

**ИКОНОМИЧЕСКАТА  
СТАБИЛИЗАЦИЯ  
В БЪЛГАРИЯ ПРЕЗ 1992 г.**

**Обзор на основни проблеми пред стабилизационната политика на  
Правителството и на Българската Народна Банка**

**12 юни 1992 г.**

Обзорът е подготвен от сътрудници на Агенцията за икономическо програмиране и развитие:

© Румен Аврамов, Николай Георгиев, Николай Господинов, Мария Жечева, Нели Милева, Георги Панайотов и Валентин Чавдаров.  
Обща редакция: Румен Аврамов

Предпечатна подготовка  
и компютърна графика: Любомир Турсунов  
Превод на английски: Албена Тонева

# Съдържание

<b>I. РАМКИТЕ НА МАКРОИКОНОМИЧЕСКАТА ПОЛИТИКА .....</b>	<b>1</b>
<b>II. ЕФЕКТИВНОСТ НА РЕСТРИКЦИИТЕ .....</b>	<b>5</b>
1. Кредитна котва .....	5
2. Котва на доходите .....	13
3. Валутен курс. ....	22
4. Бюджетна рестрикция.....	25
5. Рестрикции на микроравнище .....	31
<b>III. ИНФЛАЦИОНЕН ПОТЕНЦИАЛ .....</b>	<b>38</b>
1. Характер на инфлацията .....	38
2. Източници на еднократни инфлационни импулси .....	41
3. Прогноза за инфлацията и импликации за намаляване на лихвения процент .....	44
<b>IV. ПЕРСПЕКТИВИ ЗА ОЖИВЛЕНИЕ.....</b>	<b>46</b>
1. Общи рамки на икономическия растеж .....	46
2. Външно финансиране .....	49
3. Перспективи за оживление, опиращо се на износа .....	50
4. Микроикономическа оценка на възможностите за оживление.....	52

## I. РАМКИТЕ НА МАКРОИКОНОМИЧЕСКАТА ПОЛИТИКА

Опитите за стабилизация на източноевропейските икономики се намират в критична фаза. След относително бързите резултати във финансовата област стабилизацията навлезе в значително по-деликатната сфера на търсене на равновесие в условията на мъчително напредващи структурни реформи.

Провеждането на макроикономическата политика в тези условия се намира под двустранен натиск. От една страна самата логика на “класическия” подход, прилаган през първата фаза на стабилизацията (“полската парадигма”) е подложен на интензивна критика и преоценка. В нови форми се възражда затихналата дискусия за предимствата на “шоковата терапия” и “градуализма”. От друга, конфигурацията на политическите сили в момента е много различна от тази в началото на стабилизацията и размива съществуващия тогава относителен социален консенсус. Доминиращо политическо настроение е “умората от реформата”.

И двата фактора поставят под съмнение не само досегашните резултати и подходи, но и основни принципи на самата макроикономическа политика. Изоставянето на тези принципи неизбежно води до значително отслабване в ударната сила на стабилизацията и до запълване на образувания вакуум с популистка и непоследователна макроикономическа политика. Но това изменение на социално-политическите реалии в Източна Европа не може да се разглежда като екзогенно спрямо политиката на стабилизация. Желано или не, то е иманентна част от нейната вътрешна политическа и икономическа логика на развитие.

Точно преди година АИПР публикува първия си доклад за хода на стабилизацията. Основните релевантни макроикономически проблеми, посочени в доклада бяха два: доколко са устояли заложените в програмата номинални котви? възможно ли е оживление на българската икономика?

Днес може да се установи, че възловите въпроси пред макроикономическата политика са до голяма степен същите. При леко преформулиране на постановката, в настоящия контекст следва да се оцени дали има “презатягане” на рестрикциите или обратно - основният проблем е в това, че те се заобикалят?

Ако се приеме първата хипотеза, следва да се признае, че съществуващите изходни неравновесия не са били от мащаб, налагащ

наблюдаваното свиване на реалния сектор. Оттук и възможността на икономиката да регистрира определен растеж. Ако “презатягане” няма, това означава, че реакцията на икономиката е адекватна на изходните неравновесия и те все още не са преодоляни. Втората хипотеза предполага друга гледна точка: тази на адаптацията на фирмите към условията на “твърди бюджетни ограничения” (hard budget restraints). Всъщност следва да се оцени дали твърди бюджетни ограничения са действително са налице в българската икономика. От наша гледна точка именно вторият въпрос е по-уместен, независимо че публичният дебат се насочва предимно към дълбочината на спада и възможностите за оживление. Защото, както показва досегашният опит, изходът от стабилизацията се решава в крайна сметка от силата и ефективността на бюджетните ограничения пред държавата и пред предприятията.

Становището на АИПР е, че за оценка на настоящата макроикономическата ситуация и на близките перспективи пред стабилизацията е необходимо да се даде ясен отговор на следния кръг въпроси.

1° Каква е ефективността на номиналните котви? Отговорът на този въпрос означава да се прецени реалната сила на влияние на бюджетната и паричната политика (на бюджетната и паричната рестрикция).

2° Какъв е действителният инфлационен потенциал в икономиката? От различните отговори на този въпрос следват различни изводи за насоките на възможните макроикономически решения. В момента не съществува консенсус в оценката на инфлационния потенциал.

3° Какви са възможностите за активизиране на отделни елементи на крайното търсене без съществени инфлационни последици? Отговорът на този въпрос може да бъде даден единствено в контекста на външното финансиране на българската икономика.

Общата структура на стабилизационната програма е коментирана в предишни анализи на АИПР. Тук ще отбележим, че това е програма с две номинални котви и поддържана от външно финансиране чрез международните финансови институции. При отсъствие на номиналната котва на валутния курс, основната тежест на антиинфлационната политика пада върху правилното дозиране на бюджетната и паричната политика и политиката на доходите.

Критични параметри за програмата са обемът и графикът на постъпване на външното финансиране, т.като основна презумпция е, че то ще запълва появилия се “финансов недостиг” (financial gap) в платежния баланс. На практика запълването на “финансовия недостиг” през '91г. се оказа това външно ограничение, което определяше маневреността на икономиката и степента на необходимата рестрикция. Стратегията за запълване на финансовата “дупка” бе възприета от Запада като временно решение. Все повече обаче се налага мнението (особено след разпадането на СССР), че то не може да се превърне в средносрочна стратегия. Рано или късно платежните дефицити ще трябва да се финансират от приток на доброволни кредити.

Съществено рамково ограничение пред програмата е степента на доверие, на която тя може да се опре. Както във всички подобни случаи доверието отслабва с времето до достигане на определен праг, при който ефективността на мерките в макроикономическата област се анулира. При българските условия външното доверие към програмата се определяше от степента на финансова подкрепа и от състоянието на преговорите по външния дълг. Вътрешното беше в пряка зависимост от динамиката на валутния курс и на инфлацията, от достъпността на каналите за заобикаляне на фискалните и парични рестрикции и от напредъка на структурните реформи. Може да се приеме, че по всички тези параметри доверието към стабилизацията намаля през второто полугодие на 1991 г. Проблемът е, че доверието не е “симетрично” и напредъкът, регистриран в началото на 1992 г. не е в състояние да компенсира предишните загуби.

Второто рамково ограничение е замъгляващата се социална и икономическа тъкан на българското общество. Характерно за посткомунистическите общества е появата на вакуум в икономическата власт, който (по чисто икономически причини) се запълва много бързо. Неизбежен пълнеж на оставеното празно място идва от “пране на пари”, от профсъюзни и управленски (или съвместни) структури, от мафиотски образувания. Но това са неясни социални актьори, със слабо очертани и преливащи се стопански интереси. Автентичните нови пазарни субекти са неизбежно в малцинство. Всичко това създава условия за непредвидими реакции, за неясни последици от взетите мерки, за появата на непредвидени шокове. Може да се приеме, че типичните пазарни стимули са движеща сила на все още относително тесен (макар и бързо разширяващ се) кръг: собственици на недвижимо

имущество и други физически активи, предприемачи и лица реституирали своята собственост. Нито директорите на държавните предприятия (подложени на разнопосочен натиск), нито работниците имат пазарна структура на стимулите и мотивите за действие. Това стеснява социалната база на стабилизационната политика и неизбежно поражда “антистабилизационна” коалиция, в която (поради рестриктивната макроикономическа политика) се включва и частният бизнес.

## II. ЕФЕКТИВНОСТ НА РЕСТРИКЦИИТЕ

От ефективността на номиналните котви на кредита и на доходите зависи както резултата на стабилизацията, така и конфигурацията на инструментите на макроикономическата политика. Съществува теоретичната опция от въвеждане на трета котва чрез фиксиране на валутния курс (или т.н. crawling peg). За нашите условия обаче следва да се уточни както целесъобразността, така и реалната възможност за подобна стъпка. Като изключително мощна номинална котва и антиинфлационен фактор фиксираният валутен курс може да се окаже прекалено силен рестриктивен инструмент. Неговото въвеждане е свързано със загуба на гъвкавост и би превърнало валутната политика в екзогенен елемент на реформата. От друга страна условията за неговото въвеждане не са налице. Отсъствуват както необходимия стабилизационен фонд и достатъчно валутни резерви, така и споразумение по въпроса за дълга.

### 1. Кредитна котва

Основните цели на паричната политика в условията на стабилизацията се изразяваха в: (i) противодействие на инфлационния натиск, породен от освобождаването на цените, допълнителните ценови шокове и твърде жизнените инфлационни очаквания на производители и потребители; (ii) елиминиране на натрупаната в предстабилизационния период свръхликвидност (monetary overhang). В отделни подпериоди като допълнителни цели бяха поставяни стабилизирането на валутния курс и подпомагане на сезонната цикличност на производството. Но доколкото действията за постигането им влизаха в противоречие с главните цели, допълнителните бяха изоставяни своевременно. Междинна цел в хода на стабилизацията е растежът на даден паричен агрегат, а контролът на кредитната експанзия в икономиката представлява непосредствена оперативна цел.

Използваният механизъм е този на **директния контрол върху кредитната експанзия за неправителствения сектор**. Основен негов инструмент са кредитните тавани, определяни поотделно за всяка търговска банка. Отначало те се определяха тримесечно, а от април 1992 г. - на месечна база. Очакваният обем на търсенето на пари се получава от проектираната инфлация (съгласувана с макроикономическите разчети

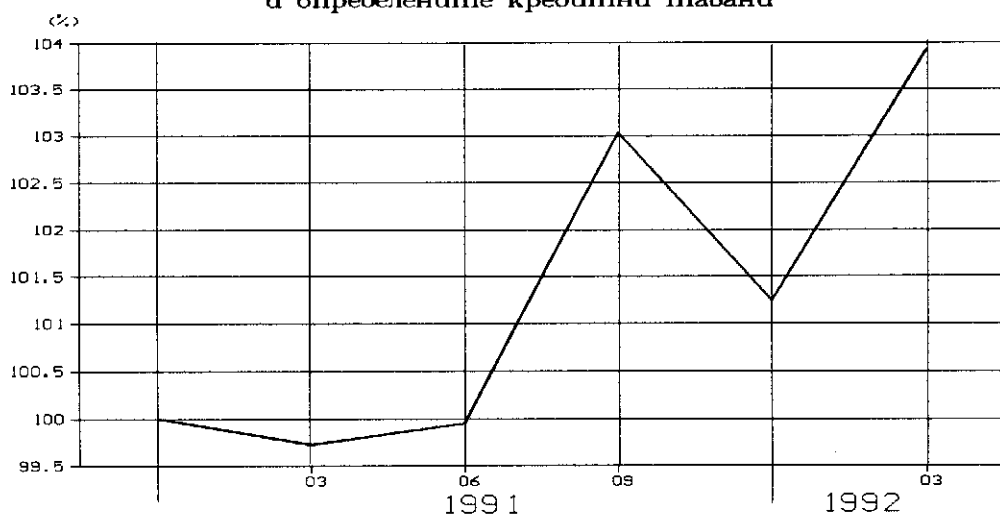


на правителството), предвижданите изменения в БВП и скоростта на обръщение на парите. Отчита се изменението в чистите чуждестранни активи (резултат от очаквания платежен баланс) и потребността от банков кредит за правителството (следствие от гласувания в Закона за държавния бюджет дефицит и начините за неговото финансиране). За да се съгласува нарастването на паричното предлагане с търсенето на пари, кредитът за стопанския сектор и населението се получава като остатъчна величина - разлика между прогнозираната парична маса и измененията в чистите чуждестранни активи и кредита за правителството. На основата на тези изчисления се определя общ кредитен таван за икономиката като цяло и отделен за правителството.

Разпределението по търговски банки става на база относителния им дял в общия кредит към края на предходната година. От юни 1992 г. индивидуалните кредитни тавани отразяват и промените в относителния дял на привлечените средства от неправителствения сектор в общите пасиви на търговските банки. На базата на осреднения им относителен дял за предходните три месеца и съответен коефициент таваните на всяка банка се изменят в рамките на 2 процентни пункта, а от четвъртото тримесечие - без ограничения.

Значението на този механизъм намалява и ще продължи да намалява с постепенното развиване на пазарно ориентирани парични инструменти. Последният процес обаче ще протича бавно поради необходимостта от създаване на много и разнообразни предпоставки във и извън банковата система.

