пред юли и август 2025 г. очакванията на фирмите в строителството за бъдещото им бизнес състояние се подобряват и делът на фирмите, отчитащи затруднения в дейността си, намалява.

Растежът на оборотите в търговията на дребно по съпоставими цени се ускори на годишна база през юли 2025 г., което се дължи на всеобхватното увеличение на реалните обеми на всички компоненти с изключение на групата „хранителни стоки, напитки и тютюневи изделия“. Продължаващото повишение на оборотите в търговията отразява високото ниво на потребителско доверие и популателна способност на потребителите.

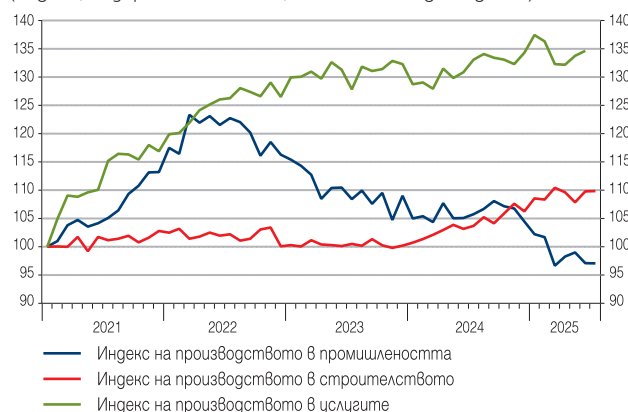
4.4. Поведение на домакинствата

Приходи на домакинствата

По данни от Наблюдението на домакинските бюджети на НСИ, през второто тримесечие на 2025 г. номиналният растеж на

Динамика на индекса на производството в промишлеността, в строителството и в услугите

(индекс, януари 2021 г. = 100; сезонно изгладени данни)



Източници: НСИ, Евростат, изчисления на БНБ.

Динамика на оборота в промишлеността

(%, процентни пунктове; на годишна база, сезонно неизгладени данни)

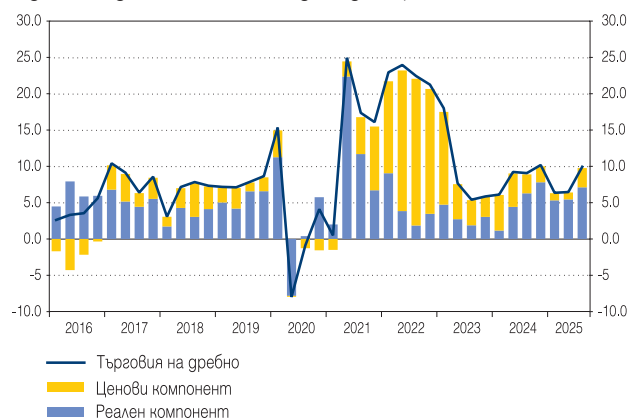


Забележка: Данните за третото тримесечие на 2025 г. са налични до юли.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Динамика на номиналните обороти в търговията на дребно

(%, процентни пунктове, спрямо същото тримесечие на предходната година; сезонно изгладени данни)



Забележка: Данните за третото тримесечие на 2025 г. са налични до юли.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

приходите⁴⁸ на домакинствата продължи да се забавя на годишна база поради по-слабото нарастване на общия доход на домакинствата, докато приходите от изтеглени спестявания и от получени заеми и кредити слабо се повишиха.

През второто тримесечие на 2025 г. растежът на общия доход на домакинствата възлезе на 12.6% на годишна база (15.2% през първото тримесечие на 2025 г.), като забавянето спрямо предходното тримесечие се дължеше най-вече на по-слабото нарастване на приходите от пенсии и самостоятелна заетост. В същото време растежът на доходите от работна заплата се ускори до 16.7% на годишна база (спрямо 15.5% през първото тримесечие), което отразяваше затегнатите условия на пазара на труда и високия недостиг на работна ръка в страната. По-силното нарастване на доходите от работна заплата беше в съответствие с данните за средната месечна брутна заплата от краткосрочната статистика на НСИ и данните от националните сметки на НСИ за работната заплата на един нает⁴⁹, които отчетоха ускорение на растежа на доходите от труд до съответно 12.0% и 19.0% на годишна база през второто тримесечие на 2025 г.

Общият доход на домакинствата в реално изражение⁵⁰ имаше сходна динамика, като растежът се забави до 9.4% на годишна база през второто тримесечие на 2025 г. (10.8% през първото тримесечие на 2025 г.). В резултат реалният разполагаем доход⁵¹ на домакинствата отчете по-слабо повишение – 8.7% на годишна база през второто тримесечие на 2025 г. (10.6% през първото тримесечие на 2025 г.), но темпът му на растеж остана по-висок от средното в исторически

⁴⁸ Приходите на домакинствата представляват всички парични приходи от източници, като работна заплата, пенсии, самостоятелна дейност, социални обезщетения, помощи, и стойностените натурални приходи (паричната стойност на получените в натура стоки и услуги от домакинствата, като например социални трансфери в натура), групирани в категорията „общ доход“, както и изтеглените спестявания и заеми.

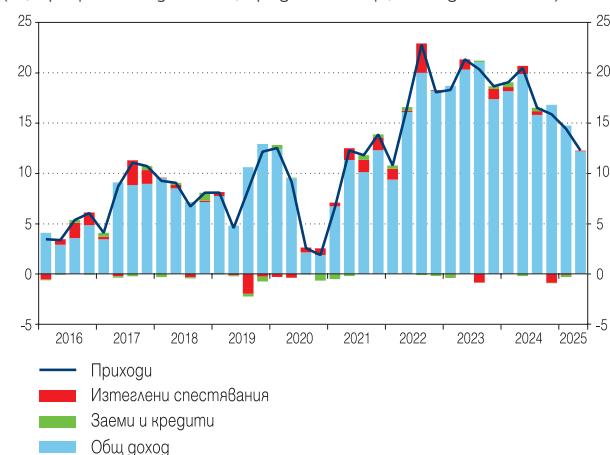
⁴⁹ Работната заплата на един нает е получена като средствата от фонд „работна заплата“ са разделени на броя наети лица в икономиката.

⁵⁰ За получаване на общия доход в реално изражение номиналните стойности са дефлирани с ХИПЦ.

⁵¹ Реалният разполагаем доход на домакинствата е изчислен въз основа на данните от Наблюдението на домакинските бюджети на НСИ и представлява общият номинален доход, намален с данъците, социалните осигуровки и регулярните трансфери към други домакинства, дефлиран с ХИПЦ.

Принос за изменението на приходите на домакинствата

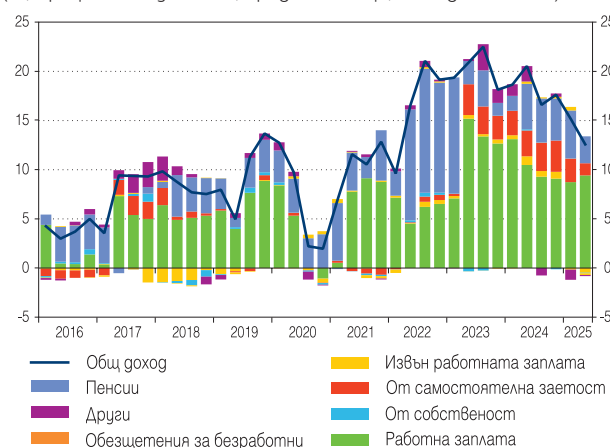
(%, процентни пунктове; средно на лице; на годишна база)



Източник: НСИ – Наблюдение на домакинските бюджети, изчисления на БНБ.

Принос за изменението на общия месечен доход на домакинствата

(%, процентни пунктове; средно на лице; на годишна база)



Източници: НСИ – Наблюдение на домакинските бюджети, изчисления на БНБ.

Разполагаем доход на домакинствата

(%; средно на лице, на годишна база)



Забележка: Реалният разполагаем доход на домакинствата представлява общият доход, намален с данъците, социалните осигуровки и регулярните трансфери към други домакинства, дефлиран с ХИПЦ.

Източници: НСИ – Наблюдение на домакинските бюджети, НСИ, изчисления на БНБ.

план и продължи да подкрепя силното нарастване на частното потребление.

Разходи на домакинствата

През второто тримесечие на 2025 г. общите разходи⁵² на домакинствата се повишиха в номинално изражение с 11.7% на годишна база (при 13.3% през първото тримесечие на 2025 г.), като отчетеното забавяне отразяваше по-слабото нарастване на потребителските разходи. Същевременно разходите за данъци и социални осигуровки продължиха да нарастват по-силно от потребителските разходи и тенденцията към постепенно увеличаване на техния дял в общите разходи на домакинствата се запази.

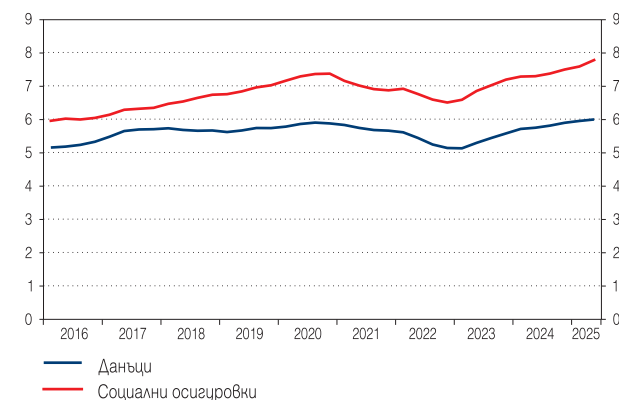
Потребителските разходи се повишиха с 11.9% на годишна база в номинално изражение през второто тримесечие на 2025 г. (12.8% през първото тримесечие на 2025 г.), като забавянето в темпа им на растеж беше в съответствие с по-слабото нарастване на потребителските цени в страната. По подкомпоненти на потребителските разходи основен принос за отчетеното забавяне на растежа имаше понижението на разходите за здравеопазване и по-слабото нарастване на разходите за транспорт, което вероятно отразяваше намалението на таксата при болничните услуги от април 2025 г. и понижението на цените при транспортните горива.

В реално изражение⁵³ растежът на потребителските разходи се ускори слабо на годишна база до 8.7% през второто тримесечие на 2025 г. (при 8.5% през първото тримесечие на 2025 г.), като основен принос за по-силното им нарастване имаше повишението на разходите за свободно време, културен отдих и образование и разходите за жилищно обзавеждане и поддържане на дома. Данните от националните сметки на НСИ, които имат по-широк обхват, също отчетоха силно повишение на частното потребление, но реалният растеж се забави до 6.9% на годишна база през второто тримесечие на 2025 г. (9.0% през първото тримесечие на

⁵² Общите разходи включват потребителските разходи, данъци, социални осигуровки, регулярни трансфери към други домакинства и др. За повече информация виж [методологията](#) на НСИ за Наблюдението на домакинските бюджети.

⁵³ Потребителските разходи на домакинствата са дефлирани с общия ХИПЦ. Подкомпонентите на потребителските разходи са дефлирани със съответстващите им групи от ХИПЦ.

Дял на разходите за данъци и социални осигуровки в общите разходи на домакинствата (% , средно на лице – лв.)

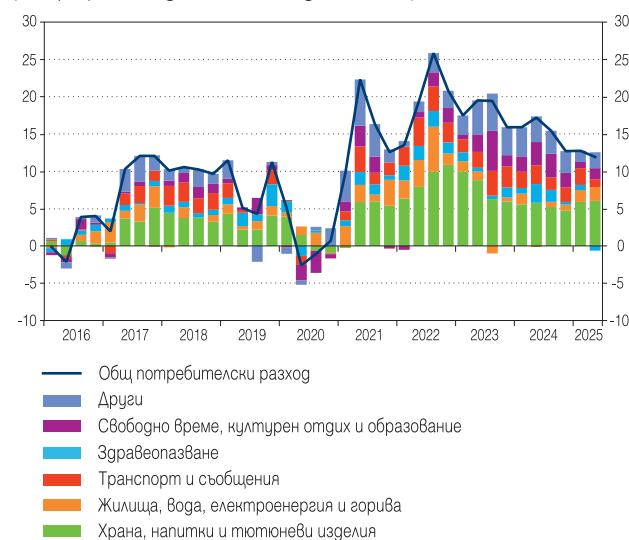


Забелжка: С цел изглаждане на данните и показване на тенденциите на развитие е използвана плъзгаща се средна за последните четири тримесечия.

