

# Икономически преглед

август 2004 г.

125



ГОДИНИ

БЪЛГАРСКА  
НАРОДНА  
БАНКА







125



ГОДИНИ

# Икономически преглед

август 2004 г.

БЪЛГАРСКА  
НАРОДНА  
БАНКА

Паричният режим, който се прилага в България, има за цел да поддържа ценова стабилност чрез осигуряване стабилност на националната парична единица. Новото периодично издание на БНБ „Икономически преглед“ представя информация и анализ за динамиката на паричните и кредитните агрегати, връзката им с развитието на реалната икономика и тяхното влияние върху ценовата стабилност, както и очакванията на централната банка за тенденциите на развитие в краткосрочна перспектива.

„Икономически преглед“ (август 2004 г.) е одобрен за публикуване от УС на БНБ в заседание на 22 юли 2004 г.

В него се използват данни, публикувани към 30 юли 2004 г.

Бележки, коментари и предложения можете да изпращате на адрес: Българска народна банка, дирекция „Икономически изследвания и прогнози“, пл. „Княз Александър Батенберг“ № 1, 1000 София, или на електронен адрес [econreview@bnb.org](mailto:econreview@bnb.org).

ISSN 1312 – 4196

© Българска народна банка, 2004

Материалите са получени за редакционна обработка на 5 август 2004 г.

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

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

Издание на Българската народна банка  
1000 София, пл. „Княз Александър Батенберг“ № 1  
Телефон 9145-1978, 1906, 1271, 1351  
Факс (3592) 980 2425, 980 6493  
Интернет страница: [www.bnb.bg](http://www.bnb.bg)

# Съдържание

---

|                                                                             |    |
|-----------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Резюме</b> .....                                                         | 5  |
| <b>1. Външна среда</b> .....                                                | 6  |
| Конюнктура .....                                                            | 6  |
| Цени на основни групи стоки .....                                           | 11 |
| Международни финансови пазари .....                                         | 14 |
| Лихвени проценти .....                                                      | 14 |
| Фондови пазари .....                                                        | 16 |
| Валутен курс евро/щатски долар .....                                        | 18 |
| Цена на златото .....                                                       | 18 |
| Динамика на българския външен дълг на международните финансови пазари ..... | 19 |
| <b>2. Финансови потоци, пари и кредит</b> .....                             | 21 |
| Финансови потоци и устойчивост на външната позиция .....                    | 21 |
| Финансови потоци в икономиката .....                                        | 27 |
| Посредничество на търговските банки .....                                   | 27 |
| Преразпределителната роля на консолидирания държавен бюджет .....           | 29 |
| Парични агрегати .....                                                      | 31 |
| Кредитни агрегати .....                                                     | 36 |
| <b>3. Икономическа активност</b> .....                                      | 39 |
| Поведение на домакинствата .....                                            | 39 |
| Правителствени финанси и държавно потребление .....                         | 43 |
| Поведение на фирмите .....                                                  | 46 |
| Износ и внос на стоки и услуги .....                                        | 48 |
| Предлагане и конкурентоспособност .....                                     | 56 |
| <b>4. Инфлация</b> .....                                                    | 61 |

## Абревиатури

|                |                                                         |
|----------------|---------------------------------------------------------|
| АЗ             | – Агенция по заетостта                                  |
| БНБ            | – Българска народна банка                               |
| БВП            | – брутен вътрешен продукт                               |
| б/д            | – барела на ден                                         |
| БКК            | – Банкова консолидационна компания                      |
| БТК            | – Българска телекомуникационна компания                 |
| б. т.          | – базисни точки                                         |
| ДДС            | – Дадък върху добавената стойност                       |
| ДЦК            | – държавни ценни книжа                                  |
| ЕК             | – Европейска комисия                                    |
| ЕИБ            | – Европейска инвестиционна банка                        |
| ЕС             | – Европейски съюз                                       |
| ЕЦБ            | – Европейска централна банка                            |
| ЛИБОР          | – лондонски междубанков лихвен процент                  |
| М1             | – тесни пари                                            |
| М2             | – М1 и квазипари                                        |
| М3             | – широки пари                                           |
| МВФ            | – Международен валутен фонд                             |
| МЕА            | – Международна енергийна агенция                        |
| МОТ            | – Международна организация на труда                     |
| МСС            | – международни счетоводни стандарти                     |
| МФ             | – Министерство на финансите                             |
| НРС            | – Наблюдение на работната сила                          |
| НСИ            | – Национален статистически институт                     |
| НТООД          | – нетърговски организации, обслужващи домакинствата     |
| ОИСР           | – Организация за икономическо сътрудничество и развитие |
| ОЛП            | – основен лихвен процент                                |
| ОНД            | – Организация на независимите държави                   |
| ОПЕК           | – Организация на страните – износителки на петрол       |
| ПМС            | – постановления на Министерския съвет                   |
| ППС            | – паритет на покупателната способност                   |
| ПЧИ            | – преки чуждестранни инвестиции                         |
| СБ             | – Световна банка                                        |
| СНС            | – Система на националните сметки                        |
| ЦЕФТА          | – Централноевропейска асоциация за свободна търговия    |
| CIF            | – Cost, Insurance, Freight                              |
| FOB            | – Free on board                                         |
| bbl            | – барел                                                 |
| m <sup>3</sup> | – кубичен метър                                         |
| kg             | – килограм                                              |
| mmbtu          | – million British thermal units                         |
| mt             | – metric ton                                            |
| toz            | – troy oz                                               |
| \$             | – щатски долар                                          |
| ¢              | – щатски цент                                           |
| EMBI           | – Emerging Markets Bond Index                           |

През първата половина на 2004 г. икономическият растеж се ускори във всички региони на света. Икономиката на САЩ остава водеща за глобалния растеж, а активността в еврозоната се ускорява. Цените на петрола продължават да оказват съществено влияние върху инфлацията, докато при другите основни търгуеми стоки (без стоманата) от началото на годината се формира тенденция към намаление на цените. Федералният резерв на САЩ повиши лихвения процент по федералните фондове с 25 б. т. в края на юни. Съществуващите в момента пазарни очаквания са до края на годината лихвата по федералните фондове да бъде завишена на няколко стъпки до 2–2.25%. Европейската централна банка не промени лихвените си проценти през второто тримесечие на годината – очаква се тази политика да се запази до края на годината. Лихвеният диференциал между двете валути няма да е достатъчен, за да компенсира инвеститорите за риска, поеман във връзка с финансирането на съществуващия структурен дисбаланс във външната търговия на САЩ и в условията на предизборна кампания. По тази причина очакваме слабо поевтиняване на долара спрямо еврото.

Взаимодействието на българската икономика с външната среда намира пряко изражение в интензивността и посоката на потоците по платежния баланс с краен резултат – изменение на валутните резерви на страната. През първата половина на 2004 г. валутните резерви продължиха да нарастват и достигнаха 6111.3 млн. евро. Важен принос за излишъка по финансовата сметка на платежния баланс имат преките чуждестранни инвестиции и очакваме до края на годината тяхното значение да нараства. Очакваме за 2004 г. валутните резерви да се увеличат с близо 900 млн. евро.

През второто тримесечие на годината резервните пари нараснаха със сравнително висок темп, което в съчетание с увеличаването на паричния мултипликатор доведе през юни до растеж на широките пари с 26.75% на годишна основа. До края на годината очакваме темповете на растеж на широките пари да започнат да се забавят главно поради очакваното намаляване на кредитната активност и свързания с него спад на мултипликатора.

Благоприятните макроикономически условия и конкуренцията в банковия сектор в съчетание със силното търсене на кредити от страна на предприятията и домакинствата стимулират кредитната експанзия на банките, но през второто тримесечие се появили сигнали за постепенно забавяне на годишния темп на прираст на вземанията на банките от неправителствения сектор, като от 52.9% през март той спадна до 48.2% към края на юни. Независимо от натиска от страна на търсенето на кредити и лекото покачване на темпа на нарастването им през юли, през следващите месеци очакваме този темп да се забави, като към края на годината темпът на годишен прираст на вземанията от неправителствения сектор се понижи до около 30–35% в резултат от мерките, които правителството и БНБ предприеха за ограничаване на кредитната експанзия и поради по-високата база.

Икономическият растеж се ускори през първото тримесечие на 2004 г. През втората половина на годината очакваме потреблението на домакинствата да нарасне с около 3–4%, а инвестициите съответно с 10–13% спрямо съответния период на предходната година.

През първата половина на 2004 г. основен принос в инфлацията имат повишенията в цените, които се контролират административно (на тютюневите изделия – поради повишение на акциза) и на услугите. През второто тримесечие инфлацията слабо се ускори на годишна основа поради увеличаване на цените на пощенските и телефонните услуги и на цените на горивата (под въздействие на международните цени на суровия петрол). Това увеличение беше в голяма степен компенсирано от намаление на цените на хранителните стоки. Очакваме годишните темпове на инфлация да започнат да се снижават до края на годината. Повишението на цените на електрическата и топлинната енергия с 10% през юли ще има принос в инфлацията от 1.05 процентни пункта за месеца, но то до голяма степен ще се компенсира от снижение на цените на хранителните продукти. Възможно е спадане цените на хляба и зърнените храни през втората половина на годината при добра реколта, но поради високата несигурност по отношение динамиката на международните цени запазваме прогнозата си за инфлация в края на годината в размер на 4.2%.

# 1. Външна среда

## Конюнктура

През първата половина на 2004 г. икономическият растеж във всички региони на света се ускори. Изключително бързо се развиваха страните от Азия – Япония, Индия и Сингапур. Китай продължи да отбелязва високи темпове на растеж от над 9% въпреки предприетите мерки за „охлаждане“ на икономиката през второто тримесечие.

По предварителни данни растежът в САЩ през второто тримесечие достигна 4.8% спрямо второто тримесечие на предходната година – слабо забавяне в сравнение с 5% за първото тримесечие. С по-ниски темпове в сравнение с първото тримесечие на годината нараснаха частното и държавното потребление. Темповете на растеж на частните инвестиции в основни активи останаха високи, отчетено бе ускоряване на износа.

Заетостта в САЩ продължи да нараства, като средният брой на новопостъпилите на работа през първата половина на годината достигна 211 хил. души на месец – най-добър показател за последните три години. Секторът на услугите имаше най-голям принос в откриването на нови работни места, но през второто тримесечие на текущата година промишлеността за първи път от 2000 г. регистрира на годишна база положителен прираст на заетите.

Графика 1

### Реален растеж на БВП в САЩ

(процент спрямо същия период на предходната година)



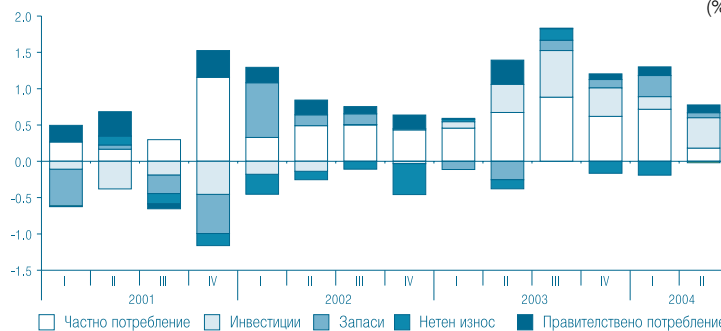
Източник: Bureau of Economic Analysis.

...ускорен растеж във всички региони на света...

Графика 2

### Принос по компоненти за растежа в САЩ

(%)

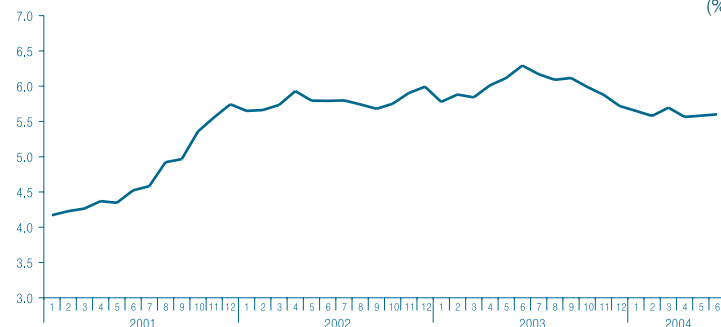


Източник: Bureau of Economic Analysis.

Графика 3

### Равнище на безработица в САЩ

(%)



Източник: Bureau of Labor Statistics.



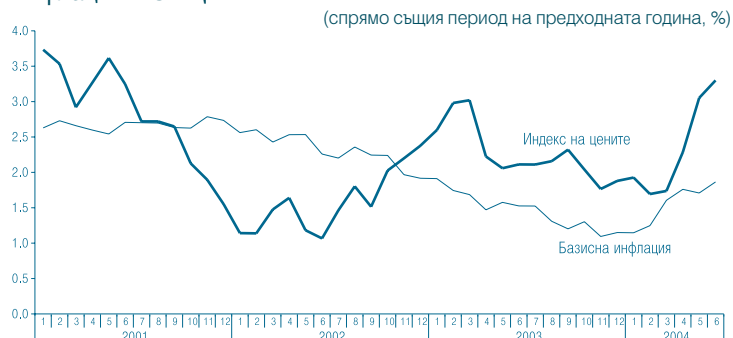
През второто тримесечие инфлацията в САЩ се ускори и към юни тя бе 3.3% на годишна основа, като принос за това имаха по-високите цени на горивата и съответно на транспорта. Базисната инфлация през първото тримесечие бе средно 1.3%, а през второто тримесечие достигна средно 1.8%. Не очакваме по-висок темп на инфлация през следващите две тримесечия. Политиката на увеличение на основната лихва ще способства за намаление на равнището на инфлация.

Очакваме икономиката на САЩ да се развива с темпове над потенциалния до края на годината. Конюнктурните индикатори за доверието на потребителите в САЩ отбелязаха най-добрите данни от две години насам. Положителната оценка на текущата икономическа ситуация, съчетана с оптимизъм за следващите месеци, дава основание да се очаква по-голям принос на потреблението в растежа през следващите две тримесечия.

Евронзоната ускори темповете на растеж през второто тримесечие със значителен принос на частното потребление и нетния износ. Но равнището на безработица за март и април 2004 г. остана високо (9%).

През първото тримесечие инфлацията в еврозоната беше ниска, но през второто тримесечие започна да се ускорява, за да достигне 2.4% на годишна основа през юни.

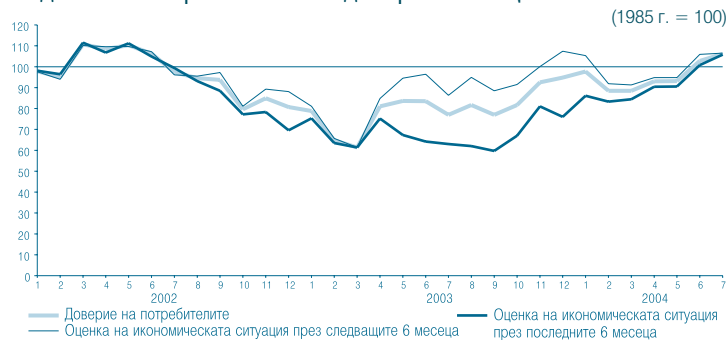
Графика 4  
Инфлация в САЩ



Източник: Bureau of Labor Statistics.

**...конюнктурните индикатори за доверието на потребителите в САЩ отбелязаха към юни най-добрите данни от две години насам...**

Графика 5  
Индекси на потребителското доверие в САЩ



Източник: Conference Board.

## Процедури при прекомерен бюджетен дефицит в Европейския съюз

Съгласно Пакта за стабилност и растеж страните – членки на ЕС, трябва да се стремят към балансиран бюджет в средносрочен план. Бюджетният дефицит не трябва да надвишава 3% от БВП, с оглед осигуряване доброто състояние на публичните финанси и като условие за ценова стабилност и устойчив икономически растеж. За страните, нарушаващи това изискване, се започва специална процедура съгласно чл. 104 от Договора за ЕС. Към настоящия момент 10 държави (6 от които са от последната вълна на разширяване на съюза) се намират на различен етап от тази процедура<sup>1</sup>. Въпреки трудностите по прилагането на Пакта за стабилност и растеж и на противоречията между Комисията и Съвета на министрите на икономиката и финансите<sup>2</sup>, необходимостта от поддържане на ниски бюджетни дефицити продължава да се смята за ключово условие за постигането на устойчив растеж. Стриктното съблюдаване на строга фискална дисциплина от страните членки се подкрепя и във всички изявления на Европейската централна банка (ЕЦБ)<sup>3</sup>. Устойчивостта на публичните финанси се счита за едно от необходимите условия за поддържане на ценовата стабилност и стабилността на Европейския паричен съюз.

<sup>1</sup> Гърция, Чехия, Кипър, Унгария, Малта, Полша, Словакия, Холандия, Франция и Германия. На 28 април 2004 г. Европейската комисия (ЕК) реши, че са налице условия да бъде отправено ранно предупреждение за наличието на опасност и Италия да наруши критерия за бюджетен дефицит. На 11 май Съветът на министрите на икономиката и финансите (ЕКОФИН) отложи разглеждането на този въпрос, а на 5 юли реши да не отправя предупреждение към Италия.

<sup>2</sup> На 25 ноември 2003 г. ЕКОФИН реши временно да отложи прилагането на процедурата за прекомерен дефицит за Франция и Германия. Това решение беше атакувано от Комисията пред Съда на Европейските общности през януари 2004 г. В своето решение от 13 юли съдът постанови, че анулира заключенията на ЕКОФИН от ноември, с които беше спряно прилагането на процедурата.

<sup>3</sup> Виж изявление на Управителния съвет на ЕЦБ относно Пакта за стабилност и растеж от 24 октомври 2002 г. и изявление на Управителния съвет на ЕЦБ относно решението на ЕКОФИН, засягащо намаляването на прекомерните дефицити във Франция и Германия от 25 ноември 2003 г.

Причините са главно две: от една страна, се изчерпа влиянието на базовия ефект от 2003 г., който според ЕК занижаваше инфлацията с 0.2 процентни пункта<sup>1</sup>, а, от друга страна, високите цени на петрола и съответно на транспорта допринесоха за повишаване на общия индекс на потребителските цени. Принос за инфлацията имаха и цените на акцизните стоки (алкохол и тютюневи изделия), както и цените на здравните услуги. Очакваме до края на годината инфлацията да спадне под наблюдаваното през първата половина на годината равнище.

**...високите цени на петрола започнаха да се отразяват по-силно в цените на потребителските стоки...**

Графика 6

#### Реален растеж на БВП в еврозоната

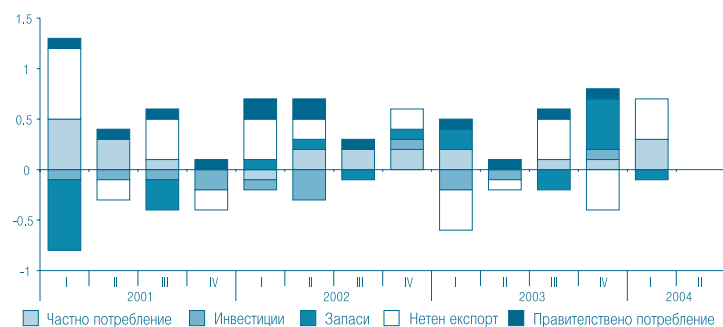
(процент спрямо същия период на предходната година)



Източник: Евростат.

Графика 7

#### Принос по компоненти за растежа в еврозоната

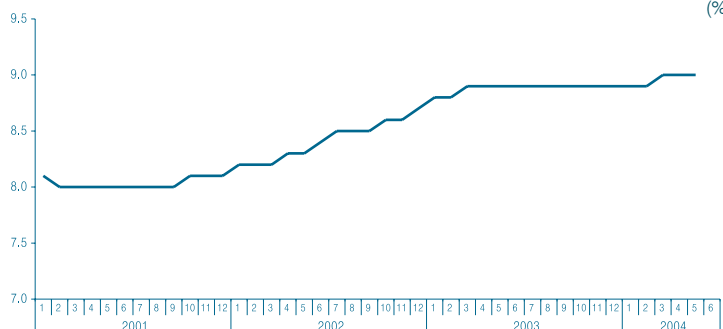


Източник: Европейска комисия.

Графика 8

#### Равнище на безработица в еврозоната

(%)



Източник: Евростат.

<sup>1</sup> European Commission, Quarterly Report on the Euro Area, II/2004.

Конюнктурните индикатори за промишлеността в еврозоната отчитат ускоряване с умерени темпове на икономическата активност. Както и през първото тримесечие очакваме растежът да се подкрепя от частното потребление и растящия износ. Има добри условия и за увеличаване на инвестициите.

Графика 9

#### Инфлация в еврозоната

(процент спрямо същия период на предходната година)

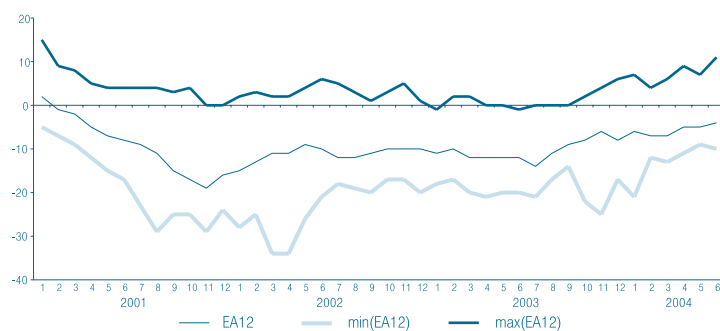


Източник: Евростат.

**...конюнктурните индикатори за промишлеността в еврозоната отчитат ускоряваща се с умерени темпове икономическа активност...**

Графика 10

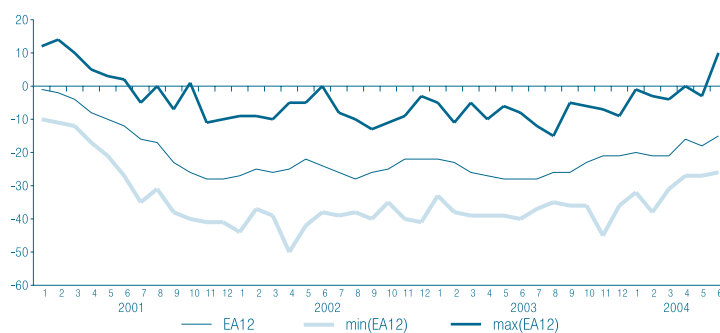
#### Индикатор за доверието в промишлеността



Източник: Евростат.

Графика 11

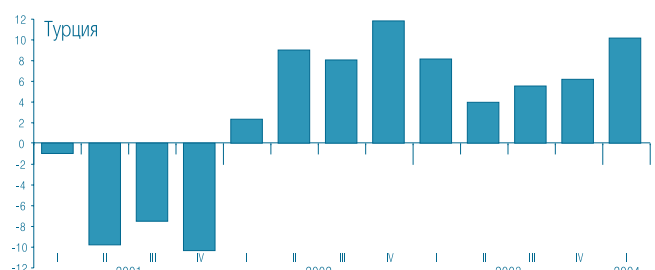
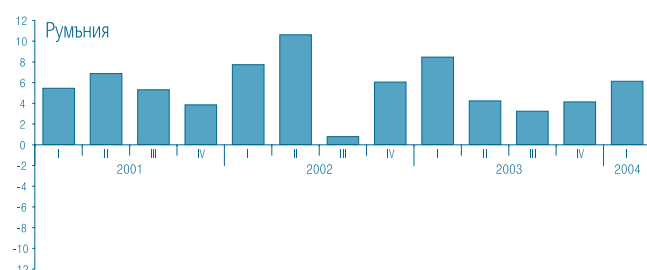
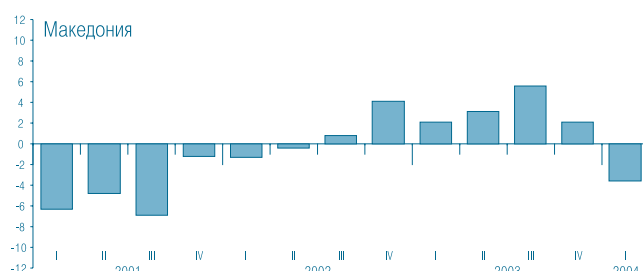
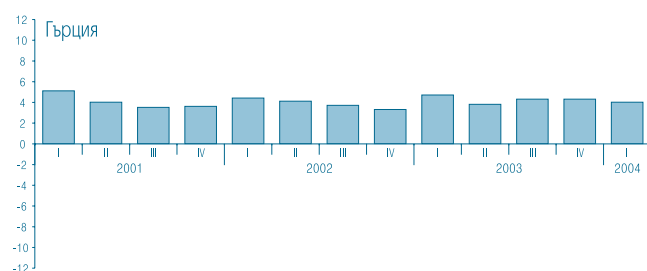
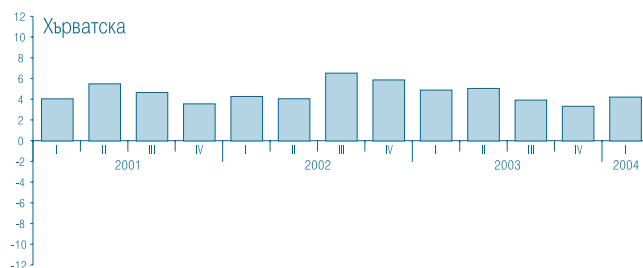
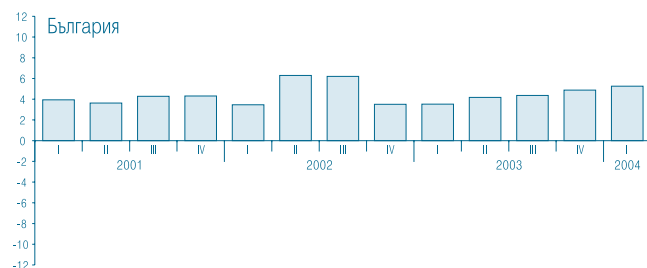
#### Ниво на поръчките



Източник: Евростат.