Отношения между фактически изпълнените  
и определените кредитни тавани

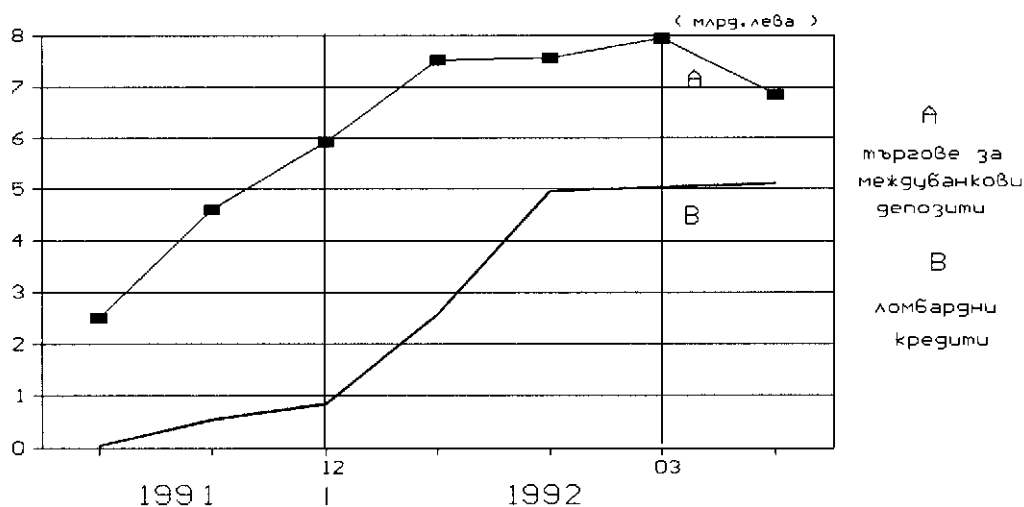


източник: БНБ

Резултатите показват, че през първото полугодие на 1991 г. кредитните тавани са били като цяло ефективни ограничители на паричното предлагане. През второто полугодие те са били превишени с 2-4%. Като част от политиката за упражняване на контрол върху паричната маса кредитните тавани допринасят за ограничаване на съвкупното търсене. Но те имат и някои неблагоприятни ефекти върху разпределението на кредитните ресурси. Запазването на структурата на кредита от 1990 г. въздейства неблагоприятно върху конкуренцията между банките. Стимулите им за привличане на капитали изчезват с приближаването на активите им към кредитния таван. Голяма част от по-крупните търговски банки бързо изчерпват кредитния си лимит, докато в по-малките банки остават неизползвани ресурси, което води до непълно и неефективно разпределение на кредитните ресурси и ограничаване на конкуренцията между банките. Като последица от това може да се счита нарастването на лихвените проценти по кредитите в банките с бързо изчерпващи се кредитни тавани и насочването на свободните им средства предимно към странични операции с валута, което увеличава общия риск на портфейла им и има тенденция да поражда нестабилност и резки колебания на валутния курс на лева.

Обсъжда се възможността банките да продават и купуват, на организиран от БНБ търг, 2/3 от неусвоената част на кредитните тавани. Това решение би създавало условия за премахване на недостатъците на сега действащия механизъм и ще подобри системата на разпределение на кредитните ресурси.

Остатъци по междубанковите депозити и по ломбардните кредити



източник: БНБ

Следва да се има предвид, че за да бъде ефективна кредитната котва, наред с контрола върху кредитната експанзия на търговските банки е необходимо и лимитиране на “създаването на пари” от централната банка. Неконтролируемото рефинансиране инжектира свръхликвидност в търговските банки, която има за резултат превишаване на кредитните тавани или насочване на средствата към операции с чужда валута.

Така например нетното рефинансиране на търговските банки през първото тримесечие на 1992г. посредством отпускането на ломбардни кредити в размер на 4202.7 млн.лева бе причина за вливане на допълнителни ликвидни средства, търсеци вложение в доходноосни активи. Банките предпочетоха да предоставят част от тези свободни средства като кредит на стопанския сектор, което доведе до превишаване на първоначално определените кредитни тавани за първото тримесечие (въпреки налаганите санкции) с 2.35 млрд.лева. Това дава основание да се счита, че кредитните тавани за I тримесечие на 1992 г. (7% спрямо декември 1991г. или 64.5% спрямо декември 1990г.) не са имали необходимото ограничително въздействие в началото на 1992г., което породило определено инфлационно напрежение.

Основен фактор за увеличаване ликвидността на банките през този период беше отпуснатия ломбарден кредит срещу облигации по преоформените в държавен дълг несъбираеми вземания към банките. Доколкото нови такива емисии не се очакват до края на годината, може да се допусне че инфлационния натиск по тази линия ще бъде отслабен.

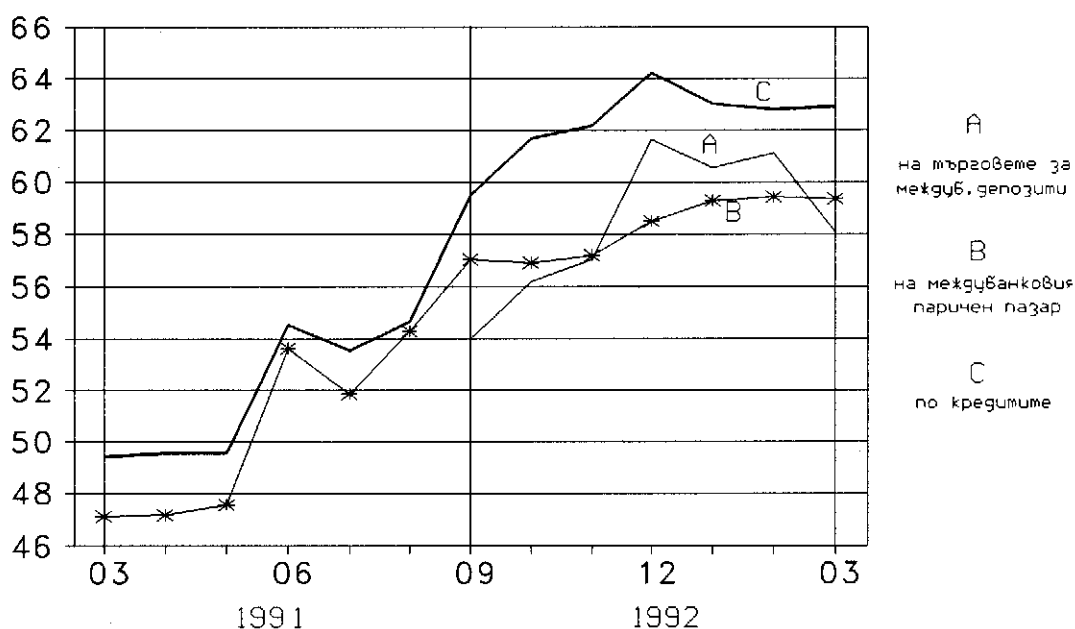
При всички случаи превишението на кредитните тавани през I тримесечие на 1992г. показва рисковете от неконтролируемото използване на ломбардния кредит. Според нас за да бъдат кредитните тавани действително ефективен инструмент на контрол е необходимо да се въведат и съблюдават някакви количествени граници на рефинансиране на търговските банки от БНБ.

В съответствие с линията на потискане на вътрешното търсене кредитите за правителствения сектор бяха строго контролирани, което по принцип не позволява да се разгърне широк “ефект на изтласкване” (crowding out) на неправителствения сектор във вътрешния кредит. Такъв ефект се наблюдаваше открито в ограничени размери (2-2.5 процентни пункта) през първите 3-4 месеца от началото на стабилизацията и отразяваше превишението на заложените тавани

за растеж на кредита за правителството. Впоследствие (след юни 1991 г.) това отклонение бе компенсирано.

За погасяване на инфлационните очаквания и намаляване темпа на инфлация се разчиташе растежът на паричното търсене да бъде ограничен посредством **високи номинални лихвени проценти**. През февруари 1991г. основният лихвен процент на БНБ беше повишен на 45%, като след известни колебания през лятото, през август се установи на 54%.

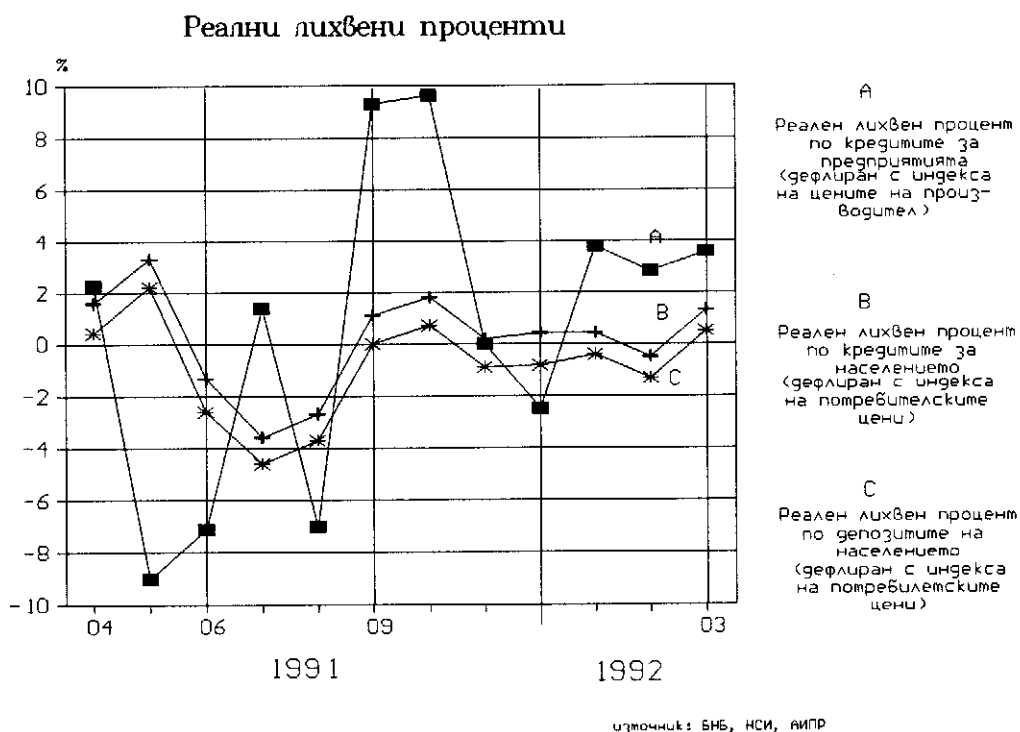
Динамика на пазарните лихвени проценти



Средните лихвени проценти по новите кредити и депозитите бяха значително по-гъвкави и динамични. От 42.77% и 39% през февруари 1991г. те достигнаха през март 1992г. съответно 62.88% и 62.22%. До септември 1991 г. се наблюдава успоредно движение на лихвените проценти по кредитите и тези на междубанковия паричен пазар. От септември лихвите по новите кредити следват динамиката на лихвите на търговете за междубанкови депозити. Тези факти говорят за силна зависимост между цената на рефинансиране на търговските банки и цената на кредита, който те отпускат за стопанския сектор.

Високите номинални лихвени проценти имаха за цел от една страна да отслабят инфлационния натиск чрез пренасочване на паричния излишък към срочни депозити, а от друга страна - да притиснат неефективните предприятия да реструктурират или, в

случай на невъзможност да сторят това, да преустановят дейността си. Въпреки че първата задача отчасти беше постигната, превръщайки населението в нетен кредитор, реалните лихвени проценти по депозитите бяха с отрицателна стойност, като дори след първоначалната “корективна” инфлация през февруари и март, реалният лихвен процент за периода април-декември 1991 г. остана отрицателен (-8.9%). Това доведе до обезценяване на спестяванията на населението, като преливането на средства от неговите сметки към сметките на предприятията имаше характер на специфичен вид субсидии. На свой ред този процес имаше за последица известно стесняване на търсенето на левове и прехвърляне на активите в чужда валута, което поддържаше недоверието в лева и подхранване на очакванията за девалвацията му.



По-бързото нарастване на индексите на потребителските цени и цените на дребно от номиналните лихвени проценти водят не само до обезценяване спестяванията на населението, но и до редуциране на вътрешния дълг на държавата и задълженията на някои предприятия. (Главно търговски фирми и фирми, произвеждащи стоки за крайно потребление). Въпреки това обаче голямата част от производствените предприятия, които продават стоките си по цени на производител (нараснали през 1991г. значително по-бавно от потребителските цени)

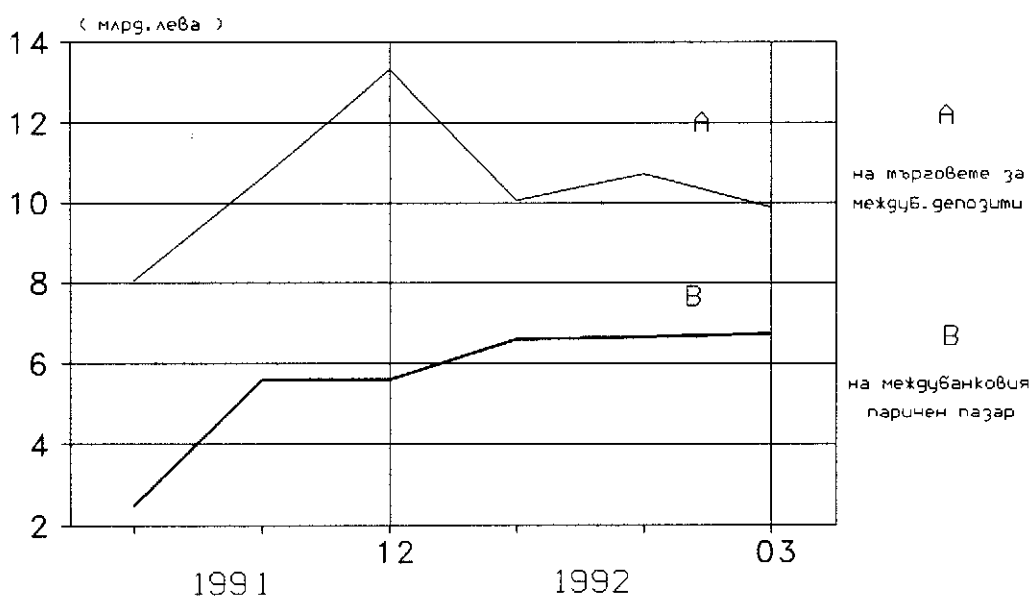
бяха изправени пред твърде високи реални лихвени проценти през известни периоди от годината, като за юли - декември 1991 г. например реалният лихвен процент по кредитите на тези предприятия бе 10.2%.

Кредитните условия на тези държавни фирми допълнително се утежняват от признаването само на 50% от разходите за лихви за фактически разходи преди облагането на печалбата. По наши изчисления увеличаването на сумите, привеждани в бюджета от предприятията, ползващи кредит, съответствува на нарастване на ефективния лихвен процент с около 22-24%.

При липсата на алтернатива за приватизация и при продължаващото им кредитиране от търговските банки много предприятия натрупаха огромни несъбираеми и трудносъбираеми кредити именно по време на стабилизацията. Наред с това високите разходи за лихвени плащания се калкулираха в цените на продукцията и се превръщат в силен инфлационен фактор. Що се отнася до жизнеспособните фирми, може да се приеме, че до края на 1991 г. те са се адаптирали към новото равнище на лихвите.

На междубанковия паричен пазар средният лихвен процент през 1991 г. бе 53.52 на сто, като за месец декември той достигна 58.49 на сто. В същото време на търга за междубанкови депозити за същия месец той възлизаше на 61.62 на сто.