Източник: НСИ – Наблюдение на домакинските бюджети.

Принос за изменението на потребителските разходи на домакинствата

(%, процентни пунктове; на годишна база)



Източници: НСИ – Наблюдение на домакинските бюджети, изчисления на БНБ.

2025 г.). Въпреки разнопосочната динамика, за която влияние оказват различията в начина на събиране на данните, техният обхват и използваните дефиниции, данните от Наблюдението на домакинските бюджети, както и тези от националните сметки, дават основание да се предположи, че през второто тримесечие на 2025 г. растежът на потребителските разходи остава много висок в исторически план.

Спестявания на домакинствата

През второто тримесечие на 2025 г. склонността на домакинствата да спестяват⁵⁴ част от получения си доход⁵⁵ се понижи спрямо предходното тримесечие според сезонно изгладените данни в съответствие със слабите стимули за спестяване предвид отрицателните реални лихвени проценти по депозитите на домакинствата. Натрупаният размер на нетните активи на домакинствата в банковата система също слабо се понижи поради запазващия се висок растеж на кредитите за домакинствата. В резултат, както по-ниската склонност към спестяване, така и намаляването на нетните активи на домакинствата подкрепяха растежа на частното потребление през второто тримесечие на 2025 г.

4.5. Влияние на фискалната политика върху икономиката

През второто тримесечие на 2025 г. фискалната политика продължи да оказва положително влияние за нарастването на икономическата активност в страната главно чрез отчетения растеж на правителственото потребление⁵⁶. Положително влияние имаха също така правителствените инвестиции и

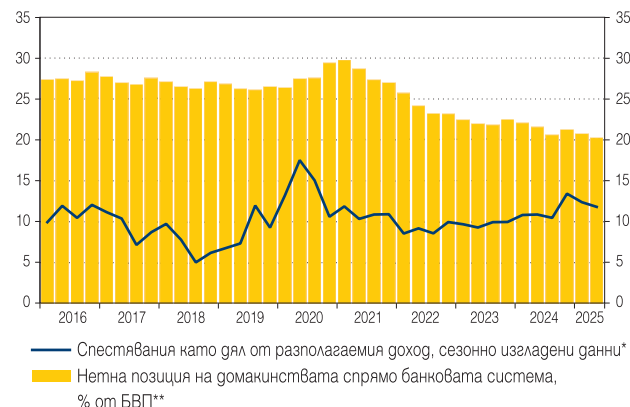
⁵⁴ Спестяванията на домакинствата представляват разликата между общия доход и общия разход през тримесечието. Склонността към спестяване е изчислена като съотношение между спестяванията и брутния доход през тримесечието.

⁵⁵ Доходът представлява брутния доход през тримесечието, намален с данъците и социалните осигуровки.

⁵⁶ Към момента на изготвяне на настоящия брой на публикацията „Икономически преглед“ тримесечните нефинансови сметки на сектор „гържавно управление“, публикувани от НСИ, са налични до първото тримесечие на 2025 г. включително. Оценката за инвестициите на сектор „гържавно управление“ за второто тримесечие на 2025 г. е изготвена на базата на месечните отчети за изпълнението на Консолидираната фискална програма. Данните за изпълнението на КФП също така дават индикация относно динамиката на социалните трансфери към домакинствата.

Склонност на домакинствата към спестяване

(%, процентни пунктове)



Забележки: Спестяванията като дял от разполагаемия доход представляват разликата между общия доход и общия разход на домакинствата като дял от общия доход, намален с данъците, социалните осигуровки и регулярните трансфери към други домакинства. Нетната позиция на домакинствата спрямо банковата система представлява разликата между депозитите и кредитите на домакинствата.

* По данни на НСИ. Данните са сезонно изгладени от БНБ.

** По данни на БНБ и НСИ. При изчисляване на съотношението към БВП са използвани данните за номиналния БВП за последните четири тримесечия.

Източници: НСИ - Наблюдение на домакинските бюджети, БНБ.

социалните плащания, които подкрепяха разполагаемия доход на домакинствата.⁵⁷

През второто тримесечие на 2025 г. правителственото потребление отбеляза нарастване с 26.9% в номинално изражение на годишна база (16.3% в реално изражение). Данните за изпълнението на Консолидираната фискална програма за второто тримесечие на 2025 г. сочат, че положителен принос за нарастването на правителственото потребление в номинално изражение са имали разходите за персонал, за здравеопазване и за текуща издръжка.⁵⁸ Капиталовите разходи по КФП отчетоха растеж от 37.4% на годишна база през второто тримесечие на годината, който се определяше главно от капиталовите разходи, финансирани със средства от ЕС. Годишният растеж на капиталовите разходи през този период предполага значително положително влияние на бруто образуването на основен капитал на сектор „държавно управление“ за растежа на БВП през второто тримесечие на 2025 г. Същевременно отчетеното нарастване на социалните разходи по КФП с 14.6% на годишна база през второто тримесечие на 2025 г. дава индикация за увеличаване на социалните трансфери към домакинствата, за което значителен принос има осъвременяването на пенсиите с 11.0% от 1 юли 2024 г.

Към края на юли 2025 г. общите бюджетни разходи по КФП отбелязаха растеж от 21.1% на годишна база⁵⁹, като най-голям положителен принос за него имаха социалните разходи вследствие предимно на изплатените по-високи пенсии след влезлите в сила увеличи-

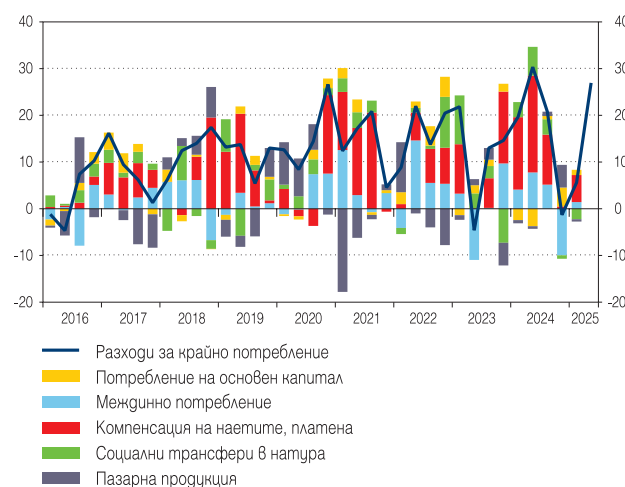
⁵⁷ За повече информация относно фискалната позиция виж тук тематичното изследване „Анализ на фискалната позиция на България в периода след 2020 г.“, в което са представени оценки за фискалната позиция на страната в контекста на цикличното развитие на икономиката.

⁵⁸ Според данните за изпълнението на КФП разходите за персонал отбелязват растеж от 27.5% на годишна база през второто тримесечие на 2025 г., което предполага значително по-силно нарастване на дефлатора на правителственото потребление от отчетения за това тримесечие (9.2% на годишна база).

⁵⁹ През февруари 2024 г. от сметката за чужди средства по бюджета на Министерството на регионалното развитие и благоустройството (МРРБ) бяха възстановени средства в размер на 1.2 млрд. лв., което на касова основа бе отчетено като намаление на капиталовите разходи по КФП със същия размер. Без тази трансакция, към юли 2025 г. растежът на общите бюджетни разходи по КФП би възлязъл на 17.7%.

Принос на основните групи разходи за растежа на правителственото потребление в номинално изражение (по тримесечия)

(%, процентни пунктове; на годишна база)

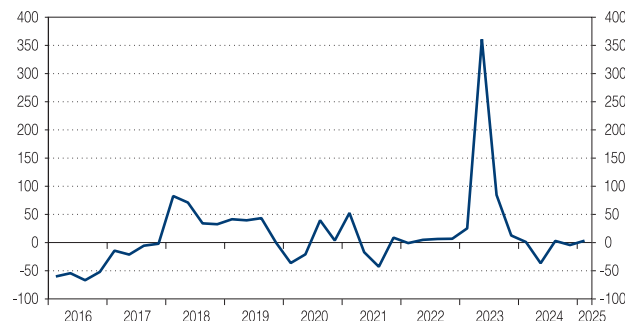


Забележка: Към момента на изготвяне на настоящия брой на публикацията „Икономически преглед“ тримесечните нефинансови сметки на сектор „държавно управление“, публикувани от НСИ, са налични до първото тримесечие на 2025 г. включително, поради което не е налична разбивка на компонентите на правителственото потребление за второто тримесечие на 2025 г.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Темп на изменение на бруто образуването на основен капитал на сектор „държавно управление“ в номинално изражение (по тримесечия)

(%; на годишна база)



Забележка: Към момента на изготвяне на настоящия брой на публикацията „Икономически преглед“ тримесечните нефинансови сметки на сектор „държавно управление“, публикувани от НСИ, са налични до първото тримесечие на 2025 г. включително.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

ния от юли 2024 г. и от юли 2025 г.⁶⁰. Висок положителен принос за годишния растеж на общите бюджетни разходи имаха също така капиталовите разходи⁶¹ и разходите за персонал. Разходите за персонал нараснаха с 20.9% на годишна база към края на юли, за което допринасят заложените в Закона за държавния бюджет на Република България за 2025 г. увеличения на разходите за персонал в секторите „отбрана и сигурност“, в средното образование, както и повишението на заплатите на останалите заети в публичния сектор. В сравнение с края на второто тримесечие на 2025 г. растежът на общите бюджетни разходи се ускори до 20.6% към юни, главно в резултат на по-високия растеж на разходите за субсидии (10.2% към юли при 2.5% към юни). Нарастването на разходите за субсидии се определяше главно от субсидиите, изплатени от Фонд „Сигурност на електроенергийната система“.

Данните за изпълнението на капиталовите разходи по КФП за юли 2025 г. сочат, че бруто образуването на основен капитал на сектор „държавно управление“ ще продължи да подкрепя нарастването на икономическата активност в страната през третото тримесечие на годината. В допълнение, отчетеното през юли 2025 г. нарастване на годишна база на разходите за здравеопазване, за текуща издръжка и за персонал дава основание да се предполага, че ще се запази и положителното влияние на правителственото потребление за растежа на икономическата активност в страната.

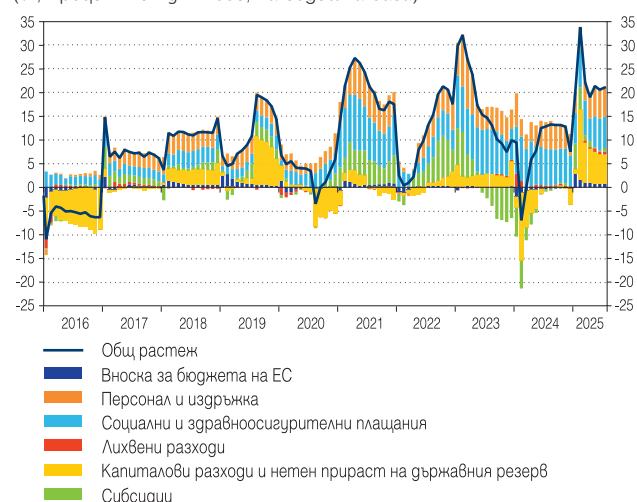
Общите бюджетни приходи по КФП нараснаха с 13.5% на годишна база към края на юли 2025 г., като растежът им отразяваше главно по-високите данъчни приходи. За растежа на данъчните приходи, който възлезе на 16.7% към юли, най-голям принос имаха приходите от данък върху добавената стойност (ДДС) и приходите от социално- и здравноосигурителни вноски. Годишният растеж на приходите от ДДС към юли (16.4%) се определяше изцяло

⁶⁰ От 1 юли 2025 г. влезе в сила увеличението на пенсиите с 8.6%.