Графика 12

Реален растеж на БВП в балканските страни



Източник: Статистически институти и централни банки на съответните страни.

Страните от балканския регион се развиваха с високи темпове с изключение на Македония, която отбеляза спад с 3.6% през първото тримесечие. Най-висок растеж бе отбелязан в Турция – 10.1%, следвана от Румъния с 6.1%. И в двете страни промишлеността бе водеща за растежа. Изключително бързият растеж на Турция се дължи на нарастване на инвестициите в машини и оборудване с 52.6% и на частното потребление на стоки за дълготрайна употреба с 49.7%.

В Македония неблагоприятен ефект върху растежа оказа спадът в промишлеността, като най-голямо намаление на производството се отчита в рудодобива, енергоснабдяването и текстила. От друга страна, поради високата безработица потреблението на домакинствата остава слабо, което затруднява реализацията на продукцията на местните производители.

**...макроикономическите данни за растежа в страните от балканския регион бяха изключително благоприятни...**

Инфлацията запази тенденцията си към забавяне в страните с високи нива – Турция и Румъния, и леко покачване в останалите страни, вследствие главно на високите цени на горивата, а от там и на цените на транспорта.

## Цени на основни групи стоки

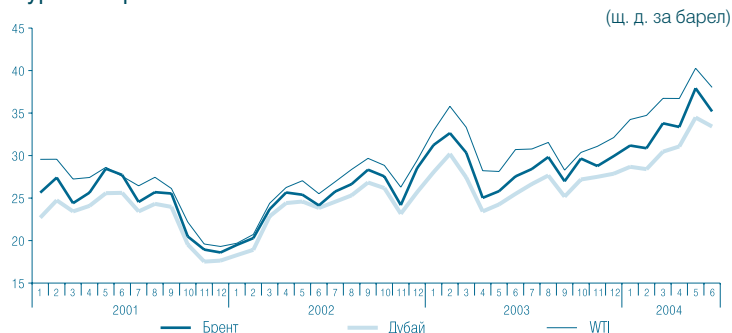
Ускоряването на световния икономически растеж оказва натиск към повишение на цените на енергийните ресурси, суровините и материалите. В допълнение към високото търсене цените на суровия петрол нарастваха и поради геополитическата несигурност и проблемите на някои големи рафинерии.

През май бе достигната рекордно висока цена на петрола (тип „Брент“ 38 щ. д./барел). Причина за това бе голямото търсене, терористичните атаки върху основни петролни съоръжения и спекулациите на пазара. Цената се колебаеше в рамките на очаквания от нас коридор 34–36 щ. д./барел (35.5 щ. д./барел тип „Брент“)<sup>2</sup>. За това спомогна взетото на 3 юни т. г. от страните – членки на ОПЕК, решение за увеличаване на предлагането с 2 млн. барела дневно от 1 юли и с още 500 хил. барела дневно от 1 август. Дневното предлагано количество суров петрол се увеличи от 23.5 на 26 млн. барела.

В началото на третото тримесечие цените на суровия петрол започнаха отново да се повишават. Главният фактор за това бе заплахата от спирането на производството в една от най-големите петролни компании в Русия – „Юкос“<sup>3</sup>. Пазарът реагира импулсивно на информацията и цената на суров петрол тип „Брент“ достигна 40 щ. д./барел в края на юли. Нашата оценка е, че евентуално спиране на износа на „Юкос“ е малко вероятно<sup>4</sup>, а, от друга страна, според изявления на други руски петролни компании те имат готовност да компенсират всеки недостиг в износа, причинен от спирането на „Юкос“.

През следващите две тримесечия очакваме влияние върху пазара на суров петрол да оказват курсът евро/долар, възможни терористични актове, равнището на запасите и потреблението в Китай и САЩ. През юли за-

Графика 13  
Суров петрол



Източник: Световна банка.

**...най-голямото поскъпване на суровия петрол след кризата в началото на 80-те години...**

<sup>2</sup> Вж. Икономически преглед (май 2004 г.), с. 13.

<sup>3</sup> Делът на „Юкос“ в добива на петрол на Русия възлиза на 19%, а като дял от световното производство се оценява на 3.6%.

<sup>4</sup> Руските власти поясниха, че запорът се отнася само за активите на предприятията, а не за тяхната дейност.



пасите в САЩ надвишиха значително минималните за страната, както и равнището на запасите през 2002 г. и 2003 г. Все още е рано да се обяви, че няма недостиг на запаси в САЩ, но тенденцията от началото на годината е към влизането им в нормалния за страната цикличен коридор. Към момента отчитаме като слаба вероятността цената на суровия петрол тип „Брент“ да бъде в прогнозирания от нас за третото тримесечие коридор от 30–33 щ. д./барел<sup>5</sup>. С оглед на геополитическата несигурност и проблемите на руската петролна компания „Юкос“ очакваме средната цена да бъде в коридора 37–39 щ. д./барел през третото тримесечие. През четвъртото тримесечие очакванията ни са за средна цена в интервал 36–38 щ. д./барел, тъй като има възможност ОПЕК официално да увеличи квотите (евентуално през септември), ако цената на петрола в евро продължи да надхвърля 28 евро за барел. Оптимизъм за постепенното спадане на цените дават прогнозите на МЕА, според които прирастът на търсенето през 2005 г. ще бъде значително по-малък поради успокояването на бума в икономическия растеж.

Цените на металите рязко поскъпнаха през първото тримесечие на годината поради натиск от страна на търсенето. През второто тримесечие цените запазиха достигнатите нива, а за някои групи метали дори спаднаха, тъй като, от една страна, Китай, чието търсене съпровождаше скока на цените, намали търсенето, а, от друга страна, на пазара се наложи мнение, че достигнатите цени са твърде високи и маржът за понататъшното им увеличаване е твърде ограничен. Очакванията ни са за задържане и евентуално леко спадане на цените до края на 2004 г.

Цените на храните отбелязаха умерена тенденция към спад през второто тримесечие с принос на цените на зърнените продукти, движени от очакването за добра реколта през тази година.

Графика 14 показва индекси на цените на избрани стоки в щатски долари и в евро. Очевидно цените в евро се изменят по-плавно в сравнение със съответните индекси в щатски долари с изключение на цените на металите. Цените в евро са важни за българската икономика и тяхната динамика влияе върху вътрешната инфлация.

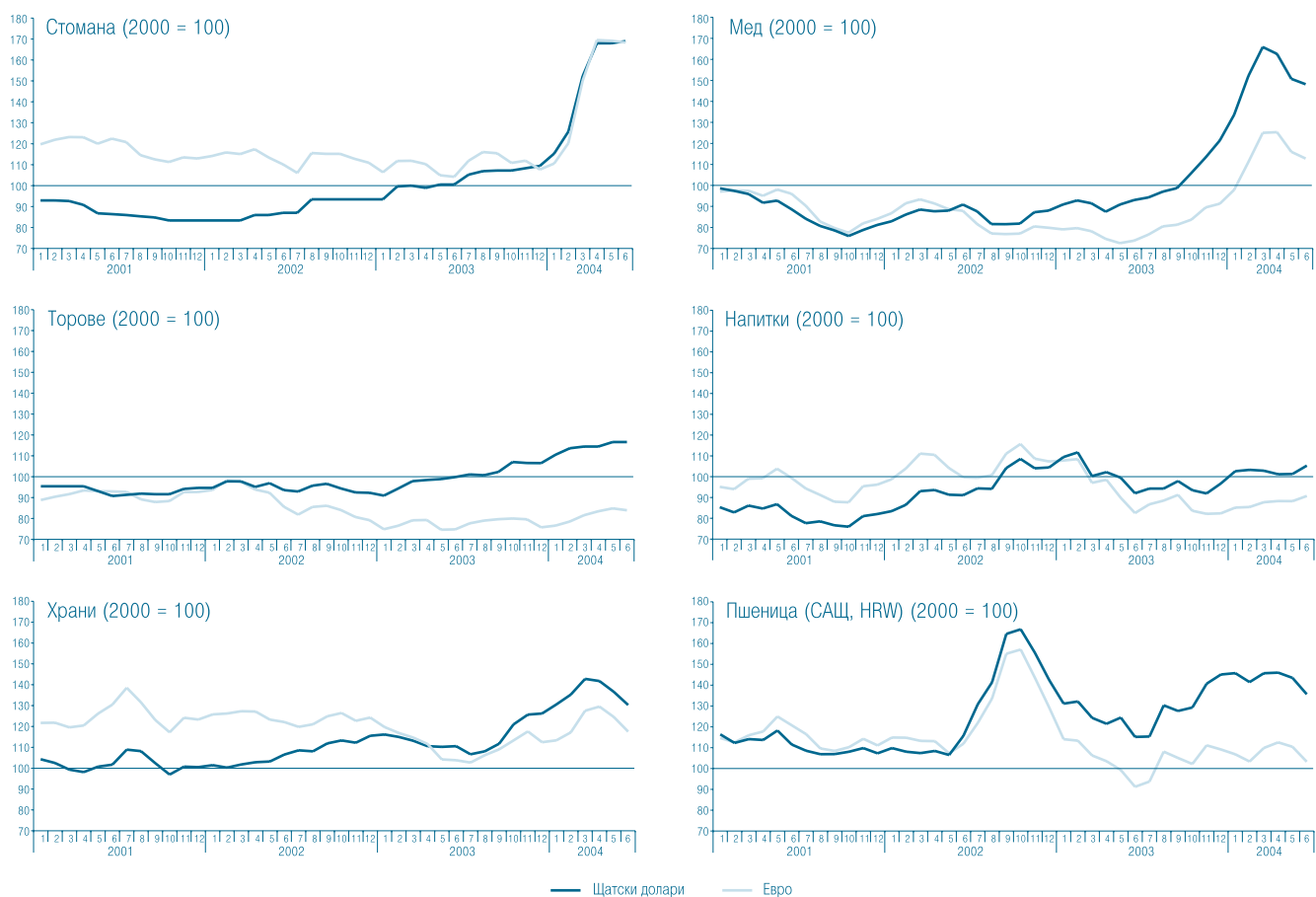
<sup>5</sup> Вж. Икономически преглед (май 2004 г.), с. 14.

**...преустановена е тенденцията към нарастване на цените на металите...**

**...цените на основните стокови групи в евро се движат по-плавно...**

Графика 14

Индекси на цените на основни стоки и стокови групи



Източник: Световна банка.

## Реакция на ОПЕК по отношение движението на цената на суровия петрол

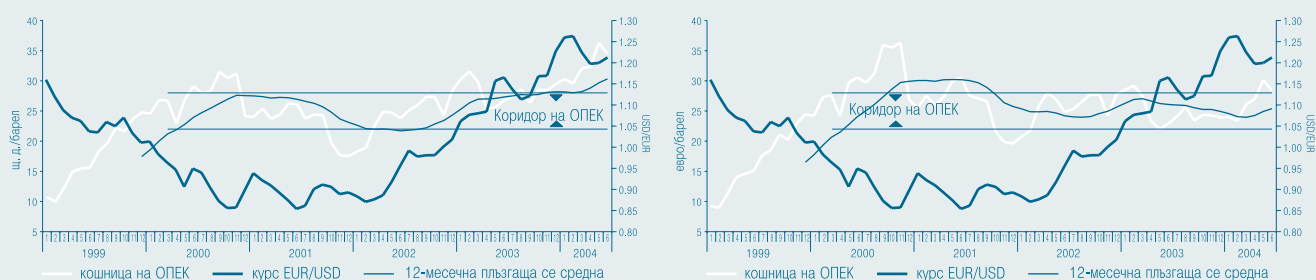
През март 2000 г. ОПЕК въведе коридор между 22 и 28 щ. д./барел за движение на цената на петрола, който ще съблюдава. Първоначално реакцията на отклоненията в цената бе автоматична, но впоследствие тя стана обект на общо решение на страните членки с цел постигане на по-голяма прецизност.

Данните за ценовия индекс на кошницата на ОПЕК в евро показват, че през по-голямата част от изминалите четири години след въвеждането на коридора цената е била в интервала 22–28 евро за барел. Този факт ни дава основания да предположим, че ОПЕК се придържа към взетото решение от 2000 г., когато курсът между щатския долар и еврото бе около 1, но отчита и динамиката на валутния курс евро/долар. Поевтиняването на щатския долар намали реалните печалби на страните членки и една стратегия за обвързване с еврото е напълно разумна от тяхна страна. Ако това допускане е вярно, може да се очаква ОПЕК да реагира, ако цената на суровия петрол продължи да превишава 28 евро/барел.

Графика 15

Суров петрол „кошница на ОПЕК“ в щатски долари

Суров петрол „кошница на ОПЕК“ в евро



Източник: Световна банка, ЕЦБ, БНБ, ОПЕК.

## Международни финансови пазари

### Лихвени проценти

В края на юни Федералният резерв повиши лихвата по федералните фондове с 25 б. т. на 1.25%. В подкрепа на това решение се използваха добрите показатели за растежа и заетостта, както и ускоряването на инфлацията през второто тримесечие. Тази стъпка бе очаквана от финансовите пазари и не предизвика изненади. В очакване на това решение през второто тримесечие движението на лихвените проценти по 6-месечните депозити на Лондонския междубанков пазар в щатски долари бе в по-широки граници в сравнение с предходното – доходността варираше в интервал от 1.33% до 1.95%. От началото на април кривата на доходност започна движение нагоре, като секторът 2–5 години изпревари нарастването на сектора 10–30 години. Формирането на трайни очаквания за повишаване на лихвата по федералните фондове предопредели възходящата посока на промяна в доходността на 6-месечния ЛИБОР, която в края на периода достигна най-високата си стойност от две години насам.

Към края на юли 2004 г. очакванията, изведени чрез пазара на фючърсните договори по федералните фондове, предвиждат повишение на основната лихва с 50 б. т. през третото тримесечие и с 25–50 б. т. през четвъртото. Очакванията, изведени от форуърд кривата на доходност към края на юли, също показват лихвен процент по федералните фондове от 2–2.25%. Тази прогноза се трансформира в очаквана стойност за 6-месечния ЛИБОР в края на годината на равнище около 3%.

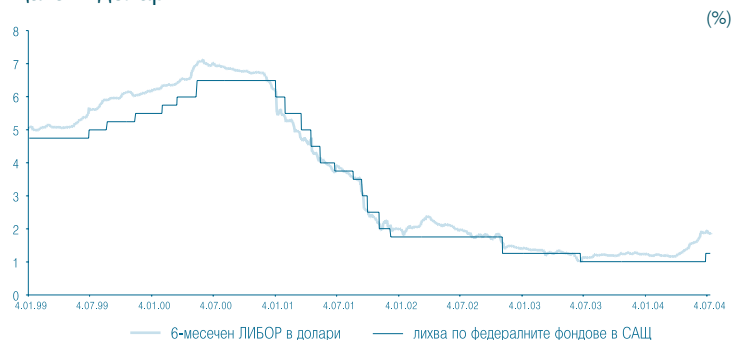
Скоростта на повишение на лихвените проценти по федералните фондове през следващите месеци ще зависи от факторите, които определят нарастването на инфлацията (главно динамиката на разходите на труд за единица продукция, цените на вноса и инфлационните очаквания), както и от темпа на растеж на американската икономика. Ако инфлацията нараства над настоящия пазарен консенсус, то това може да предизвика по-бързо нарастване на лихвените проценти вследствие вградените в кривата на доходност и във фючърсните договори сегашни равнища.

В началото на второто тримесечие посъпването на еврото и евентуалното забавя-

**...лихвата по федералните фондове в САЩ бе увеличена с 25 б. т. в края на юни...**

Графика 16

Лихва по федералните фондове в САЩ и 6-месечен ЛИБОР в щатски долари

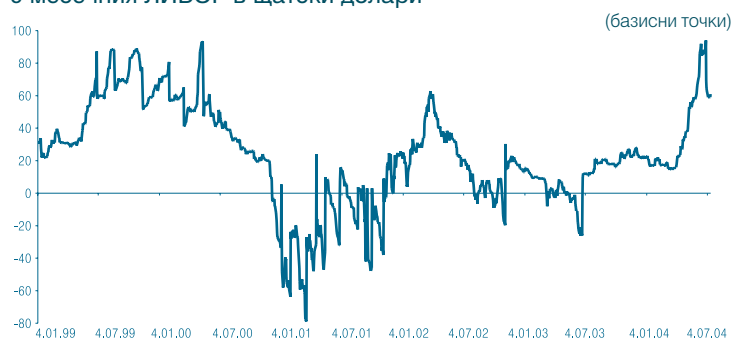


Източник: Bloomberg.

**...очакват се нови повишения до края на годината...**

Графика 17

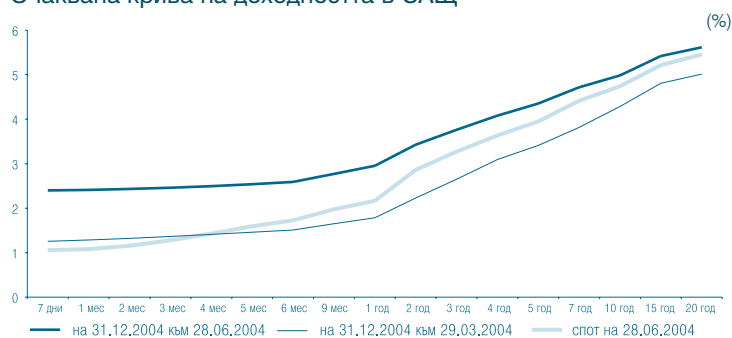
Спред между лихвата по федералните фондове в САЩ и 6-месечния ЛИБОР в щатски долари



Източник: Bloomberg.

Графика 18

Очаквана крива на доходността в САЩ



Източник: Bloomberg.

не на икономическата активност породиха опасения сред някои от пазарните участници, че ЕЦБ може да намали лихвените си проценти с 25 б. т. След като данните показаха, че няма причини за опасения и очакваният икономически растеж през 2004 г. бе ревизиран нагоре, се прие, че лихвените проценти на ЕЦБ са достигнали дъното. През юни прогнозата на ЕЦБ за инфлацията бе променена, като долната граница на прогнозния интервал бе завишена от 1.3% на 1.9%. Очакванията на ЕЦБ са годишната инфлация през следващите няколко месеца да се задържи над целевото равнище от 2%. Това, заедно с признаците за ускоряване на икономическия растеж, стимулира очаквания за повишаване на лихвения процент и предизвика увеличаване на наклона на кривата на доходност. В средата на юни спредът между шестмесечния и едномесечния EURIBOR се разшири до 12–13 б. т.

В края на тримесечието фючърсните пазари в еврозоната намалиха очакванията си за повишение на лихвата по основните рефинансиращи операции, но спредът между декемврийския фючърс и EURIBOR продължи да отчита умерена вероятност за повишение на лихвените проценти с 25 б. т. в края на годината. Очакванията за лихвените равнища в еврозоната, изчислени на базата на форуърдната крива към 13 юли 2004 г., сигнализират възможно повишаване на лихвените равнища в еврозоната в началото на 2005 г.

Нашите очаквания са за запазване настоящото ниво на лихвените проценти на ЕЦБ до началото на следващата година. Реализирането на основния рисков сценарий, който допуска поддържане на инфлация в еврозоната на сегашните високи равнища за продължителен период от време, би представлявало реална заплаха за ценовата стабилност в еврозоната, в резултат на което ЕЦБ може да навлезе в цикъл на рестриктивна монетарна политика с повишение на лихвата с 25 б. т. още в края на тази година. По-висок от очаквания растеж на БВП също може да допринесе за по-ранна промяна на паричната политика в еврозоната. Очакваме през третото и четвъртото тримесечие шестмесечният EURIBOR да продължи да се повишава, като за третото тримесечие прогнозният интервал на движение е 2.15–2.25%, а за четвъртото тримесечие – 2.20–2.40%.

Графика 19

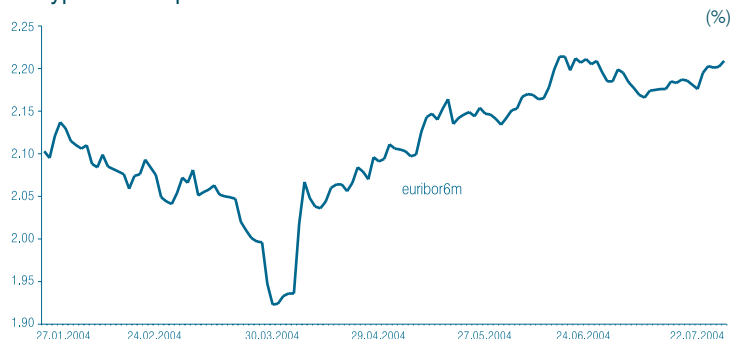
Основни лихвени проценти в еврозоната



**...основната лихва по рефинансирането на ЕЦБ остана на ниво 2%...**

Графика 20

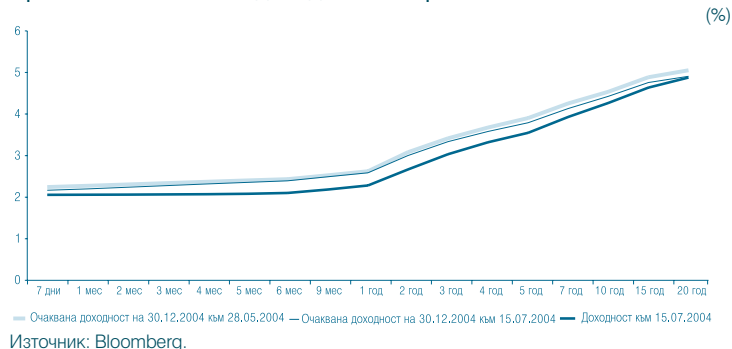
Лихвен процент по междубанкови депозити с 6-месечен матуритет в еврозоната



**...възможно е ЕЦБ да повиши лихвите си още през четвъртото тримесечие...**

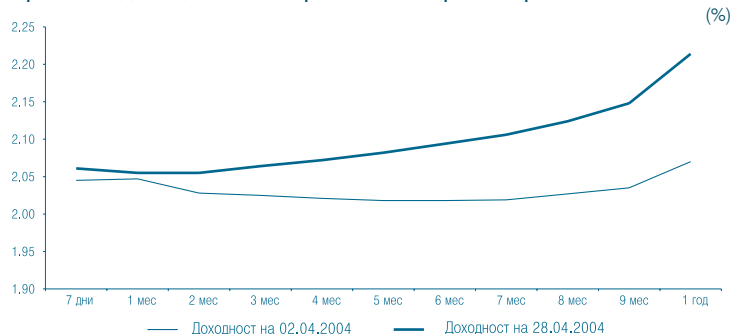
Графика 21

Крива на очакваната доходност в еврозоната



Графика 22

Крива на доходност на паричния пазар в еврозоната



## Фондови пазари

През второто тримесечие инвеститорите в акции реализираха печалби. Общият индекс на инвестиционната банка Morgan Stanley, който отразява динамиката на световните фондови пазари, измерен в евро, донесе доход от 3.15%. За посочения период относително най-добре се представи технологичният сектор в САЩ, обобщен с динамиката на индекса NASDAQ, който донесе доход в евро от 3.32%. За това допринесе и лекото засилване на щатския долар спрямо еврото. От началото на годината до края на второто тримесечие най-успешно продължава да се представя японският фондов пазар, измерен с дохода по индекса Topix, следван от щатския S&P 500.

Основните фактори, които предизвикаха позитивното глобално представяне на фондовия пазар, бяха цикличното повишение на печалбите в резултат от силния икономически растеж и очерталите се добри перспективи за второто полугодие. Това важи в по-голяма степен за икономиката на еврозоната и тази на Япония.

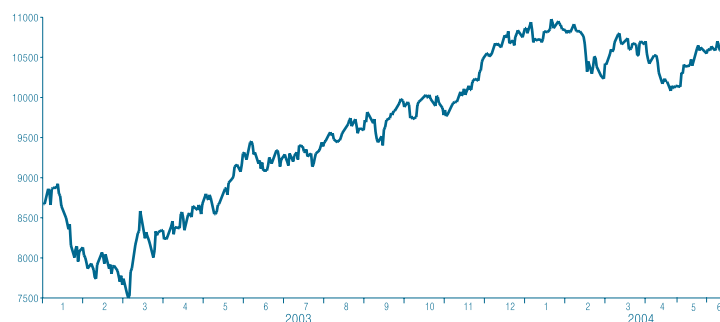
След втората половина на юни в икономическата активност на САЩ започнаха да се проявяват признаци на забавяне темпа на растеж, които доведоха до влошаване на очакванията за рентабилността на публичните компании през втората половина на годината. Това предизвика пречупване на възходящата тенденция на фондовия пазар. През следващите тримесечия допълнително влияние в посока надолу върху фондовите индекси ще има очакваното повишаване на лихвените проценти от страна на Федералния резерв. За второто тримесечие доходността в евро на S&P 500 бе 2.76%, а при технологичния индекс NASDAQ – 3.32%.