Обеми на търговете за междубанкови депозити  
и на междубанковия паричен пазар



Източник: БНБ

Обемът на кредитите, получавани чрез междубанковия паричен пазар надхвърлят с порядък този на търговете за междубанкови депозити. БНБ упражняваше по-силен контрол върху пазара за междубанкови депозити, което предопредели по-голямата привлекателност на междубанковия паричен пазар пред търговете за междубанкови депозити. Освен това първият е по-гъвкав, като позволява двете страни пряко да се договарят по условията (срок и лихва) при предоставянето на ресурсите.

Поради верижната обвързаност между търговските банки и липсата на достатъчно пълна информация за тяхното финансово състояние сред участниците на междубанковия паричен пазар съществува реална опасност за дестабилизиране на банковата система. Тази опасност се усилва от неспазване на някои основни банкови регулатори. Пример за това са случаите с Ямболската и Бобовдолската банки. Изхождайки от изискванията за сигурност и доверие в банковата система, както и от нуждата за постепенно ограничаване и отпадане на предоставянето на необезпечени депозити от централната банка, една удачна бъдеща мярка би била сливане на тези два механизма на рефинансиране и създаване на съвременен междубанков пазар, върху който се упражнява контрол от страна на БНБ по спазването на законовите банкови норми и регулатори.

За ефективността на рестриктивната парична политика е много важно е да се контролира движението на потоците на конвертируемия компонент на паричната маса и при нужда те да се “стерилизират” чрез левовия компонент на М1. След март 1991 г. движението на последния (в реално изражение) повече или по-малко противостои на измененията на първия, като компенсирането бе най-силно изразено през декември. Но това компенсиране не е достатъчно силно - динамиката на М1 плътно следва тази на конвертируемия си компонент. Затова е трудно да се каже дали става дума за съзнателни усилия за стерилизация или за “интуитивна” реакция на движението на потоците от конвертируема валута.

Като цяло рестрикцията на кредита чрез инструментите на финансовата система може да се оцени като ефективна в директен план. Паричната маса и кредитът се свиха през 1991 г. в реално изражение съответно с 62 и 59%. Беше сложено началото и на постепен преход към по-гъвкави (и по-свободни) механизми на организация на кредитния пазар. Неблагоприятните последици от използваните

инструменти бяха по-скоро в посока на изкривяване на разпределението на кредитните ресурси.

Същевременно, когато се оценява ефектът от кредитната котва следва да се има предвид, че свиването в търсенето на кредит не можеше да отиде отвъд определен предел, който има връзка със свиването на стопанската активност. При замиране на инвестициите и затрудненията с реализацията, търсенето на кредит се преориентира за поддържане на текущите плащания и заплатите. Доколкото държавните фирми не бяха изправени пред реалната опасност от фалит, този компонент трудно можеше да се свие повече и предприятията продължиха да ползват кредити независимо от равнището на реалните лихви. Това може да стане само в условията на всеобщо мълчаливо съгласие между фирмите и банковия сектор, че поне част от лихвите няма да се плащат. Нещо повече - високите лихви в такива условия отстраняват от пазара именно платежоспособни фирми. В същото време те индуцират ново търсене на кредит за плащане поне на част от начислените лихви.

В този контекст **оценката за ефективността на кредитната рестрикция следва да бъде много по-умерена.** Стопанските субекти намираха канали за нейното заобикаляне не само чрез надхвърляне на кредитните тавани. Основният механизъм бе взривното развитие на междуфирмения кредит (вж. III.5). Той съществено увеличи взаимозависимостта между предприятията, като същевременно замъгли разликата между "добрите" и "лошите" фирми. Липсата на система за оценка на риска и платежоспособността на отделните предприятия допълнително усложни провеждането на ефективна кредитна политика.

## 2. Котва на доходите

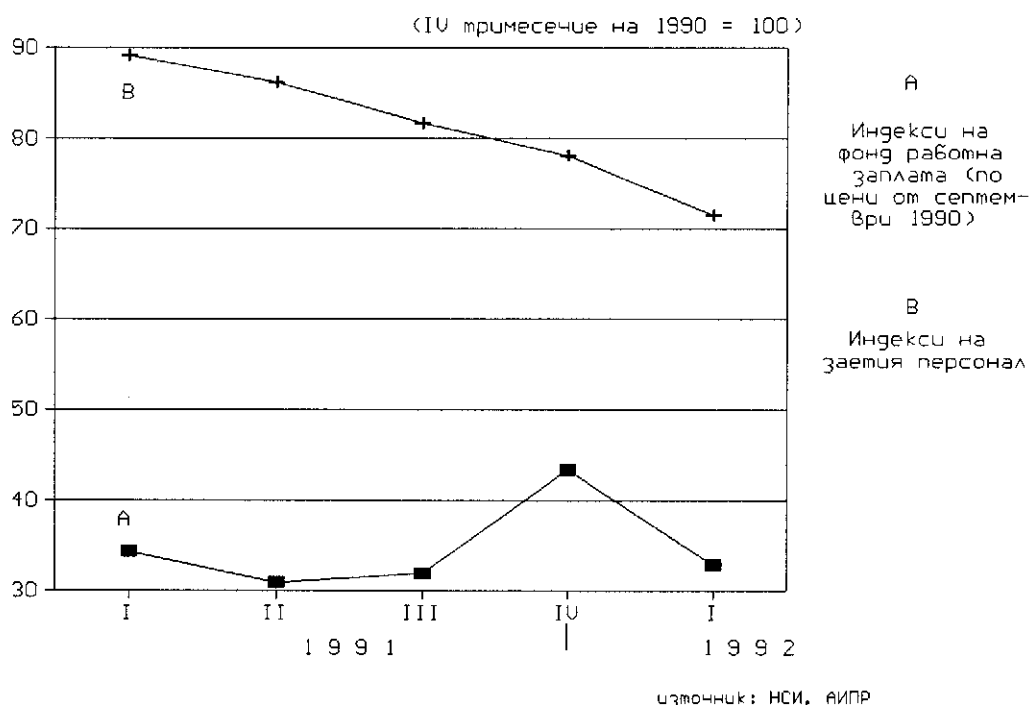
Провежданата рестриктивна политика на доходите се свежда главно до контрол върху динамиката на основния източник на доходи за населението - работната заплата. Инструмент за нейното осъществяване са определените тавани за средствата от работна заплата и данъчното облагане на печалбата при тяхното превишаване.

Свиването на доходите от работна заплата имаше различна сила през изминалия стабилизационен период. Силното снижение на реалната работна заплата през първото тримесечие на 1991 година (с



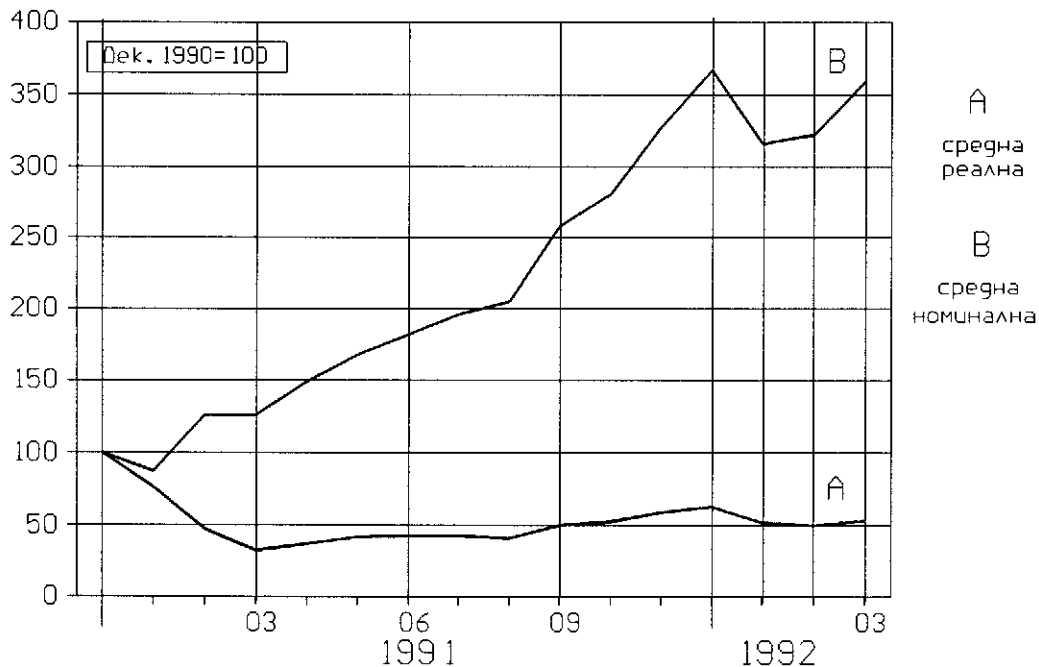
68% спрямо декември 1990) беше необходима стъпка към преодоляване на макроикономическото неравновесие между търсене и предлагане в условията на продължаващ и изострящ се спад в производството, за ликвидиране на натрупаната свръхликвидност и за поемане на шоковото влошаване в условията на търговия. През следващите месеци започна постепенно възстановяване на реалната работна заплата. Този процес беше особено силно изразен след прехода към свободно договаряне на работните заплати.

Индекси на заетите и на реалния фонд работна заплата



Може да се приеме, че през 1991 г. котвата на доходите издържа в нейния стриктно статистически смисъл - спрямо статистически отчетения ФРЗ в държавните предприятия. През I тримесечие на 1991 г. ФРЗ в постоянни цени намаля спрямо IV тримесечие на 1990 г. с 65.6%. До края на годината се наблюдаваше определен растеж, като през IV тримесечие на 1991 г. ФРЗ беше с 40.9% по-висок отколкото през второто. Равнището на ФРЗ от края на 1990 г. обаче не беше възстановено и през I тримесечие на 1992 в реално изражение той беше с 67.1% по-нисък. Това ниско равнище се дължи преди всичко на нарастването на безработицата през годината.

Индекси на средната работна заплата



източник: НСИ, МТСГ, АИПР

Ако се вземе само средната реална работна заплата, то нейното равнище през март 1991 г. се сви с 68.4% спрямо декември 1990 г. През втората половина на годината средната заплата нарасна чувствително (съответно с 44.6 и 34.3% спрямо март 1991 г.). Равнището ѝ през декември 1991 г. и март 1992 г. представляваше съответно 62.1% и 55.1% от това през декември 1990 г.

Възможността котвата на доходите да издържи и през 1992 г. са твърде спорни. Предвиденият за 1992 г. (но все още неодобрен от синдикатите) механизъм на регулиране на работната заплата цели да не се позволи изпреварващо нарастване на средствата в сравнение с инфлацията. По този начин би се запазила достигнатата средна реална работна заплата през 1991 г., а в отделни случаи би било възможно и нейното увеличение. Основа за оценка на максимално допустимото нарастване на средствата за работна заплата е прогнозираният индекс на инфлацията, използван при планирането на бюджета. При надвишаване на прогнозния индекс с повече от 10% спрямо последното тримесечие на 1991 г. се задействува механизъм за преговори и корекции. Изменението на индивидуалните заплати става само в рамките на определените

средства. Нарастването на средствата над предвиденото се облага със стръмна скала на данък върху печалбата.

Таваните на средствата за работна заплата са изчислени въз основа на предположение за 64.7% средногодишна инфлация за 1992 година, която по всяка вероятност е доста занижена оценка. Превишаването на прогнозната инфлация ще доведе до:

1° чувствително съкращаване на заетия персонал, което от своя страна води до увеличаване на помощите за безработни

2° инфлационен ефект с цел да се осигури нарастване на заплатите, при заплащане на съответния данък за превишението над определените тавани.

Заложените в механизма за закотвяне на работната заплата преговори със социалните партньори при надвишаване на прогнозирания темп на инфлация с повече от 10% (спрямо четвърто тримесечие на 1991 г.) ще поставят на изпитание възможностите на правителството за задържане растежа на работната заплата. Лагът от едно тримесечие, с който влизат в сила новите (коригирани) инфлационни коефициенти, а следователно и индексирането на работните заплати, би бил доста оспорим пункт от страна на синдикатите. Почти сигурно е също така, че при всеки кръг от преговори ще “изплуват” и натрупаните странични синдикални искания.

През 1992 г. се очаква реален растеж на средната работната заплата, при запазване на реалното равнище на средствата за работна заплата. В АИПР беше оценен вариант с по-висока, но по-вероятна, годишна инфлация (81%) при условие, че превишението на фактическата инфлация с 10% над прогнозната (с натрупване) се индексира с цялата разлика до фактическата инфлация. При тези условия същият механизъм за определяне на максималната необлагаема сума на средствата за работна заплата води до понижение с 2% на реалната средна работна заплата през 1992 г. Средната реална работна заплата за 1992 година започва да се понижава при годишна инфлация над 72%. Възприемането на по-висока прогнозна инфлация би повдигнало таваните на средствата за работна заплата, но ще намали вероятността за достигане до преговори за тяхната преоценка през годината.



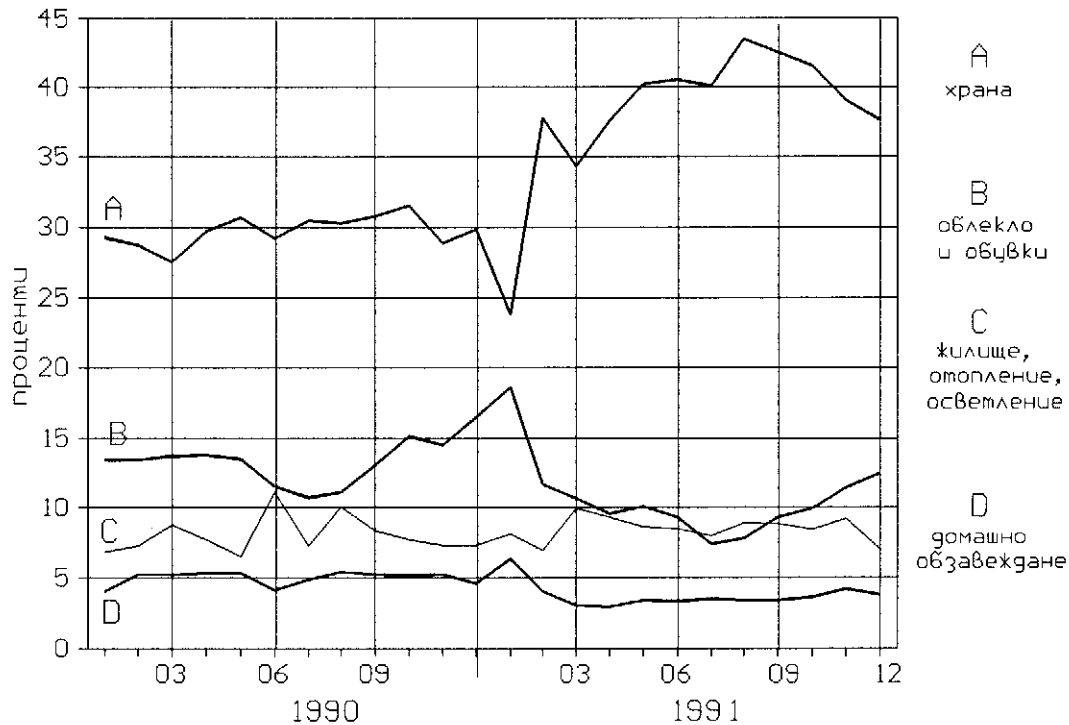
Съществен проблем възниква по отношение на доходите на пенсионерите и безработните. До септември 1991 г. загубата на покупателна способност на пенсиите е била по-слаба от тази на заплатите, след което средната номинална пенсия остана непроменена в течение на 8 месеца. (Изключение прави м.февруари 1992 г., когато бе изплатено еднократно увеличение към пенсиите). Така през последните месеци реалната пенсия намаля чувствително и през март 1992 г. достигна едва 34% от реалната работна заплата.