⁶¹ С оглед на съпоставимост на данните, при елиминирание на посочената в бележка 59 трансакция от февруари 2024 г., към края на юли капиталовите разходи отбелязват нарастване с 34.3% на годишна база, докато без елиминиранието на посочената трансакция към края на юли капиталовите разходи отбелязват нарастване с 93.4% на годишна база.

Принос на основните групи разходи за растежа на общите бюджетни разходи, с натрупване

(%, процентни пунктове; на годишна база)



Източници: МФ, изчисления на БНБ.

от приходите от ДДС от сделки в страната и вътреобщностни придобивания (нето). В сравнение с края на второто тримесечие на 2025 г. темпът на растеж на общите бюджетни приходи се ускори (13.1% към юни), което се дължеше главно на ускорения растеж на неданъчните приходи и на по-високия растеж на приходите от ДДС.

Към края на юли 2025 г. бе отчетен дефицит по КФП в размер на 4279 млн. лв. (2.0% от БВП⁶²).

⁶² При изчисляването на съотношението е използван номиналният размер на БВП за последните четири тримесечия до второто тримесечие на 2025 г. включително.

5. Ценови процеси

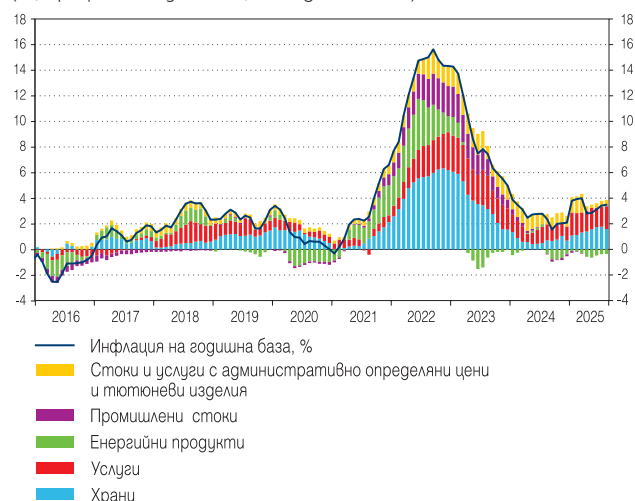
5.1. Потребителски цени

През август 2025 г. годишната инфлация, измерена чрез ХИПЦ, възлезе на 3.5% (спрямо 2.1% през декември 2024 г.), като най-голямо влияние за ускорението имаха групите на храните и на услугите, следвани от стоките и услугите с административно определяни цени. Съществен фактор за ускоряването на инфлацията в тези групи бяха възстановяването на стандартната ДДС ставка от 20% за доставка на хляб и брашно и за ресторантърски и кетъринг услуги, което влезе в сила в началото на 2025 г., както и повишаването на някои административно определяни цени и косвени данъци.

Влияние за повишението на потребителските цени продължиха да имат основно фактори, свързани с вътрешните за страната процеси, като нарастващите разходи за труд на единица продукция и частното потребление, които позволиха на фирмите да пренесат по-високите си производствени разходи към крайните потребители. Фискалната политика също продължи да оказва проинфлационно влияние по отношение на нарастването на социалните плащания и възнагражденията в публичния сектор, както и по линия на механичното повишение на минималната работна заплата, като тези мерки допринесоха за растежа на реалния располагаем доход на домакинствата и за силното частно потребление. Същевременно поддържането на бюджетни дефицити, финансирани с външни емисии на ДЦК, представлява допълнителен проинфлационен фактор, тъй като допринася за поддържането на висока ликвидност в банковата система и съответно за ограничената трансмисия на паричната политика на ЕЦБ върху лихвените проценти по депозитите и кредитите в сектора на домакинствата в България. В резултат обемите при

Инфлация и принос на основните групи стоки и услуги за нея

(%, процентни пунктове; на годишна база)



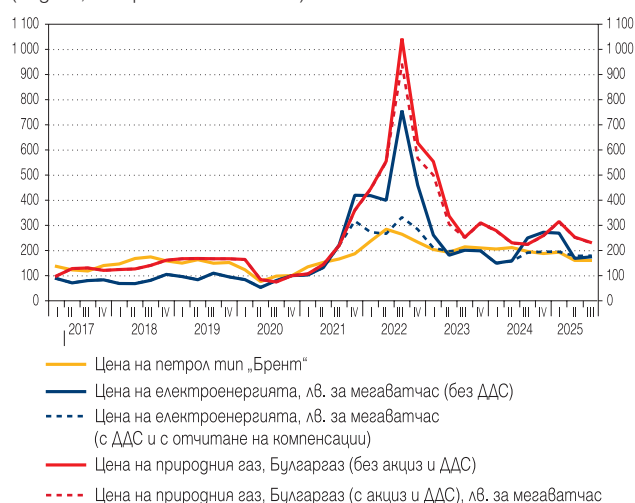
Забележки: Използваната структура съответства на класификацията на Евростат, като допълнително са отделени тютюневите изделия и стоките и услугите с административно определяни цени.

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.

Цени на основни енергийни суровини

(индекс, IV трим. 2020 г. = 100)



Забележки: Цената на електроенергията се отнася за сегмента „Ден напред“ на Българската независима енергийна борса (БНЕБ). Цената на природния газ, продаван от „Булгаргаз“ ЕАД, не включва цени за достъп и пренос през газопреносните мрежи.

Източници: ЕЦБ, БНЕБ, КЕВР.

новоотпуснатите потребителски кредити продължиха да се повишават и да подкрепят нарастването на потреблението на домакинствата.

След временното забавяне на темпа на растеж на потребителските цени на годишна база през второто тримесечие на годината през третото тримесечие годишната инфлация отново започна да се ускорява и достигна 3.5% средно за периода юли – август (в сравнение с 2.9% през второто тримесечие на 2025 г.). Основен принос за това имаха както забавеният темп на поевтиняване на цените на енергийните продукти, така и наблюдаваното засилване на растежа на цените в групите на храните и на административно определяните цени.

Цени на енергийни продукти

През август 2025 г. енергийните продукти имаха отрицателен принос към общата инфлация, като в групата беше отчетена дефлация от -5.3% на годишна база (спрямо -5.6% през декември 2024 г.). Спадът на цените се дължеше изцяло на подгрупата на транспортните горива, които продължиха да поевтиняват в съответствие с цените на суровия петрол на международните пазари.

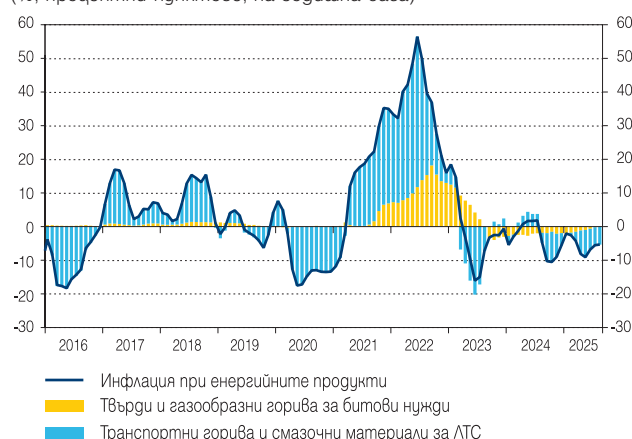
Цени на храни

Годишният темп на нарастване на цените на храните се ускори до 6.6% през август 2025 г. (спрямо 2.7% през декември 2024 г.), като групата продължи да има съществен положителен принос към общата инфлация. Увеличение на цените бе отчетено както при преработените храни, така и при непреработените храни, но преработените храни имаха значително по-голям принос за ускоряването на инфлацията в групата на храните.

В групата на непреработените храни инфлацията на годишна база възлезе на 5.9% за август 2025 г. (спрямо 2.8% в края на 2024 г.). Най-значителен положителен принос и основен фактор за ускоряването на инфлацията в групата имаха плодовете, като това може да се обясни с по-високите

Принос на основните подгрупи за инфлацията на енергийните продукти (без тези с контролирани цени)

(%, процентни пунктове; на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Темп на изменение на цената на петрола тип „Брент“ и на цената на автомобилния бензин А95

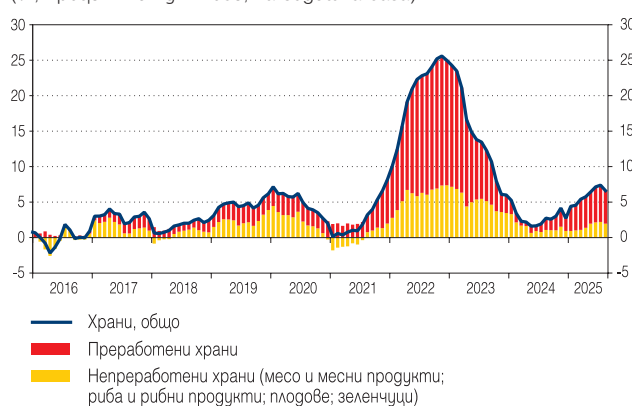
(%, на годишна база)



Източници: ЕЦБ, НСИ, изчисления на БНБ.

Темп на изменение на индекса на цените на храните и принос на преработените и непреработените храни

(%, процентни пунктове; на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

цени на едро на тържищата в България⁶³, което от своя страна най-вероятно се дължи на по-слабата реколта⁶⁴ през 2025 г. Компонентът „месо и месни продукти“ също имаше положителен принос и допринесе за ускоряването на инфлацията на непреработените храни, което може да бъде обяснено с по-високите цени на едро и дребно на птиче и говеждо месо в страната⁶⁵.

Годишната инфлация в групата на преработените храни запази тенденцията към ускоряване и възлезе на 6.9% през август 2025 г. (спрямо 2.7% през декември 2024 г.), като основно влияние за нарастването на цените в групата отново имаха подгрупите „хляб и зърнени храни“, „захар и захарни изделия“, „мляко, млечни продукти и яйца“ и „кафе, чай и какао“. Тази динамика може да се обясни с възстановената през януари 2025 г. стандартна ДДС ставка за доставка на хляб и брашно, както и по-високите цени на тези продукти на глобалните пазари.

Базисна инфлация

Базисната инфлация, която включва цените на услугите и промишлените стоки, също запази тенденцията си от предишни месеци и възлезе на 3.5% през август 2025 г. (в сравнение с 2.1% през декември 2024 г.). Повишаването на цените в тази група се дължеше почти изцяло на цените на услугите, които имаха и най-висок принос към растежа на общата инфлация през август.

При промишлените стоки се наблюдаваше слабо покачване на цените, като темпът на растеж за август 2025 г. възлезе на 0.3% (спрямо спад от -0.7% в края на 2024 г.). Увеличението се дължеше главно на групата на потребителските стоки за недълготрайна употреба, като най-висок положителен принос имаха подгрупите „резервни части“ и „материали за ремонт и поддръжка“. Същевременно в групата на потребителските

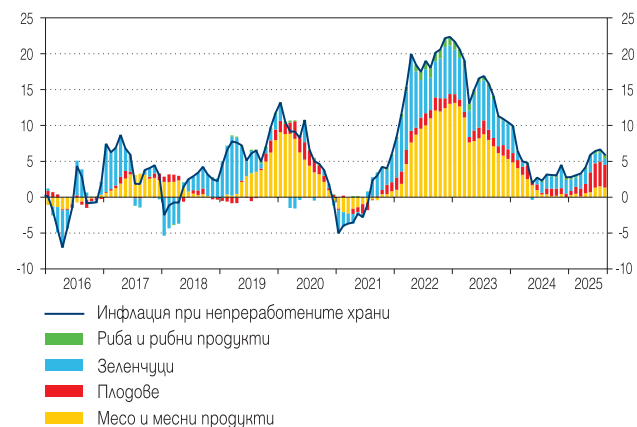
⁶³ Използвани са данни със седмична честота от Държавната комисия по стоковите борси и тържищата (ДКСБТ) към август 2025 г.

⁶⁴ Използвани са данни към септември 2025 г. на Министерството на земеделието за производството на основни плодове и зеленчуци в България.

⁶⁵ Използвани са данни към септември 2025 г. на Министерството на земеделието за цените на едро и дребно на месо в България.