Движението на европейските фондови пазари през второто тримесечие бе разнопосочно, като в началото се наблюдаваше понижение на основните индекси. Тази динамика бе продиктувана от очакванията за скорошно повишение на лихвените проценти и разбирането, че повишените цени на петрола ще окажат негативен ефект върху корпоративните приходи. В резултат бе наблюдавано засилване на търсенето на акции на петролни компании и на компании от нецикличните сектори на икономиката. Последвалата корекция към повишение през втората половина на тримесечието се

**...през второто тримесечие фондовите пазари на основните икономики запазиха възходящата си динамика...**

Графика 23

Динамика на индекса Dow Jones Industrial Average

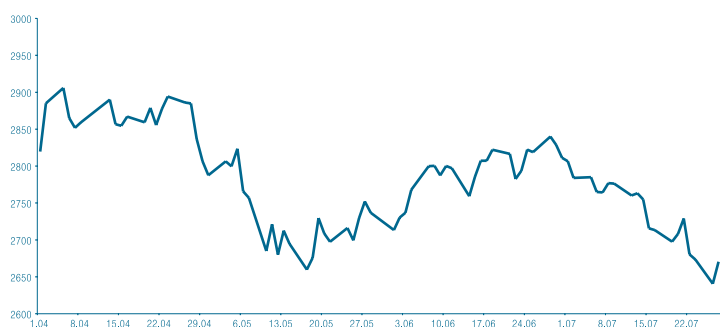


Източник: Bloomberg.

**...нарастването на корпоративните печалби бе силно повлияно от възходящото движение в бизнес цикъла...**

Графика 24

Динамика на индекса DJ Euro Stoxx 50



Източник: Bloomberg.

базираше на мнението, че повечето акции са поевтинели достатъчно, за да предлагат добра стойност. В допълнение на това действията и частичното отслабване на напрежението около производството на петрол, благоприятните данни за икономическия растеж в САЩ и засилването на склонността на инвеститорите към поемане на риск. За второто тримесечие Dow Jones Stoxx 50 реализира доход от 1.76%, а по-широкият пазарен измерител Dow Jones Stoxx 600 – от 2.09%.

В Европа очакваме понижение на фондовите индекси през третото тримесечие, но е възможна първоначална корекция в посока повишение, свързана с чисто технически фактори. Публикуваните досега данни от сезона на отчитане на корпоративните печалби в Европа показват по-високи от очакваните приходи през второто тримесечие, като това ще е фактор в подкрепа на интереса към фондовите пазари. В случай че растежът на европейската икономика изнепада в положителна посока, също е възможно поскъпване на европейските фондови индекси.

В същото време в Европа и отвъд океана настроенията на икономическите агенти отчитат влошаване на перспективите за растеж на корпоративните печалби през следващите тримесечия, което е подкрепено от очакванията за повишаване на лихвените проценти на глобално ниво. Голяма част от продажбите на компании, чиито акции са водещи за динамиката на европейските фондови индекси, зависят от поведението на външното търсене и по-специално от търсенето в САЩ. Поради това евентуално забавяне в растежа на американската икономика би предизвикало спад на фондовите индекси в Европа. Допълнителни рискове за фондовите пазари са запазването на високата цена на петрола и геополитическата несигурност.

**...перспективите пред фондовите пазари до края на годината са противоречиви...**



## Валутен курс щатски долар/евро

Изминалото тримесечие се характеризираше с колебливост на валутните пазари близка до дългосрочната средна, като курсът долар/евро приключи разглеждания период с 1.4% по-ниско ниво от това в началото на април. Спрямо първото тримесечие на текущата година колебливостта на валутните пазари намалю, като през юни премина под дългосрочната 200-дневна средна. Влияние върху пазарите в отделни моменти оказваха макроикономическите данни за САЩ, очакванията за промяна в лихвената политика на Федералния резерв и колебанията в цените на петрола и на фондовите пазари.

През следващите две тримесечия влияние върху валутния курс евро/долар ще оказват основно очакванията за промени в краткосрочните лихвени проценти от двете страни на Атлантика. Другите два фактора с важно пазарно значение са високите цени на петрола и възможни терористични актове.

Вероятно до края на годината ще наблюдаваме слабо поевтиняване на долара, въпреки че преобладават очаквания за по-бързо повишение на лихвите в САЩ в сравнение с тези в еврозоната. Лихвеният диференциал между двете валути няма да е достатъчен, за да компенсира инвеститорите за риска, поеман във връзка с финансирането на съществуващия структурен дисбаланс във външната търговия на САЩ при очакваната от финансовите пазари траектория на лихвените проценти. Относително по-добрите очаквания за представянето на фондовите пазари извън САЩ ще накара пазарните участници да насочат инвестициите си другаде. Допълнителен натиск върху щатската валута ще оказва предизборната кампания и свързаната с нея политическа несигурност, както и съществуващият фискален дефицит.

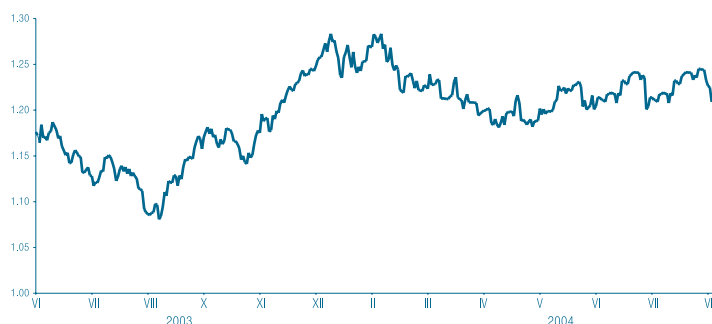
## Цена на златото

През изминалото тримесечие върху цената на златото влияеха главно три фактора: техническата връзка с долара, спекулативни позиции и геополитическото напрежение (ролята му на сигурно инвестиционно убежище). Цената се движеше в интервала 370–430 щ. д. за 1 тройунция.

**...щатският долар се засили спрямо еврото...**

Графика 25

Валутен курс щатски долар/евро през 2003 и 2004 г.



Източник: Reuters.

**...колебанията на валутния курс евро/долар спаднаха в сравнение с предходното тримесечие...**

**...очакваме слабо поевтиняване на долара спрямо еврото...**

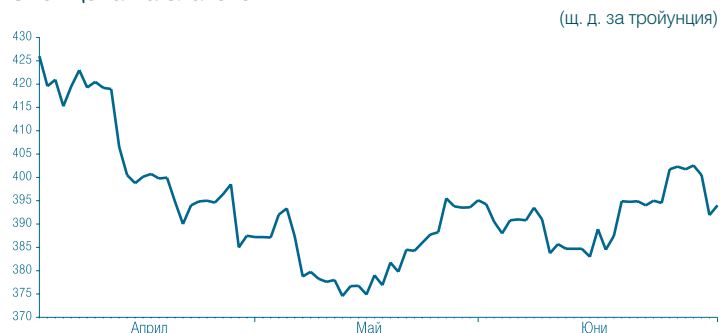
Поредицата благоприятни данни за икономиката на САЩ, съкращаването на дългите спекулативни позиции в злато и новината, че NM Rothschild & Sons се оттегля от търговията със злато в Лондон, допринесоха за поевтиняването на благородния метал в началото на периода. Компанията счита, че ниските доходи и високата колебливост, но-сеща риск при операциите със злато, не предлагат достатъчно добра възвръщаемост през последните пет години.

На моменти се проявяваше ролята на златото като убежище срещу несигурността. Зачестяването на терористичните актове в световен мащаб, засиленото търсене на злато в Средния Изток и напрежението от високите цени на петрола съдействаха за повишаване цената на златото. Влияние върху нея в посока на увеличаването ѝ през следващите две тримесечия ще имат споменатите фактори, в т. ч.: техническата ѝ връзка с долара, геополитическото напрежение и по-голямото търсене на злато.

### Динамика на българския външен дълг на международните финансови пазари

В началото на изтеклото тримесечие в съзвучие с общата тенденция на развиващите се пазари се наблюдава разширяване на лихвения спред по българските ДЦК (графика 27). Това движение бе продиктувано от подобряване на очакванията на икономическите агенти за състоянието на американската икономика, което предизвика отслабване на интереса към активи от развиващите се пазари. Максимум за тримесечието бе достигнат на 7 май, след като заетостта извън аграрния сектор в САЩ се повиши за втори пореден месец. От началото на май до сега се наблюдава тенденция към свиване на спреда по ДЦК на българското правителство, като от началото на юни личи ясно разграничаване от движението на общия EMBI+ индекс на развиващите се пазари. Повишаването на кредитния рейтинг на България и заявеното намерение за обратно изкупуване на брейди книжа допринесе допълнително за намаляване на спреда по български външен дълг в края на тримесечието.

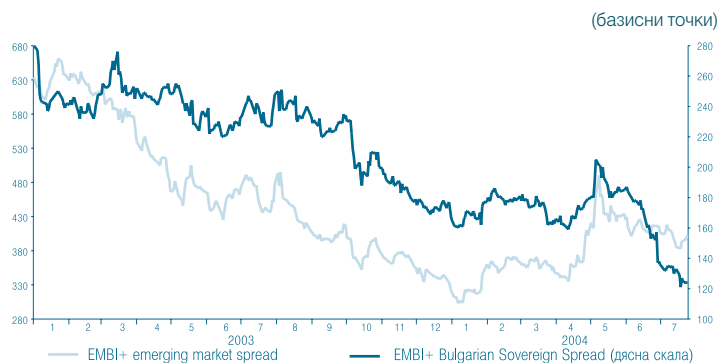
Графика 26  
Спот цена на златото



Източник: Bloomberg.

...цената на златото чувствително се колебаеше...

Графика 27  
Динамика на спреда по ДЦК на българското правителство



Източник: Bloomberg.

Очакваме запазване на инвеститорския интерес към българския външен дълг и продължаване на тенденцията към свиване на спреда по българските ДЦК. Влияние в противоположна посока се очаква да имат перспективите за повишаване на лихвите в САЩ и еврозоната и увеличаване на търсенето на финансови активи от пазари в развитите страни. Благоприятните перспективи пред икономическия растеж в България и балансираната фискална позиция определят относително по-силния интерес към българските ДЦК, отколкото към тези на повечето страни в преход.

## 2. Финансови потоци, пари и кредит

### Финансови потоци и устойчивост на външната позиция<sup>6</sup>

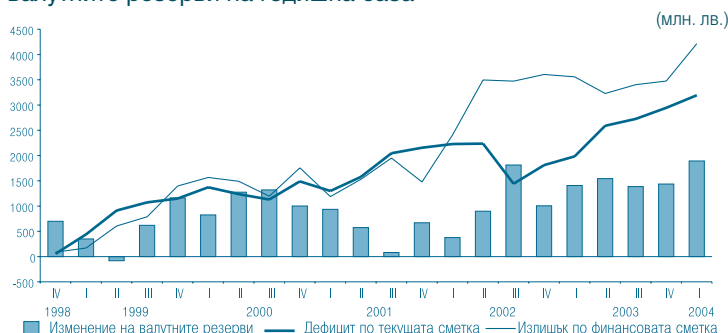
През първата половина на 2004 г. валутните резерви на БНБ продължиха да нарастват и балансовото число на управление „Емисионно“ към 30 юни 2004 г. достигна 11 952.7 млн. лв. (6111.3 млн. евро). В сравнение с края на юни предходната година увеличението е с 26.5%. Изменението на валутните резерви е пряк резултат от динамиката на потоците по платежния баланс. За периода януари – май 2004 г. дефицитът по текущата сметка достигна -1796.1 млн. лв. и отбеляза подобрене с 68.5 млн. лв. спрямо съответния период на 2003 г. Дефицитът по търговското салдо продължи да се влошава, като достигна 2122.1 млн. лв. (по-висок с 550 млн. лв. спрямо дефицита за същия период на предходната година).<sup>7</sup> Салдата по услугите, дохода и текущите трансфери отбелязаха подобрене и допринесоха за свиване на дефицита по текущата сметка. Преките чуждестранни инвестиции покриваха близо 50% от дефицита по текущата сметка, гарантирайки относително по-голяма стабилност на финансиращите потоци (графика 28). По тримесечия на годишна база покритието на дефицита е значително по-високо – средно около 80% (графика 29).

...валутните резерви на БНБ достигнаха в края на юни 11 952.7 млн. лв. (6111.3 млн. евро)...

...притокът на преки чуждестранни инвестиции покрива близо 50% от дефицита по текущата сметка за периода януари – май...

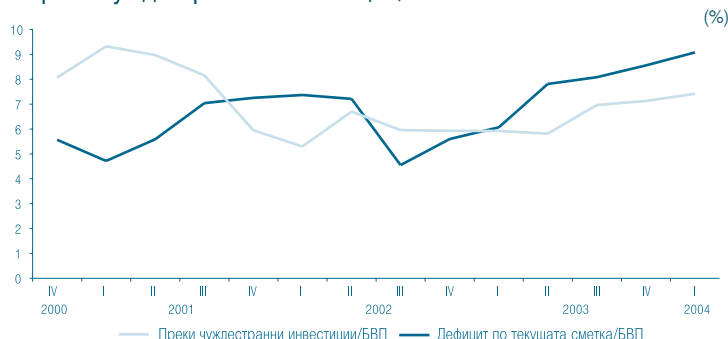
Графика 28

Динамика на текущата сметка, финансовата сметка и валутните резерви на годишна база



Графика 29

Динамика на съотношението дефицит по текущата сметка/БВП и преки чуждестранни инвестиции/БВП



<sup>6</sup> Анализът в частта за платежния баланс използва данни от стандартното му представяне, освен ако изрично не е посочено друго.

<sup>7</sup> Подробен анализ на външната търговия е представен в раздел „Икономическа активност“.

Икономическите агенти чрез своите действия (интереси) определят динамиката на потоците по платежния баланс, както и посоката на изменение на валутните резерви на централната банка. През първата половина на 2004 г. важен фактор за нарастване на валутните резерви представляват нетните покупки на резервна валута от централната банка, показател за устойчивото търсене на национална валута от икономическите агенти. Трансакциите на правителството, свързани с обслужване на външния дълг и приватизацията, също допринесоха за нарастване на валутните резерви.

Таблица 1

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

|                                                                                                                               | 2004 г. (второ тримесечие)                                                                              | 2004 г. (първа половина)                                                                                                                                                                 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| А) Покупко-продажби на резервна валута (млн. евро)                                                                            | +560                                                                                                    | +492                                                                                                                                                                                     |
| - Нетни покупки от търговските банки                                                                                          | +534                                                                                                    | +464a                                                                                                                                                                                    |
| - Постъпления от нетни покупки на каса                                                                                        | +24                                                                                                     | +28                                                                                                                                                                                      |
| Б) Изменение в резултат на постъпления по ЗМР сметките на търговските банки във валута                                        | Постъпили около 34 млн. евро                                                                            | Постъпили около 200 млн. евро                                                                                                                                                            |
| В) Изменение в резултат на движения по сметките на правителството (само най-големите парични потоци – постъпления и плащания) | 184 млн. евро постъпления от продажбата на БТК; около 70 млн. евро плащания по външния и вътрешния дълг | Около 80 млн. евро получени нови заеми; 53 млн. евро постъпления от емисии ДЦК; 184 млн. евро постъпления от продажбата на БТК; около 350 млн. евро плащания по външния и вътрешния дълг |

Източник: БНБ.

По-детайлният анализ на факторите, водещи до изменение във величината на валутните резерви, се основава на групиране на финансовите потоци по платежния баланс по основните сектори на икономиката – централна банка, държавно управление, търговски банки и други сектори.<sup>8</sup>

Неправителственият нефинансов сектор („Други сектори“) има най-голям принос за влошаване на текущата сметка през първото тримесечие на годината, тъй като според методиката на класифициране стоковите потоци се отнасят изцяло към него, а дефицитът по търговското салдо е основен фактор за отрицателното салдо по текущата сметка. Съответно в структурата на финан-

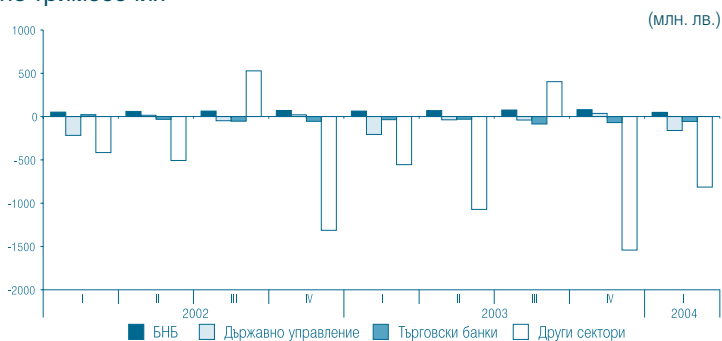
<sup>8</sup> Вж. Икономически преглед (май 2004 г.), с. 22, каре „Групиране по основни сектори на финансовите потоци по платежния баланс“.

сиращите потоци за същия период преобладава притокът на преки чуждестранни инвестиции, отразени във финансовата сметка на „Други сектори“.

По-важните финансови потоци, които оказват влияние върху оценката за устойчивостта на външната позиция през анализирания период, са свързани с трансакциите в два сектора: търговските банки и други сектори. През първото тримесечие на 2004 г. търговските банки нетно инвестираха в чуждестранни активи 268 млн. лв., което е свързано със сезонно високата им ликвидност през този период от годината (графика 32). Продължава процесът на нарастване на депозитите на нерезиденти, което съществено засилва външната задлъжнялост на сектора. Фактор, който привлича външно финансиране под формата на заеми, валута и депозити, е положителният лихвен диференциал между вътрешните лихви по кредити и лихвените проценти на международните финансови пазари (графика 33).

Графика 30

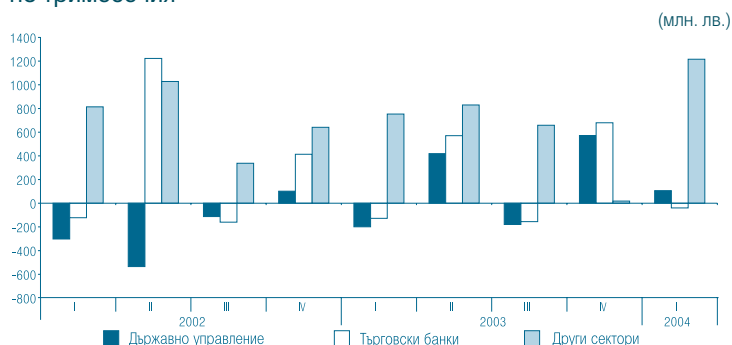
Секторно разпределение на потоците по текущата сметка по тримесечия



Източник: БНБ.

Графика 31

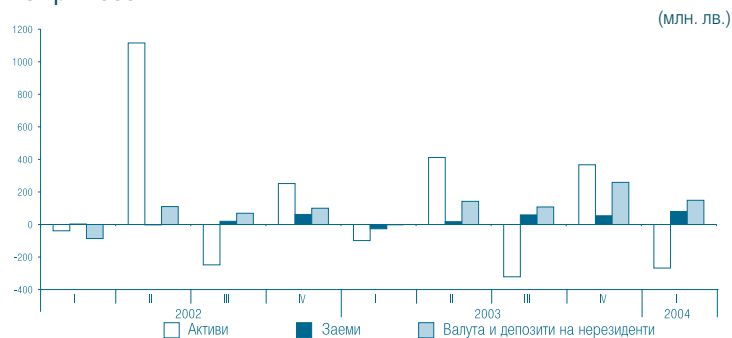
Секторно разпределение на потоците по финансовата сметка по тримесечия



Източник: БНБ.

Графика 32

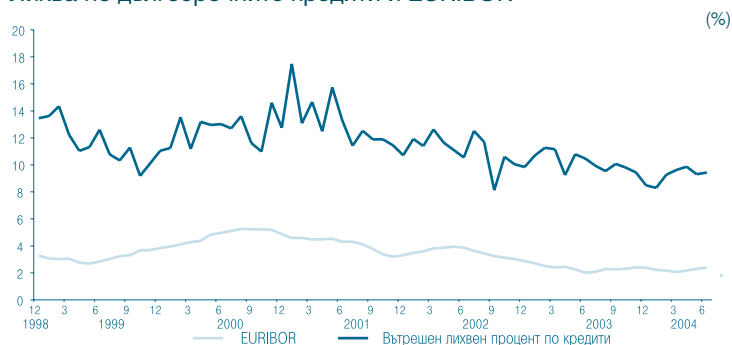
Потоци по финансовата сметка за търговските банки по тримесечия



Източник: БНБ.

Графика 33

Лихва по дългосрочните кредити и EURIBOR

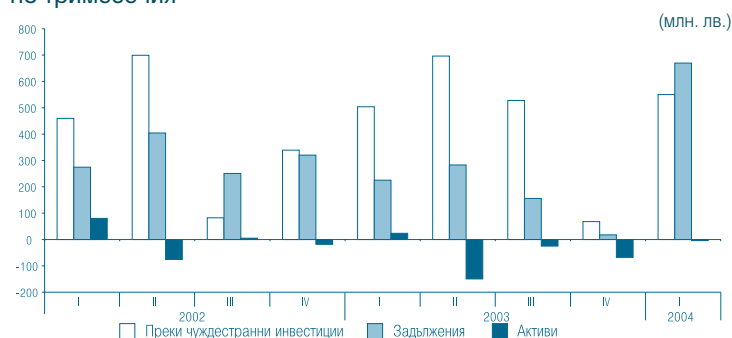


Източник: БНБ, ЕЦБ.



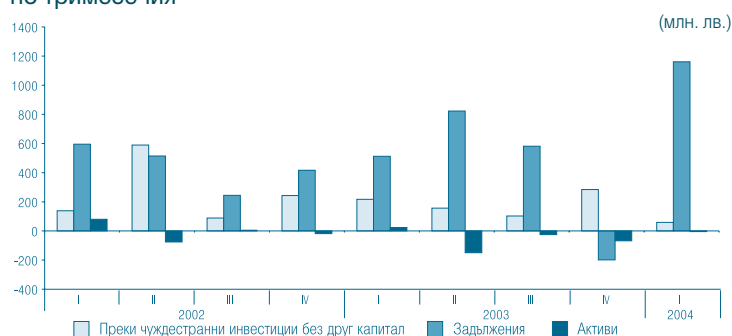
Покритието на дефицита по текущата сметка на групата „Други сектори“ с преки чуждестранни инвестиции е 78%. В структурата на преките чуждестранни инвестиции преобладават вътрешнофирмените заеми, които се класифицират като дълг в статистиката на брутния външен дълг. На тази основа може да се направи заключението, че финансирането на частния небанков сектор е най-вече с дълг (графики 34 и 35).

Графика 34  
Потоци по финансовата сметка за други сектори по тримесечия



Източник: БНБ.

Графика 35  
Потоци по финансовата сметка за други сектори по тримесечия

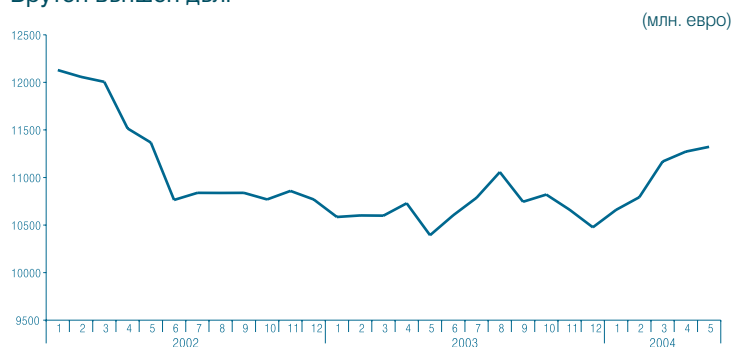


Източник: БНБ.

Така представените финансиращи потоци се отразяват на нивото и структурата на брутния външен дълг, който от началото на годината започна да нараства в номинално изражение. Към края на първото тримесечие на 2004 г. на годишна база като дял от БВП общият дълг надхвърли 60%. Най-съществен принос за увеличението на външния дълг има частният сектор, чийто дълг нарасна с почти 700 млн. евро в края на май спрямо края на 2003 г. Външният дълг на държавния сектор е отбелязал известно номинално увеличение от началото на годината, но секторът продължава да провежда политика на намаляване на публичния дълг, което оказва благоприятен задържащ ефект върху общия външен дълг. Потвърждение на това е и сделката за обратно изкупуване на дълг на стойност 679.1 млн. щ. д., осъществена на 28 юли 2004 г.