След м.септември 1991 година настъпи рязко “разтваряне на ножицата” между реалната средна издръжка на безработните и реалната работна заплата. Реалната средна издръжка на един безработен бележи по-значителен спад и от общото намаление на средната реална пенсия. Продължителното снижаване на реалните доходи на пенсионерите и безработните, при нарастване на техния брой, ще действа като неутрализиращ фактор спрямо растежа на работната заплата. В същото време то ще е хроничен източник на политическо и социално напрежение.

Относителният успех на рестрикцията на работните заплати не може да бъде отнесен към доходите като цяло по две причини: появата на нови източници на доходи и наличието на неотчетени доходи.

Намалението на реалния **разполагаем** доход през 1991 г. (спрямо 1990 г.) е с 39.4% и е значително по-слабо от свиването на ФРЗ. След ценовия шок (I тримесечие на 1992 г. спрямо I тримесечие на 1991 г.) общият располагаем доход е намалял с 6% което е равно на намалението на ФРЗ през същия период.

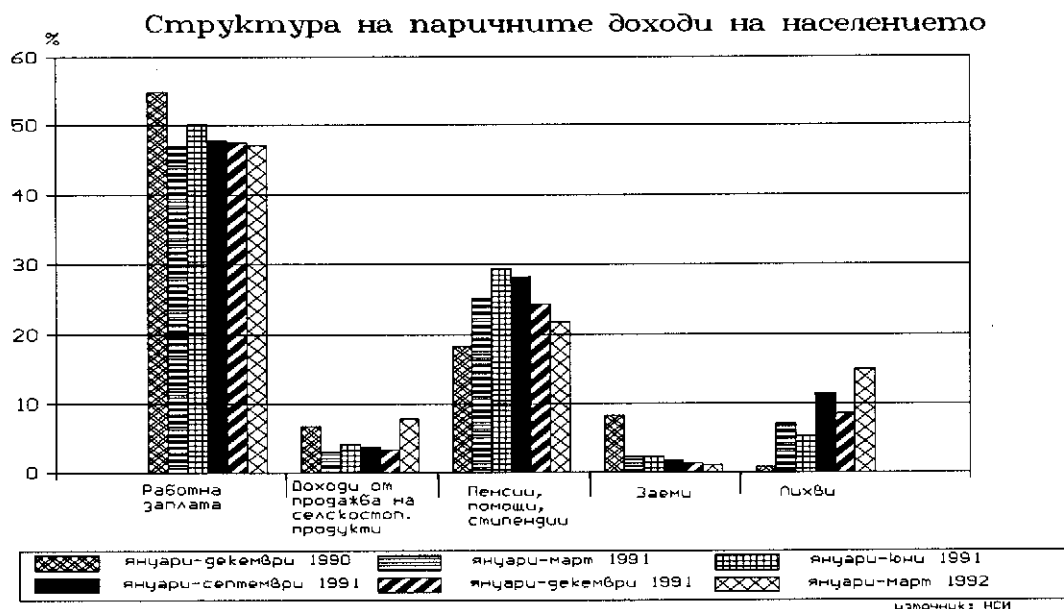
Относителни дялове в паричния разход на домакинствата



източник: НСИ, данни от домакинските бюджети

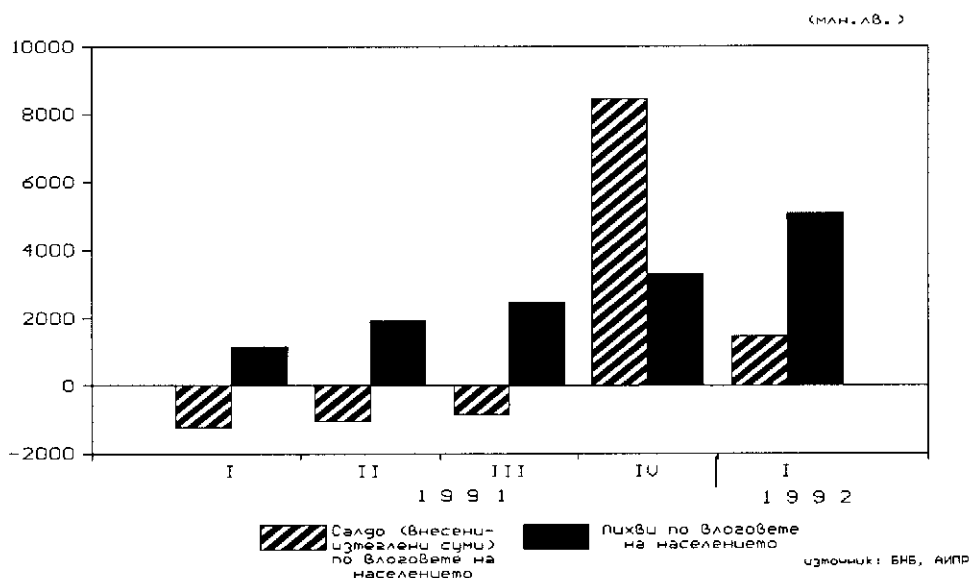
Косвен признак за по-слабата рестрикция на **съвкупните** доходи е тенденцията за връщане към “нормалната” структура на потребление. Както се вижда от данните на домакинските бюджети, в края на 1991 г. се забелязва постепенно заличаване на “аномалните” структури на потребление, характерни за първата фаза на стабилизацията. Подобно възстановяване на старите структури (което още не е окончателно) може да бъде свързано единствено с увеличението на съвкупните доходи.

Появата на **нови източници на доход** намира отражение в драстичното реструктуриране на доходите през изтеклата година. Основната промяна е изместването на източниците на доходи от работната заплата и заемите към доходите от лихви и от обществено осигуряване (пенсии, семейни надбавки и др.).



Високият номинален лихвен процент по депозитите през изтеклата година доведе до голямо увеличаване на начислените лихви за населението. По своята абсолютна величина доходите от лихви бързо се приближават към тази на доходите от пенсии. Размерът на лихвите през повечето месеци на изминалия стабилизационен период беше достатъчен не само да покрие изтегляните суми от влоговете на населението, но и да предизвика слабо нарастване на левовите спестявания на населението при рязко реално снижение на основните източници на доход.

Левови спестявания на населението



От края на 1991 година се забелязва обрат в динамиката на влоговете. След почти непрекъснато намаление през 1991 г., през последното тримесечие на 1991 г. и първото на 1992 г. е регистрирано увеличаване размера на левовите влогове. Това може да се приеме като отражение на растежа на доходите от работна заплата през този период и говори за значителна положителна пределна норма на спестяване.

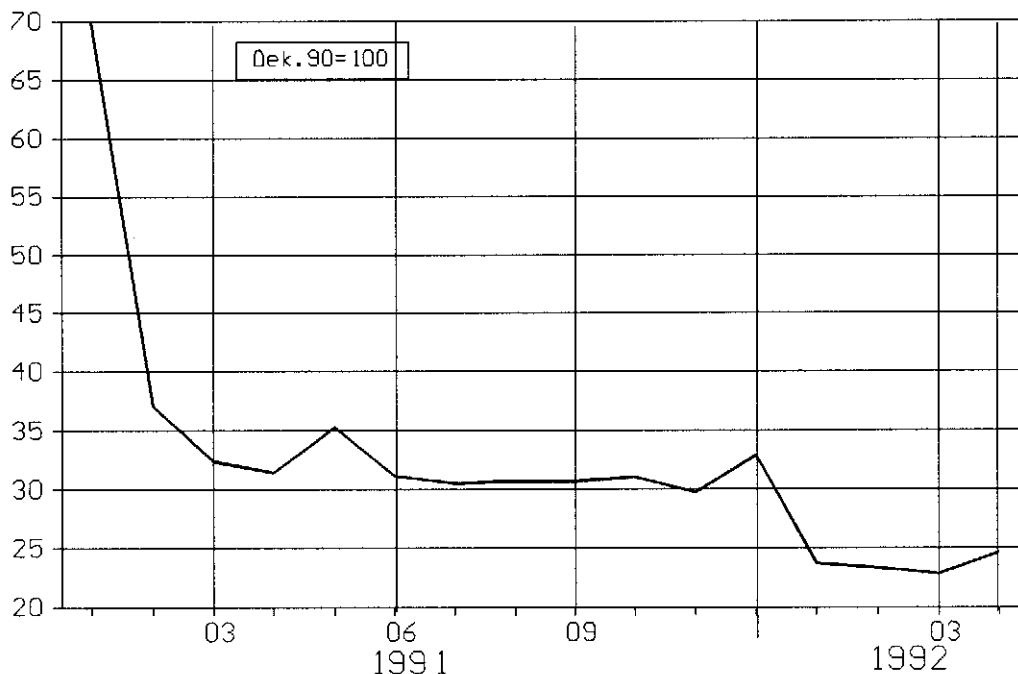
Лихвеният процент през изминалия стабилизационен период обаче не беше достатъчно висок, за да компенсира размера на инфлацията и да съхрани реалното равнище на спестяванията. Като цяло през 1991 година и през отделните ѝ подпериоди реалните лихвени проценти по депозитите на населението бяха отрицателни. Дори след септември 1991 година (въпреки повишаването на номиналния лихвен процент) реалните проценти остават отрицателни, макар и с по-малка абсолютна стойност.

През първите два месеца на 1992 година продължава обезценяването на спестяванията. За периода февруари 1991 г. - март 1992 г. инфлацията е обезценила не само начислената лихва по депозитите (64.81%), но и 71.7% от самите депозити. Този факт, макар и не толкова силно изразен, се наблюдава дори ако изключим месеците на ценовия шок (февруари и март). От април 1991 до март 1992 г. включително инфлацията е унищожила 10% от номиналния размер на влоговете. От началото на 1992 година реалното равнище на спестяванията намалява с 1.2%. Месец март 1992 г. е един от малкото месеци, през които депозитите реално са нараснали (с 0.5%) и инфлацията не е обезценила напълно начислената лихва.

Силно отрицателният реален лихвен процент по безсрочните влогове през изминалия период принуди населението да реструктурира своите депозити. Нарасна делът на срочните влогове, носещи по-голяма лихва и следователно водещи до по-слабо обезценяване на спестяванията на населението. По-ниската степен на ликвидност на средствата по срочните влогове допълнително отслаби инфлационния натиск на вътрешния пазар. Но ако в бъдеще се поддържат високи инфлационни очаквания и силно отрицателен реален лихвен процент е възможен отлив и от тези влогове. Това би довело до изливане на част от наличните спестявания към пазара на предмети за дълготрайна употреба като реакция срещу обезценяването на спестяванията.

Що се отнася до неотчетените доходи, които включват в голямата си част доходите на частния сектор, можем да се позовем единствено на косвени и неprecizни данни. Според някои от тях, тези доходи (вкл. доходите от личните стопанства и приблизително оценената добавена стойност в частния сектор) са от порядъка на 25% от разполагаемите лични доходи. Ако елиминираме доходите от личните стопанства и допуснем, че личният доход представлява около 60% от добавената стойност на частния сектор, личните доходи в този сектор през 1991 г. могат грубо да се оценят на около 10% от паричните доходи на населението.

Стокооборот на дребно  
(базисни индекси, цени - май 1990 г.)



източник: НСИ, АИПР

Косвен индикатор за нарастващата тежест на частния сектор е и стагнацията на индекса на стокооборота в държавния сектор. Този показател остана практически неизменен и на много ниско абсолютно равнище през второто полугодие на 1991 г. Отсъствието на реакция на стокооборота към увеличението на реалните доходи след второто полугодие на 1991 г. (както и неестествено ниското му "статистическо" равнище) означава, че все по-значима част от личното потребление се осъществява чрез частния сектор.



Без съмнение доходите от предприемаческа дейност и от капитализиране на недвижими активи са се превърнали в значима величина през изтеклата година. Техният мащаб е нарастнал още повече с влизането в сила на законите за реституция през 1992 г. Постоянно нарастващото значение на тези доходи и липсата на контрол върху тяхното равнище в значителна степен неутрализират ефекта на провежданата рестрикция. **В този по-широк смисъл котвата на доходите изглежда не толкова ефективна.**

### **3. Валутен курс.**

Високото равнище на неопределеност относно инфлацията през първата година на стабилизацията, както и липсата на достатъчно валутни резерви не позволиха използването на валутния курс като котва на цените и очакванията. През февруари 1991г. правителството премахна системата на множествени валутни курсове и въведе единен курс на лева, като изрази намерението си да го остави да се определя свободно на междубанковия пазар без значителни интервенции на централната банка. Наличието на известни валутни ограничения за физическите лица (разхлабени през 1992 г.), както и на капиталов контрол обаче обусловиха функционирането и на паралелен валутен пазар. Той обслужваше главно нуждите на населението и неговите котировки се движеха твърде близко до курса на официалния пазар.