Принос на основните подгрупи за инфлацията при непреработените храни

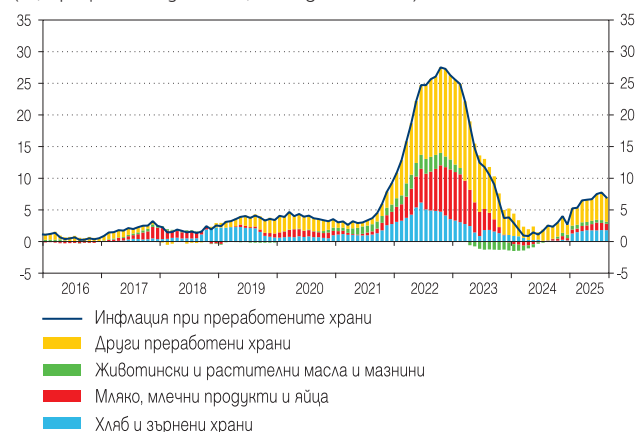
(%, процентни пунктове; на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Принос на основните подгрупи за инфлацията при преработените храни

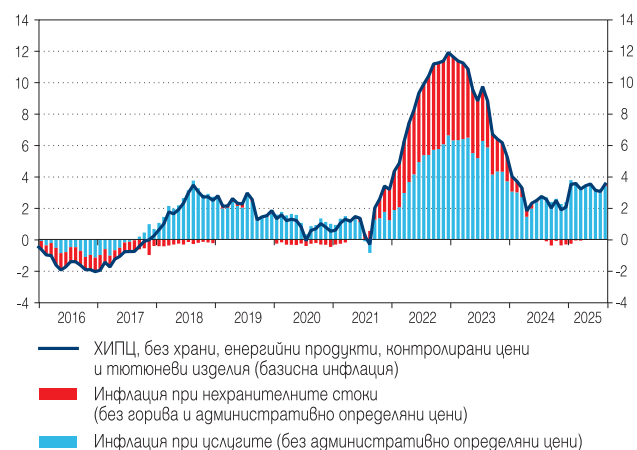
(%, процентни пунктове; на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Базисна инфлация и принос на услугите и нехранителните стоки за нея

(%, процентни пунктове; на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

стоки за дълготрайна употреба отново бе отчетен спад на цените, като за тази тенденция основен принос имаха подгрупите „персонални компютри“ и „техника за възпроизвеждане на звук и образ“.

През август 2025 г. инфлацията при услугите възлезе на 6.7% (в сравнение с 4.6% в края на 2024 г.), за което най-висок положителен принос имаха подгрупите „услуги за обществено хранене“ и „комплексни услуги за почивка и туристически пътувания“. Съществени определящи фактори за тази динамика на цените на услугите бяха нарастващите разходи за труд на единица продукция, които стимулират частното потребление, както и възстановяването от началото на годината на стандартната ДДС ставка от 20% за доставка на ресторантьорски и кетъринг услуги.

Цени на стоки и услуги с административно определяни цени и тютюневи изделия

В групата на стоките и услугите с административно определяни цени и тютюневи изделия бе отчетен ръст на цените от 2.3% през август 2025 г. (при 3.9% в края на 2024 г.), обусловен главно от инфлацията в подгрупите „електроенергия“⁶⁶ и „тютюневи изделия“⁶⁷. Други подгрупи, които допринесоха за повишението на административно определяните цени, бяха „лекарствените продукти“⁶⁸, „образованието“ и „събиране и изхвърляне на битови отпадъци“. Същевременно подгрупата на болничните услуги продължи да има силен отрицателен принос към общата инфлация след намалението на таксите в подгрупата през април 2025 г.

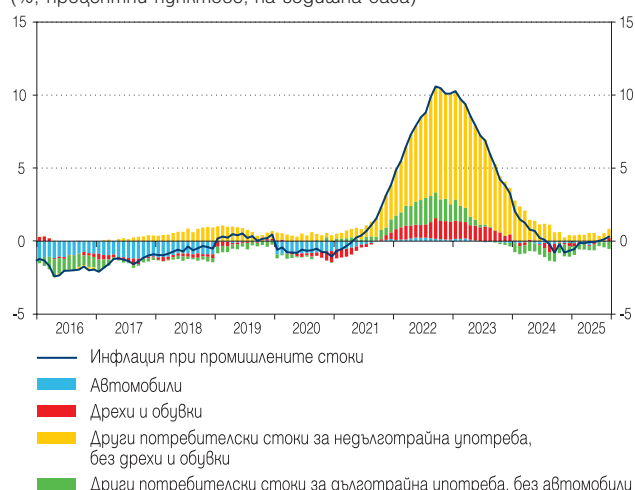
⁶⁶ Средното увеличение на цената на електроенергията за битовите потребители с 8.42% влезе в сила с решение на КЕБР от 1 януари 2025 г. Цената беше допълнително повишена средно с 2.58% от 1 юли 2025 г. с решение на КЕБР.

⁶⁷ Поскъпването на тютюневите изделия беше в резултат на повишението на акцизните ставки на тези продукти, считано от 1 януари 2025 г. в съответствие с акцизния календар, който беше приет със Закона за изменение и допълнение на Данъчно-осигурителния процесуален кодекс, обнародван в бр. 100 на Държавен вестник от 16 декември 2022 г.

⁶⁸ Най-голямо поскъпване беше отчетено при лекарствата, включени в т.нар. „позитивен лекарствен списък“. Това са лекарства, чиито цени се определят административно от Националния съвет по цени и реимбурсиране на лекарствени продукти на база най-ниска цена на производител в Европейския съюз и процент надценка.

Принос на основните подгрупи за инфлацията при промишлените стоки (без енергийни продукти)

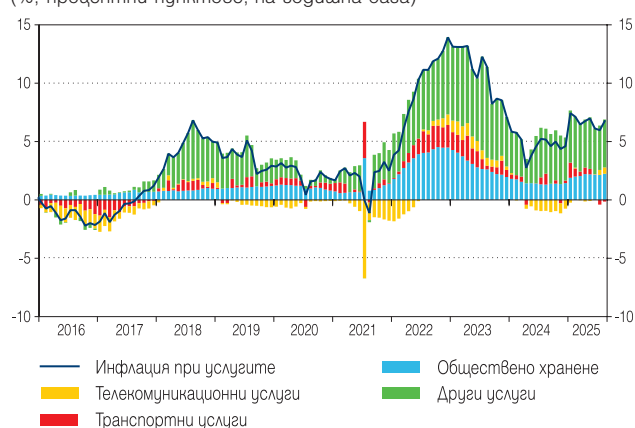
(%, процентни пунктове; на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Принос на основните подгрупи за инфлацията при услугите

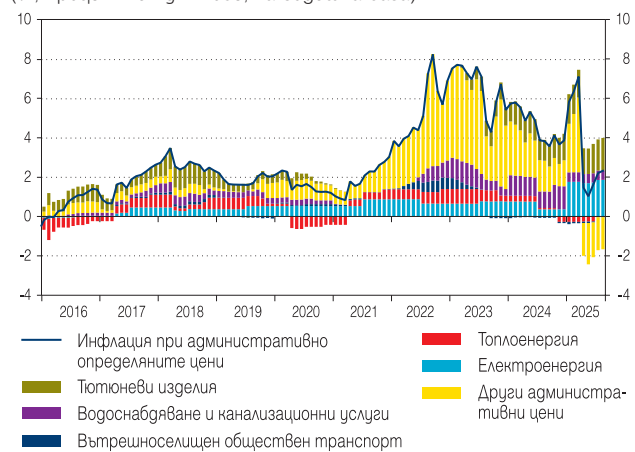
(%, процентни пунктове; на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Принос на основните подгрупи за инфлацията при административно определяните цени (включително тютюневите изделия)

(%, процентни пунктове; на годишна база)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Индексът на дифузия, показващ дела на групите стоки и услуги, при които има увеличение на цените на годишна база, се повиши до 76.7% през май 2025 г. (спрямо 72.1% през декември 2024 г.). По отношение на темпа, с който се покачват цените, относителният дял на подиндексите с растеж на цените над 5% на годишна база се повиши до 41.9% (в сравнение с 34.9% в края на 2024 г.).

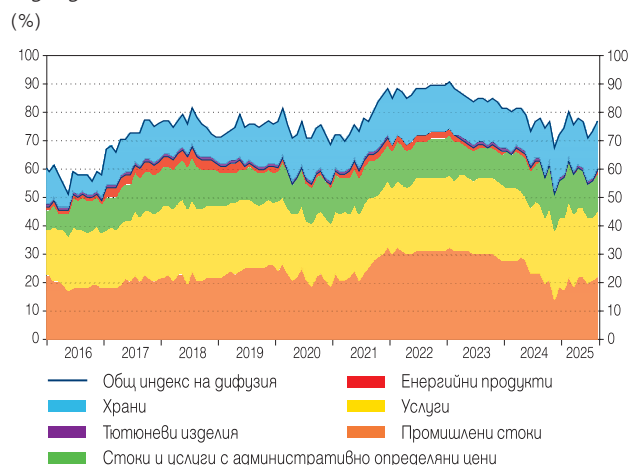
Очаквания за инфлацията

Регулярно провежданите от НСИ бизнес анкети за стопанската конюнктура показват, че през август 2025 г. делът на мениджърите, които очакват повишения на продажните цени през следващите три месеца, се понижава в известна степен спрямо предходния месец. Това е най-силно изразено при услугите и при търговията на дребно и би могло да е индикация за известно забавяне или задържане на инфлацията при тези подгрупи през следващото тримесечие.

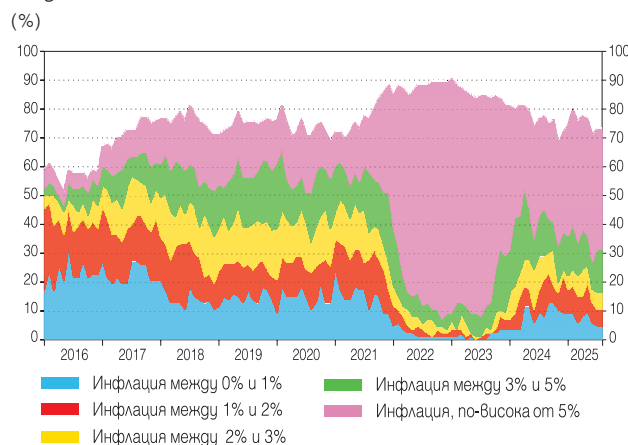
Въз основа на текущите тенденции, на техническите допускания за динамиката на цените на основни суровини на международните пазари, на прогнозираната динамика на пазара на труда и икономическата активност в страната очакваме инфлацията да се повиши слабо през втората половина на 2025 г. Фактори, които се очаква да имат проинфлационно влияние, са прогнозираното нарастване на разходите за труд на единица продукция и очакваното силно частно потребление, както и ограничаването на спада на цените при енергийните продукти. Очакваме инфлацията да се забави в началото на 2026 г. в резултат на по-слабото нарастване на цените при административно определяните цени и храните според използваните допускания.

Индекс на дифузия

а) относителен дял на подиндексите на ХИПЦ с растеж на годишна база по основни групи стоки и услуги



б) относителен дял на подиндексите на ХИПЦ с растеж на годишна база по големината на увеличението

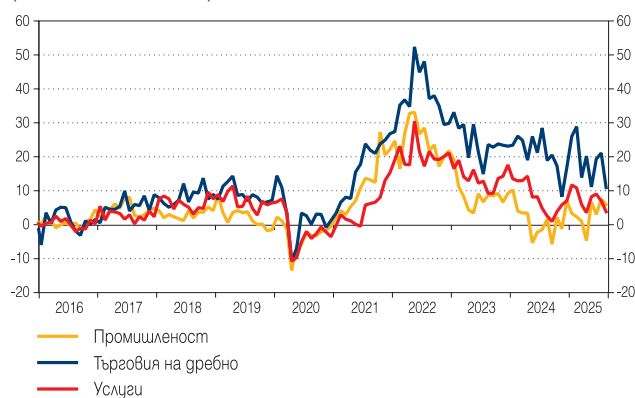


Забележки: Използвани са данни за подиндексите на ХИПЦ на равнище 4 знака (равнище „подклас“ съгласно методологията на НСИ). Индексът на дифузия показва при каква част от подиндексите е отчетено повишение в стойността на годишна база. При изчисляването на относителните дялове не се взема предвид теглото на съответните подиндекси в потребителската кошница.

Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

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

(баланс на мненията)



Източник: НСИ.

5.2. Цени на жилищата

Годишният растеж на индекса на цените на жилищата (ИЦЖ) възлезе на 15.5% през второто тримесечие на 2025 г. (спрямо 15.1% през предходното тримесечие). Нарастването на цените отразяваше едновременно посъкьпването на новите (с 14.9%) и на съществуващите жилища (с 16.0%). Повишението на цените на жилищата беше широкообхватно по областни градове, като най-съществено ускорение на темпа на растеж се наблюдаваше във Варна. Фактори, които продължиха да подкрепят търсенето на жилища и да допринасят за покачването на цените им, бяха нарастването на доходите от труд, запазващата се силна кредитна активност в среда на исторически ниски нива на годишния процент на разходите по нови жилищни кредити, както и по-ограничените възможности за инвестиране на натрупаните в икономиката спестявания в условията на отрицателни реални лихвени проценти по депозитите на домакинствата. Други проинфлационни фактори бяха запазването на благоприятни в исторически план нагласи на домакинствата⁶⁹ за придобиване на ново жилище, както и отчетеният растеж на годишна база на разходите за строителство⁷⁰ на нови сгради през първото тримесечие на 2025 г. (с 12.0% спрямо растеж от 7.2% през предходното тримесечие). През второто тримесечие на 2025 г. съотношението „цена/наем на жилищата“, което е често използван индикатор за подцененост/надцененост на жилищата, продължи да надвишава съществено (с 49.2%) дългосрочната си (историческа) средна стойност⁷¹. Това показва, че решенията на домакинствата за придобиване на жилище се определят от мотиви, различни от извличането на непосредствена финансова полза чрез отдаване под наем на новопридобитите имоти. Такива причини биха могли да бъдат очаквания за продължаващо покачване на цените на жилищата (и реализиране

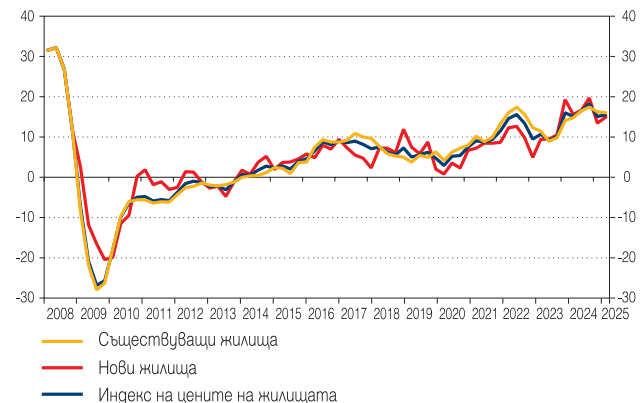
⁶⁹ Използвани са сезонно изгладени от БНБ данни от регулярно провежданото от НСИ Наблюдение на потребителите.

⁷⁰ Използвани са данни на Евростат.

⁷¹ Изчислена за периода от първото тримесечие на 2000 г. до второто тримесечие на 2025 г.

Темп на изменение на индекса на цените на жилищата

(%; на годишна база)

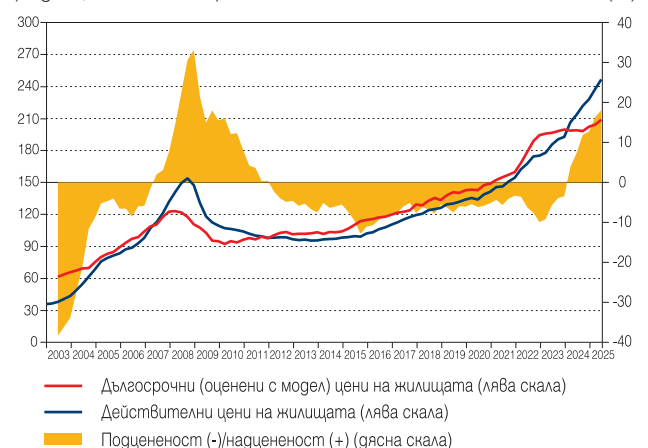


Забележка: От началото на 2022 г. ИЦЖ се изчислява въз основа единствено на данни от административен източник (Имотния регистър), което е причина данните да не са напълно съпоставими с тези от предходни години.

Източник: НСИ.

Действителни и равновесни цени на жилищата

(индекс, 2015 г. = 100)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Основни показатели, представящи развитието на жилищния пазар в България

(%, изменение на годишна база)

Показатели	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025 г.	2025 г.
					I	II
Ценова динамика						
Индекс на цените на жилищата – общо	8.7	13.8	9.9	16.5	15.1	15.5
Нови жилища	7.7	10.8	8.6	17.8	13.4	14.9
Съществуващи жилища	9.2	15.6	10.6	15.7	16.2	16.0
Инфлация (ХИПЦ)	2.8	13.0	8.6	2.6	3.9	2.9
Наеми за жилища, заплащани от наемателите (ХИПЦ)	1.7	6.3	8.4	5.6	7.3	8.6
Кредитиране						
Нови кредити за покупка на жилище	24.0	33.5	15.7	30.7	29.5	27.0
ГПР по нови кредити за покупка на жилище (% в края на периода)	3.0	2.8	2.9	2.8	2.8	2.8
Салда по жилищни кредити	14.0	18.1	18.8	25.8	26.4	29.6
Строителство и инвестиции						
Издадени разрешителни за строеж на нови жилищни сгради (квaдратни метри)	25.1	20.6	-4.9	-14.2	8.2	9.5
Добавена стойност в строителството (по средногодишни цени за 2015 г.)	-10.8	5.3	3.8	5.2	6.0	7.0
Индекс на строителната продукция, сградно строителство	1.8	0.1	2.7	-0.7	4.3	3.4
Инвестиции в основен капитал, жилищни сгради	0.6	-1.4	0.3	-4.0	10.0	6.3
Индекс на разходите за строителство на нови сгради	11.4	54.8	16.3	4.0	7.2	12.0

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

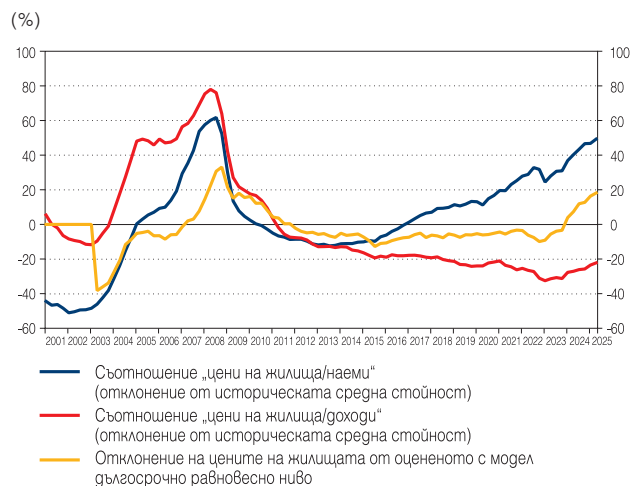
При изчисляването на годишния растеж на новите кредити за покупка на жилища са използвани данни с натрупване за последните 12 месеца.

Източници: НСИ, БНБ, Евростат.

на капиталова печалба след продажба в бъдеще) или възприемане на жилищата като актив за съхранение на стойност в условия на отрицателни лихвени проценти по депозитите на домакинствата. Същевременно оценките, направени с макроиконометричен модел на БНБ⁷², показват значително по-слабо положително отклонение на текущите цени на жилищата в България от дългосрочното им равновесно ниво (в размер на 18.1%). Това се определя от факта, че нарастването на доходите на домакинствата в комбинация със запазващите се много ниски реални лихвени проценти по жилищни кредити повишава степента на достъпност на жилищата, което в модела се отразява като увеличение на равновесната им цена.

⁷² Повече информация относно модела може да бъде намерена в тематичното изследване „Динамика на цените на жилищата в България в периода 2000 – 2016 г.“ в *Икономически преглед*, бр.1/2017 г.

Показатели за подцененост/надцененост на жилищата



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

ТЕМАТИЧНО ИЗСЛЕДВАНЕ

Анализ на фискалната позиция на България в периода след 2020 г.

Фискалната позиция на една страна обикновено се оценява като подходяща, ако осигурява подходящ баланс между целите за постигане на устойчивост на публичните финанси и за стабилизиране на икономическата активност. Провежданата благоразумна фискална политика позволи на България да посрещне икономическия шок, породен от пандемията от COVID-19 през 2020 г., с много добри фискални показатели, които осигуриха необходимото фискално пространство за предприемане на стимулиращи мерки за ограничаване на негативните последици от разпространението на пандемията. Същевременно в периода след 2020 г. в страната се формира устойчива тенденция към поддържане на бюджетни дефицити, която отразяваше както продължителния период на политическа нестабилност и разхлабване на фискалната политика, така и влиянието на други фактори, като военния конфликт в Украйна, започнал през 2022 г. Целта на настоящото изследване е да анализира по-задълбочено фискалната позиция на България в периода след 2020 г., като я съпостави с цикличната позиция на икономиката през същия период и също така разгледа синхронизирането на провежданата фискална политика с мерките на паричната и макропруденциалната политика на Българската народна банка (БНБ) и перспективите пред устойчивостта на публичните финанси.

Бюджетното салдо реагира автоматично на динамиката на икономическата активност главно чрез промяната в данъчните и социалноосигурителните приходи и обезщетенията за безработица, които допринасят за изглаждане на икономическия цикъл независимо от дискреционните мерки на фискалната политика. Влиянието на автоматичните стабилизатори върху бюджетното салдо обикновено се измерва чрез неговия цикличен компонент, който от своя страна зависи от оценките за цикличната позиция на икономиката и еластичността на бюджетното салдо като процент от БВП спрямо промяната в цикличната позиция на икономиката. В същото време бюджетното салдо отразява и дискреционните решения на правителствата по отношение на разходната и приходната страна на бюджета, както и нециклични фактори, които са извън контрола на правителствата. В икономическата литература няма унифицирана дефиниция или единен подход за оценка на фискалната позиция на дадена страна. Използват се различни подходи, които имат за цел да обхванат чрез определени индикатори агрегираното влияние на дискреционните фискални мерки върху бюджетното салдо.

Подходи за оценка на фискалната позиция

Подходите за оценка на фискалната позиция най-общо могат да бъдат разделени на три групи.

Първият подход (наречен „от горе надолу“) използва циклично изгладеното (или структурното¹) бюджетно салдо, т.е. бюджетното салдо, което би се реализирало, ако равнището на икономическата активност съответства на потенциалното равнище на производство в дадена страна. От циклично изгладеното (съответно структурното) бюджет-

¹ Структурното бюджетно салдо представлява циклично коригираното бюджетно салдо, изчислено въз основа на циклично коригираните приходи и разходни пера на бюджета, като от салдото са изключени еднократните или временните фискални мерки.

но салдо се изваждат разходите за лихви², тъй като се приема, че поне в краткосрочен план тези разходи са извън прекия контрол на правителствата. Когато се разглежда от гледна точка на нивото му, циклично изгладеното първично (съответно структурно първично) бюджетно салдо може да се приеме за подходящ индикатор за базисната фискална позиция на страната, тъй като дава индикация за равнището на фискалната подкрепа по отношение на икономическата активност, оказвана от правителствата в допълнение към автоматичните стабилизатори. От своя страна изменението на това салдо спрямо предходната година може да се разглежда като по-подходящ индикатор по отношение на размера на допълнителния импулс (стимул), с който фискалната политика допринася за изменението на икономическата активност в конкретна година, представено чрез темпа на растеж на реалния БВП.