**...главен принос за увеличението на външния дълг има частният сектор...**

Графика 36  
Брутен външен дълг



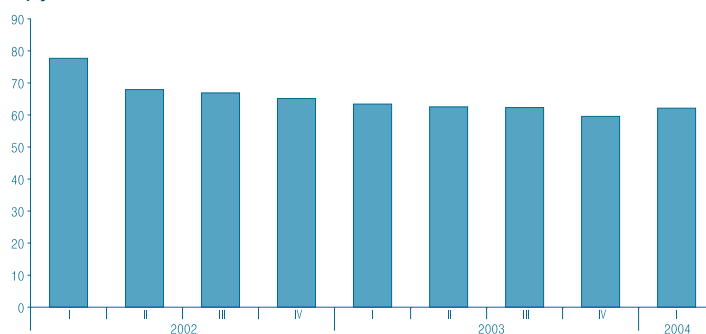
Източник: БНБ.

**...държавният сектор провежда политика на намаляване на публичния дълг, което се отразява благоприятно върху равнището на брутния външен дълг...**

Графика 37

Брутен външен дълг/БВП на годишна база

(%)

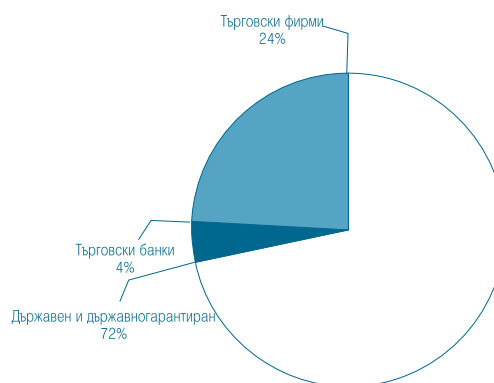


Източник: БНБ, НСИ.

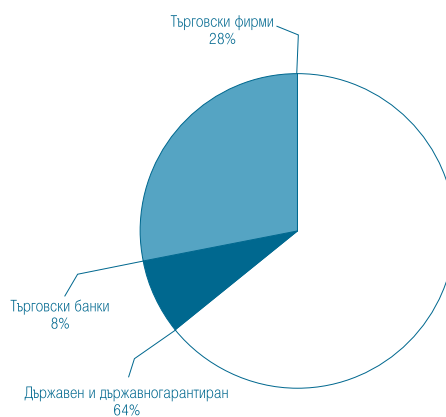
Графика 38

Структура на външния дълг

(%)



май 2003 г.



май 2004 г.

Източник: БНБ.

Главен принос за нарастването дълга на търговските банки има увеличението на депозитите на нерезиденти, следвано от **други заеми**, докато за търговските фирми доминира приносът на вътрешнофирмените заеми (вж. таблица 2). Данните за динамиката и структурата на външния дълг по сектори ни навеждат на извода, че нетните капиталови потоци по платежния баланс се характеризират със средносрочна устойчивост.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Вж. Икономически преглед (май 2004 г.), с. 22.

Таблица 2

## Динамика на дълга на търговските банки и търговските фирми

|                         | Май 2003 г.<br>(млн. евро) | Май 2004 г.<br>(млн. евро) | Изменение<br>(%) | Принос<br>(процентни пунктове) |
|-------------------------|----------------------------|----------------------------|------------------|--------------------------------|
| <b>Търговски банки</b>  | 432.6                      | 895.7                      | 107.0            |                                |
| Вътрешнофирмени заеми   | 35.5                       | 35.6                       | 0.3              | 0.0                            |
| Други заеми             | 95.1                       | 196.1                      | 106.2            | 23.3                           |
| Облигации               | 0.0                        | 0.0                        | -                | -                              |
| Депозити на нерезиденти | 302.0                      | 663.9                      | 119.8            | 83.7                           |
| <b>Търговски фирми</b>  | 2514.3                     | 3161.2                     | 25.7             |                                |
| Вътрешнофирмени заеми   | 815.2                      | 1251.3                     | 53.5             | 17.3                           |
| Други заеми             | 751.0                      | 988.9                      | 31.7             | 9.5                            |
| Търговски кредити       | 945.2                      | 918.1                      | -2.9             | -1.1                           |
| Облигации               | 2.9                        | 2.9                        | 0.0              | 0.0                            |

Източник: БНБ.

През третото тримесечие на текущата година очакваме излишък по текущата сметка от близо 160 млн. евро, а през четвъртото тримесечие съответно дефицит от над 800 млн. евро, обусловен изцяло от сезонни фактори. Поради ефекта от сделката за обратно изкупуване на дълг валутните резерви на БНБ ще спаднат еднократно в края на юли, но до края на годината намалението ще бъде компенсирано от постъпващите финансиращи потоци по платежния баланс и особено от приходите от приватизация. През втората половина на годината очакваме увеличение на преките чуждестранни инвестиции (без приходите от приватизация) с поне 100 млн. евро в сравнение с второто полугодие на 2003 г., което представлява консервативна оценка. В резултат от тези потоци прогнозираното увеличение на валутните резерви по платежния баланс за 2004 г. е с над 900 млн. евро, като отчитаме въздействието на сделката с дълга през юли и очаквани приходи от приватизация на електроразпределителните дружества и ликвидация на БКК до края на годината.

...през втората половина на годината очакваме увеличение на преките чуждестранни инвестиции и на валутните резерви...

## Финансови потоци в икономиката

### Посредничество на търговските банки

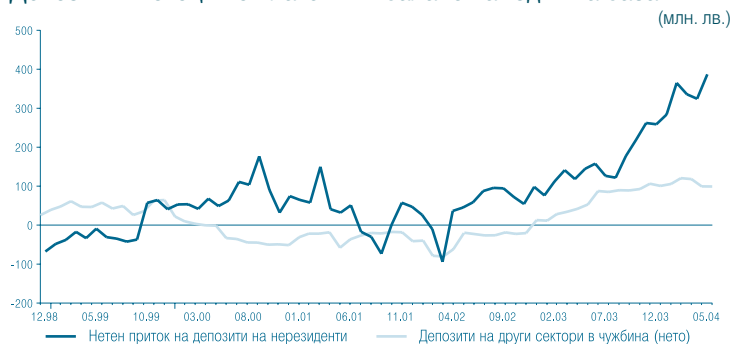
Влиянието на потоците по платежния баланс върху паричните агрегати се опосредства от търговските банки и взаимоотношенията им с техните клиенти. През 2003 г. търговските банки трансформираха чуждестранни активи във вътрешни вземания под влияние на ниската доходност на международните финансови пазари, но от началото на 2004 г. този процес започна да затихва. За първата половина на годината чуждестранните активи на търговските банки нараснаха с 671.7 млн. лв.<sup>10</sup> От друга страна, наблюдава се бързо увеличение на средствата, привлечени от нерезиденти – с 851.9 млн. лв. за периода от началото на годината до края на юни. Диференциалът между външните и вътрешните лихви по кредити привлича чуждестранни капитали. Това няма определяща роля за кредитната експанзия, финансирана главно с нарастване на депозитите на домакинства и фирми, но подпомага разширяването на кредитната дейност.

Основен източник на ресурси за търговските банки бяха депозитите на домакинствата, които нараснаха с 985.6 млн. лв. през първата половина на годината (486.7 млн. лв. през второто тримесечие). Средствата се използват най-вече за финансиране на кредитната дейност: през първата половина на годината вземанията от нефинансовите предприятия се увеличават с 1151.3 млн. лв., а вземанията от домакинствата – с 801.1 млн. лв. (нарастването за второто тримесечие е съответно 551.1 млн. лв. и 500.7 млн. лв.).

<sup>10</sup> В края на юни сделка по реструктурирането на собствеността на компания от сектор **телекомуникации** предизвика временно значително нарастване на чуждестранните активи и депозитите на нефинансови предприятия. Въпреки че увеличението продължи в рамките на няколко дни, то се отрази в месечната парична статистика за юни. По данни от седмичната парична статистика към 25 юни 2004 г. увеличението на чуждестранните активи от началото на годината е 295.1 млн. лв.

Графика 39

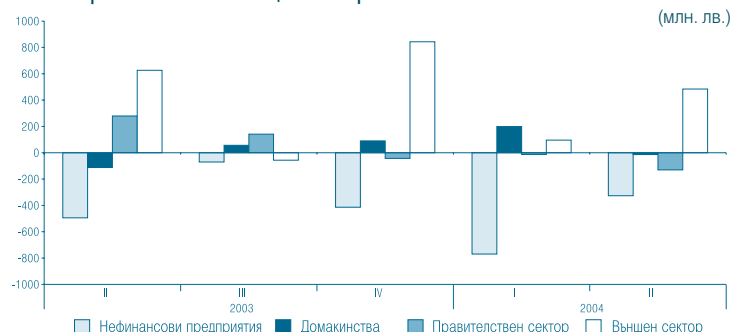
Депозитни потоци по платежния баланс на годишна база



Източник: БНБ.

Графика 40

Нетни финансови потоци на търговските банки



Източник: БНБ.

Таблица 3

## Изменения в основни балансови позиции на търговските банки по тримесечия

(млн. лв.)

|                                         | I      | II     | III   | IV     | I      | II     |
|-----------------------------------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
|                                         | 2003   |        |       |        | 2004   |        |
| Вземания от нефинансови предприятия     | 255.6  | 620.2  | 315.0 | 630.3  | 599.9  | 551.5  |
| Депозити на нефинансови предприятия     | -113.6 | 125.8  | 245.0 | 216.6  | -170.0 | 624.6  |
| Вземания от домакинства                 | 133.6  | 320.3  | 318.9 | 344.2  | 300.4  | 500.7  |
| Депозити на домакинства                 | 104.4  | 207.8  | 375.8 | 433.8  | 498.9  | 486.7  |
| Чуждестранни активи                     | -19.0  | -533.6 | 270.0 | -517.9 | 243.2  | 428.5  |
| Чуждестранни пасиви                     | -26.8  | 92.9   | 213.4 | 325.2  | 339.3  | 512.6  |
| Вземания от правителствения сектор      | 200.6  | -52.6  | -47.0 | -7.9   | 190.5  | -108.9 |
| Депозити на правителствения сектор      | 76.5   | 226.7  | 94.2  | -50.7  | 177.8  | -239.2 |
| Вземания от централното правителство    | 201.1  | -53.7  | -57.0 | -12.1  | 188.2  | -109.6 |
| Задължения към централното правителство | 17.4   | 222.2  | 103.8 | -12.2  | 57.4   | -212.7 |

Източник: БНБ.

Взаимоотношенията на търговските банки с останалите сектори в икономиката са представени на графика 40.<sup>11</sup> Промените, които настъпват през второто тримесечие на годината, са свързани с по-бавно нарастване на нетните вземания на търговските банки от нефинансовите предприятия и преминаването на домакинствата в нетен кредитополучател, независимо че този сектор е главният източник на ресурси за банковата система. Влиянието на правителствения сектор върху разполагаемите ресурси на търговските банки в голяма степен беше свързано с изтеглянето на направените през предходната година депозити на правителството в търговските банки. Въпреки че продължава да е с отрицателна финансова позиция спрямо банковата система, външният сектор е с най-голяма роля като нетен източник на ресурси за търговските банки. За разлика от миналата година, когато това се осъществяваше главно по линия на съкращаването на чуждестранни активи, през тази година привличането на средства от нерезиденти се очертава като основния начин, по който външният сектор осигурява ресурси за банковата система.

... през второто тримесечие домакинствата се превърнаха в нетен кредитополучател, въпреки че продължават да бъдат главният източник на ресурси за търговските банки...

<sup>11</sup> Стойностите, използвани за целите на анализа, са изчислени от еднократните влияния, настъпили в края на юни т. г. във връзка с реструктурирането на собствеността на компания от сектор **телекомуникации** (вж. забележка 10).

## Преразпределителната роля на консолидирания държавен бюджет

Държавният сектор извършва преразпределение на финансовите ресурси по основните сектори на икономиката чрез изпълнението на консолидираната фискална програма<sup>12</sup>.

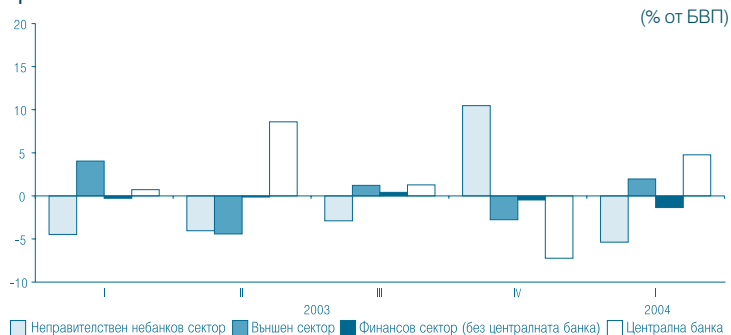
Сезонният профил на въздействие на бюджетните потоци върху ликвидността на основните сектори на икономиката се запазва през първото тримесечие на 2004 г. Значителните плащания по външния дълг през януари традиционно определят външния сектор като нетен получател на средства от бюджета. Изтичането на средства от бюджета към външния сектор беше около два пъти по-малко в сравнение с първото тримесечие на 2003 г. поради намаление на нетното външно финансиране<sup>13</sup>. Очакванията ни са до края на годината в резултат на постъпления от приватизация, външният сектор да бъде нетен източник на ресурси за бюджета, независимо от предстоящите плащания по външния дълг и обратното изкупуване на **брейди облигации** в края на юли<sup>14</sup>.

Динамиката на взаимоотношенията между бюджетния и финансовия сектор (без централната банка) се определя от плащанията на корпоративен данък от финансовите институции, от нетните операции с ДЦК и от измененията в депозитите и средствата по сметки на бюджета в търговски банки. През първото тримесечие финансовият сектор беше нетен източник на ресурси за бюджета поради значителния размер на операциите с ДЦК (178.3 млн. лв.). Очакванията ни са през второто тримесечие да има още по-голямо изтичане на ликвидност от сектора, предизвикано от изтеглянето на правителствените депозити от търговските банки. До края на годината колебанията на потоците между двата сектора ще намалеят и нетното им ниво ще се стабилизира под 1% от БВП за съответното тримесечие.

...касовите потоци по консолидирания държавен бюджет остават в рамките на очакванията ни...

Графика 41

Влияние на консолидирания бюджет върху ликвидността на останалите сектори през 2003 и началото на 2004 г. по тримесечия



Източник: МФ, БНБ.

<sup>12</sup> Относно начина на изчисляване на тези взаимоотношения, вж. **Икономически преглед**, май 2004 г., с. 30.

<sup>13</sup> Принос за намалението на външното финансиране има еднократно изплащане на дълг към България.

<sup>14</sup> Очакванията ни постъпленията от приватизацията на БТК да се реализират едва през третото тримесечие не се оправдаха. Те бяха записани във финансиращата част на бюджета през юни. Определянето на точния момент, в който приватизационните постъпления ще постъпят ефективно в бюджета, остава с висока степен на несигурност.

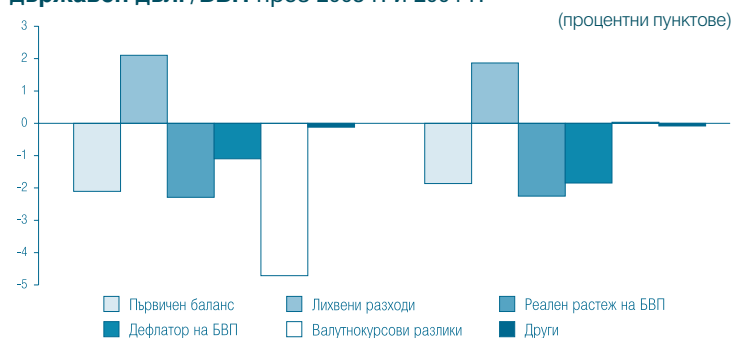
Депозитите на правителството и бюджетните организации в БНБ нараснаха значително през второто тримесечие и достигнаха 4.9 млрд. лв. Най-голям принос за нарастването имаше външният сектор (приватизационни постъпления) и изтеглянето на правителствени депозити от търговските банки. Очакванията ни са, че след временен спад на тези депозити в резултат от операцията по изкупуване на част от външния дълг през юли, те отново ще нараснат и в края на третото тримесечие ще бъдат над 5 млрд. лв. – ниво, което ще бъде запазено и към края на годината<sup>15</sup>.

Съотношението между държавния и държавногарантирания дълг и БВП ще продължи да намалява – за пета поредна година, но с по-бавни темпове от предходните години. Основен принос за очакваното намаление на дълговото съотношение през тази година ще има изкупуването на **брейди облигации**. За разлика от 2003 г. през настоящата година не се очаква съществено влияние на валутнокурсните разлики върху дълговото съотношение. Факторите, които ще влияят в посока увеличаване на съотношението, ще бъдат лихвените разходи и поетите нови държавни гаранции.

**...външният сектор ще бъде нетен източник на ликвидност за бюджета най-вече поради значителни постъпления от приватизация...**

Графика 42

Принос на отделните фактори за промяната в съотношението **държавен дълг/БВП** през 2003 г. и 2004 г.



Източник: МФ, БНБ.

## Краткосрочни ефекти от изтеглянето на част от депозитите на правителството от търговските банки

Съгласно договореностите на правителството с МВФ през второто тримесечие Министерството на финансите изтегли от търговските банки депозитите си, направени през пролетта на 2003 г. Очакванията ни, че тази мярка ще повлияе върху пазара на ДЦК, се оправдаха (вж. **Икономически преглед**, май 2004 г., с. 31–32). Нуждата от допълнителен левов ресурс за покриване на всички плащания към бюджета (включително и изтеглените от Министерството на финансите депозити) и освобождаването на блокирани до този момент ДЦК доведоха до увеличаване на предлагането на ДЦК на вторичния и спад в търсенето им на първичния пазар. За около месец доходността по всички търгувани матурирети нарасна. Простата годишна доходност по тримесечните ДЦК се увеличи със 124 б. т. на проведения в края на май аукцион. С премахването от 7 юни т. г. на комисионата на БНБ по безналичните операции за покупко-продажбата на евро срещу левове търговията започна да се успокоява, тъй като преминаването от позиции в едната валута в позиции в другата се улесни значително при чувствително намаление на трансакционните разходи. На проведения в края на юни аукцион на тримесечни ДЦК доходността им намаля със 139 б. т. и достигна отново нивата си преди изтеглянето на правителствените депозити.

<sup>15</sup> Тази прогноза се базира на очакване за завършване на сделките по приватизация на електроразпределителните дружества в рамките на тримесечието и за ликвидация на БКК до края на годината.



## Парични агрегати

Действието на принципа на паричния съвет поставя паричното предлагане в България в тясна зависимост от динамиката на валутните резерви. В резултат от увеличението на валутните резерви през първата половина на годината паричната база стабилно нарастваше. За периода юни 2003 г. – юни 2004 г. резервните пари се увеличиха с 21.7% и достигнаха 5.2 млрд. лв. Особено висок темп на растеж се наблюдава при депозитите на търговските банки в БНБ, които за разглеждания период са се увеличили с 38.8%. В голяма степен това се дължи на ефекта на ниската база от предходната година, но влияние върху динамиката на банковите резерви оказва и изтеглянето от банковата система на средства на правителството като част от мерките за ограничаване растежа на кредита.

Най-ликвидният компонент на паричната маса, парите извън банките, са се увеличили с 18% на годишна база, което представлява забавяне на темпа на растеж в сравнение с март, когато нарастването беше 20.5%. От страна на търсенето най-важните фактори, определящи динамиката на парите извън банките, бяха нарастването на доходите и ускоряването на икономическия растеж от началото на 2004 г.

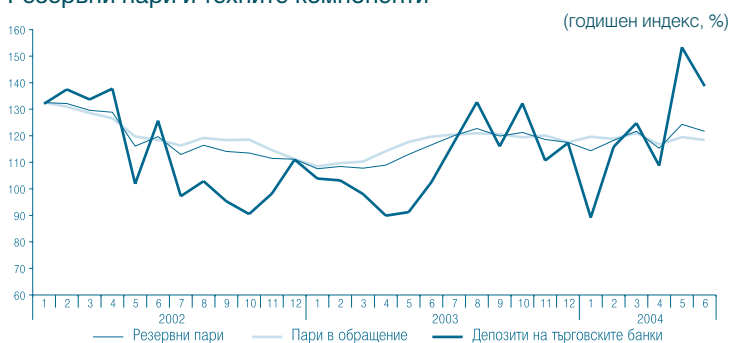
През юни паричната маса, измерена чрез паричния агрегат М3, нарасна с 8.1% спрямо март, като приносът на квазипарите беше по-висок от този на паричния агрегат М1, за разлика от второто тримесечие на миналата година, когато М1 е бил водещият компонент в изменението на М3 (графика 44).

Овърнйт депозитите запазват доминиращото си влияние върху нарастването на паричния агрегат М1 в сравнение с парите извън банките, което е показателно за разширяването на безкасовите плащания и задълбочаването на финансовото посредничество. В структурата на овърнйт депозитите левовите депозити са близо два пъти повече от депозитите в чуждестранна валута. Между март и юни обаче овърнйт депозитите във валута са ускорили темповете си на растеж, което може да се свърже с интензификацията на икономическите отношения с останалия свят.

**...паричните агрегати продължават да нарастват с високи темпове...**

Графика 43

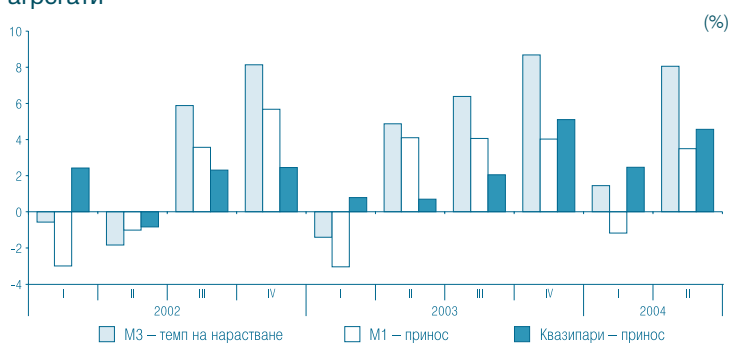
Резервни пари и техните компоненти



Източник: БНБ.

Графика 44

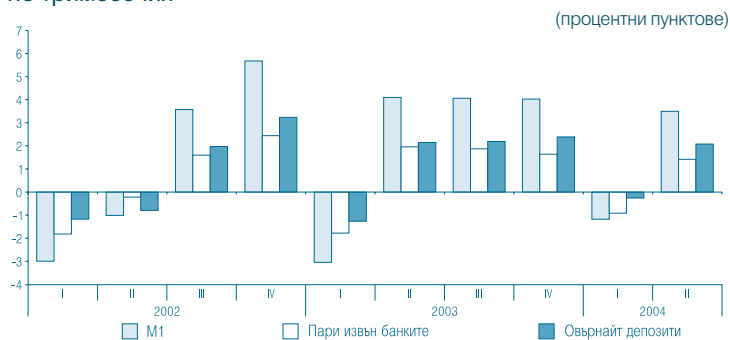
Темп на прираст на М3 и принос в него на другите парични агрегати



Източник: БНБ.

Графика 45

Принос на М1 и неговите компоненти в изменението на М3 по тримесечия



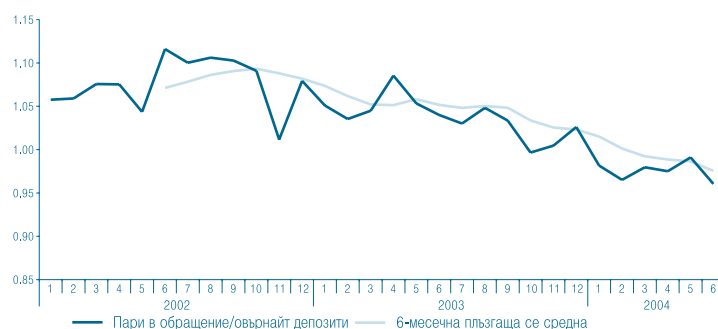
Източник: БНБ.

Връзката между резервните и широките пари се осъществява посредством паричния мултипликатор. През юни съотношението пари в обращение/овърнайт депозити и квазипари/овърнайт депозити спадат. Тъй като по-силен е първият ефект, паричният мултипликатор нараства до 3.47 през юни.<sup>16</sup> Тенденцията на повишение на паричния мултипликатор е показателна за процеса на задълбочаване на финансовото посредничество.

### ...финансовото посредничество се задълбочава...

Графика 46

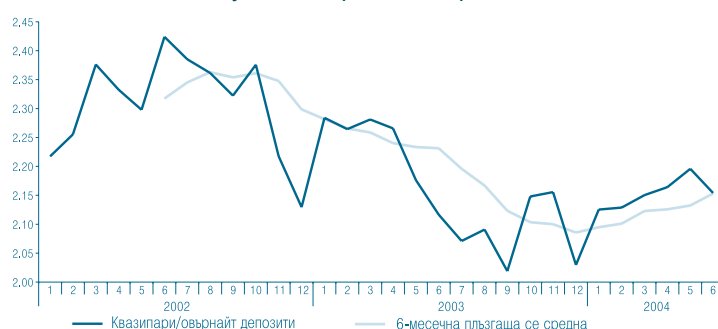
Съотношение между парите в обращение и овърнайт депозитите



Източник: БНБ.