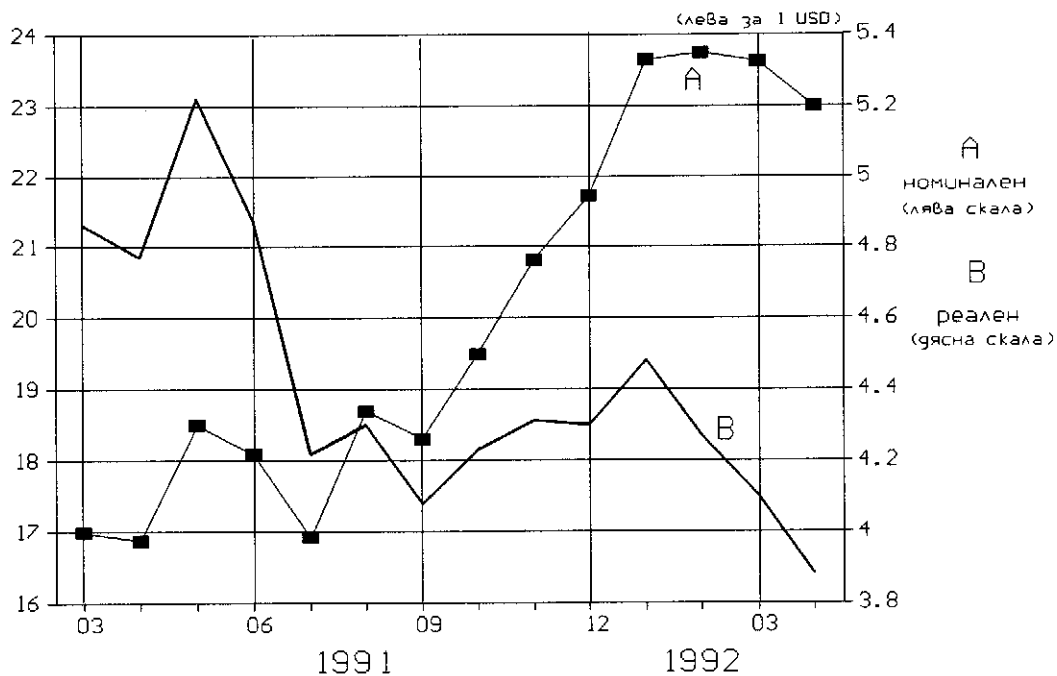
Все още населението и предприятията разполагат със значителен размер валутни средства, поради което не може да се говори за край на активната валутна субституция и за стабилно връщане на доверието към лева през миналата година. По-масово превръщане на чужда валута в левове се наблюдаваше само в периоди, свързани с ликвидни проблеми на фирмите (плащане на заплати, данъци и др.).

Високите инфлационни очаквания и недоверието в лева доведоха в началото на 1991 г. до силно подценяване курса на лева към долара и създадоха предпоставки за превръщането му в силен инфлационен фактор. Стана ясно, че правителството и централната банка не могат да останат неутрални към равнището на валутния курс и ще се стремят да поддържат такава реална обезценка на лева, която да доведе до подобряване на търговския баланс без да се излага на опасност ценовата стабилност. Обемът на търгуваната чужда валута

беше твърде малък (около 2.1 млрд. долара до края на 1991г), което създаваше представата за лесна управляемост на пазара от страна на БНБ.

Опитите да се контролира и стабилизира пазара чрез интервенциите на банката се оказаха недостатъчно ефективни. Въпреки че валутният пазар беше създаден за обслужване на операциите на търговските фирми, извършващи внос и износ, на практика той се определяше не от размера на валутните транзакции, а от очакванията на участниците на пазара, които се опитваха да извлекат определени капиталови изгоди от колебанията на курса. Именно тези очаквания бяха главната причина за силната динамика на валутния курс през 1991 г., като се считаше че те следват близко доверието на населението и стопанските агенти в икономическата програма, и в частност хода на финансовата политика.

Номинален и реален валутен курс



източник: БНБ, АИПР

След първоначалната силна девалвация на лева и последващата адаптация към равновесното му ниво, от средата на 1991г. той следваше посока на постоянна номинална обезценка. Това ставаше в резултат на непогасените очаквания за увеличаване на цените, неясната икономическа перспектива и намаляването на основния лихвен процент през лятото. Този начин на реакция до края

на 1991 г. можеше да бъде описан линейно и позволяваше да се използват някои техники на фундаменталния и техническия анализ за прогнозирането на бъдещата динамика на курса. Въпреки че не даваха точна прогноза в кои точки валутният курс може да смени краткосрочната си тенденция на развитие, те имаха определен успех в очертаване на дългосрочната посока на движение. Има достатъчно основание да се твърди, че **динамиката на номиналния валутен курс се управляваше от инфлационния диференциал между лева и долара, а не от номиналния лихвен диференциал между тях** и да се допусне че валутният курс ще се движи най-малко с темпа на очакваната инфлация.

Динамиката на курса от началото на 1992 г. обаче показва, че в реакцията на участниците на пазара е настъпила промяна. Очакванията, че уязвимостта на лева (породена от високата инфлация през януари и февруари, от миньорската стачка, както и ценовия скок след поредната либерализация на цените през април) ще доведе до създаване на широко пространство за обезценка на българската валута засега не се оправдаха. Предполага се, че цялата тази информация се пренебрегва преди да се оформи нов отчетлив тренд, като след преминаването на определено критично равнище участниците на пазара ще реагират. Този нелинеен начин на реагиране, при който психологията на играчите на пазара има все по-голяма тежест, ни прави крайно предпазливи при прогнозиране на бъдещото поведение на валутния курс посредством класическите модели. Тази непредсказуемост, както и податливостта на спекулативни въздействия, частично неутрализират положителните ефекти на плаващия курс, като "автоматичното" уравнивяване на търговския баланс и адекватната реакция към външни шокове.

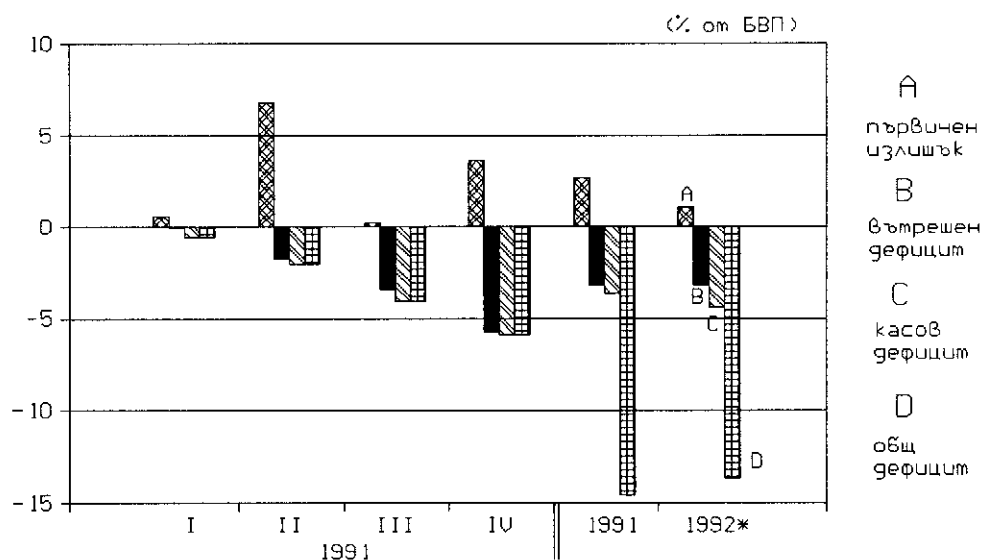
Въпреки това може да се счита, че от началото на 1992 г. левът все повече губи силата си и посоката му на движение в средносрочна перспектива ще бъде към обезценка. Ако се приеме, че равнището на **реалния курс** на лева от началото на годината се запази, при инфлация в края на 1992 г. от **65% номиналният валутен курс** би трябвало да достигне 35-36 лв./долар. При същите условия и при инфлация от **85% номиналният курс** би достигнал около 40-41 лв./долар. Ако се реализира предвиденото от правителството **5%-но повишаване на реалният валутен курс** през годината (т.е. по-голямо нарастване на цените от обезценката на лева) тези нива са съответно 31 и 35 лв./долар.

Реалният валутен курс на лева към долара (получен при отчитане изменението на вътрешната и доларовата инфлация) беше сравнително стабилен след март 1991г. На фона на случайните и спекулативните колебания се открииха няколко периода на реална обезценка, които доведоха до подобряване на конкурентната позиция на българския износ. Тази динамика на реалния валутен курс се дължеше главно на т.нар. ефект на валутна субституция, породен от нарасналия интерес към конвертируемите валути. Слабата активност на валутния пазар и относителната устойчивост на лева в началото на 1992г. имаха за последица известна ревалоризация на българската валута. Но стимулът за износителите, породен от значителната реална девалвация в началото на 1991 г. все още не е изчерпал своето влияние.

#### 4. Бюджетна рестрикция

Без формално да изпълнява функцията на котва бюджетната политика се намираше в центъра на стабилизационната програма. Тя беше натоварена с две основни функции: да съдействува за свиване на съвкупното търсене и да “материализира” оттеглянето на държавата от стопанския живот. На значително по-заден план беше оставено въздействието на данъчната политика за формиране на специфични стимули за потребителите и производителите.

Дефицит на държавния бюджет  
(тримесечни и годишни данни)



\* Закон за държавния бюджет

източник: МВ, АИПР

Както и в другите източноевропейски страни бюджетната рестрикция беше една от най-успешните стъпки в началото на финансовата стабилизация. Фискалната 1991 г. приключи с касов дефицит, леко надхвърлящ 5 млрд. лева, което е повече от предвиденото в актуализирания бюджет (3.953 млрд. лв.), но се вписва в целта за запазване на касовия дефицит в рамките на 3.5 - 3.6% от БВП. В сравнение с 1990 г., през 1991 г. първичното салдо на бюджета се превърна в положително, въпреки касовия дефицит. Първичният дефицит остана близко до предвидения, но вътрешния и общия дефицит са превишени съответно с 2.4 и 1.6 млрд. лева.

По своя мащаб бюджетната рестрикция в България надхвърли аналогичните усилия в останалите източноевропейски страни и беше безусловен успех на стабилизационната политика. Но досегашният опит потвърждава също така, че основните резултати се постигат в първата фаза на стабилизацията и че през втората година обикновено се наблюдава влошаване на бюджетните параметри.

В хода на стабилизацията шокът върху фискалната система се почувствува в няколко основни направления.

1° Либерализацията на цените сви субсидиите, но същевременно срина приходната част на бюджета. Системата за начисляване и събиране на данъците се оказа негодна да изпълнява функциите си в новата среда.

2° С преминаването към единен валутен курс отпаднаха значителните неданъчни приходи, но отпаднаха и разходите за субсидиране на износа. В специфичните условия на 1991 г. се появиха нови плащания, свързани с клиринга и билатерализма в търговията с Източна Европа.

3° Увеличението на лихвените проценти оказва съществено влияние върху структурата на разходите. В същото време ръстът на приходите от данъка върху печалбата на финансовите институции покри напълно разходите за плащане на лихви към банковата система.

4° За първи път се появи неопределеност в бюджетното планиране и се почувствува нуждата от истинска данъчна администрация.

Със закона за бюджета за 1992г. първичният излишък намалява относителното си тегло с 1.2 пункта. Вътрешният дефицит търпи слабо намаление поради намаляване дела на платимите вътрешни лихви към БВП. Но увеличаването на предвидените за

плащане външни лихви рефлектира в увеличаване относителното тегло на касовия дефицит. С 1.5 пункта намалява делът на неплатимите през 1992г. външни лихви, а с това и общият дефицит.

В бюджета за 1992 г. се предвижда двукратно увеличение на нетната потребност от кредит спрямо 1991 г. То произтича както от увеличението на касовия дефицит (2.3 пъти спрямо закона за бюджета за 1991 г. и 3 пъти спрямо отчета за 1991 г.), така и от погасяването на натрупаните през 1991 г. и началото на 1992 г. задължения по краткосрочни държавни ценни книжа

За 1992 г. се очаква почти трикратно по-висока (спрямо благоприятния резултат за 1991 г.) сума на **отрицателното** външно финансиране.

Когато се оценява ефективността на бюджетната рестрикция в сегашните условия следва да се имат предвид няколко обстоятелства.

1° Спрямо външния свят държавата е поставена в условията на “меки бюджетни ограничения”. Общият дефицит за 1991 и 1992 г. е финансиран в най-голяма степен именно отвън поради неплащането на външния дълг.

2° Данните за реалната тежест на бюджета в икономиката са неточни, доколкото се опират на неясна оценка за БВП, която при това се променя в благоприятна за бюджета посока.

3° Инфлацията силно разми дълга на държавата към банките. От 35.4% към БВП в края на 1990 г. той намаля на 16% през 1991 г. В края на 1991 г. дългът и заплатените вътрешни лихви към банките, отнесени към БВП представляваха 21.3%. Отношението на дълга към бюджетните приходи намаля от 67.4% през 1990 г. на 37.8% през 1991 г. (При отчитане и на платените вътрешни лихви той възлиза на 49.1% от приходите). Въпреки огромното увеличение на номиналните разходи за плащане на лихви, те не компенсират обезценяването на дълга на държавата към банките в резултат на инфлацията.

4° Делът на прякото банково финансиране остава висок, и нараства през 1992 г. При това преоформянето на краткосрочните кредити отпуснати от БНБ в дългосрочни е решение с отражение върху бъдещите задължения на държавата.

5° Графикът за изпълнението на бюджета е изключително неравномерен, с ясна тенденция към концентрация на приходите и разходите в края на годината. Това създава значителни напрежения в икономиката.

6° Изместването на бюджетните приходи към печалбата на финансовите институти беше достатъчна компенсация за намаляването на приходите от печалбата на нефинансовите предприятия за 1991 г., но не и за 1992 г.

През 1991 г. започна емисия на държавни ценни книжа, която има за цел неинфлационното финансиране на бюджетния дефицит. Тъй като не съществуват алтернативни източници за неговото покриване (ако изключим преките заеми от БНБ), емисията на краткосрочни съкровищни бонове постепенно се превръща в търкаляща се снежна топка от нарастващи задължения за погасяване.

От друга страна, доколкото купувачи на съкровищни бонове са единствено търговските банки, бюджетът трябва да се съобразява с лихвените проценти, по които се отпускат нови кредити, а не с лихвените проценти по депозитите. Вярно е, че търговските банки намират за привлекателни съкровищните бонове заради техният нисък риск. За разлика от лихвите по кредитите на предприятията, плащанията на лихвите по боновете са гарантирани. Съкровищните бонове могат да се използват и като гаранция за отпускане на ломбардни кредити. Но оскъпяването на съкровищните бонове не е от интерес за бюджета, който получава кредити от БНБ по основния лихвен процент. Оттук и постоянният натиск за неговото намаляване от страна на Министерството на финансите.