Европейската централна банка (ЕЦБ) използва годишното изменение на циклично изгладеното първично бюджетно салдо³ като основен индикатор за определяне на ориентацията (или посоката/курса) на фискалната политика на отделните страни от еврозоната. От своя страна Европейският фискален съвет, в чийто мандат се включва изготвянето на оценка за адекватността на фискалната позиция на еврозоната като цяло, разглежда равнището на структурното първично бюджетно салдо като индикатор за степента на подкрепа, оказвана от фискалната политика, по отношение на съвкупното търсене в икономиката, като тази подкрепа се определя като стимулираща или ограничаваща. Европейският фискален съвет измерва фискалния импулс чрез годишното изменение на структурното първично бюджетно салдо и го определя като експанзивен или съответно рестриктивен.

Основните ограничения при използването на подхода „от горе надолу“ за оценка на фискалната позиция са свързани с несигурността по отношение както на оценките за отклонението на икономическата активност от потенциалното равнище на производство, така и по отношение на оценките за еластичността на отделните бюджетни приходи и разходи спрямо промяната в цикличната позиция на икономиката⁴. В допълнение, този подход не предоставя информация относно отделните дискреционни фискални мерки в приходната и разходната страна на бюджета, но за определянето на влиянието на фискална политика върху икономическата активност тези мерки имат важно значение, тъй като редица емпирични изследвания показват значителни различия между размера на фискалните мултипликатори⁵ при отделните данъчни и разходни бюджетни мерки.

При втория подход (наречен „от долу нагоре“) активната фискална политика се определя въз основа на оценката за размера на фискалните мерки в приходната и разходната част на бюджета. Ограничение пред практическото приложение на този подход често представлява липсата на достатъчна и подробна информация, която да позволи определянето на точния размер на бюджетния ефект от правителствените дискреционни мерки както предварително (*ex ante*), така и впоследствие (*ex post*). Друго ограничение на този подход е, че не отчита в достатъчна степен влиянието върху текущата бюджетна позиция на дискреционни мерки, влезли в сила през предходни години.

² Циклично изгладеното (съответно структурното) бюджетно салдо, което не включва разходите за лихви, е така нареченото циклично изгладено първично бюджетно салдо (съответно структурно първично бюджетно салдо).

³ От циклично изгладеното първично бюджетно салдо се изважда размерът на фискалните мерки за подкрепа на финансовия сектор. В допълнение, от 2021 г. от него се изважда и размерът на приходите от помощи по линия на инструмента „Следващо поколение ЕС“ (*NextGenerationEU*), тъй като тези приходи не оказват влияние върху икономическата активност поради това, че нямат пряко въздействие върху търсенето.

⁴ Подробен анализ на основните слабости при използването на циклично изгладеното бюджетно салдо за оценка на фискалната позиция е представен в статията: Braz, C. and M. M. Campos (2021). *Challenges in Measuring Fiscal Effects*. *Bank of Portugal Working Paper 2021-08*.

⁵ За повече информация относно фискалните мултипликатори в България виж: Karagyzova-Markova, K., Deyanov, G. and Iliev, V. (2013). *Fiscal Policy and Economic Growth in Bulgaria*. *BNB Discussion Papers*, 90/2013.

Третият подход за оценка на фискалната позиция се базира на комбинация от елементи от посочените по-горе два подхода и може да се определи като смесен. Въз основа на реформираната фискална рамка на Европейския съюз (ЕС), която се прилага от края на април 2024 г.⁶, към настоящия момент Европейската комисия (ЕК) прилага подобен смесен подход за оценка на фискалната позиция на страните от ЕС⁷. При този подход ЕК измерва фискалната позиция чрез нарастването на нетните бюджетни разходи спрямо средносрочния темп на растеж на потенциалния БВП. Индикаторът за нетните разходи обхваща бюджетните разходи, които се намират като цяло под контрола на правителствата. Тези разходи изключват лихвените разходи, цикличния компонент на разходите за обезщетения за безработица, както и бюджетните разходи с еднократен и временен характер. От размера на нетните бюджетни разходи се изключва също размерът на дискреционните мерки в приходната страна на бюджета (без да се отчитат приходните мерки, които имат еднократен и временен характер). ЕК определя фискалната позиция на дадена страна като рестриктивна, ако така изчисленият индикатор нараства с по-нисък темп от този на средносрочния потенциален БВП в номинално изражение, и като експанзивна, ако растежът на нетните разходи е над този на средносрочния потенциален БВП.

Оценяване на фискалната позиция на България

При отчитане на наличната информация в настоящото изследване фискалната позиция на България е оценена единствено чрез прилагане на подход, близък до подхода „от горе надолу“. Той се базира на методологията, текущо прилагана в рамките на Европейската система на централните банки.⁸

Методът за определяне на фискалната позиция използва като основен индикатор циклично изгладеното бюджетно салдо, което се изчислява по следния начин:

$$CAB_t = \frac{B_t}{Y_t} - \varepsilon^B \times G_t,$$

където CAB_t е циклично изгладеното бюджетно салдо като процент от потенциалния номинален БВП; B_t е нивото на бюджетното салдо; Y_t е равнището на номиналния БВП; ε^B е полуеластичността на бюджетното салдо като процент от БВП спрямо цикличната позиция на икономиката⁹, като тази полуеластичност се приема за константен параметър; G_t е отклонението от потенциалния БВП (разликата между равнището на икономическата активност през определена година и потенциалното равнище на производството през същата година, измерена като процент от потенциалното производство).

Полуеластичността на бюджетното салдо представлява разликата между полуеластичностите на общите бюджетни приходи (ε^R) и на общите бюджетни разходи (ε^E), като от своя страна тези полуеластичности са сума на приносите на приходните и разходните

⁶ Реформираната фискална рамка на ЕС от 2024 г. е представена подробно в тематичното изследване „Реформираната рамка за икономическо управление на Европейския съюз и нейното потенциално отражение върху фискалната политика на България“, БНБ, „Икономически преглед“, бр. 3/2024 г.

⁷ За по-подробна информация относно подхода на ЕК за оценка на фискалната позиция на страните от ЕС виж: Cerparulo, A. et al. (2024). An Assessment of the Euro Area Fiscal Stance since the Pandemic. *European Economy Economic Brief* 080/July 2024.

⁸ Методологията е представена подробно в Braz, C., M. M. Campos and S. Sazedj (2019). The New ESCB Methodology for the Calculation of Cyclically Adjusted Budget Balances: An Application to the Portuguese Case. Bank of Portugal Working Paper 2019-07, както и в Morris, R. and L. Reiss (2020). A Decomposition of Structural Revenue Developments for Euro Area Member States. *ECB Working Paper Series* No 2455. August 2020.

⁹ Полуеластичността обхваща влиянието на бизнес цикъла както върху числителя (бюджетното салдо), така и върху знаменателя (БВП) на съотношението „бюджетно салдо/БВП“.

бюджетни пера (съответно обозначени с индекси i и j) за съответната полуеластичност, което е показано в следното уравнение:

$$\varepsilon^B = \varepsilon^R - \varepsilon^E = \sum_i \varepsilon_i^R - \sum_j \varepsilon_j^E.$$

Същевременно еластичностите на отделните приходни и разходни бюджетни пера спрямо отклонението от потенциалния БВП се дефинират като произведение между две съставни еластичности (еластичност на фискалната променлива спрямо съответната макроикономическа база и еластичност на всяка отделна макроикономическа база спрямо изменението на цикличната позиция на икономиката).

Използваната в настоящите изчисления оценка за полуеластичността на бюджетното салдо на България (като процент от БВП) спрямо отклонението от потенциалния БВП е в размер на 0.31. Това означава, че 1 процентен пункт увеличение (понижение) на отклонението на БВП от потенциалния БВП се отразява в подобряване (влошаване) на бюджетното салдо с 0.31 процентни пункта от БВП. Полуеластичността на общите бюджетни приходи се оценява на -0.08, а полуеластичността на общите бюджетни разходи се оценява на -0.39. Близката до нула полуеластичност на общите бюджетни приходи дава индикация, че динамиката на по-голямата част от приходите (като процент от БВП) отразява влиянието на бизнес цикъла, като в резултат на това съотношението „общи приходи/БВП“ се запазва без съществена промяна при преминаване през възходящи и низходящи фази на икономическия цикъл¹⁰. Същевременно се приема, че динамиката на повечето бюджетни разходи не зависи от бизнес цикъла в исторически план, поради което съотношението „общи бюджетни разходи/БВП“ се влияе главно от знаменателя (БВП), докато влиянието на числителя (разходите) е силно ограничено.¹¹ В резултат полуеластичността на бюджетните разходи е сравнително по-голяма в абсолютна стойност от тази на общите бюджетни приходи. Използваната понастоящем оценка за полуеластичността на бюджетното салдо е много близо до оценката, съдържаща се в публикацията на Европейската комисия от 2019 г., според която полуеластичността на бюджетното салдо на България възлиза на 0.298¹².

От така полученото циклично изгладено бюджетно салдо допълнително са извадени разходите за лихви. В допълнение, извадени са и еднократни и други временни фискални мерки, предизвикани от фактори извън контрола на правителството, които имат значителен, но краткотраен ефект върху бюджетното салдо¹³. В резултат на тези корекции на циклично изгладеното бюджетно салдо се получават оценките за структурното първично бюджетно салдо.

¹⁰ Неганъчните приходи се характеризират със сравнително ниска цикличност и техният принос към полуеластичността на общите бюджетни приходи е слабо отрицателен.

¹¹ В периоди на икономически спад може да се очаква съотношението „общи бюджетни разходи/БВП“ да се повишава, а във възходящата фаза на бизнес цикъла то да се понижава.

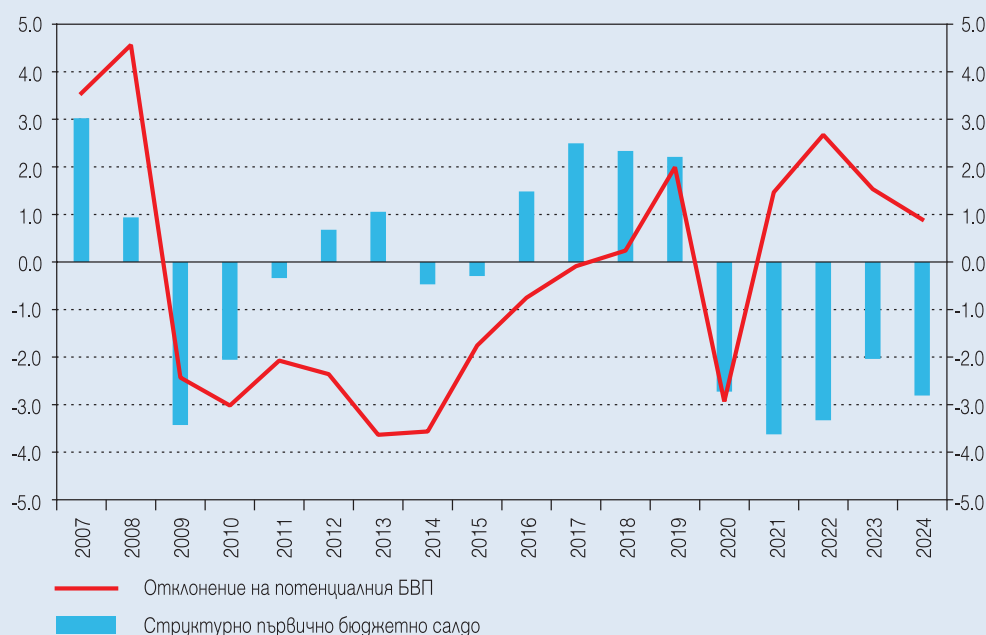
¹² Оценката на ЕК за полуеластичността на бюджетното салдо на България е публикувана в таблица I.3. в Mourre, G., A. Poissonnier and M. Laussegger (2019). *The Semi-Elasticities Underlying the Cyclically-Adjusted Budget Balance: An Update and Further Analysis. European Economy Discussion Paper 098/May 2019.*

¹³ В настоящия анализ такива еднократни и други временни фискални мерки не оказват съществено влияние върху оценките за структурното бюджетно салдо на България през по-голямата част от анализирания период, който обхваща 2007–2024 г. По-конкретно тяхното влияние е ограничено само до две години (2007 г. и 2014 г.). При дефинирането на еднократните и други временни фискални мерки е следвано определението, използвано от Европейската система на централните банки.