Графика 47

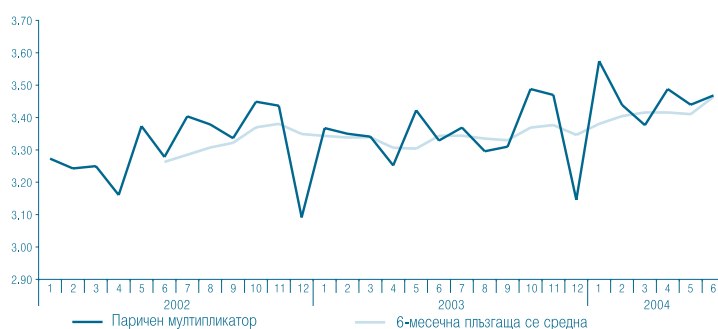
Съотношение между квазипарите и овърнайт депозитите



Източник: БНБ.

Графика 48

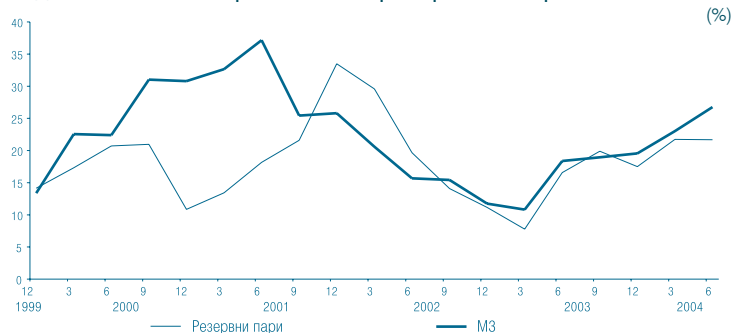
Паричен мултипликатор (М3/резервни пари)



Източник: БНБ.

Графика 49

Годишен темп на нарастване на резервните пари и М3



Източник: БНБ.

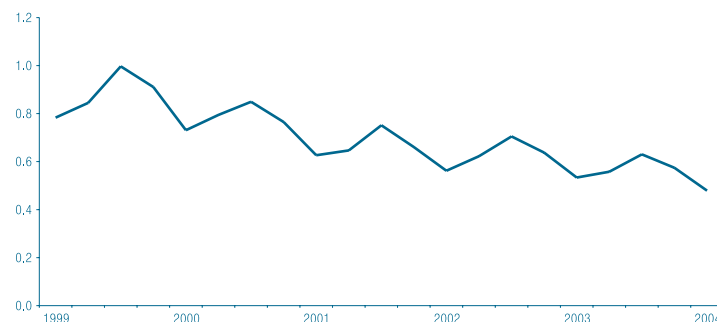
<sup>16</sup> Вж. Икономически преглед (май 2004 г.), с. 33–34.

Важен показател за промените, които настъпват във финансовата система, е скоростта на паричното обращение. През последните години тя има низходящ тренд като отражение на процеса на ремонетизация на икономиката след въвеждането на паричния съвет. В резултат от бързия прираст на паричната маса през изминалата година съотношението **М3/БВП** се увеличи от 43% през 2002 г. на 48% през 2003 г. То обаче остава значително под нивата преди финансовата криза от 1996–1997 г. – за сравнение през 1995 г. широките пари бяха 67% от БВП. От средата на 2003 г. темпът на нарастване на широките пари се колебае около 20% на годишна база и надвишава значително растежа на реалния БВП. Поради забавянето на скоростта на паричното обращение изпреварващият растеж на паричната маса не е съпроводен с инфлационен натиск.

Индикатор за задълбочаване на финансовото посредничество в икономиката е и съотношението на вземанията от неправителствения сектор към БВП, което се повиши от 20.9% през първото тримесечие на 2003 г. на 29.5% през първото тримесечие на 2004 г. (графика 52). Бързото увеличаване на този показател е следствие главно на два фактора – ниското равнище на кредита непосредствено след финансовата криза и динамичното развитие на финансовия сектор под влияние на макроикономическата стабилност и стопанския растеж.

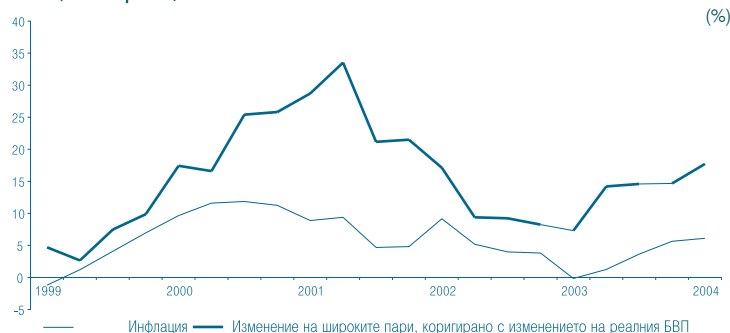
Доверието в банковата система на страната е в основата на процеса на задълбочаване на финансовото посредничество. От началото на годината срочните и спестовните депозити в чуждестранна валута се увеличават с по-бързи темпове и, тъй като те са с по-голям относителен дял в квазипарите, приносят им за изменението на М3 е значително по-голям, от този на левовите депозити. За периода май 2003 г. – май 2004 г. срочните депозити на нефинансови предприятия в чуждестранна валута са се увеличили със 79%, докато при левовите депозити увеличението е с 20%. Тенденцията към по-бързо нарастване на фирмените депозити във валута вероятно е свързана с облекчените условия при отпускането на кредити, ако за залог се използват депозити в чуждестранна валута. Само за юни е регистрирано допълнително увеличение спрямо май на тези депозити в размер на

Графика 50  
Скорост на паричното обращение



Източник: БНБ.

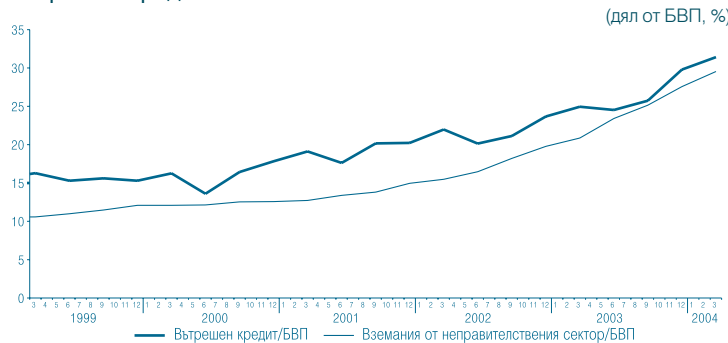
Графика 51  
Нарастване на широките пари, коригирано с изменението на БВП, и инфлация (%)



Източник: БНБ, НСИ.

**...ускорява се нарастването на депозитите в чуждестранна валута и на срочните левови депозити на домакинствата...**

Графика 52  
Вътрешен кредит (дял от БВП, %)



Източник: БНБ.

329 млн. лв., което е резултат главно на средствата, постъпили в банковата система в края на месеца във връзка с реструктурирането на собствеността на компания от отрасъл **телекомуникации**<sup>17</sup>.

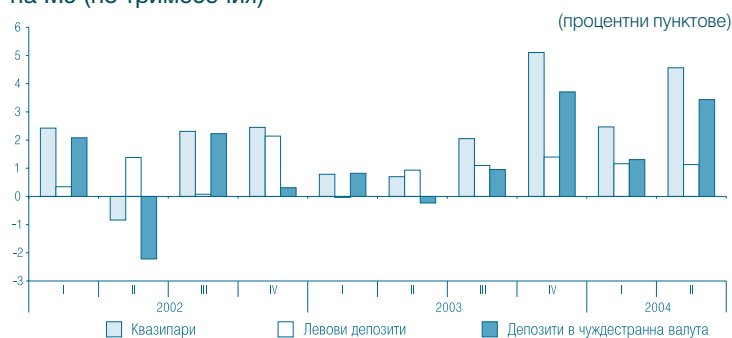
Валутните депозити на домакинствата нарастват през второто тримесечие с 18%, а срочните левови депозити с 44% на годишна база – два пъти повече в сравнение с юни 2003 г. Ускоряването на растежа на левовите депозити е тясно свързано с кредитната активност, доколкото част от отпуснатите кредити се връщат обратно в банковата система под формата на депозити (графика 55).

Влияние върху динамиката на депозитите оказва и равнището на лихвения процент като алтернативна цена на държането на пари в брой, доколкото срочните депозити са основният инструмент за спестяване на населението у нас. През последните две години се наблюдава стабилизиране на лихвените равнища. Нивата на лихвите по депозитите в евро и щатски долари следват поведението на лихвените проценти в еврозоната и САЩ. Например повишаването на лихвата по федералните фондове и основните лихвени проценти на ЕЦБ през 2000 г. и последващото им понижаване през 2001–2002 г. се отрази пряко върху динамиката на лихвените проценти по депозити в евро и щатски долари, котирани от българските банки. Наличието на тясна връзка между международните и вътрешните лихви по деноминиранияте в чуждестранна валута депозити отразява възможността банките (особено големите) да си набавят финансов ресурс извън страната.

<sup>17</sup> Вж. забележка 10.

Графика 53

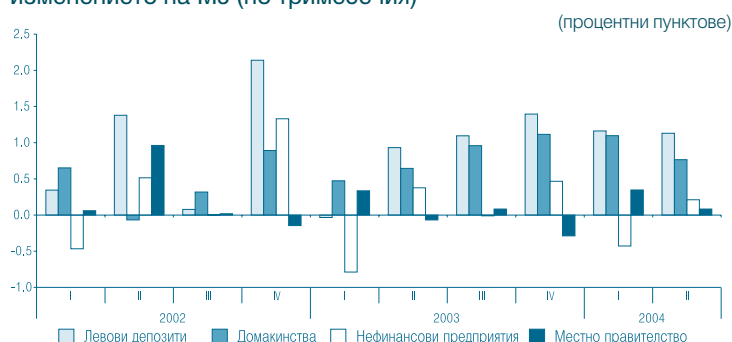
Принос на квазипарите и техните компоненти в изменението на МЗ (по тримесечия)



Източник: БНБ.

Графика 54

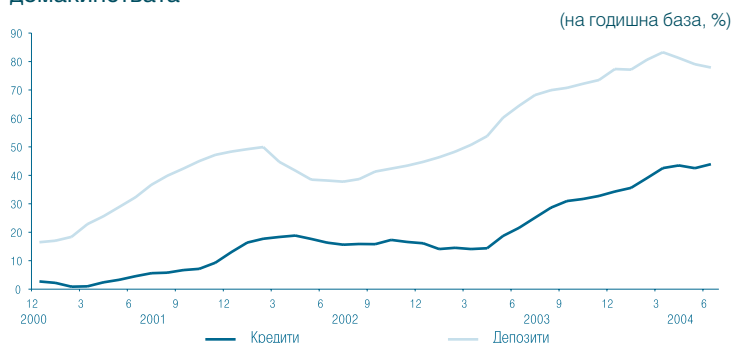
Принос на депозитите по сектори на икономиката в изменението на МЗ (по тримесечия)



Източник: БНБ.

Графика 55

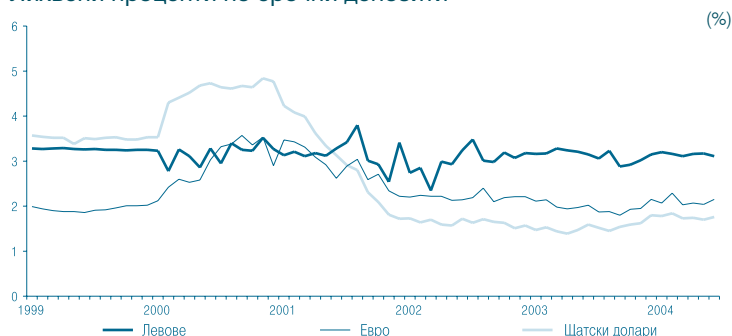
Изменение на срочните левови депозити и кредити за домакинствата



Източник: БНБ.

Графика 56

Лихвени проценти по срочни депозити



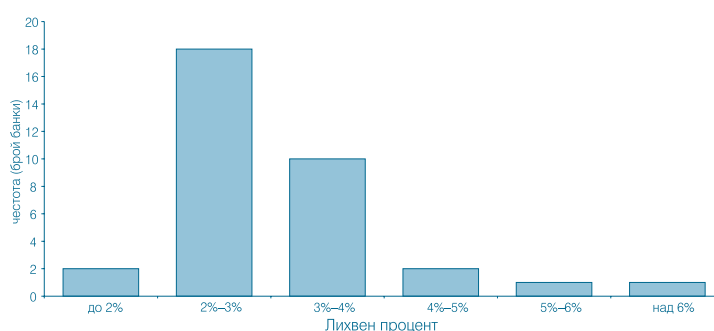
Източник: БНБ.

Динамиката на средния лихвен процент по срочните левови депозити не показва определена тенденция. След период на силни колебания през 2001–2002 г. той се стабилизира на нива около 3%. Значителна обаче е вариацията в лихвите по новоотпуснатите депозити, които различните банки предоставят на клиентите си (графика 57). През юни разликата между най-ниския и най-високия лихвен процент по едномесечните депозити за домакинствата е 4.5 процентни пункта. Малките местни банки водят по-агресивна политика, предлагайки по-високи лихвени проценти в опитите си да привлекат вложители. Разпределението на лихвените проценти показва, че повече от половината банки са приемали едномесечни левови депозити при лихви между 2% и 3%, а около една трета от банките съответно на нива от 3% до 4%. При на депозитите на фирми средният лихвен процент е по-нисък, а дисперсията – по-голяма.<sup>18</sup>

През следващите две тримесечия очакванията са темповете на растеж на широките пари да започнат постепенно да спадат, като се установят на около 18% в края на годината. Забавянето ще стане главно за сметка на парите в обращение и депозитите в чуждестранна валута, докато при левовите депозити не се очаква съществена промяна. Прогнозата за паричния мултипликатор е той да спадне до 3.45 през третото и 3.40 през четвъртото тримесечие вследствие на мерките за ограничаване на кредитната експанзия и действието на сезонни фактори. Лихвените проценти по депозитите ще останат стабилни, като е възможно леко повишение на лихвите по доларовите депозити в резултат от увеличението на лихвените проценти в САЩ.

Графика 57

Разпределение на лихвените проценти по едномесечните левови депозити на домакинствата



Източник: БНБ.

**...очакваме темповете на растеж на широките пари да започнат постепенно да спадат, като се установят на около 18% в края на годината...**

<sup>18</sup> От анализа са изключени банките, които през юни не са приемали едномесечни депозити.

## Кредитни агрегати

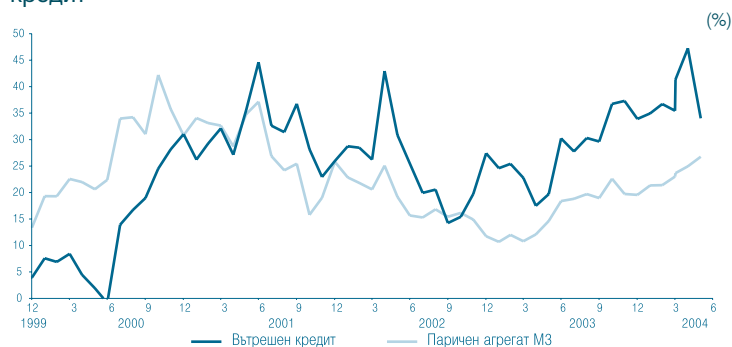
Високите темпове на годишен прираст на паричната маса бяха съпроводени от сходни тенденции в динамиката на вътрешния кредит. Нарастването на депозитите, съчетано с динамиката на чуждестранните пасиви, послужи като основа за увеличението на вътрешните вземания на банковата система.

Динамиката на вътрешния кредит се формира главно от вземанията от неправителствения сектор, които продължават да поддържат високи темпове на годишно нарастване. Благоприятните макроикономически условия и конкуренцията в банковия сектор продължават да влияят положително върху нагласата на банките да насочват разполагаемите ресурси в полза на кредитната дейност, което в съчетание с оживеното търсене на кредити от страна на предприятията и домакинствата се отразява във високия годишен прираст на вземанията от неправителствения сектор. Въпреки високите темпове, с които вземанията от неправителствения сектор нарастват на годишна база, вече започват да се наблюдават признаци на постепенно забавяне, като в рамките на второто тримесечие темпът на годишен прираст се понижава от 52.9% през март до 48.2% към края на юни.

**... вземанията от неправителствения сектор продължават да поддържат високи темпове на годишно нарастване...**

Графика 58

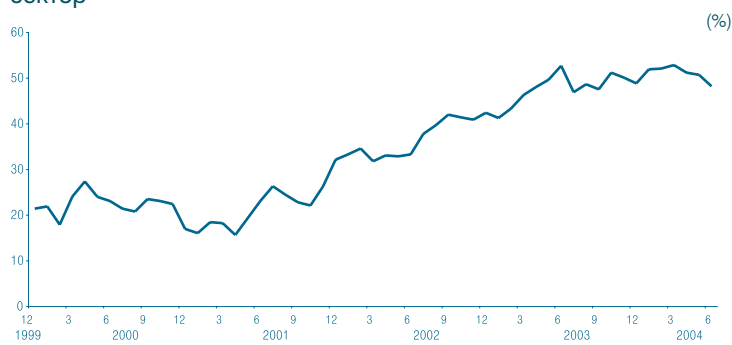
Темп на годишен прираст на паричната маса и вътрешния кредит



Източник: БНБ.

Графика 59

Темп на годишен прираст на вземанията от неправителствения сектор



Източник: БНБ.

Таблица 4

Изменения в основни балансови позиции на търговските банки по тримесечия

|                                                                                | Темп на годишен прираст |      |       |       |      |       | Прираст<br>спрямо<br>началото на<br>годината | Структура<br>към<br>30 юни<br>2004 |
|--------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|------|-------|-------|------|-------|----------------------------------------------|------------------------------------|
|                                                                                | 2003                    |      |       |       | 2004 |       |                                              |                                    |
|                                                                                | I                       | II   | III   | IV    | I    | II    |                                              |                                    |
| Вземания от неправителствения сектор, в т. ч.                                  | 46.3                    | 52.7 | 47.5  | 48.8  | 52.9 | 48.2  | 21.1                                         |                                    |
| Вземания от нефинансови предприятия                                            | 42.8                    | 47.6 | 38.2  | 37.6  | 42.5 | 36.7  | 17.3                                         | 68.5                               |
| Вземания от домакинства и нетърговски<br>организации, обслужващи домакинствата | 54.4                    | 68.4 | 73.0  | 80.7  | 84.5 | 79.6  | 32.0                                         | 29.0                               |
| Вземания от финансови предприятия                                              | 120.8                   | 87.8 | 148.9 | 150.4 | 87.6 | 108.9 | 12.6                                         | 2.5                                |

Източник: БНБ.

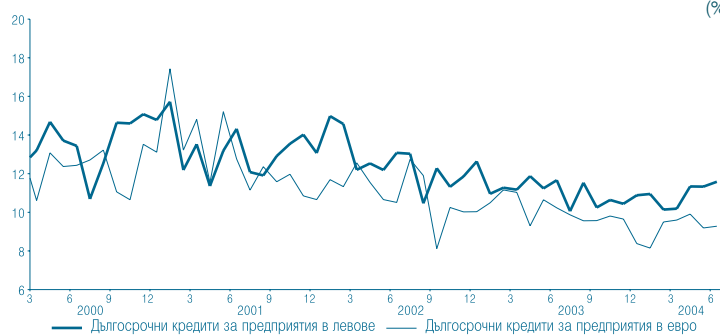
Независимо от оживеното търсене на кредити, забавянето вероятно ще продължи, като се очаква към края на годината темпът на годишен прираст на вземанията от неправителствения сектор да се понижи до около 30–35 %. От една страна, основание за това дават очакванията за постепенно изчерпване на ресурсите, които могат да се насочат в полза на кредитната дейност. Ролята на съкращаването на чуждестранните активи като източник за финансиране на кредитната дейност започна да отслабва, като от началото на годината се наблюдава стабилизиране на вложенията на търговските банки в чужбина. Въпреки че чуждестранните пасиви бележат бързо нарастване, не е ясно доколко тази тенденция може да се разглежда като устойчива (с повишението на външните лихви тези потоци вероятно ще намалее). Допълнителни аргументи в полза на очакванията за по-бавен прираст на вземанията от неправителствения сектор дават и промените в банковите регулации, които влязоха в сила в средата на годината.

Макар и сравнително бавно, през последните години лихвените проценти по кредитите следват тенденция към плавно намаляване. Условия за това създават по-голямата оперативна ефективност, благоприятната макроикономическа среда и засилената конкуренция в банковата система. Понижението на външните лихви доведе до съкращаване на чуждестранни активи и засилено предлагане на кредити, което също беше сред причините за намалението на лихвените проценти по кредитите.

В краткосрочен план не се очакват резки изменения в лихвените проценти по кредитите, като основание за това дават очакванията за взаимно балансиране на факторите, които действат в двете посоки. От една страна, възможностите за по-нататъшно облекчаване на лихвените условия по кредитите ще бъдат ограничени при евентуално увеличение на цената на привлечените ресурси и нарастване на инвестиционните разходи на банките. От друга страна, спредът между лихвените проценти по кредитите и депозитите е сравнително висок, което позволява в краткосрочен план банките да запазят непроменени лихвените проценти по кредитите за сметка на лихвения спред.

**...започват да се наблюдават признаци на постепенно забавяне на темповете на нарастване на кредита за неправителствения сектор, което очакваме да продължи до края на годината...**

Графика 60  
Лихвени проценти по дългосрочни кредити в левове и евро (%)



Източник: БНБ.

**... в краткосрочен план не се очакват резки изменения в лихвените проценти по кредитите...**

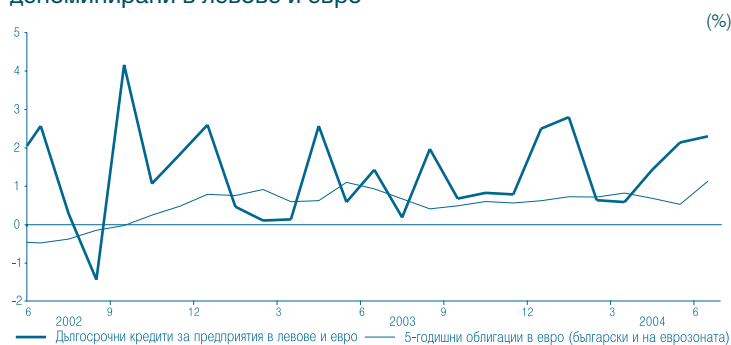


Въпреки колебанията през отделните месеци, лихвените проценти по кредитите в левове и евро следват сходни тенденции, като разликата в техните равнища може да се приеме като премия за валутен риск. Сравнен с разликата в доходността на ДЦК, деноминирани в левове и евро, този спред е по-голям, което означава, че банките поддържат адекватна премия за валутния риск.

В рамките на последните три месеца равнищата на доходност на основните активи на търговските банки се запазват непроменени<sup>19</sup>. Лихвените проценти по кредитите остават значително по-високи от доходността на вземанията от финансови институции и на инвестиционния портфейл от ценни книжа.

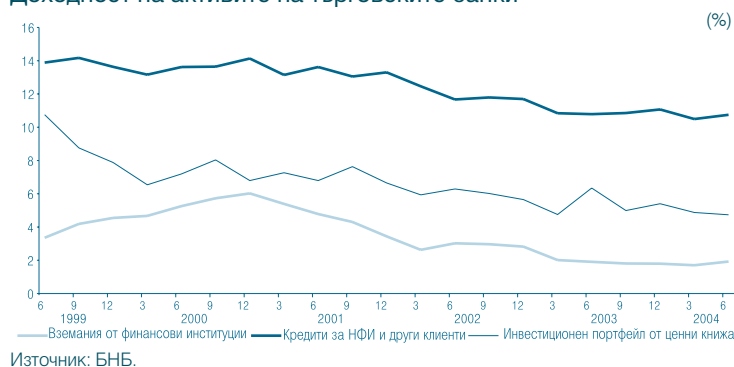
Графика 61

Спредието между лихвени проценти по кредити и ДЦК, деноминирани в левове и евро



Графика 62

Доходност на активите на търговските банки



### Краткосрочни ефекти от премахване на комисионата от 0.5% за всички безналични операции на БНБ за продажба на евро срещу левове

С решение на Управителния съвет на БНБ от 3 юни 2004 г., което влезе в сила от 7 юни т. г., БНБ преустанови начисляването на комисиона за всички безналични операции на БНБ за продажба на евро срещу левове. Отмяната на комисионата е от съществено значение за управлението на ликвидността на търговските банки и за стабилизиране на търговията на междубанковия паричен пазар. С влизането на решението в сила оборотите на междубанковия левов паричен пазар рязко се понижиха, лихвеното равнище се стабилизира и се доближи до това на паричния пазар в еврозоната.

<sup>19</sup> Подробен анализ на състоянието на търговските банки е представен в публикацията на БНБ *Търговските банки в България*, тримесечен бюлетин.