Трябва да се има предвид обаче, че в определена степен закупуването на държавни ценни книжа **единствено** от търговските банки представлява косвено финансиране на бюджета от централната банка. То има за резултат нарастване на паричното предлагане, а оттук и създаване на предпоставки за увеличаване на инфлацията. Механизмът, превръщащ закупуването на държавни ценни книжа в инфлационно финансиране е предоставянето на ломбарден кредит, при който централната банка рефинансира търговските банки срещу залог на държавни съкровищни бонове и облигации по основния лихвен процент. БНБ не определя лимит на общия обем на отпускания ломбарден кредит. Банките могат да зложат целия обем на закупените ценни книжа и срещу тях да получат кредит в размер до 80% и 90% съответно от номиналната стойност на 3-месечните съкровищни бонове или на облигациите за преоформените в държавен дълг несъбираеми заеми към банките.

Така през първото тримесечие на 1992г. са продадени 3846.5 млн.лева 3-месечни съкровищни бонове, срещу залагането на част от които е получен ломбарден кредит на стойност 1381.8 млн.лева. След като този размер се нетира с погасения през тримесечието ломбарден кредит в размер на 845.1 млн.лева, може да се установи че само по този път паричната маса е нарастнала към 31 март 1992г. с 536.7 млн.лева.

До същият резултат, само че в значително по-голям мащаб, води преоформянето в държавен дълг на несъбираемите заеми на някои държавни предприятия към банките в размер на 4128 млн.лева в края на миналата година. Срещу задълженията на тези предприятия държавата емитира и предостави на търговските банки дългосрочни облигации. От една страна тя облекчи бремето на дълга на предприятията и пое гаранция по този дълг към банките. Но от друга, посредством възможността банките да ползват ломбарден кредит срещу залагане на тези облигации, държавата предостави голям обем ликвидност на тези банки. Тя бе за сметка на увеличаването на паричната маса с 3666 млн.лева (сумата на отпуснатите ломбардни кредити срещу залог на държавни облигации до 31 март 1992г.) и по този начин създаде допълнително инфлационно напрежение.

От макроикономическа гледна точка този начин на финансиране на бюджета има същите последици, както и прякото кредитиране от страна на БНБ. То поражда инфлационен потенциал чрез прираста на паричната маса, който към края на март 1992 г. възлезе на 4202.7 млн.лева.

Резонно е да се зададе въпросът какви са преимуществата и загубите за трите страни (търговските банки, бюджета и централната банка) от този тип финансиране?

**Първо.** В зависимост от различните съотношения между лихвения процент по кредитите, дохода от съкровищни бонове и основния лихвен процент, търговските банки печелят до 4.5-5 процентни пункта на годишна база от тази операция. За да реализират такъв приход (при 65% лихва по кредитите), покупната цена на съкровищните бонове не трябва да надхвърля 87.91 лв., а при 70% лихвен процент по кредитите, тя не трябва да бъде над 87.83 лв. **Второ.** Бюджетът повишава с 1 до 5 пункта разходите си по обслужване на дефицита, но по този начин заобикаля наложения лимит, фиксиран в Закона за бюджета, за пряко финансиране от БНБ. **Трето.** БНБ няма преки финансови изгоди от това. Но от една страна държавните ценни книжа



са надеждна гаранция за дълга на държавата към БНБ, а от друга емитираните ценни книжа ѝ позволяват да контролира непряко паричната маса чрез въвеждането в перспектива на операции на открития пазар. Залагането им срещу ломбарден кредит обаче ги изважда от пазара за срока на отпуснатия кредит и ограничава обема на ценните книжа, чрез които могат да се осъществяват тези операции.

**Всичко това показва, че постигането на бюджетна рестрикция и отдръпването на държавата от икономиката следва да се преценяват много внимателно. Бюджетното равновесие е изключително лабилно и то ще остане такова докато не се промени фундаментално структурата на бюджетните приходи.**

Въпреки че бяха приети нови закони за почти всички данъци, схемата на данъчната система остана същата. Тя се запазва и с новия бюджет за 1992 г. Междувременно се прибегва до нарушаване на пазарните принципи за събиране на допълнителни средства. Подобни палиативи са въвеждането на данък върху прираста на средствата за работна заплата, признаване за разходи само на 50% от платените лихви, превеждането на 50% от печалбата след облагане като дивидент, ограничаването на преоценката на дълготрайните активи и на ускорената амортизация.

Засега държавата се вмести в бюджетните си ограничения само благодарение на това, че не извършва плащания по външните си задължения и че въвежда палиативни решения за набиране на приходи. За нова структура на приходите е нереалистично да се мисли в непосредствена перспектива. Само за въвеждане на данъка върху добавената стойност ще са необходими около 3 години, при спадане на приходите през първата година.

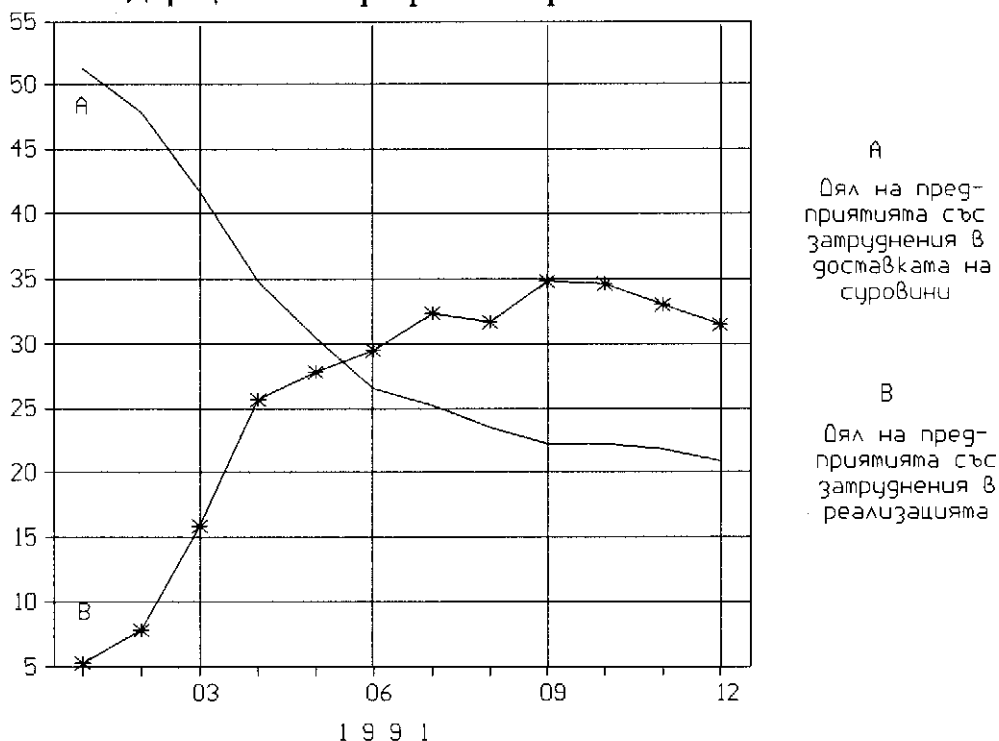
На този фон поддържането на номиналната (видимата) фискална рестрикция е подложено на хронични "атаки". Натрупването на касов излишък в началото на 1992 г. (до април) е следствие на плащания по преразчети от минали години и на прихода от печалбата на финансовите институти. В същото време данъчните постъпления от нефинансовите предприятия изостават катастрофално, а именно те са непосредствено свързани с текущата конюнктура. Въпреки привидно ритмичното изпълнение на разходите, то се дължи единствено на спазването на графика за плащанията по лихви, които са слабо маневрени. Това означава, че видимото бюджетно равновесие може да бъде нарушено в хода на годината.

### 5. Рестрикции на микроравнище

Поставянето на предприятията и домакинствата в условията на твърди бюджетни ограничения е крайният смисъл на прехода към пазарна икономика. В този преход стабилизацията е само етап. Но именно през този етап следва да се натрупа критичната маса от условия, които ще изправят необратимо субектите пред сблъсък с пазара. Продължаването на стабилизацията без натрупване на необходимата критична маса е непродуктивен процес.

В това отношение през изтеклата година в българската икономика настъпиха безспорни промени. Периметърът на действие на типично пазарните стимули очевидно се разшири и посоката в реакцията на субектите, като правило, бе очакваната. Протичаше и активен процес на "обучение" в поведение в пазарни условия, както за домакинствата, така и за част от фирмите. Предприятията за първи път бяха поставени пред бариерата на търсенето.

Дефицити и бариера на търсенето \*



\* Относителен дял на предприятията, посочили като причина за затрудненията в производствената си дейност :  
 а) недостиг на суровини и материали;  
 б) невъзможност да реализират продукцията си.

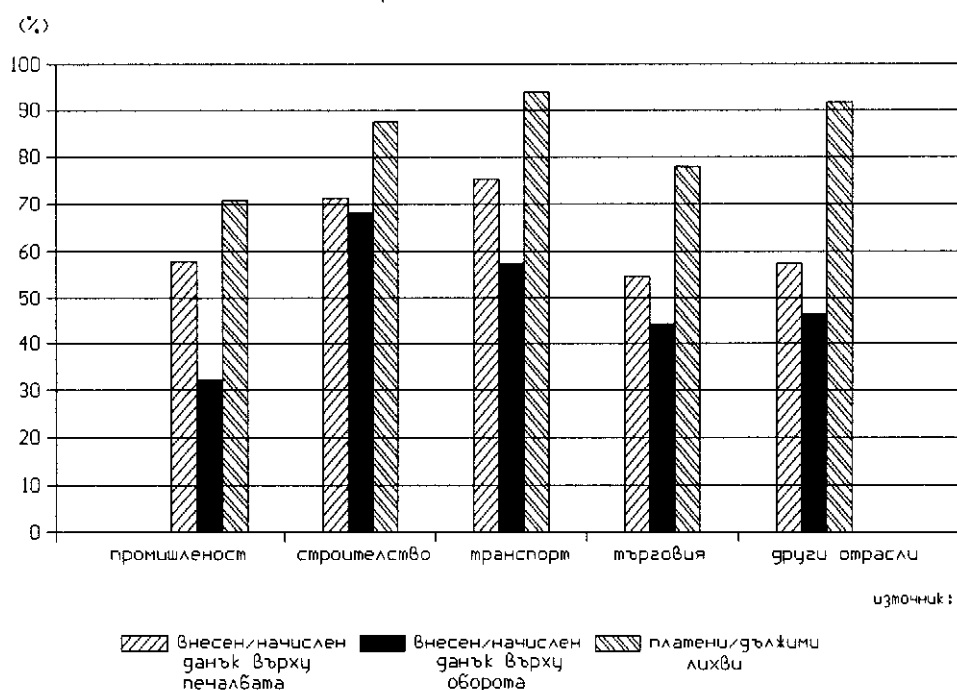
източник : НСИ

Но въпреки тези промени двузначността, свързана с държавната собственост се запази. В момента българската икономика се намира в период на макроикономическа неустойчивост, породена от **симулиране** на пазарно поведение. Между държавните, част от частните фирми, банковата система и бюджета се образуват устойчиви взаимни зависимости, които позволяват да се функционира в условията на “меки бюджетни ограничения”. Тези зависимости почиват върху генерализирана неплатежоспособност, върху възможността губещи предприятия да получават кредити от банковата система за поддържане на текущите разходи и върху непрекъснатото увеличаване на несъбираеми задължения към небанковата система (доставчици, бюджет). Осъществява се по същество процес на насочване на спестяванията на населението към неплатежоспособни длъжници.

Страхът от **генерализирани фалити** все още блокира политическото желание за формално признаване дори на отделни фалити. Това продължава да поддържа един до голяма степен фиктивен оборот в икономиката. През първото тримесечие на 1992 г. рязко нарасна делът на предприятията, сблъскващи се с неплатежоспособност на клиентите.

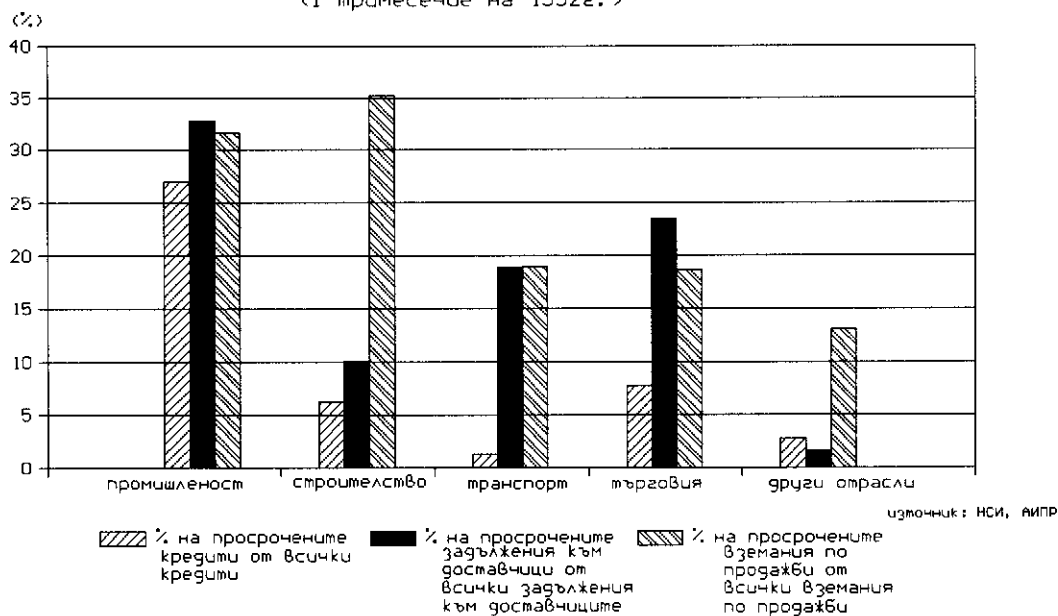
### Реален финансов натиск върху фирмите – I

(I тримесечие на 1992г.)



Реален финансов натиск върху фирмите – II

(I тримесечие на 1992г.)