Анализиране на фискалната позиция на България след 2020 г. в контекста на цикличната позиция на икономиката и на паричната и макропруденциалната политика на БНБ през същия период. Рискове пред устойчивостта на публичните финанси

Структурното първично бюджетно салдо е основният индикатор, използван за анализа на фискалната позиция на България в периода след 2020 г., представен по-долу. За направената оценка на фискалната позиция са използвани годишните данни от нефинансовите сметки на сектор „държавно управление“, публикувани от Националния статистически институт (НСИ) към 22 април 2025 г., и оценките на БНБ за потенциалния БВП, изготвени в рамките на макроикономическата прогноза на БНБ от юни 2025 г.¹⁴ Анализираният период обхваща 2007–2024 г.

Графика 1: Структурно първично бюджетно салдо и циклична позиция на икономиката
(% от потенциалния БВП)



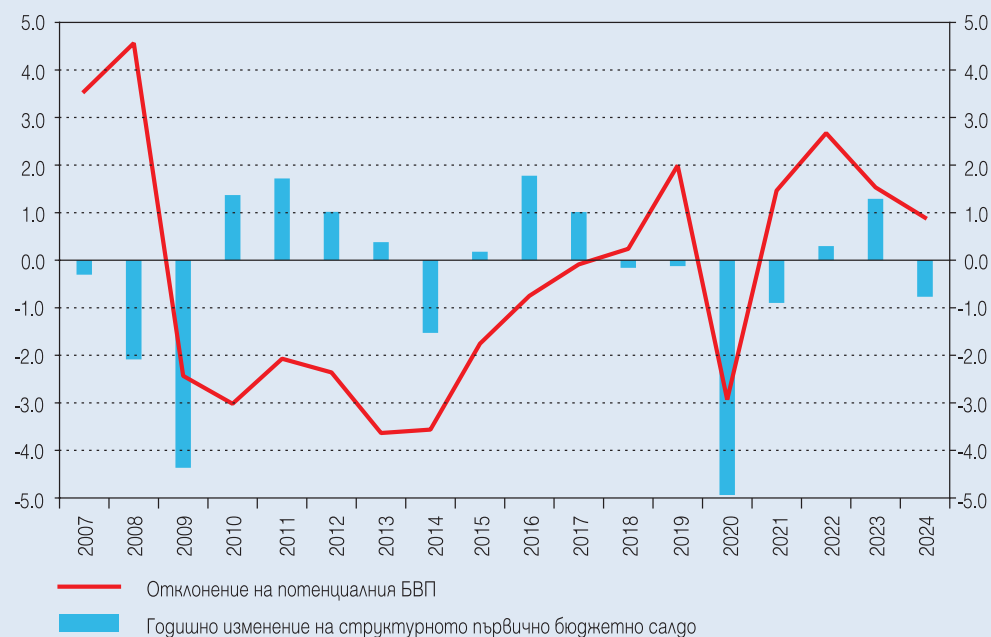
Източници: НСИ, собствени изчисления.

При разглеждане на равнището на структурното първично бюджетно салдо и цикличната позиция на икономиката оценките за периода от 2007 г. до 2019 г. като цяло показват, че провежданата фискална политика е антициклична, като това продължава и през 2020 г. с предприетите фискални мерки за смекчаване на икономическите и здравните последици от пандемията от *COVID-19*. Същевременно през периода 2021–2024 г. в условията на възходяща динамика на бизнес цикъла, която дава индикация за прегряване на икономическата активност в страната, се наблюдава обръщане на тенденцията на провежданата дотогава антициклична фискална политика и преминаването ѝ в проциклична в резултат на поддържаните структурни първични бюджетни дефицити. По отношение на фискалния импулс, който в настоящото изследване се измерва чрез годишното изменение на структурното първично бюджетно салдо, е направена оценка за проциклична и стимулираща фискална позиция през 2021 г. и 2024 г., докато през периода 2022–2023 г. фискалният импулс се определя като антицикличен и рестриктивен.

¹⁴ Макроикономическата прогноза на БНБ от юни 2025 г. е публикувана на [интернет страницата на БНБ](#). Оценката за потенциалния БВП е изготвена въз основа на многофакторен модел с ненаблюдаеми компоненти, който е представен в тематичното изследване „Подходи за оценка на цикличната позиция на икономиката“, БНБ, „Икономически преглед“, бр.1/2019 г.

Графика 2: Годишно изменение на структурното първично бюджетно салдо и циклична позиция на икономиката

(% от потенциалния БВП)



Източници: НСИ, собствени изчисления.

Оценките за цикличната позиция на икономиката са свързани с несигурност при изготвянето им в реално време и също така подлежат на ревизии с оглед на регулярните ревизии в данните за БВП, като в периода от 2020 г. допълнителна несигурност в оценките внася и определянето на влиянието на шока, предизвикан от разпространението на пандемията от *COVID-19*, върху равнището на потенциалното производство. Като бе посочено по-горе, несигурност в оценките за структурното развитие по отношение на бюджетните приходи и разходи внасят и използваните полуеластичности спрямо цикличната позиция на икономиката. По-конкретно несигурността в оценките за полуеластичностите произтича от факта, че те са изчислени за определен исторически период, докато в конкретна година цикличният компонент на отделните приходни и разходни пера би могъл да се отклонява от историческите зависимости. Това би довело до изкривяване на оценката за цикличния компонент на бюджетното салдо и съответно на оценките за структурното развитие в неговата динамика.

Независимо от тези ограничения, представените оценки дават индикация, че през периода 2021–2024 г. се наблюдава ясно изразена тенденция към влошаване на фискалната позиция на страната в резултат на устойчивото поддържане на структурни първични дефицити, като също така е налице и тенденция на продължително провеждана проциклична фискална политика. В допълнение, при отчитане на прогнозата за дефицита на сектор „държавно управление“ за 2025 г. (-2.9% от БВП) и за лихвените разходи (0.8% от БВП) от Актуализираната средносрочна бюджетна прогноза на Министерството на финансите за периода 2025–2028 г. от 24 февруари 2025 г., както и на оценката на БНБ за запазващо се положително отклонение на БВП от потенциалния БВП, може да се направи извод за продължаваща проциклична и стимулираща фискална политика през 2025 г. поради запазващо се отрицателно структурно първично бюджетно салдо. Този извод се подкрепя и от прогнозната оценка на ЕК, която с използвания индикатор, базиран на растежа на нетните бюджетни разходи спрямо този на средносрочния растеж

на потенциалния БВП, също определя фискалната позиция на България като експанзивна през 2025 г.¹⁵

За определяне на макроикономическите ефекти от провежданата стимулираща фискална политика е направен по-подробен анализ на факторите, допринесли за влошаването на бюджетната позиция на страната, измерена чрез структурното първично бюджетно салдо в периода от 2020 г. до момента, като са разгледани поотделно измененията в бюджетните разходи и бюджетните приходи.

Средно за периода 2020–2024 г. структурното първично бюджетно салдо е отрицателно – дефицит от 2.9% от потенциалния БВП, докато за историческия период от 2007 г. до 2019 г. средната стойност на това салдо е положителна и възлиза на 0.6% от потенциалния БВП. Влошаването на бюджетната позиция между двата периода се определя от увеличението на първичните бюджетните разходи с 4.7 процентни пункта, докато увеличението на общите бюджетни приходи, измерени в структурно изражение, което се оценява на 1.2 процентни пункта, само частично ограничава формирания структурен дефицит.

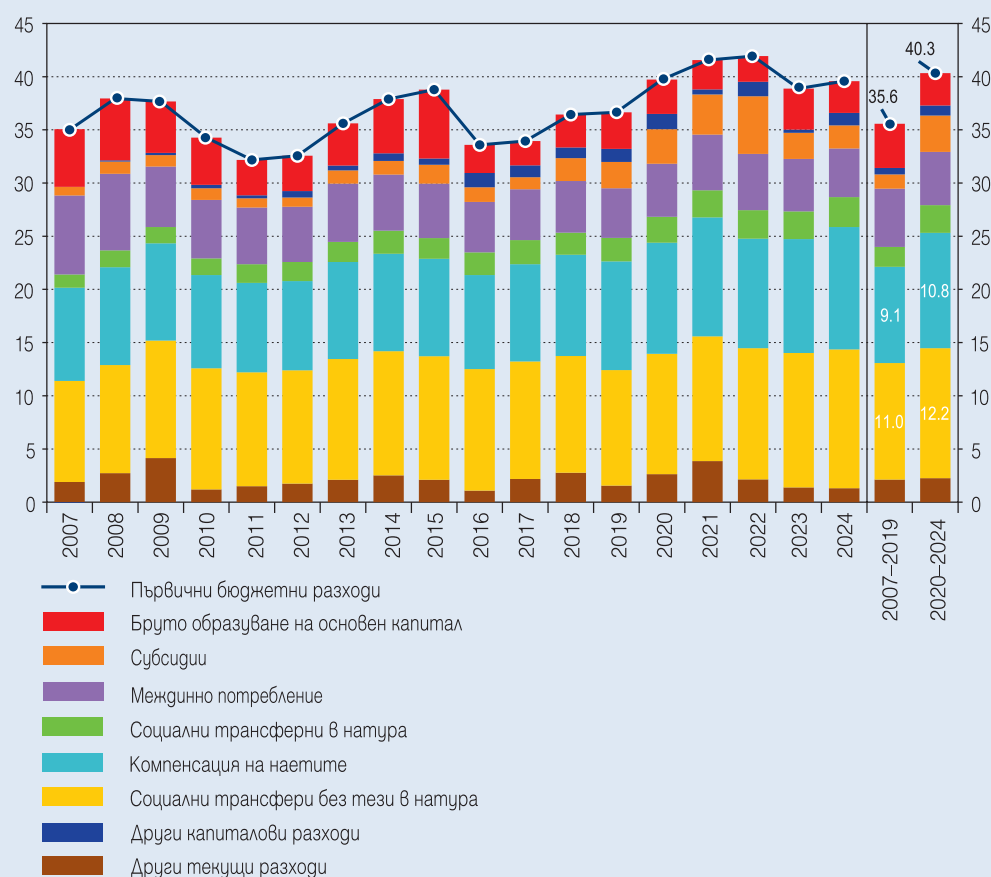
Най-съществено значение за нарастването на първичните бюджетни разходи като процент от потенциалния БВП в периода след 2020 г. спрямо предходния разглеждан период имат разходите за субсидии, за компенсация на наетите лица в публичния сектор и за пенсии (разходите за пенсии заемат най-голям дял в социалните трансфери без социалните трансфери в натура). Нарастването на разходите за субсидии отразява главно влиянието на предприетите мерки за подпомагане на бизнеса и запазване на заетостта с цел ограничаване на негативните последици от пандемията от *COVID-19* (като така наречената програма „60/40“, която действа до средата на 2022 г.), както и на мерките по програмата за компенсиране на небитовите крайни клиенти за високите цени на електрическата енергия след началото на войната в Украйна, чието действие в модифициран вариант продължава и през 2025 г., независимо от същественото понижение на цената на електроенергията. Разходите за компенсация на наетите лица и разходите за пенсии, които формират около половината от първичните бюджетни разходи и представляват изцяло разходи с постоянен характер, също допринасят съществено за възходящата динамика на бюджетните разходи, съпоставена с динамиката на потенциалния БВП, и имат определящо значение за структурното влошаване на бюджетната позиция на страната през последните няколко години. Тези две разходни пера отбелязват и най-съществено нарастване, ако бъдат сравнени нивата им спрямо потенциалния БВП през 2024 г. и през 2019 г. Същевременно при разходите за инвестиции в основен капитал на сектор „държавно управление“, които са предпоставка за повишаване на дългосрочния потенциал за растеж на икономиката, се отчита понижение както в периода 2020–2024 г. спрямо периода 2007–2019 г., така и през 2024 г. спрямо 2019 г.