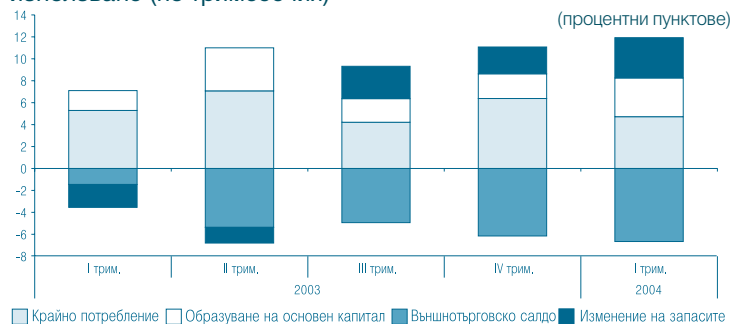
# 3. Икономическа активност

През първото тримесечие на 2004 г. икономическият растеж се ускори до 5.3% спрямо съответното тримесечие на предходната година. Най-значим е приносът на инвестициите, в т. ч. натрупването на запаси. Потребителското търсене регистрира високи темпове на растеж със слабо забавяне в сравнение със същия период на предходната година. Продължи изпреварващото нарастване на вноса спрямо износа, което отново доведе до отрицателен принос на външнотърговското салдо в растежа.

...през първото тримесечие икономическият растеж е 5.3%...

Графика 63

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



Източник: НСИ.

Таблица 5

Динамика на компонентите на БВП по метода на крайното използване

(реален растеж спрямо съответния период на предходната година, %)

|                                                                                   | 2003       |            |            |            | 2004       |
|-----------------------------------------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                                                                   | I трим.    | II трим.   | III трим.  | IV трим.   | I трим.    |
| <b>БВП</b>                                                                        | <b>3.5</b> | <b>4.2</b> | <b>4.4</b> | <b>4.9</b> | <b>5.3</b> |
| Крайно потребление                                                                | 5.9        | 8.0        | 5.4        | 7.0        | 5.2        |
| Индивидуално потребление                                                          | 6.8        | 8.5        | 5.4        | 6.5        | 4.9        |
| Крайни потребителски разходи на домакинствата                                     | 6.3        | 9.1        | 5.1        | 5.4        | 5.5        |
| Крайни потребителски разходи на нетърговски организации, обслужващи домакинствата | 4.4        | 4.8        | 4.9        | 0.7        | 4.4        |
| Крайни потребителски разходи на правителството                                    | 12.4       | 3.8        | 8.3        | 14.7       | 0.1        |
| Колективно потребление                                                            | -1.9       | 3.9        | 5.0        | 10.2       | 6.9        |
| Брутообразуване на основен капитал                                                | 11.6       | 21.2       | 13.3       | 10.0       | 21.4       |
| Износ на стоки и услуги                                                           | 13.2       | 11.7       | 4.0        | 5.3        | 8.0        |
| Внос на стоки и услуги                                                            | 13.8       | 18.3       | 13.3       | 14.0       | 17.7       |

Източник: НСИ.

## Поведение на домакинствата

По данни на домакинските бюджети крайните потребителски разходи на член от домакинство за периода януари – май 2004 г. се увеличиха реално с 4.1% спрямо съответния период на предходната година. Увеличаването на разходите за жилищно обзавеждане се забави до 9.3%, а за съобщения – съответно до 13.2%. Разходите за облекло и обувки обаче нараснаха със 7.2%.

...голямо потребителско търсене с леко забавяне на темпа...

Таблица 6

## Реален темп на прираст на потребителските разходи на член от домакинство

(спрямо съответния период на предходната година, %)

|                                                    | 2003    |          |           |          | 2004    |             |
|----------------------------------------------------|---------|----------|-----------|----------|---------|-------------|
|                                                    | I трим. | II трим. | III трим. | IV трим. | I трим. | април – май |
| Потребителски общ разход                           | 6.7     | 6.3      | 5.1       | 2.9      | 4.1     | 4.0         |
| Храна                                              | 6.8     | 2.4      | 2.8       | -0.9     | 2.4     | 3.9         |
| Алкохолни напитки и тютюневи изделия               | 1.1     | 8.4      | 11.7      | 9.5      | -5.9    | -10.5       |
| Облекло и обувки                                   | 0.2     | 6.1      | 9.6       | 7.1      | 10.7    | 4.0         |
| Жилища, вода, електроенергия и горива              | -0.9    | 6.1      | 5.2       | -7.0     | -0.3    | 0.6         |
| Жилищно обзавеждане и поддържане на дома           | 2.8     | 24.6     | 20.4      | 25.2     | 14.2    | 4.1         |
| Здравеопазване                                     | 14.3    | 7.6      | 1.2       | 13.4     | 9.0     | 21.7        |
| Транспорт                                          | 12.0    | 21.5     | 2.7       | 5.8      | 5.4     | -1.0        |
| Съобщения                                          | 20.2    | 21.3     | 18.5      | 18.8     | 17.2    | 7.6         |
| Свободно време, развлечения, образование и култура | 16.5    | 10.0     | 8.3       | 21.1     | 10.6    | 11.8        |
| Разнообразни стоки и услуги                        | 8.4     | 7.9      | 4.9       | 12.2     | 6.2     | 15.2        |

**Забележка:** За дефлатори са използвани индекси на потребителските цени за съответната група стоки и услуги.

Източник: НСИ, бюджети на домакинствата.

Високата потребителска активност се отрази върху приходите от продажби в търговията на дребно, които за периода януари – май нараснаха с 13% спрямо съответния период на предходната година. Продажбите в търговията със стоки за домакинството и битова техника нарастваха с високи темпове, активизира се и търговията с облекло и обувки в съответствие с данните от домакинските бюджети.

Таблица 7

## Динамика на приходите от продажби в търговията на дребно

(спрямо съответния период на предходната година, %)

|                                                                       | 2003    |          |           |          | 2004    |             |
|-----------------------------------------------------------------------|---------|----------|-----------|----------|---------|-------------|
|                                                                       | I трим. | II трим. | III трим. | IV трим. | I трим. | април – май |
| Търговия на дребно, ремонт на лични вещи и стоки за домакинството     | 103.9   | 106.3    | 106.8     | 107.5    | 112.9   | 112.9       |
| Храни, напитки и тютюневи изделия                                     | 102.0   | 105.5    | 106.3     | 106.4    | 111.2   | 106.9       |
| Фармацевтични и медицински стоки, козметика и тоалетни принадлежности | 99.5    | 95.6     | 98.0      | 100.1    | 111.6   | 114.5       |
| Текстил, облекло, обувки и кожени изделия                             | 103.6   | 105.1    | 104.2     | 105.4    | 109.3   | 116.2       |
| Стоки за домакинството и битова техника                               | 116.0   | 118.9    | 118.3     | 118.1    | 115.3   | 119.0       |

Източник: НСИ.

Нарастването на потребителското търсене е тясно свързано с продължаващия процес на увеличаване на заетостта в икономиката, както и с достъпа на домакинствата до банкови кредити. По данни от наблюдението на работната сила на НСИ заетостта през първото тримесечие е нараснала с 2.9% спрямо съответното тримесечие на

**...растящата заетост и увеличението на доходите стимулират потребителското търсене и търсенето на кредити от страна на домакинствата...**

предходната година, а равнището на безработица е спаднало от 15.6% на 13.3%.<sup>20</sup> По данни на Агенцията по заетостта безработицата към края на юни е спаднала с 1.5 пункта на годишна база до 12.2%. Преобладаващата част от заеманите работни места са в частния сектор.

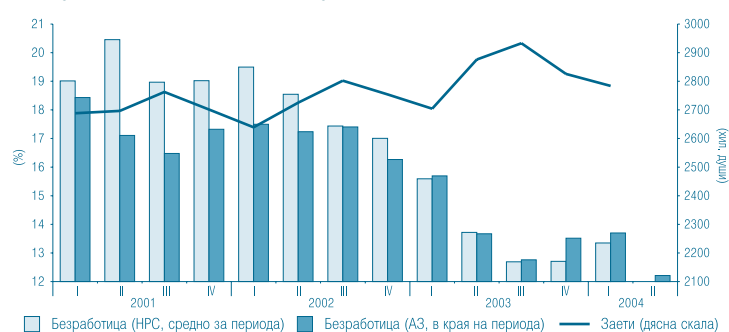
Таблица 8  
Динамика на заетостта

|                                                                 | 2003    |          |           |          | (%)     |
|-----------------------------------------------------------------|---------|----------|-----------|----------|---------|
|                                                                 | I трим. | II трим. | III трим. | IV трим. | I трим. |
| Наети                                                           |         |          |           |          |         |
| Дял спрямо съответното тримесечие на предходната година         | 5.4     | 7.9      | 7.8       | 6.0      | 5.7     |
| Дял спрямо предходното тримесечие                               | 3.6     | 3.6      | 0.6       | -1.9     | 3.4     |
| Заети*, дял спрямо съответното тримесечие на предходната година | 2.5     | 5.5      | 4.7       | 2.6      | 2.9     |

\* Данни от НРС.

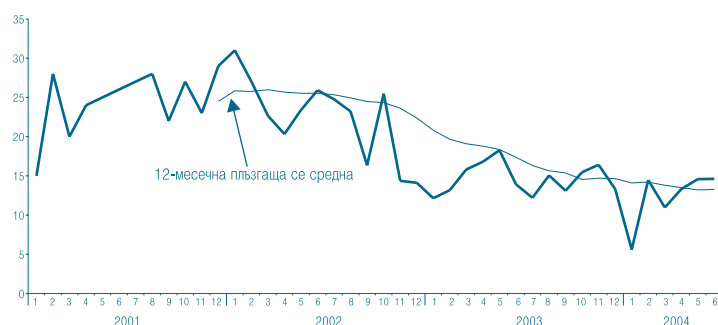
Източник: НСИ.

Графика 64  
Статус на населението в трудоспособна възраст



Източник: НСИ, Агенция по заетостта.

Графика 65  
Брой безработни на едно свободно работно място



Източник: Агенция по заетостта.

<sup>20</sup> Наблюдението на работната сила, провеждано от НСИ, прилага дефиницията на МОТ за безработен.

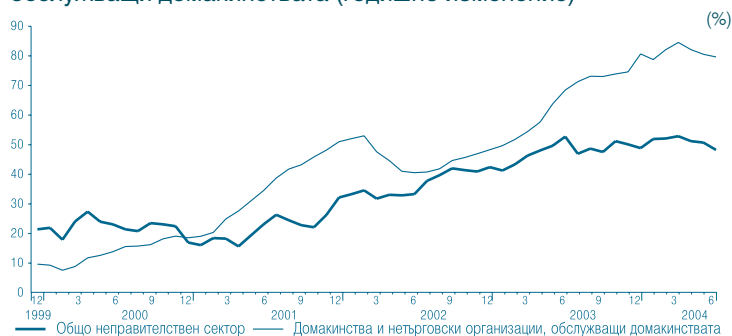
Доходите също продължават да нарастват, като по данни от системата на националните сметки през първото тримесечие на годишна база реалното нарастване на фонда на работната заплата е с 9.8%<sup>21</sup>. Това води до увеличение на потребителските разходи, повишава кредитоспособността на домакинствата и съответно създава стимули за търсене на кредити от страна на домакинствата.

Търсенето на кредити от домакинствата се провокира и от достигнатите относително ниски равнища на лихвените проценти, низходящата тенденция при които е особено ясно изразена при жилищните кредити. Независимо от лекото забавяне през последните месеци, годишният темп на прираст на кредитите за домакинствата продължава да е висок, като в края на юни възлиза на 79.6%. Търсенето на жилища, финансирано от бързия прираст на жилищните кредити, допринася за високата активност в строителството.

**...темът на годишен прираст на кредитите за домакинствата продължава да бъде висок...**

Графика 66

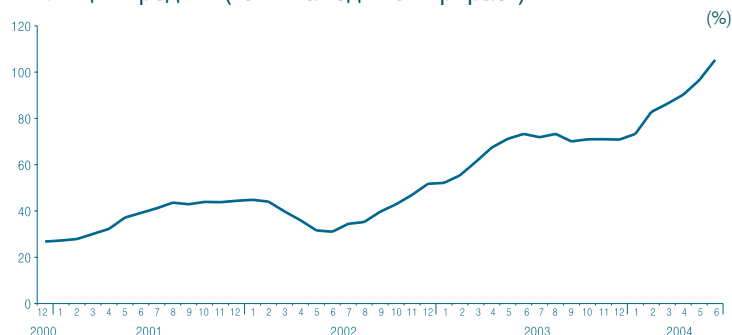
**Вземания от домакинства и нетърговски организации, обслужващи домакинствата (годишно изменение)**



Източник: БНБ.

Графика 67

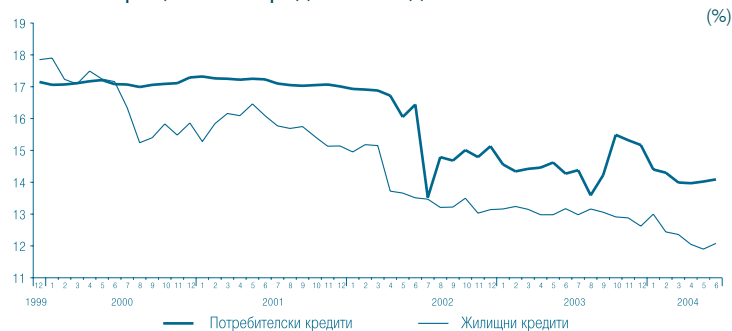
**Жилищни кредити (темп на годишен прираст)**



Източник: БНБ.

Графика 68

**Лихвени проценти по кредитите за домакинствата**

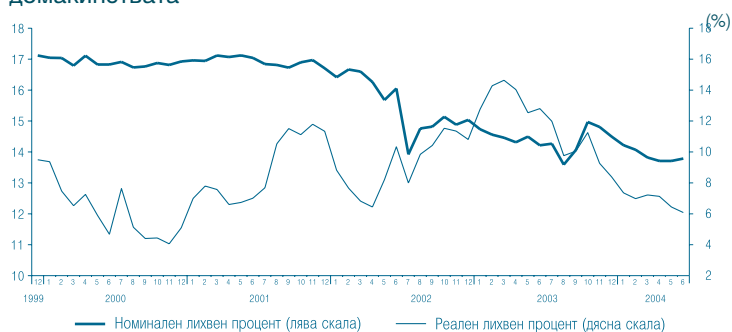


Източник: БНБ.

<sup>21</sup> Дефлирано с индекса на потребителските цени.

Графика 69

Номинален и реален лихвен процент по левовите кредити за домакинствата



Източник: БНБ.

Очакваме високата потребителска активност да запази важния си принос за икономическия растеж през второто полугодие. Повишаването на пенсиите и заплатите в бюджетната сфера няма да предизвика ускоряване темпа на растеж на потребителските разходи, тъй като подобно увеличение беше осъществено и през предходната година. То е очаквано и най-вероятно е отчетено при формирането на потребителските решения. За второто полугодие очакваме растеж на потребителските разходи на домакинствата от 3–4% на годишна база.

## Правителствени финанси и държавно потребление

През първото тримесечие държавното потребление намали своя принос в растежа на БВП спрямо съответния период на изминалата година. Реалният растеж на крайните потребителски разходи на правителството беше минимален, а колективното потребление нарасна с 6.9%.

Първичният баланс за първото тримесечие достигна 7.4% от БВП за периода благодарение на високия темп на увеличение на приходите. Разходната политика в началото на годината остана традиционно консервативна, като делът на текущите нелихвени разходи в БВП се увеличи спрямо съответния период на 2003 г. В условията на увеличаваща се заетост и засилващо се потребителско търсене част от натрупания излишок има цикличен характер.

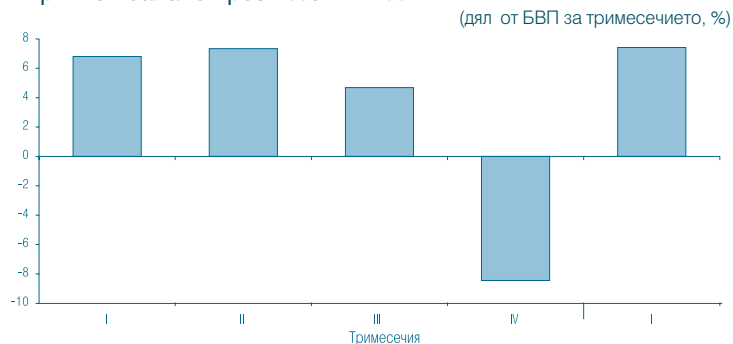
**...през втората половина на годината очакваме реален растеж на потребителските разходи на домакинствата от 3–4% на годишна база...**

**...държавното потребление намалява своя принос за реалния растеж...**

**...първичният баланс за първото тримесечие е 7.4% от БВП...**

Графика 70

Първичен баланс през 2003 г. и 2004 г.



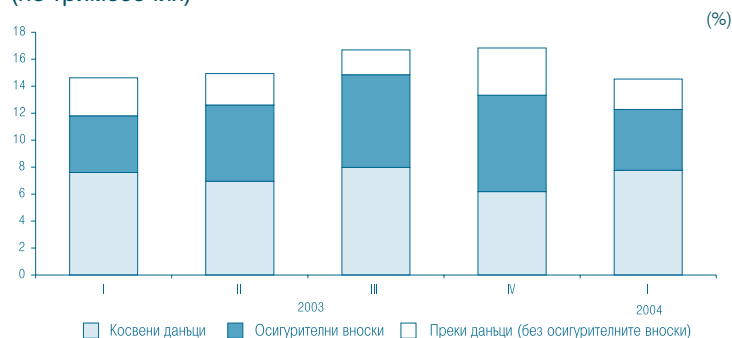
Източник: МФ.

През последните години се формира трайна тенденция към нарастване дела на бюджетните приходи към БВП. За първо тримесечие на текущата година те достигнаха 45.2% от БВП. Приходите от облагане на потреблението и труда продължават да нарастват изпреварващо за сметка на намаляване равнището на облагане на корпоративните печалби<sup>22</sup>. Доброто изпълнение на приходната част на бюджета през първото полугодие ни дава основание да очакваме, че обявеното от Министерство на финансите намерение да балансира бюджета в края на годината може да бъде постигнато без напрежение и ограничаване на предвидените разходи.

От началото на годината се наблюдава промяна в структурата на разходите, като разходите за заплати, социалноосигурителни вноски и издръжка увеличиха дела си в общите за сметка на по-ниските лихвени разходи. Ако тази тенденция се запази, гъвкавостта на фискалната политика в бъдеще ще намалее.

Графика 71

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

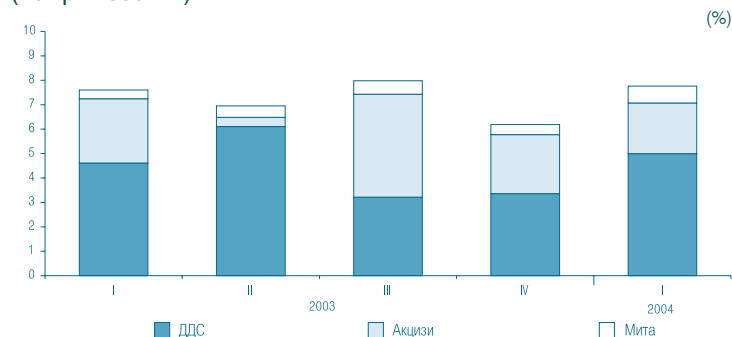


Източник: МФ, БНБ.

**...балансирането на бюджета в края на годината може да бъде постигнато без напрежение...**

Графика 72

Принос на прираста на ДДС, акцизите и митата за растежа на косвените данъци (по тримесечия)



Източник: МФ, БНБ.

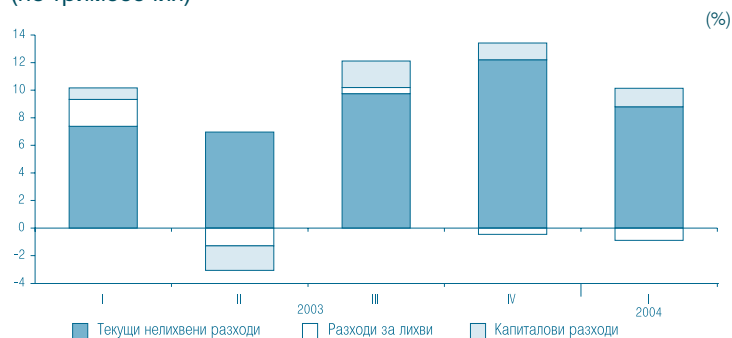
<sup>22</sup> За повече информация относно ефективното данъчно облагане виж „Ефективно облагане на труда, капитала и потреблението в България“, 2004, предстоящо издание в серията Дискуссионни материали на БНБ.



До края на годината очакваме умерено нарастване на разходите при почти изравнен растеж на колективното потребление и на крайните потребителски разходи на правителството. Приносът на държавното потребление в нарастването на БВП през второто и третото тримесечие ще остане положителен в рамките на 1 процентен пункт. През последното тримесечие, когато традиционно се извършват най-големи текущи нелихвени разходи, приносът на държавното потребление в растежа ще нарасне около два пъти.

Графика 73

Принос на прираста на основните групи данъци към растежа на общите разходи по консолидираната фискална програма (по тримесечия)

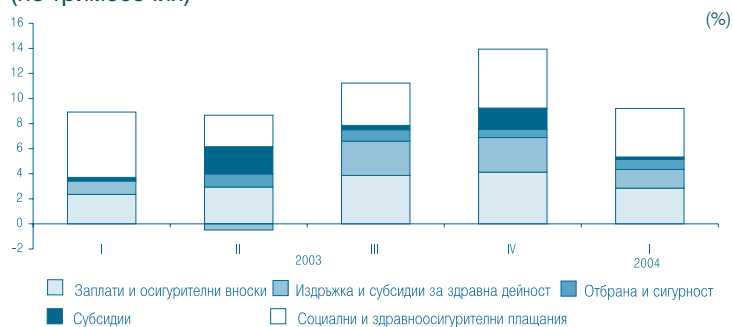


Източник: МФ, БНБ.

...очаква се умерено нарастване на разходите...

Графика 74

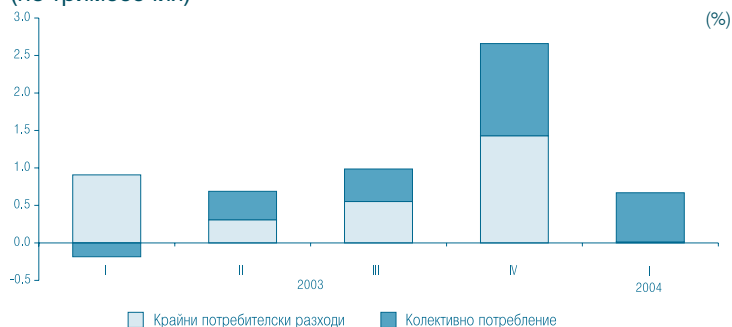
Принос на прираста на основните групи текущи нелихвени разходи в общия им растеж (по тримесечия)



Източник: МФ, БНБ.

Графика 75

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



Източник: МФ, БНБ.

## Поведение на фирмите

През първото тримесечие на 2004 г. увеличението на инвестициите в основен капитал се ускорява до 21.4% на годишна база. Едно от следствията на засиленото инвестиционно търсене е запазването на висока производствена активност в строителството, където brutната продукция нараства със 7% спрямо съответното тримесечие на предходната година. Данните за преките чуждестранни инвестиции по отрасли за първото тримесечие на 2004 г. подсказват, че инвестиционната активност е съсредоточена в сектор **търговия**, следван от преработващата промишленост. Вносът на инвестиционни стоки за периода януари – май нарасна със 17.3% на годишна база.

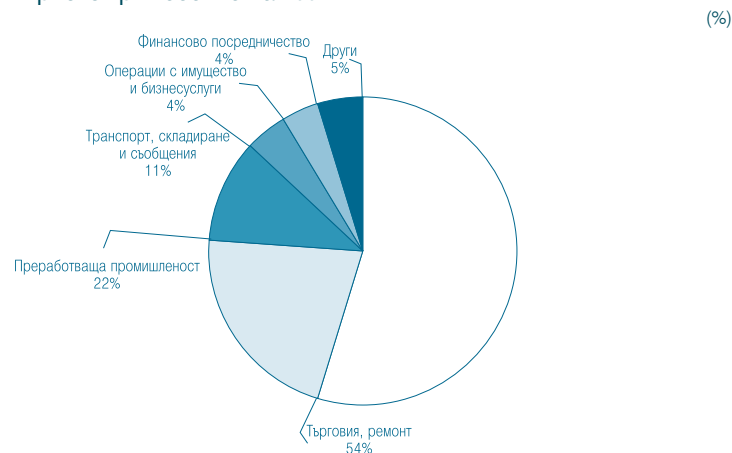
Голям принос за икономическия растеж през първото тримесечие имаше натрупването на запаси. Наличните данни показват, че това не се дължи на отслабване на търсенето и затруднена реализация на продукцията. Бизнес наблюденията в промишлеността и търговията не отчитат натрупване на прекомерни запаси от готова продукция и стоки, а по-скоро натрупване на незавършено производство, което може да се свърже с повишената производствена активност в строителството. Очакваме това натрупване на запаси през първото да бъде компенсирано през следващите тримесечия.