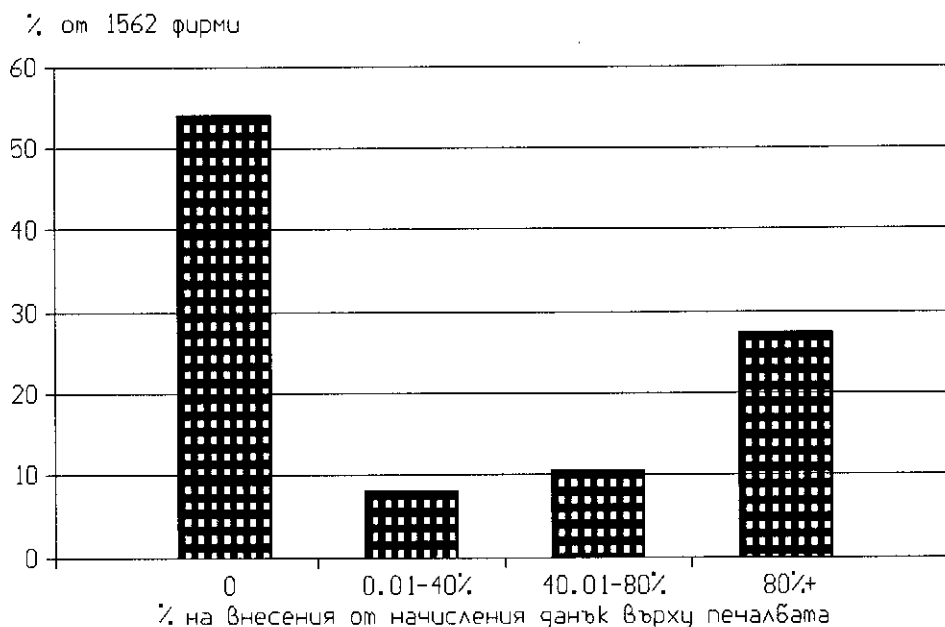


Тук няма да разглеждаме в подробности този въпрос, а само ще приведем факти от официалната статистика, които илюстрират оставащите “меки бюджетни ограничения” на микроравнище. При тяхната интерпретация следва да се има предвид, че по редица специфични причини пълнотата и прецизността на отчетите за финансовото състояние на фирмите през I тримесечие са като правило по-слаби, отколкото за останалите тримесечия. Освен това е очевидно, че на основата на тези данни е преждевременно да се правят обобщаващи изводи за годината.

1<sup>o</sup> Степента на събираемост на данъка върху печалбата рязко намалява. Това се отнася не само до частните, но и до държавните фирми. За 1991 г. степента на събираемост се движи между 30 и 83%. В селското стопанство той е 45.8%. През първото тримесечие на 1992 г. е регистрирана истинска “данъчна дупка”, доколкото отношението на събраните към начислените данъци представлява (според отраслите) от 53 до 75%. 719 фирми са внесли начисления данък върху печалбата, 843 не са го внесли, а останалите не са посочили начислен данък на статистическите власти. Трябва да се отбележи, че бюджетната статистика през април регистрира доста чувствително увеличение на абсолютните постъпления от данък върху печалбата. Но дори при това положение събраните суми значително изостават от начислените.

Разпределение на фирмите според  
Внесения данък върху печалбата

(I тримесечие на 1992г.)



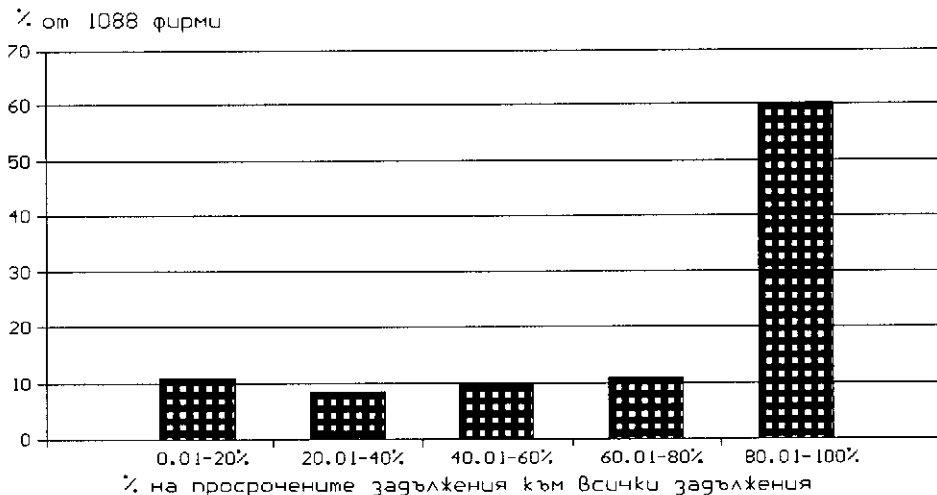
източник: НСИ, АИПР

2° През първото тримесечие на 1992 г. просрочените кредити в промишлеността представляват 27% от всички кредити. В останалите отрасли този дял е значително по-нисък.

3° През първото тримесечие на 1992 г. просрочените задължения към доставчиците са 32.7% от всички задължения в промишлеността и 23.4% в търговията. При 654 фирми (60.1% от 1088-те фирми с просрочени задължения), просрочените задължения към доставчиците представляват 80-100% от всички задължения. В същото време просрочените вземания по продажби са съответно 31.6 и 18.7% от всички вземания в промишлеността и търговията. В 797 фирми (50.3% от 1583-те фирми с просрочени вземания) просрочените вземания представляват между 80-100% от всички вземания. Това е едно от количествените измерения на междуфирмената задлъжнялост. Поради характера на статистическата информация, част от обема на тази задлъжнялост е включен в стойността на запасите.

Разпределение на фирмите според просрочените задължения към доставчици

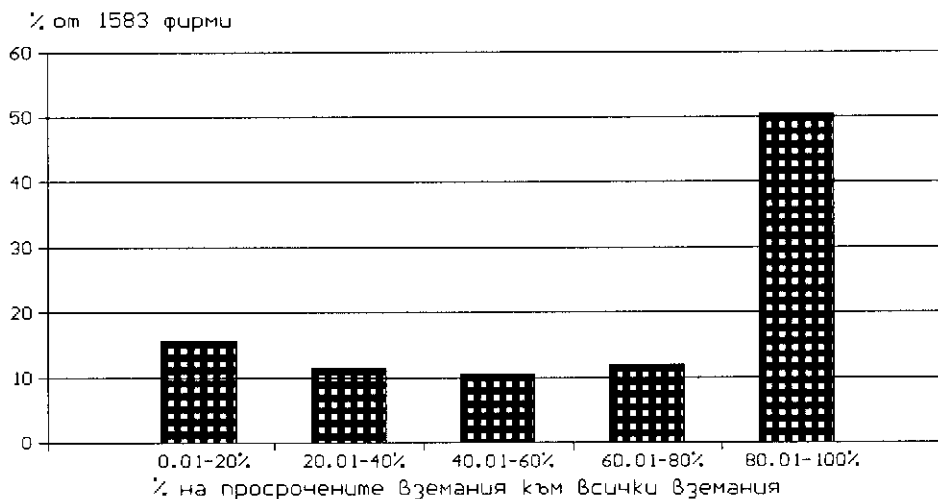
(I тримесечие на 1992г.)



източник: НСИ, АИПР

Разпределение на фирмите според просрочените вземания по продажби

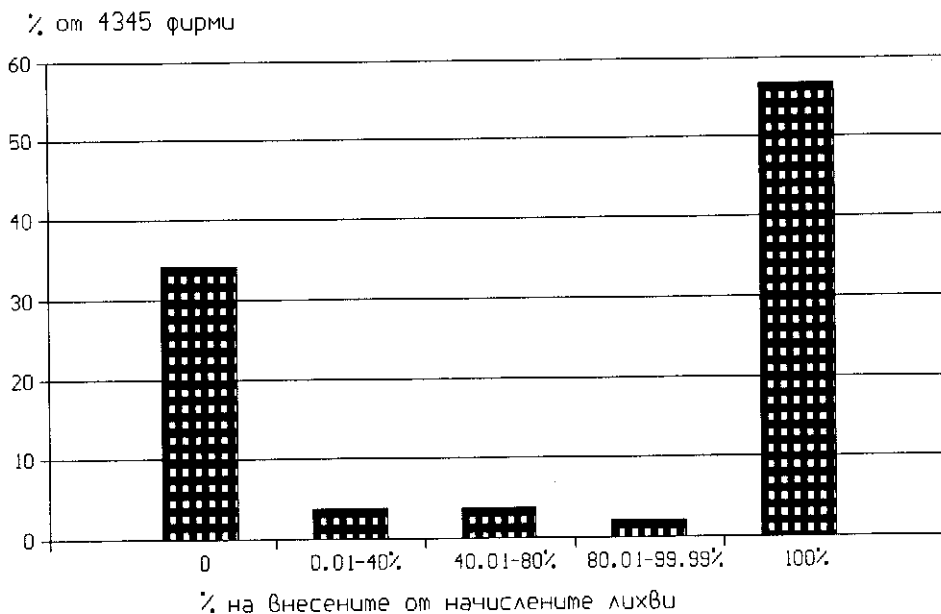
(I тримесечие на 1992г.)



източник: НСИ, АИПР

4° През първото тримесечие на 1992 г. платените лихви в промишлеността са 70.8% от начислените. В останалите отрасли този дял е по-висок. От 4356 фирми 1481 (34%) не са внесли лихви, а 2460 (56.4%) са внесли всичките си начислени лихви. Останалите 9.6% са внесли по-малко от начислените им лихви.

Разпределение на фирмите според  
Внесените лихви  
(I тримесечие на 1992г.)



източник: НСИ, АИПР

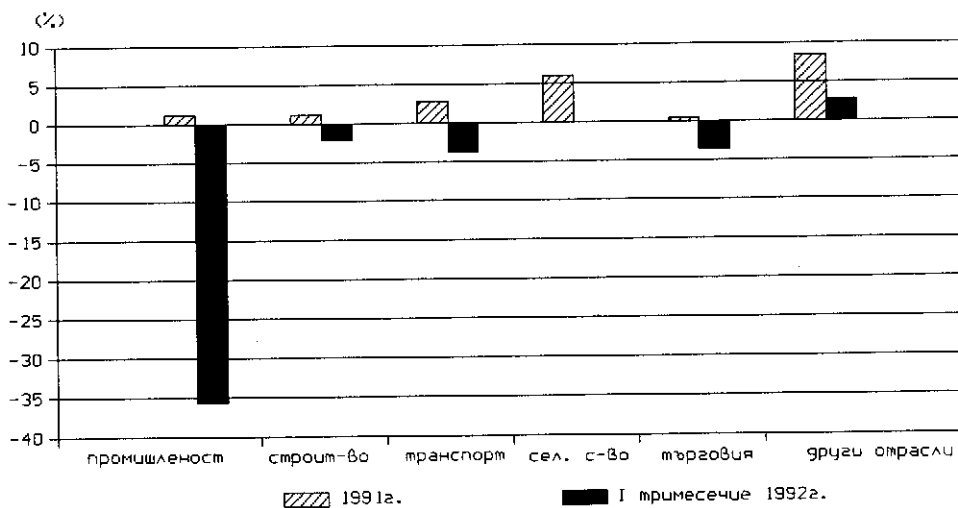
Причина и фон на горните тенденции е тежкото финансово състояние на предприятията. Нетната рентабилност на отраслите (печалба след облагане - загуба) е на много ниско равнище. За промишлеността през 1991 г. тя е едва 1.16%. В началото на 1992 г. е регистриран истински срив, като нетната рентабилност в отрасъла е силно отрицателна (-35.69%).

Сред съвкупността от 5476 фирми 2075 (37.4%) са завършили първото тримесечие на 1992 г. с печалба и 3092 (56.5%) със загуба. (309 фирми не са посочили нито печалба нито загуба). Средната норма на рентабилност на печелившите фирми (оценена като печалба след облагане/съвкупни приходи) е едва 5.28%, като съществува силно изразена концентрация в интервала 0.01 - 5%. В същото време при 14.6% от фирмите, регистрирали загуба тя е над 50% от съвкупните приходи.

Възможно е този срив да е частично предизвикан от действието на някои сезонни и счетоводни фактори. Но при всички случаи финансовото състояние на фирмите отразява в по-голяма степен тяхната структурна нежизнеспособност, отколкото временни конюнктурни причини.

Нетна норма на печалба по отрасли

(печалба-загуба)/обща приходи

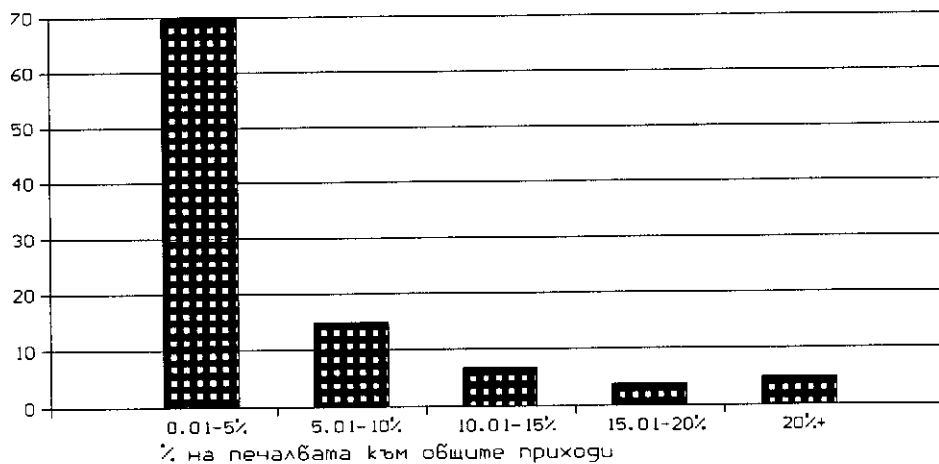


източник: НСИ, АИПР

Разпределение на печелившите фирми според тяхната рентабилност

(I тримесечие на 1992 г.)

% от 2075 фирми



източник: НСИ, АИПР

Посочените тенденции водят до заобикаляне от страна на стопанските агенти на обявените рестрикции. За да се избегне недостатъчната ефективност на паричната рестрикция очевидно е необходимо прилагане на действащи процедури за обявяване на фалит. Те ще дадат възможност на банките да обявяват в ликвидация нежизнеспособните предприятия и да прекратяват отпускането на кредити на стопански единици, които имат просрочени задължения.