През последните няколко години динамиката на разходите за компенсация на наетите лица отразява политиката за повишаване на трудовите възнаграждения в отделните сфери на публичния сектор, ефектите от повишаването на минималната работна заплата (включително обвързването ѝ със средната заплата в икономиката от 2024 г. насам), както и ясно изразената тенденция към увеличаване на заетите лица в публичния сектор, което допринася за допълнително затягане на условията на пазара на труда в страната¹⁶. В допълнение, от 2017 г. се провежда политика за повишаване на възнагражденията

¹⁵ За повече информация виж [European Commission, European Economic Forecast, Spring 2025. Institutional Paper 318/May 2025](#).

¹⁶ Данните от националните сметки показват, че броят на заетите лица в сектор „държавно управление; образование; хуманно здравеопазване и социална работа“, който дава индикация за заетите в сектор „държавно управление“, отбелязва нарастване с 12.4% през 2024 г. спрямо 2019 г. През първата половина на 2025 г. броят на заетите в този сектор продължава да нараства (с 3.4% на годишна база). Същевременно през 2019 г. спрямо 2007 г. броят на заетите лица в сектор „държавно управление; образование; хуманно здравеопазване и социална работа“ се понижава с 8.9%.

Графика 3: Циклично коригирани първични бюджетни разходи
(% от потенциалния БВП)



Забележка: В отбелязаните на графиката периоди „2007–2019“ и „2020–2024“ е представена средноаритметичната стойност на дадените серии за съответния период.

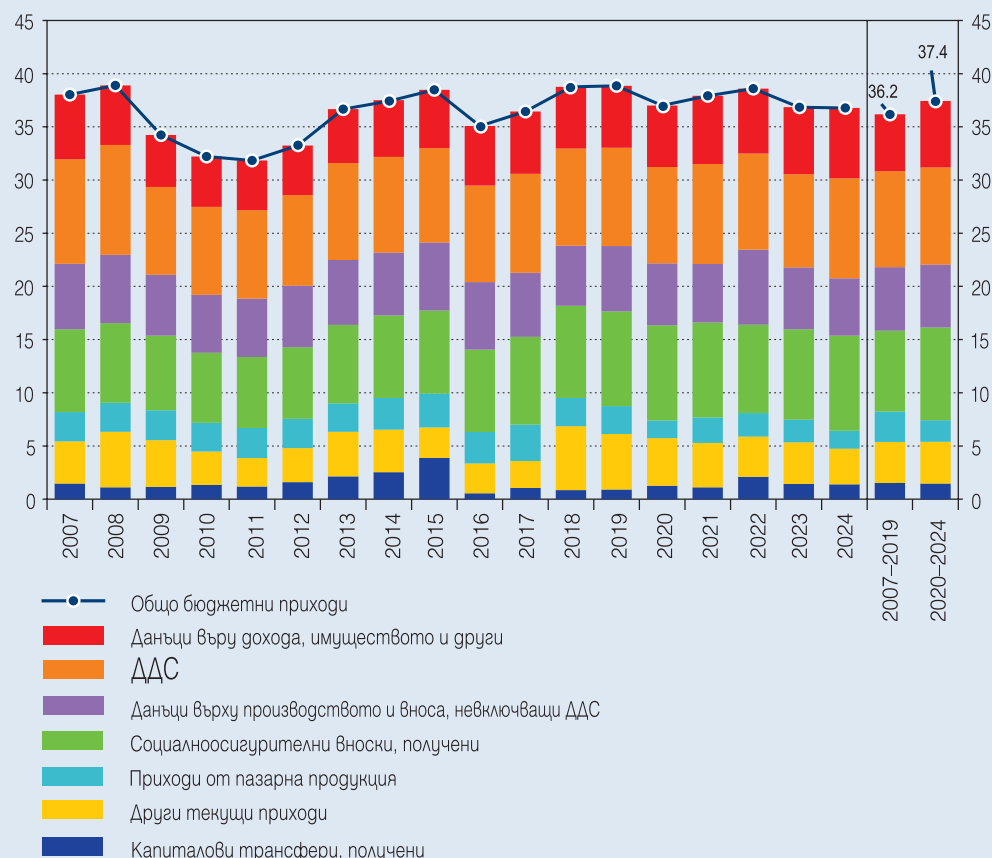
Източници: НСИ, собствени изчисления.

на педагогическия персонал – първоначално с цел удвояването на техните размери до 2021 г., а от 2022 г. – с цел достигане на средна работна заплата на педагогическия персонал до не по-малко от 125% от средната работна заплата за страната от предходната година. От началото на 2025 г. влязоха в сила и автоматични механизми за определяне на заплатите на най-ниските длъжности в сектор „отбрана и сигурност“, като обвързването им е със средната работна заплата в икономиката за второто тримесечие на предходната година.

Повишаването на разходите за пенсии се дължи на два основни фактора, които включват ежегодното им осъвременяване по така нареченото „швейцарско правило“ и ефекта от първоначално въведената като временна *COVID-19* добавка към пенсиите на всички пенсионери, която през 2022 г. бе трансформирана в постоянна мярка с добавянето ѝ към основния размер на пенсиите.

Циклично коригираните бюджетни приходи, измерени като процент от потенциалния БВП, отбелязват сравнително слабо нарастване през периода 2020–2024 г. спрямо средното съотношение за периода 2007–2019 г., което се дължи главно на приходите от социалноосигурителни вноски и приходите от преки данъци на фирмите и домакинствата. Неданъчните приходи като процент от потенциалния БВП отбелязват понижение през разглеждания период, което ограничава възходящата динамика на общите бюджетни приходи, докато приходите от данъка върху добавената стойност (ДДС) запазват съот-

Графика 4: Циклично коригирани бюджетни приходи
(% от потенциалния БВП)



Забележка: В отбелязаните на графиката периоди „2007–2019“ и „2020–2024“ е представена средноаритметичната стойност на дадените серии за съответния период.

Източници: НСИ, собствени изчисления.

ношението си към потенциалния БВП. Следва да се отбележи, че няколко дискреционни мерки в приходната страна на бюджета, предприети в периода след 2020 г., оказват известно ограничаващо влияние върху динамиката на данъчните приходи. Тези мерки включват първоначално въведената временно, но впоследствие трансформирана в постоянна, мярка, свързана с увеличения размер на данъчните облекчения за семейства с деца (която е нетаргетирана по своя характер), както и временно понижените ставки на ДДС върху някои стоки и услуги, част от които бяха възстановени на стандартното ниво през 2024 г., а друга част бяха възстановени едва от началото на 2025 г.

Провежданата през последните няколко години стимулираща фискална политика, която подкрепя вътрешното търсене и оказва инфлационен натиск чрез засилване на връзката заплати–цени, не действа синхронизирано с последователната антициклична политика на БНБ, осъществявана както чрез макропруденциалните инструменти, така и чрез ограничените инструменти на паричната политика на БНБ. През по-голямата част от периода от края на 2021 г. до средата на 2025 г. макроикономическото развитие в страната се характеризира с устойчиво висока базисна инфлация, тенденция към съществено затягане на условията на пазара на труда, силен растеж на заплатите (както в частния, така и в публичния сектор), висок растеж на частното потребление и на кредита за домакинствата, както и със засилени темпове на нарастване на цените на жилищата. В този контекст на макроикономическото развитие и при отчитане на оценките за възходяща фаза на бизнес и финансовия цикъл БНБ последователно повиши нивото на антицикличния капиталов буфер от 0.5% до 2.0%, увеличи ставката на задължителните минимални

резерви от 10% до 12% и въведе допълнителни изисквания за показателите за кредитни стандарти при отпускане и преговаряне на кредити, обезпечени с жилищни недвижими имоти. В същото време провежданата стимулираща фискална политика през този период намалява ефективността на предприетите от БНБ антициклични мерки.

Новата фискална рамка в ЕС, която е по-малко рестриктивна по отношение на фискалните правила към страни с ниска публична задлъжнялост, като България, не действа ограничаващо върху бюджетния дефицит, като само го ограничава да бъде в рамките до 3% от БВП¹⁷. Продължителното поддържане на проциклична и експанзивна фискална политика обаче би имало отрицателно въздействие върху икономическия растеж в страната. Различни емпирични изследвания показват, че повишената цикличност на публичните разходи увеличава волатилността на икономическия растеж и също така увеличава икономическата несигурност.¹⁸ Подобно развитие би представлявало потенциална предпоставка за генериране на макроикономически дисбаланси и за влошаване на финансовата стабилност в страната.

Освен потенциалните рискове за икономическата и финансовата стабилност наблюдаваното структурно влошаване на фискалната позиция създава рискове и за устойчивостта на публичните финанси. Рисковете за фискалната устойчивост произтичат главно от силния растеж на текущи нелихвени бюджетни разходи, които са труднообратими по своя характер; разширяващото се прилагане на автоматични механизми за индексирание на бюджетните разходи, създаващо съществен краткосрочен и средносрочен натиск върху разходната част на бюджета, и перспективите за бързо нарастване на публичния дълг, независимо от текущото му ниско равнище. Продължително и/или бързо нарастване на публичния дълг би довело до увеличение на лихвените разходи и би представлявало риск за фискалната устойчивост с потенциални негативни ефекти върху икономическата активност, особено в условия на повишена несигурност по отношение на развитието на глобалната икономическа среда. Подобна възходяща динамика на дълга би ограничила наличното фискално пространство за увеличение на инвестициите в основен капитал, за изпълнение на поетите ангажименти в рамките на НАТО за по-високи разходи за отбрана и сигурност, както и за посрещането на външни шокове и бъдещи структурни бюджетни рискове, включително рисковете, свързани със застаряване на населението.

Ограничаването на потенциалните макроикономически рискове, както и на рисковете за устойчивостта на публичните финанси от влошената фискална позиция на България, налага необходимостта от предприемане на мерки за фискална консолидация, които обаче да не оказват негативно въздействие върху икономическия растеж. Същевременно при отчитане на слабо рестриктивния характер на новите европейски фискални правила за страните с ниска задлъжнялост и с цел запазване на фискалната устойчивост на България, е важно националните фискални правила да останат достатъчно консервативни.

Заклучение

Представеният анализ показва, че през периода 2020–2024 г. се наблюдава ясно изразена тенденция към влошаване на фискалната позиция на страната, за което главно допринася значителното нарастване на разходите за компенсация на наетите лица и на разходите за пенсии. Тези разходи формират съществена част от текущите бюджетни разходи и ще продължат да оказват натиск върху разходната част на бюджета поради разширяващото се прилагане на автоматични механизми за тяхната индексация. Оценките за фискалната позиция също така дават индикация за провеждане на проциклична фискална политика в

¹⁷ Виж бел. 6.

¹⁸ Виж Chrysanthakopoulos, C. et al. (2025). Government Spending cyclicality, Economic Stability and Uncertainty. *Economic Systems* (May 2025); Fatas, A. and I. Mihov (2003). The Case for Restricting Fiscal Policy Discretion. *The Quarterly Journal of Economics* 118(4). 1419-1447.

периода от 2021 г. насам, която стимулира вътрешното търсене и създава допълнителен инфлационен натиск в условията на възходяща фаза на бизнес и финансовия цикъл в икономиката. Процикличната фискална политика създава не само потенциални рискове за засилване на волатилността на макроикономическата активност, но и рискове за устойчивостта на публичните финанси. С цел ограничаване на тези рискове е необходимо предприемането на мерки за фискална консолидация, които допринасят за подобряване на фискалната позиция на страната и в същото време не оказват негативно въздействие върху икономическия растеж. Същевременно при отчитане на слабо рестриктивния характер на новите европейски фискални правила за страните с ниска задлъжнялост и с цел запазване на фискалната устойчивост на България е важно националните фискални правила да останат достатъчно консервативни.

ISSN 2367-4954 (онлайн)

ХУДОЖЕСТВЕННОТО ОФОРМЛЕНИЕ НА КОРИЦАТА Е РАЗРАБОТЕНО ВЪЗ ОСНОВА
НА СКУЛПТУРНАТА ГРУПА „ХЕРМЕС И ДЕМЕТРА“, ДЕЛО НА КИРИЛ ШИВАРОВ,
РАЗПОЛОЖЕНА НА ЮЖНАТА ФАСАДА НА СГРАДАТА НА БНБ