Търсенето на кредити от страна на предприятията продължава да бъде под силното влияние на високата инвестиционна и производствена активност, условия за които създават благоприятната икономическа конюнктура и оптимистичните очаквания за бъдещото развитие, отразени в положителните тенденции в нивото на поръчките и очакванията за бъдещата бизнес ситуация в промишлеността (графики 78 и 79). Въпреки че през второто тримесечие вземанията на банките от нефинансови предприятия регистрираха забавяне в темпа на годишен прираст (от 42.5% през март до 36.7% през юни), неговите стойности продължават да бъдат високи, което отразява както засиленото търсене на кредити, така и предлагането на кредитни ресурси от страна на банките.

## ...ускорява се прирастът на инвестициите през първото тримесечие...

Графика 76

Приток на преки чуждестранни инвестиции по отрасли за първото тримесечие на 2004 г.

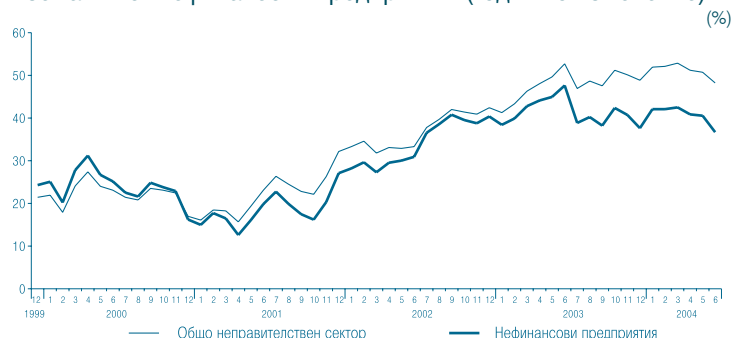


Източник: БНБ.

## ...значителен принос в растежа има натрупването на запаси (незавършено производство)...

Графика 77

Вземания от нефинансови предприятия (годишно изменение) (%)



Източник: БНБ.

## ...търсенето на кредити от страна на предприятията продължава да бъде силно...

Графика 78

Равнище на поръчките в промишлеността (%)



Източник: НСИ, бизнес анкета в промишлеността.

Графика 79

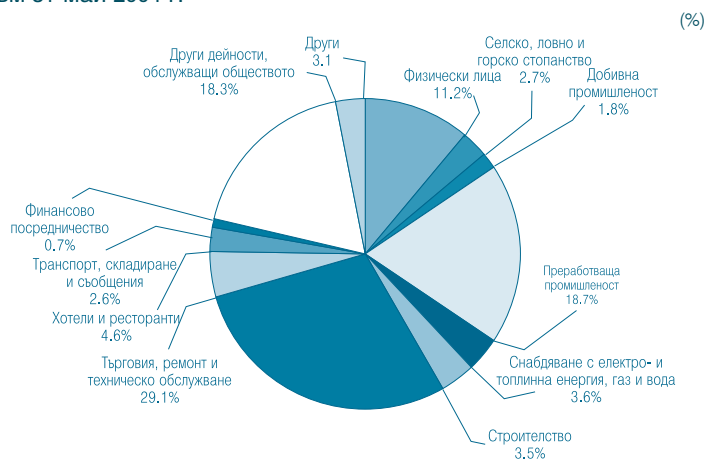
Очаквания за бизнес ситуацията в промишлеността



Източник: НСИ, бизнес анкета в промишлеността.

Графика 80

Структура на вземанията на търговските банки по отрасли към 31 май 2004 г.



Източник: БНБ.

Бързото увеличение на кредитите за нефинансовите предприятия е съпроводено с промяна в матуритетната структура на новоотпуснатите кредити, което отразява склонността на банките да отпускат кредити с по-дълъг срок, както и нуждите на предприятията от дългосрочно финансиране. Към края на юни 2004 г. дългосрочните кредити (със срок над една година) формират 64.9% от общия обем на кредитите за нефинансови предприятия при 58.9% година по-рано.

През следващите месеци се очаква търсенето на кредити от страна на предприятията да се запази високо. Понижението на общия риск в икономиката и конкуренцията в банковата система осигуряват възможност в краткосрочен план лихвените проценти по кредитите да се задържат непроменени дори при евентуално увеличение на разходите на банките. През следващите месеци обаче е възможно банките да затегнат изискванията за одобряване на кредити, което в съчетание с постепенното изчерпване на разполагаемите ресурси вероятно ще се отрази в забавяне темпа на прираст на кредитите за предприятията.

**...очакваме в краткосрочен план лихвените проценти по кредитите за предприятията да останат непроменени...**

Графика 81

Номинални и реални лихвени проценти по левовите кредити за нефинансови предприятия



Източник: БНБ.

Инвестиционното търсене ще запази водещия си принос за растежа и през второто полугодие, макар и с темпове, значително по-ниски от реализирания през първото тримесечие. Очакваме инвестициите в основен капитал да нараснат с темп от порядъка на 10–13%. Основният мотив ще бъде необходимостта от подобряване качеството на продукцията и ефективността на производството.

### Износ и внос на стоки и услуги

През първите пет месеца на годината търговският дефицит достигна 1085.1 млн.евро и е с 282.8 млн.евро по-висок спрямо отчетения за същия период на предходната година. Износът запази възходящия тренд на развитие, като за периода януари – май на текущата година в номинално изражение нарасна с 8.5%, но вносът се развива с изпреварващи темпове и за същия период отчете нарастване с 14.7%.

За периода януари – май 2004 г. най-висок темп на растеж имаше износът на неблагородни метали (33.7%) под влияние на международните цени (вж. по-долу). Износът на текстилни продукти продължи да нараства номинално, но през периода темповете му на растеж се забавиха (5.7%), като за април и май бяха близки до нулевите. Това забавяне се дължи отчасти на по-високата база, но в последните месеци вероятно има и конюнктурен ефект. През януари – май 2004 г. продължи положителната тенденция към устойчиво нарастване на износа на машини, макар и с не особено високи темпове (6.4%). Износът на минерални продукти и горива също се увеличи с 5.1%, като темповете на растеж по месеци обаче силно се различават. Спада износът на химически и селскостопански продукти, като при селскостопанските продукти това е тенденция от миналата година.

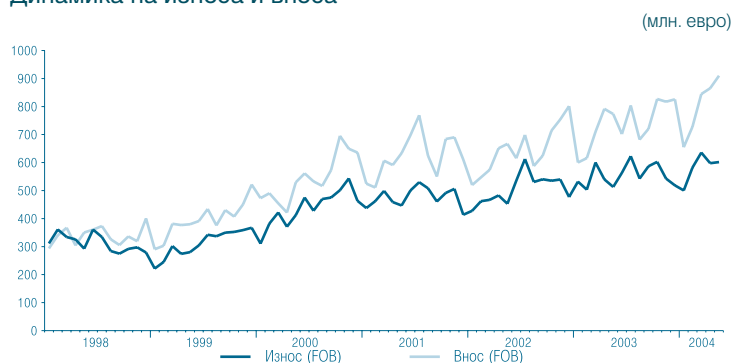
Влиянието на движението на международните цени върху износа може да бъде изолирано със задоволителна точност само за групите стоки, които са сравнително хомогенни по своя характер. От разбивката на износа по стокови групи такива са минералните продукти и горива, неблагородните метали и изделия от тях, а в по-малка степен и химическите продукти и продуктите от растителен и животински произход.

**...инвестиционното търсене ще запази водещия си принос за растежа...**

**...запазва се тенденцията към нарастване на външотърговския оборот, но и към задълбочаване на търговския дефицит...**

Графика 82

Динамика на износа и вноса

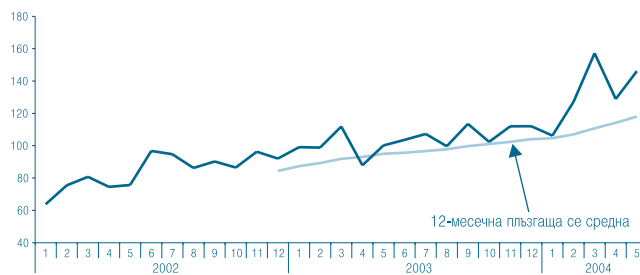
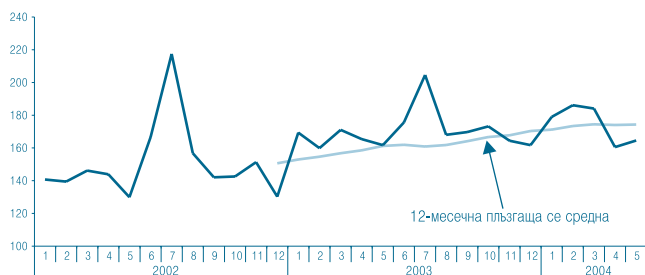


Източник: БНБ.

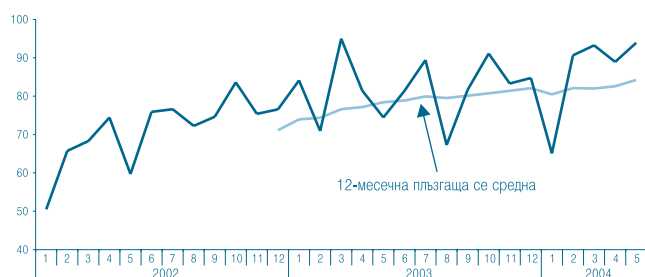
Графика 83  
Износ

(млн. евро)

#### Неблагоходни метали и изделия от тях



#### Машини, транспортни средства, апарати, инструменти, оръжия



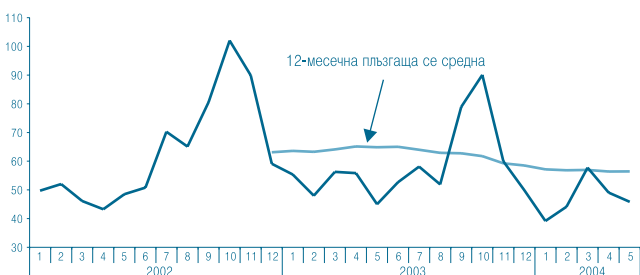
#### Химически продукти, пластмаси, каучук



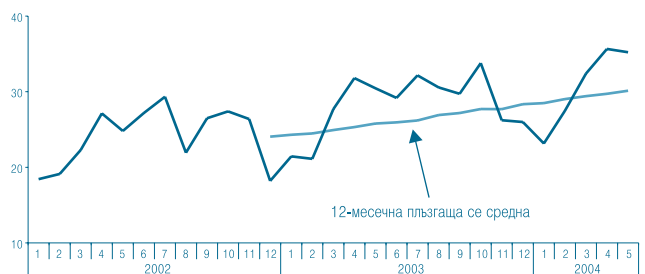
#### Минерални продукти и горива



#### Продукти от животински и растителен произход, храни, напитки, тютюни



#### Изделия от дърво, хартия, керамика и стъкло



Източник: БНБ.

От разгледаните в раздел „Външна среда“ международни цени на избрани групи стоки може да се направи заключението, че динамиката на износа на минерални продукти и горива не отразява в достатъчна степен движението на цените на суровия петрол. За периода от началото на годината по месеци са отбелязани както значителни нараствания, така и спадове спрямо съответните месеци на 2003 г. при постоянно високи международни цени. Това означава, че измененията на номиналния износ на минерални продукти вероятно се определят от изнасяните физически обеми, които до голяма степен се определят от фирмената политика на отделни големи компании в отрасъла<sup>23</sup>.

Износът на металургични продукти продължава да показва традиционно висока чувствителност спрямо международните цени на металите. В данните до май не се забелязва влияние на забавянето на нарастването на цените, регистрирано в последните месеци, но поради известното времево закъснение този ефект вероятно ще се прояви през следващите месеци.

Износът на химически и на селскостопански продукти не е корелиран с международните ценови индекси за съответните групи. Доколкото в тези отрасли няма голяма концентрация и би следвало цените на българския износ да следват международните, подобни изменения в номиналните стойности отразяват главно промените във физическите обеми, които са в посока надолу.

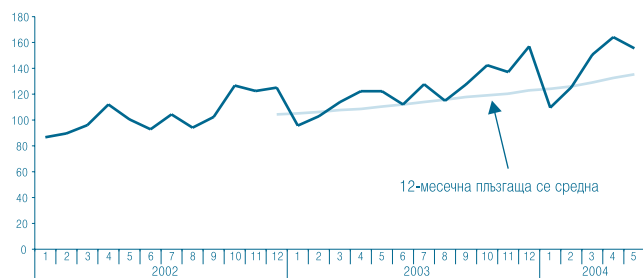
---

<sup>23</sup> Поради голямата концентрация в отрасъла също е възможно да има ефект от принципите на вътрешнофирмено ценообразуване, установени между компании в отрасъла и чуждестранните им собственици.

Графика 84

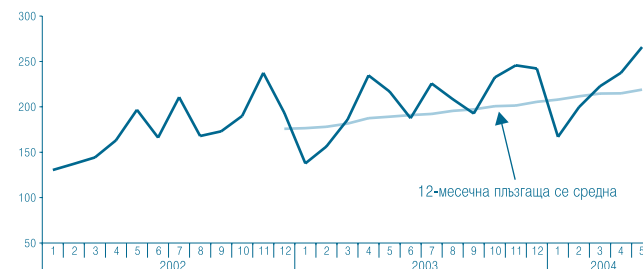
## Внос

## Потребителски стоки

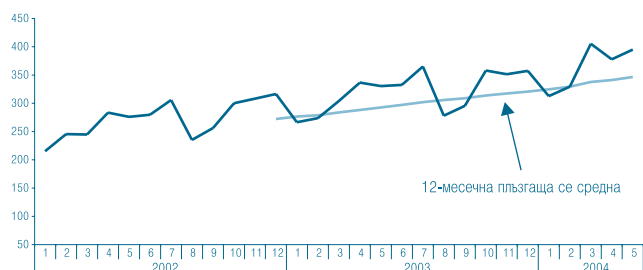


## Инвестиционни стоки

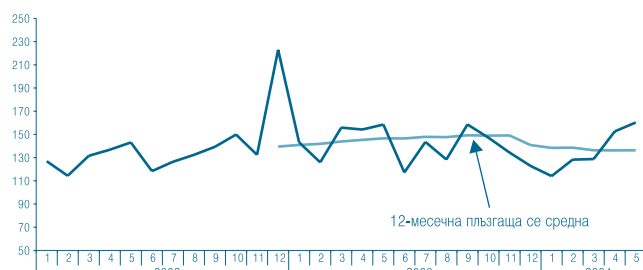
(млн. евро)



## Суровини и материали



## Енергийни ресурси



Източник: БНБ.

Нарастването на вноса на всички групи стоки с изключение на енергийните ресурси продължава с високи темпове. Най-голям принос за увеличаването на вноса на потребителски стоки имат лекарства и козметика (57.1 млн. евро, 44.3%), автомобили (34.5 млн. евро, 39%) и мебели и домакинско обзавеждане (32.4 млн. евро, 30%). Нарастването на вноса на суровини и материали в най-голяма степен се дължи на стоковите групи **чугун, желязо и стомана** (увеличение със 72.9 млн. евро), чиито цени на международните пазари отбелязват значителен прираст, и **суровини за производство на храни** (90.7%). Слаб спад на стойностния обем се наблюдава единствено при вноса на кожи, но той не е в състояние да повлияе съществено върху динамиката на общия внос на суровини и материали поради ниския им относителен дял в структурата на тази група. По-високият внос на инвестиционни стоки е обусловен главно от значителното нарастване, отчетено при транспортните средства (със 105.1 млн. евро, 56.5%), което напълно компенсира по-ниския стойностен обем на вноса на електрически машини (с 9.3 млн. евро). Въпреки продължаващото увеличаване на вноса на масла (с 21.6 млн. евро), общият внос на енергийни ресурси е по-малък в сравнение със същия период на миналата година пора-

**...вносът продължава да нараства най-вече като резултат от високата производствена активност в страната...**

ди намалелия (със 75.4 млн. евро) внос на горива, дължащ се главно на групите **суров петрол и природен газ** (64.2 млн. евро) и в по-малка степен на **въглища и други горива**. Спадането на вноса на суров петрол се дължи както на по-малките количества (с 318 хил. тона, или 14.8%), така и на по-ниската (с 1.4%) цена в евро на внесената в страната суровина, докато при природния газ намалението е обусловено изцяло от спада на цените в евро със 7.2% (същевременно физическият обем на внесения в страната природен газ в страната нараства със 160.6 млн. куб. метра, или 11.3%).

Нарастването на вноса се дължи най-вече на вноса на суровини и материали и инвестиционни стоки и е обусловено от растежа на производството.

През последните 5 години (1999–2003 г.) стойността на българския износ винаги е превишавала стойността на вноса на суровини, материали и енергийни ресурси. Данните за първото тримесечие на 2004 г. показват, че номиналното увеличение на вноса на суровини, материали и енергийни ресурси е с 65 млн. евро по-голямо от нарастването на износа. По принцип е възможно в рамките на отделно тримесечие да се наблюдава отрицателен баланс на годишните нараствания, но досега той е бил компенсиран в рамките на годината.

Отрицателният баланс за първото тримесечие на 2004 г. се дължи на изключително голямото нарастване на вноса на суровини за производството на храни – близо 3 пъти (от 43 млн. евро през I тримесечие на 2003 г. на 119.6 млн. евро за I тримесечие на 2004 г.). Принос за това нарастване имат вносът на пшеница за попълване на държавния резерв и осъществяването на безмитен внос на брашно. През първото тримесечие се наблюдава висок прираст на продажбите на промишлеността за производство на храни и напитки спрямо съответното тримесечие на предходната година.

Съществен принос за отрицателния баланс има и силното ускоряване на вноса на чугун, желязо и стомана. Те имат приложение като суровини в черната металургия и за производство на други изделия с по-висока степен на преработка, но също така могат да се използват и в строителството, което се развива с високи темпове. Важен фактор за увеличаването стойността на вноса на черни метали е и тяхното поскъпване.

**Таблица 9**  
**Принос на съответните групи стоки за нарастването на търговията**

(процентни пунктове)

|                      | Януари – май 2004 г. |      |
|----------------------|----------------------|------|
|                      | Износ                | Внос |
| Потребителски стоки  | 2.3                  | 3.9  |
| Суровини и материали | 4.8                  | 8.2  |
| Инвестиционни стоки  | 1.0                  | 4.3  |
| Енергийни ресурси    | 0.3                  | -1.4 |
| Други                |                      | -0.2 |

Източник: БНБ.

**...значителна част от вноса на суровини и материали е обусловена от по-големия износ на готова продукция, произведена от тях...**



По-детайлният анализ показва, че и при други стокови групи съществува тясна връзка между вноса на суровини и материали и износа на преработени продукти от тях. По-големият внос на текстилни материали пряко кореспондира с увеличеното производство на текстил и облекла за външния и вътрешния пазар. Нарастването на вноса на руди се дължи главно на железните руди и рудите на цветните метали, които имат и най-висок относителен дял в неговата структура, и е свързано с увеличаването износа на чугун, желязо и стомана и цветни метали. Съвкупният относителен дял на текстилните материали, суровините за производство на храни, руди и чугун, желязо и стомана в общия внос на суровините и материалите е над 57% от общия внос на суровините и материалите.

Големите стойности на коефициентите (между 1.5 и 2.1) за представените в таблица 10 стокови групи показват, че произведената за износ готова продукция се отличава с висока степен на добавена стойност, което би могло да се използва като показател за ефективно функциониране на съответните отрасли<sup>24</sup>. Понижаването на стойностите на коефициентите за периода януари – май на настоящата година спрямо тези за 2003 г. вероятно отразява ефекта от увеличаването на продажбите за вътрешния пазар.

Наблюдаваната от дълго време стабилна тенденция към нарастване вноса на инвестиционни стоки се обяснява с увеличената инвестиционна активност (нарастването на чуждестранните и вътрешните инвестиции), която води до повишаване, обновяване и модернизиране на производствения капацитет на икономиката, като по този начин стимулира растежа и допринася за увеличаване на експортния потенциал. Нарастването на износа на всички стокови групи може да се приеме за резултат от осъществен преди време внос на инвестиционни стоки. Това ни дава основание да очакваме, че големият внос на инвестиционни стоки днес ще се изрази в бъдещо нарастване на износа.

ЕС има най-голям принос за нарастване на вноса и износа на България, както и най-висок относителен дял в структурата на външната търговия.

<sup>24</sup> При допускането, че изменението на цените на вложените суровини и материали е приблизително равно на изменението на цените на произведената с тях готова продукция.

Таблица 10

Коефициенти на изнесена крайна продукция към внесени суровини и материали (избрани стокови групи)

(млн. евро)

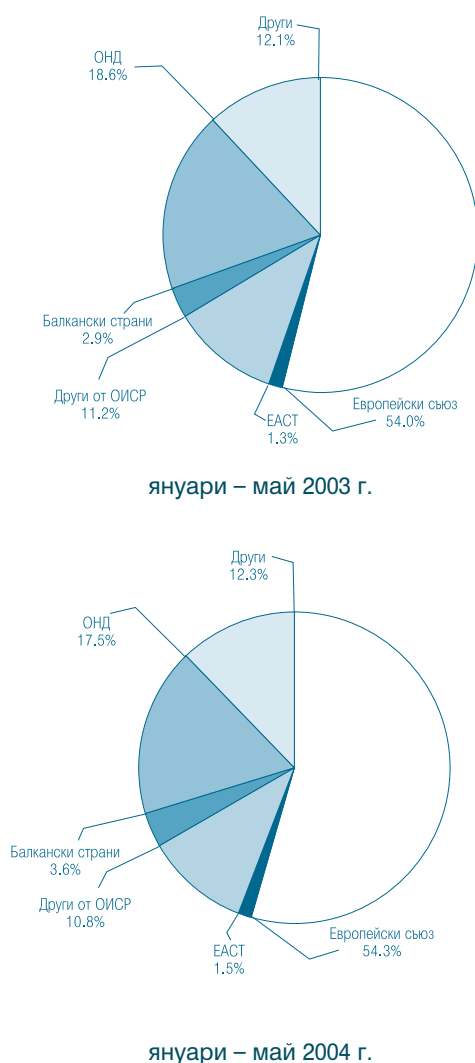
|                                                | 2003         | Януари – май 2004 |
|------------------------------------------------|--------------|-------------------|
| Износ на готови облекла                        | 1340.2       | 580.8             |
| Внос на платове и материали за производство    | 920.5        | 383.1             |
| <b>Коефициент</b>                              | <b>1.456</b> | <b>1.516</b>      |
| Износ на чугун, желязо и стомана               | 541.4        | 310.5             |
| Внос на желязна руда и чугун, желязо и стомана | 303.3        | 182.7             |
| <b>Коефициент</b>                              | <b>1.785</b> | <b>1.699</b>      |
| Износ на цветни метали                         | 534.7        | 263.5             |
| Внос на руди на цветни метали                  | 256.4        | 142.7             |
| <b>Коефициент</b>                              | <b>2.085</b> | <b>1.846</b>      |

Източник: БНБ.

Графика 85

Структура на вноса по основни търговски партньори

(%)

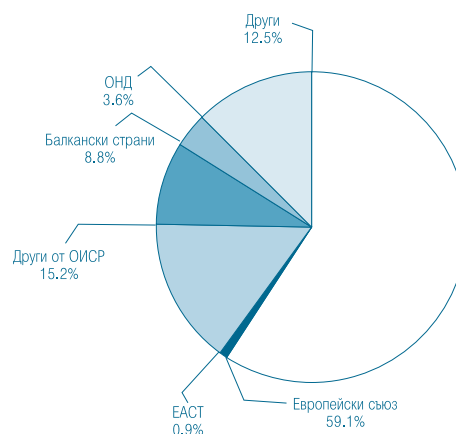


Източник: БНБ.

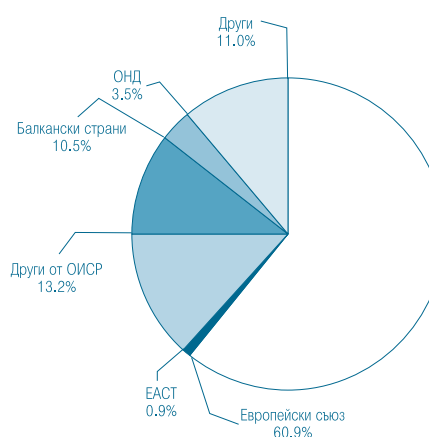
Графика 86

Структура на износа по основни търговски партньори

(%)



януари – май 2003 г.



януари – май 2004 г.

Източник: БНБ.

Присъединяването към ЕС през май т. г. на десетте нови членки няма да доведе до влошаване на търговския режим на България с тях и следователно не се очаква намаляване на външнотърговския ни оборот с тях или преориентирането му към други региони. Промислените стоки до голяма степен обуславят нивото и динамиката на външнотърговския оборот на България с ЕС и ЦЕФТА поради доминиращата роля, която имат в структурата му (техният относителен дял е над 85% за търговията с ЦЕФТА и около 90% за търговията с ЕС), а търговията на страната ни с промишлени стоки както с ЕС, така и с ЦЕФТА е безмитна. По отношение на селскостопанските стоки и преработените селскостопански стоки са проведени преговори с ЕС с цел адаптиране на прилаганите досега в рамките на ЦЕФТА преференции в търговските договорености между България и ЕС. Ето защо нетният резултат на присъединяването на тези дър-

**...очакваме присъединяването на десетте нови членки към ЕС да има неутрален ефект върху условията, при които България търгува с тях...**

жави към ЕС върху условията, при които България търгува с тях, ще бъде неутрален.

Наличните данни показват, че прогнозите ни за запазване на тенденцията към нарастване на външнотърговския оборот и на дефицита по търговския баланс през второто тримесечие вероятно ще се реализират. Противно на нашите очаквания обаче, от началото на годината нарастването на износа в номинално изражение се извършва с по-ниски темпове в сравнение със същия период на 2003 г., тъй като не се реализираха очакванията ни за по-бързо подобрене на международната конюнктура и засилване на външното търсене. През април и май т. г. се наблюдава известно възстановяване на темповете на нарастване на износа, като очакваме тази тенденция да се запази през третото и четвъртото тримесечие и в номинално изражение то да достигне стойности от 10–11% на годишна база (при хипотезата за запазване на цените на металите и химическите продукти на сегашните им равнища).

Прогнозираме едновременно нарастване на физическия обем и ценовия компонент на износа, като приносът на първия фактор за номиналното му увеличение е значително по-голям. През третото и четвъртото тримесечие на 2004 г. се очаква реалното нарастване на износа да е по-голямо от отчетеното за съответните периоди на предходната година. През третото тримесечие прогнозираме нарастване на цените на износа при отрицателен дефлатор за същия период на миналата година. Очакваното през четвъртото тримесечие увеличение на ценовия компонент е по-ниско от съответния период на предходната година.

В съответствие с нашите очаквания от началото на годината темповете на нарастване на вноса са по-малки, отколкото през същия период на 2003 г. През май обаче се наблюдава известно ускоряване на темпа на увеличаване на вноса, което, ако се запази и през юни, е възможно да доведе до по-високо относително нарастване на вноса в номинално изражение през второто тримесечие спрямо същия период на предходната година. Като се отчетат прогнозите за запазване на тенденцията към нарастване на инвестиционните и потребителските разходи, очакванията са до края на годината темповете на номинално увеличаване на

**...очаква се ускоряване на темповете на нарастване на износа, но и увеличаване на дефицита по търговския баланс...**

вноса да останат високи и да достигнат 13–14% за годината. През третото тримесечие на 2004 г. очакваме този показател да е по-малък от регистрирания за същия период на предходната година. Това изцяло се дължи на по-слабото нарастване на физическия обем на вноса, тъй като прогнозираме положителен дефлатор (при отрицателен за съответното тримесечие на 2003 г.). Прогнозата ни за четвъртото тримесечие е, че относителният прираст на вноса в номинално изражение ще е по-висок от същия период на миналата година, изцяло в резултат на увеличение на цените. Очакваме реалното нарастване на вноса (подобно на третото тримесечие) да е значително по-малко от съответния базов период.

В резултат от тази прогноза за динамиката на външнотърговския оборот очакваме дефицитът по търговския баланс да нарасне с по около 100 млн. евро за третото и четвъртото тримесечие.

Продължава нарастването на приходите от услуги, като най-значително е то за туризма (95.8 млн. евро, или 30.2%). Салдото по статията **услуги** обаче е отрицателно главно поради отчетените нетни разходи за транспорт (дебитните и кредитните обороти по тази подстатия са пряко свързани с вноса и износа). Прогнозата ни е, че отчетеното увеличаване на инвестициите в туризма и очакваното засилване на външното търсене ще доведат до запазване на тенденцията към нарастване на приходите от този отрасъл в дългосрочен аспект, като за настоящата година прогнозата ни е за растеж на този показател в размер на около 11%. Летните месеци са традиционно силни за туризма, затова очакваме сезонното увеличаване на приходите от него да обуслови формиране на положително салдо по статията **услуги** през второто и третото тримесечие на годината.

### Предлагане и конкурентоспособност

Най-голям принос за растежа на брутната добавена стойност за първото тримесечие на 2004 г. имат преработващата промишленост и съобщенията. Динамични са и останалите отрасли на сектор **услуги**, а аграрният сектор бележи положителен растеж след спада през 2003 г.

**...очаква се нарастването на приходите от туристически услуги да продължи...**

**...преработващата промишленост и съобщенията имат най-голям принос за растежа...**

Таблица 11

Темпове на прираст на брунтната добавена стойност и принос по сектори

(%)

|                            | 2003    |          |           |          | 2004    |
|----------------------------|---------|----------|-----------|----------|---------|
|                            | I трим. | II трим. | III трим. | IV трим. | I трим. |
| Селско и горско стопанство | -0.3    | -0.3     | -1.5      | -2.2     | 1.2     |
| Индустрия                  | 5.7     | 5.9      | 6.6       | 10.1     | 6.4     |
| Услуги                     | 2.6     | 3.8      | 4.6       | 3.0      | 6.2     |
| Общо по базисни цени       | 3.4     | 4.0      | 4.0       | 4.4      | 6.0     |
| <b>Принос</b>              |         |          |           |          |         |
| Селско и горско стопанство | 0.0     | 0.0      | -0.3      | -0.2     | 0.1     |
| Индустрия                  | 1.8     | 1.8      | 1.9       | 2.8      | 2.1     |
| Услуги                     | 1.6     | 2.3      | 2.4       | 1.9      | 3.8     |
| Общо по базисни цени       | 3.4     | 4.0      | 4.0       | 4.4      | 6.0     |

Източник: НСИ.

Прирастът на добавената стойност в промишлеността е свързан с високата производствена и експортна активност в сектора. За периода януари – май промишлените продажби нарастват с 18.7%, в т. ч. за износ – с 37%, а за вътрешния пазар – с 5.3%. Водещите отрасли са производството на метали, на храни и напитки, машини, оборудване и домакински уреди, облекло и метални изделия. Както показва анализът в предходния раздел, високата активност на тези отрасли е довела и до ускоряване на вноса на някои суровини и материали. Продажбите за износ имат основен принос за увеличаването на общите продажби. Оценката на мениджърите за натоварването на мощностите, представени в бизнес анкетата от юли т. г., отбелязва известен спад, но все още е сравнително висока (61%). Вероятно това е свързано с въвеждането в експлоатация на нови мощности, които предстои да бъдат усвоени.

**...запазена конкурентоспособност и висока експортна активност в промишлеността...**

Таблица 12

Динамика на промишлените продажби

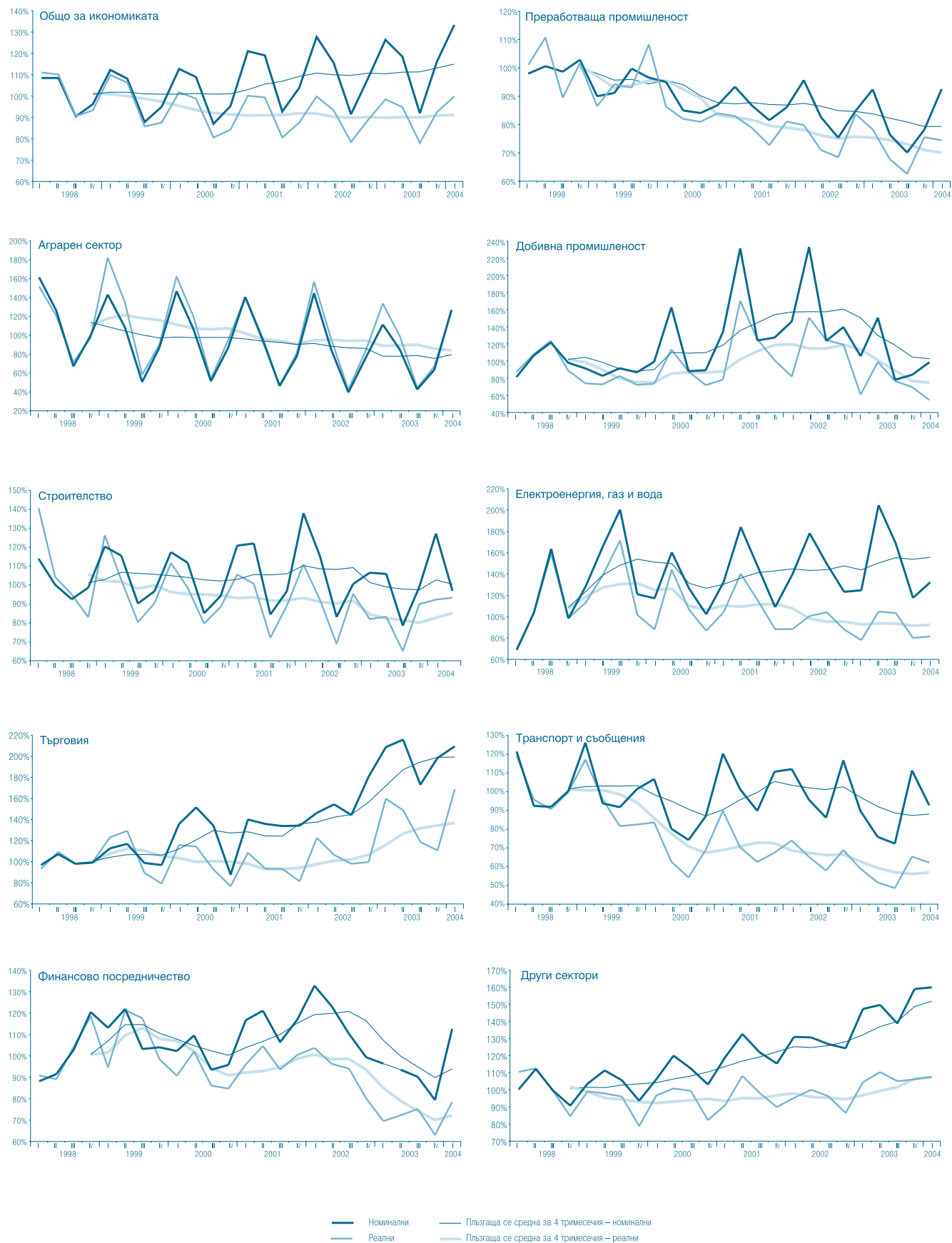
(дял спрямо съответния период на предходната година, %)

|                                   | 2003    |          |           |          | 2004    |             |
|-----------------------------------|---------|----------|-----------|----------|---------|-------------|
|                                   | I трим. | II трим. | III трим. | IV трим. | I трим. | април – май |
| Промислени продажби               | 21.6    | 15.8     | 13.7      | 19.1     | 18.1    | 19.6        |
| за износ                          | 50.3    | 32.1     | 25.1      | 39.2     | 34.5    | 40.7        |
| на вътрешния пазар                | 6.3     | 5.9      | 6.7       | 7.7      | 5.9     | 4.4         |
| <b>Принос, процентни пунктове</b> |         |          |           |          |         |             |
| за износ                          | 17.5    | 12.1     | 9.6       | 14.1     | 14.8    | 17.0        |
| на вътрешния пазар                | 4.1     | 3.7      | 4.1       | 4.9      | 3.4     | 2.6         |

Източник: НСИ.

Графика 87

## Разходи на труд за единица продукция по отрасли



Източник: НСИ, БНБ.

Високата експортна активност на промишлеността е възможно благодарение на запазването на разходна конкурентоспособност, измерена с показателя разходи на труд за единица продукция<sup>25</sup> (графика 87). Производителността на труда в промишлеността продължава да се подобрява, като това е съчетано с умерено нарастване на работната заплата, което не оказва инфлационен натиск.

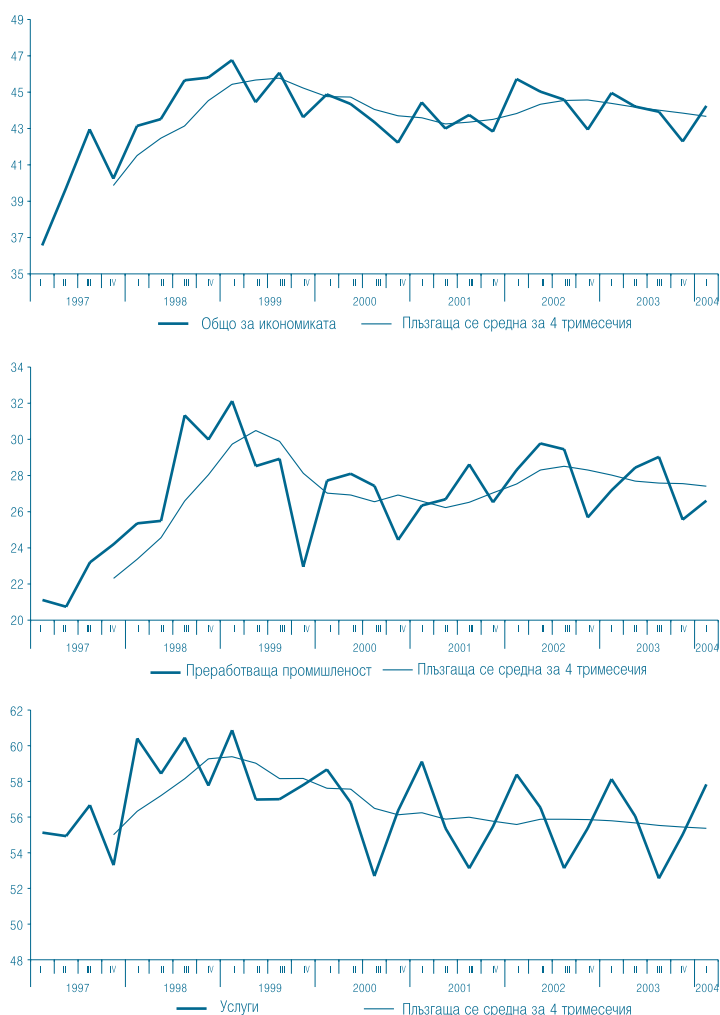
Друг индикатор за ефективността на производството е съотношението между брутната добавена стойност и брутната продукция. Този показател отбелязва рязко подобряване в първите няколко тримесечия след въвеждането на паричния съвет, а оттогава се наблюдава тенденция към плавното му намаляване. Въпреки това може да се каже, че той не се изменя значително в негативна посока. Очевидно при текущото състояние на производствените мощности, информационните технологии и управленските умения с нарастването на икономическата активност започва да действа законът за намаляващата пределна възвръщаемост, т. е. в процеса на увеличаване обема и качеството на предлаганите стоки и услуги се налага влагането на повече материални ресурси и извършването на допълнителни разходи. По този начин се проявява необходимостта от непрекъснато технологично усъвършенстване на производството на стоки и услуги, като това ще остане един от най-важните мотиви за инвестиционното търсене през следващите години.

### ...нарастване на междинното потребление и ускорен внос на суровини и материали...

Графика 88

Ефективност на производството – съотношение между добавената стойност и брутната продукция по текущи цени

(%)



Източник: БНБ.

<sup>25</sup> Подробностите по конструирането на индикатора могат да бъдат намерени в **Икономически преглед**, май 2004 г.

Очакванията ни за второто полугодие са за запазване на положителната динамика в производството на стоки и услуги. Индикаторът бизнес климат в промишлеността запазва положителната си тенденция и показва благоприятната циклична позиция на промишлеността. Индикаторът CECI2<sup>26</sup> също остава с висока стойност вследствие благоприятните стойности на компонентите си. Във връзка с това предвиждаме добавената стойност в промишлеността да нарасне със 7–8%. Положителна е тенденцията за бизнес климата и в търговията и услугите.

**...необходимостта от технологично усъвършенстване на производството е важен мотив за инвестиционното търсене...**

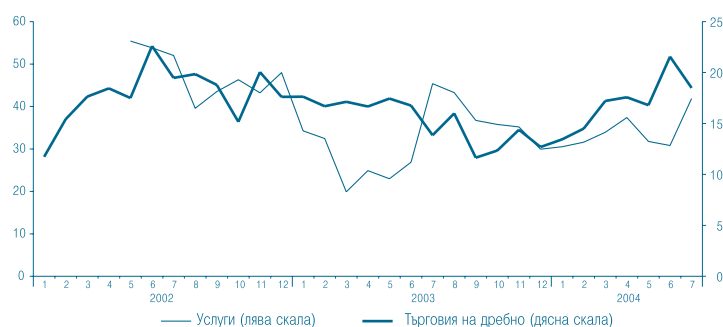
**...запазване на положителната динамика на предлагането...**

Графика 89  
Очаквания за промишленото производство



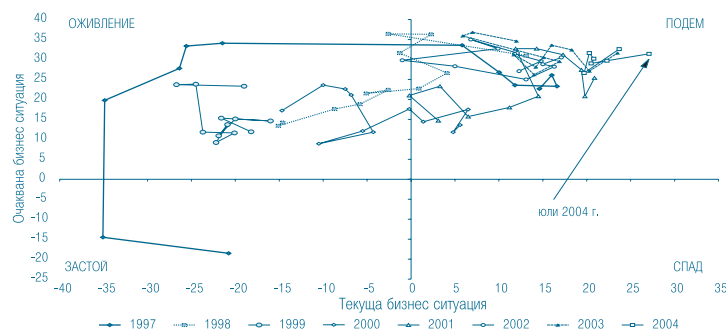
Източник: НСИ, БНБ.

Графика 90  
Бизнес климат в търговията на дребно и услугите



Източник: НСИ, бизнес наблюдение в търговията и услугите.

Графика 91  
Бизнес климат в промишлеността



Източник: НСИ, бизнес наблюдение в промишлеността.

<sup>26</sup> Съставен индикатор, конструиран от показателите за очакваното производство и бизнес ситуацията, осигуреността с поръчки и оценките за външното и вътрешното търсене от промишлената бизнес анкета на НСИ. Вж. Цалински, Ц. Съставен конюнктурен индикатор за българската промишленост, DP/36/2003, БНБ.



# 4. Инфлация

От 1997 г., когато беше въведен режимът на паричен съвет, факторите, които имат проинфлационно влияние, са предимно промените в цените, контролирани от правителството, измененията на ставки по косвени данъци, свързани с хармонизирането им с минималните изисквания на ЕС, и шоките промени в международните цени на основни стокови групи, като суров петрол, метали, химически продукти, земеделски култури. Натрупаната през първата половина на 2004 г. инфлация се дължи изцяло на тези фактори.

През второто тримесечие на годината инфлацията се ускори под влияние на шока в международните цени на суровия петрол (принос на горивата за инфлацията през второто тримесечие от 0.21 процентни пункта) и корекции в цените на телефонните услуги (принос в инфлацията от 0.42 процентни пункта).

Таблица 13

Принос за инфлацията, натрупана през първата половина на годината

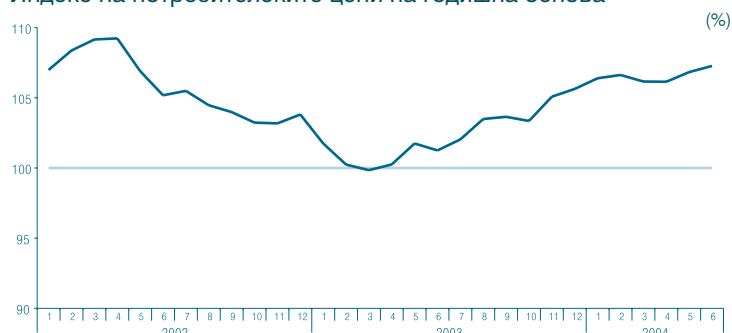
(процентни пунктове)

|                                                  | 2003  | 2004  |
|--------------------------------------------------|-------|-------|
| Инфлация                                         | -1.36 | 0.17  |
| Принос                                           |       |       |
| Хранителни стоки                                 | -1.46 | -1.51 |
| Нехранителни стоки                               | -0.58 | 0.90  |
| Горива                                           | -0.40 | 0.12  |
| Обществено хранене                               | 0.12  | 0.08  |
| Услуги                                           | 0.56  | 0.70  |
| Стоки и услуги с административно определяни цени | 0.46  | 1.62  |
| Стоки с контролирани цени                        | 0.30  | 1.06  |
| Тютюневи изделия                                 | 0.00  | 1.10  |
| Алкохолни напитки                                | 0.03  | 0.02  |
| Услуги с контролирани цени                       | 0.20  | 0.60  |

Източник: НСИ.

Графика 92

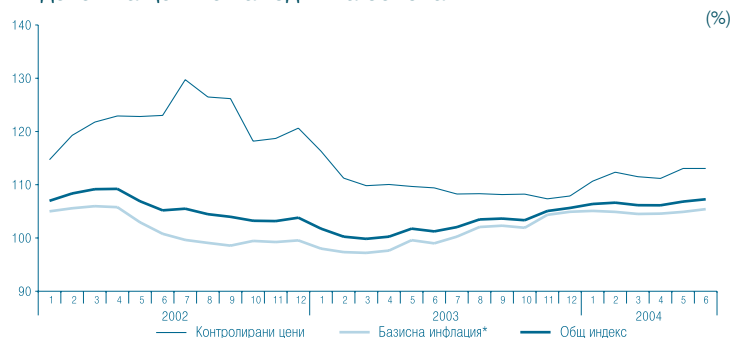
Индекс на потребителските цени на годишна основа



Източник: НСИ.

Графика 93

Индекси на цените на годишна основа



Забележка: Индекс на потребителските цени, при изчисляването на който са изключени стоки и услуги с контролирани цени.

Източник: НСИ.

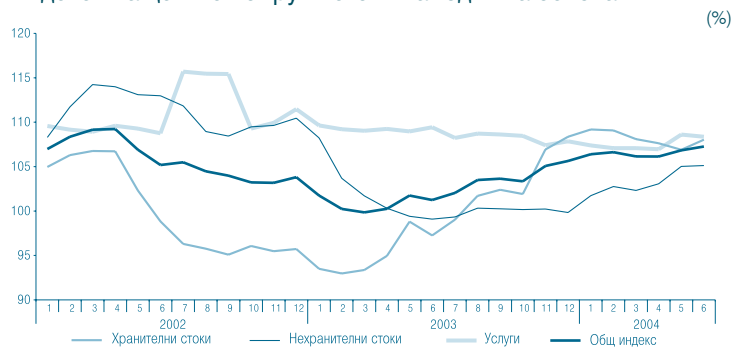
Високите темпове на растеж на вътрешното търсене не оказват натиск върху цените поради отворения характер на икономиката. Една част от вътрешното търсене – преди всичко инвестиционното и търсенето на суровини и материали, се задоволява от внос, като цените се определят от международните пазари. Неблагоприятният резултат от увеличението на вътрешното търсене е влошаването на дефицита по търговското салдо на платежния баланс.

Анализът на данните показва, че колебанията в инфлацията по месеци се дължат на значителни изменения в цените на малък брой стоки, чието тегло в потребителската кошница се колебае между 10–20%. В края на 2003 г. цените на хляба и зърнените храни се повишиха рязко и влиянието им върху инфлацията при хранителните стоки и на общия индекс на инфлация на годишна основа през първата половина на 2004 г. е значително. От началото на 2004 г. бяха повишени акцизите на тютюневите изделия, а динамиката на цената на суровия петрол на международните пазари доведе до нарастване на вътрешните цени на горивата.

Натрупаната инфлация за първата половина на 2004 г. е 0.17% и е в рамките на очакваното. Дефлацията през второто тримесечие е с 1.46%, но приносът на цените на горивата е положителен и възлиза на 0.21 процентни пункта. Поради високия относителен дял на хранителните стоки в потребителската кошница прогнозата за инфлацията през втората половина на годината е с по-висока вероятност за грешка в сравнение с прогнозата за първите шест месеца. При съществени отклонения от допусканията, при които са направени прогнозите, очакванията за динамиката на цените може да не се осъществят. Към момента данните показват, че съществува голяма вероятност за намаление на цените на зърнените продукти през втората половина на годината. Това може да доведе до снижение на прогнозираната за края на годината инфлация с близо 1.8 процентни пункта. Повишението с 10% през юли на цените на електро- и топлоенергията ще допринесе еднократно за увеличение на инфлацията с 1.05 процентни пункта. Поради високата несигурност по отношение динамиката на международните цени прогнозата ни за 4.2% инфлация в края на годината остава засега непроменена.

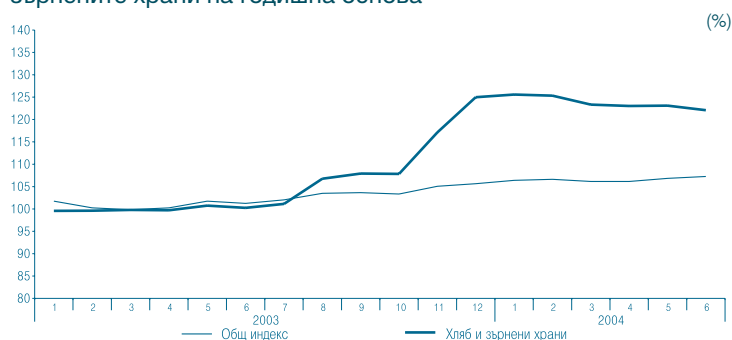
Графика 94

Индекси на цените по групи стоки на годишна основа



Графика 95

Индекс на потребителските цени и индекс на цените на хляба и зърнените храни на годишна основа



Графика 96

Индекс на потребителските цени и индекси на цените на групи стоки