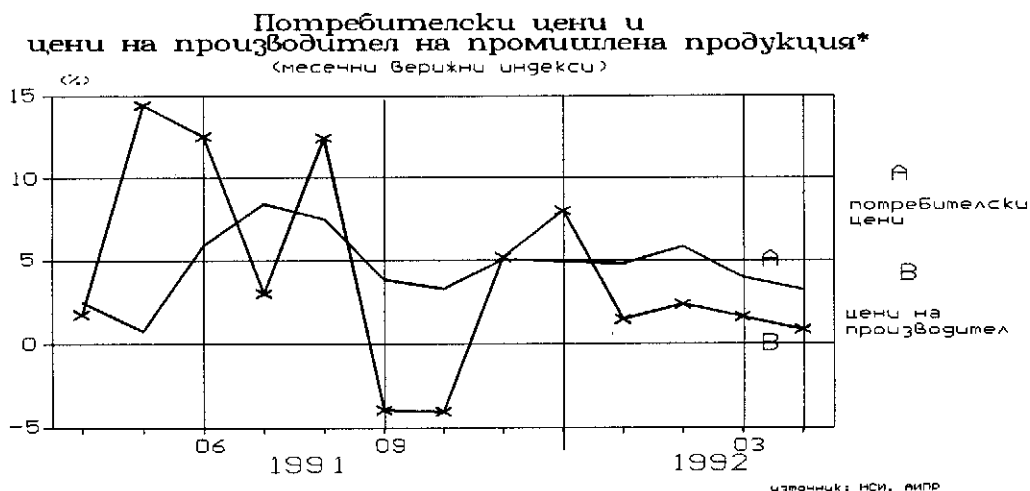
### III. ИНФЛАЦИОНЕН ПОТЕНЦИАЛ

От точната оценка за характера на инфлацията до голяма степен зависи конфигурацията на макроикономическата стабилизационна политика. В последно време беше изказана хипотезата, че една от причините за претягане на рестриктивната политика в източноевропейските стабилизационни програми е именно неточното определяне на източника на инфлацията. Счита се поспециално, че структурата на стабилизационните програми е насочена срещу “инфлация на търсенето” (demand-pull inflation), докато в хода на стабилизацията тя се е превърнала в “инфлация на разходите” (cost-push inflation).

В конкретните български условия становището относно характера на инфлацията и величината на инфлационния потенциал е от съществено значение за точното прицелване (targeting) на паричната политика и в частност момента на промяната на основния лихвен процент.

#### 1. Характер на инфлацията

В началната точка на стабилизацията основната цел беше да се въздейства върху всички компоненти на съвкупното търсене с цел преодоляване на паричната свръхликвидност и подавяне на инфлационните очаквания. Деликатният въпрос за промяна в курса на стабилизацията възникна още в средата на 1991 г. Твърдението, че оживление е възможно още тогава се опираше на виждането, че икономиката работи в “кейнсиански” режим и неинфлационното стимулиране на съвкупното търсене е допустимо. Становището, което формулира по този повод АИПР бе, че условия за оживление на икономиката не са налице и нейното преждевременно стимулиране би довело до крайно негативни резултати.



\* Построен в АИПР на основа на изходна информация на НСИ

Както и в останалите източноевропейски страни, проблемът за обяснение е “остатъчната инфлация”, която се поддържа след първоначалния ценови шок. В България тя е от порядъка на 3-5% месечно и надхвърля формулираните в програмата очаквания. Продължителното поддържане на подобно абсолютно равнище на инфлация е свързано до голяма степен със структурните параметри на икономиката и едва ли ще може да се свали в близко бъдеще.

В наблюдаваната динамика на инфлацията се съдържат няколко основни компонента.

**Елементи на “инфлация на разходите”.** Количествените оценки за деветмесечието на 1991 г. показват, че основната част (79.8%) от растежа на цените на производител в промишлеността се дължат на растежа на използваните суровини, материали, горива и енергия. Делът на разходите на труд през годината намаля. Разходите на труд в единица продукция (unit labor costs) започнаха да нарастват едва след силната първоначална рестрикция от първото полугодие на 1991 г.

Значителният ръст на реалната работна заплата през последното тримесечие на 1991 г. без някакъв забележим ръст в производителността на труда също се вписва в определението за този тип инфлация.

Накрая, неразрушеният регионален (а в редица случаи и национален) монопол на много производители им позволява да прехвърлят върху потребителите почти целия товар от повишената себестойност.

**Рязко изменение в условията на търговия.** Този фактор допълва останалите източници на “инфлацията на разходите”. След неблагоприятния за България шок от 1990 г., причинен главно от разпадането на ценовата система на СИВ и от кризата в Персийския залив, от втората половина на 1991 г. индексът на условията на търговия бавно се покачва. Въпреки че цените на нефта спаднаха до равнището си от първата половина на 1990 г., той едва ли се е възстановил в същата степен. Това е така поради общото спадане на цените на българския износ, причинено от нахлуването на голям брой нови износители в бранша (които често търгуват в условия на ниски информираност и пазарни умения), и от рязката девалвация на лева през 1991 г. Властите в България контролират минималните експортни цени на твърде ограничен кръг стоки (месо и живи животни, млечни продукти, дървен материал) и поради това не могат да влияят сериозно върху този процес.

Все пак вероятната тенденция на индекса продължава да бъде бавно възходяща поради повишаването на реалния курс на лева спрямо долара от началото на годината. Това ще принуждава износителите да търсят все по-високи цени на своята продукция, за да избягват загуби.

**Елементи на “инфлация на търсенето”.** Сред компонентите на крайното търсене изявена възходяща динамика през втората половина на 1991 г. имаше единствено износът. Въпреки значителното нарастване на работните заплати през този период, то не се изрази в статистически отчетен прираст на личното потребление. Както беше отбелязано, вероятно част от този прираст е пренасочена към (неотчетено) потребление в частния сектор.

Вярно е, че нарастването на личните доходи имаше до голяма степен компенсационен характер по отношение спада от първото полугодие на 1991 г. Но от гледна точка на ефекта е от значение и **скоростта** на промяната, която беше значителна през последното тримесечие на 1991 г. Въпреки че през първите два месеца на 1992 г. беше регистриран лек спад в средната реална работна заплата, през март тя отново рязко нарасна.

Ограничаването на кредита през годината беше едно от основните средства за ограничаване на търсенето. В тази насока действаха също така “замразяването” на ликвидни средства в срочни депозити и нарастването на спестяванията. Заобикалянето на кредитните рестрикции чрез междуфирмения кредит и превишаването на кредитните тавани частично са неутрализирали тези ефекти върху търсенето. Освен това неликвидността на срочните депозити е твърде условна: при относително слаби изменения в лихвите или в инфлацията тези депозити биха могли бързо да се трансформират в силно ликвидни средства.

Тази динамика ни дава основание да твърдим, че елементи на “инфлация на търсенето” биха могли да се появят, макар че количественото им влияние върху общата инфлация не е достатъчно изяснено. Твърде вероятно е едно рязко нарастване на доходите (независимо от неговия източник) да има определен инфлационен ефект. Той ще бъде подсилен ако се стигне до “откачане” на котвата на спестяванията чрез преждевременно намаляване на основния лихвен процент.

**Инфлационни очаквания.** В българската инфлация несъмнено присъствуват “инерционни” или “защитни” компоненти. АИПР винаги

е твърдяла, че инфлационните очаквания на стопанските агенти са жизнени. Това се потвърждава и от периодичните анкети сред стопанските ръководители, които всеки месец свидетелствуват за активни инфлационни очаквания. Наличието на такъв елемент се подхранва естествено и от плаващия валутен курс.

Като инерционен фактор за инфлацията може да се определи и резкия първоначален скок на цените. Ако другите номинални величини в икономиката (пари, кредит, заплати) проявяват тенденция да догонват прекомерния скок на цените, инфлацията може да добие инерционен характер.

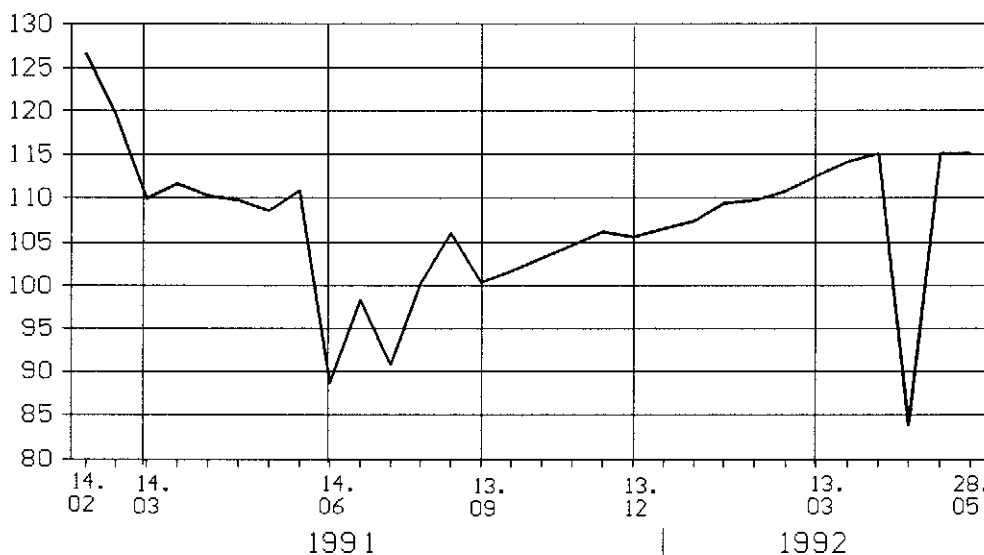
## **2. Източници на еднократни инфлационни импулси**

Подходът, който възприе през 1991 г. правителството при либерализацията на цените се характеризираше с известна етапност в освобождаването на ценовия контрол. Тези етапи бяха маркирани главно от отпадането на ценовите ограничения за хранителните стоки и за енергийните продукти, които в миналото бяха най-силно субсидирани. Обхвата на етапите бе различен, като основната част от либерализацията бе осъществена през февруари 1991г. Единствено енергийните продукти (електро- и топлоенергия, газ пропан-бутан, въглища и нефтопродукти) и комуналните услуги, които съставляват по-малко от 10% от общата стойност на стокооборота на едро и дребно за 1989г. останаха под пряк ценови контрол. През 1991г. за енергийните продукти бяха регистрирани две ценови адаптации - през февруари и юни, при което вътрешните цени на петролните продукти се изравниха с международните. Цените на електро- и топлоенергията се приближиха до световните цени, но останаха под техните равнища и дори под вътрешните производствени разходи. С повишението на цените на енергията през юни на практика бяха премахнати субсидиите за петролните продукти и електричеството, като само отоплението и вътрешния транспорт продължават да бъдат субсидирани. Цените на хранителните стоки се повишиха значително през февруари и отчасти през август.

При всяка постъпкова либерализация на цените в контролираните стоки се акумулира определен инфлационен потенциал, който в даден момент се освобождава "дискретно" и предизвиква по-голям или по-малък ценови шок. Основните евентуални източници на "дискретна"

инфлация понастоящем се съдържат в контролираните под някаква форма цени. Потенциалните инфлационни огнища са няколко.

Отклонение на фактическите от прогнозните цени  
на наблюдаваните стоки  
(прогнозни цени = 100)



източник: НСИ

**Наблюдаваните и контролирани от правителството цени на особено важни за жизненото равнище стоки и услуги.** Първоначално те включваха 14 групи стоки: хранителни стоки и такси за пътнически транспорт. Общата им стойност през февруари съставляваше 18% от стокооборота на дребно. За тях се определяха “прогнозни” цени, чието първоначално равнище бе средно 5 пъти по-високо от предишните административно определяни равнища. Прогнозните цени на практика имаха ориентировъчно значение за контролиращите органи, като праг за регулиране на рентабилността на съответните стоки и услуги, фактическите цени на които надхвърлят прогнозните.

От 1 май 1992г с ПМС +64/17.04.1992г. се повишиха цените на енергията, а наблюдаваните групи стоки бяха сведени до 7. Техните прогнозни цени бяха повишени с 20 до 44% за различните видове. Нарастването на цените на 7-те стоки, останали под контрола на правителството за първите 15 дни на май е 20%, а за втората половина на месеца те не се изменят, което може да се интерпретира като изчерпване на инфлационния потенциал на тази група стоки. Поради слабото платежоспособно търсене на населението от началото на годината само около 20-30 фирми са обявили повишение на цените си. Със същото

постановление се въведоха отново минимални изкупни цени на селскостопанските продукти, средно с 30% по-високи от последното им прогнозно равнище. Това означава, че те остават един от източниците на инфлационен потенциал в икономиката.

**Пределни цени (отстъпки)** на течните горива и въглеродородния втечен газ, които от втората половина на 1991г. се определят на всеки 15 дни от Националната комисия по цените на основата на средните международни цени и валутния курс на лева. За периода февруари-юни, пределните цени бяха повишени с 369 до 792% за промишлени нужди и със 125 до 343% за населението. (Покачването на цените на петролните продукти, както и на тези на енергията и въглищата само през месец юни беше със 70%). На практика цените на тази група стоки са приравнени към международните, но с влизането в сила на новата митническа тарифа от 1 юли 1992г. се очаква тя да е източник на известен инфлационен импулс.

**Фиксирани цени** на електро- и топлоенергия, въглища, газ пропан-бутан. За периода февруари-юни 1991г. цените на електро- и топлоенергията за стопански нужди се повишиха съответно със 786 и 1459%, а за населението - с 646 и 750%. Цените на едро на въглищата за същия период се повишиха с 2322%, а цените на дребно - със 1175%. Сцитираното по-горе ПМС цените на електро- и топлоенергия бяха повишени с още 35%. Това е основния инфлационен импулс, влиянието на който най-вероятно ще бъде отразено напълно в рамките на следващите 1-2 месеца.

**Въвеждане на нова митническа тарифа.** През втората половина на 1992г. отражение върху инфлацията за някои стокови групи може да окаже влизането в действие на новата митническа тарифа. Като цяло митническите ставки в нея са по-високи от досегашните. (По оценки на АИПР непретеглената средна митническа ставка е по-висока с около 9 пункта). Но премахването на 15%-та импортна такса ще компенсира това покачване.

Нарастването на инфлационните очаквания в краткосрочна перспектива се дължи на:

1° повишаването на цените на отпадналите от наблюдение и правителствен контрол стоки, както и очакваното значително нарастване на изкупните цени;

2° повишаването на цените на горивата и енергията, които са с универсално приложение и ще рефлектират върху покачването на цените на всички останали стоки;

3° бъдещото премахване на останалите субсидии за енергетиката. Това ще доведе до следваща корекция на цените на енергетичната продукция.

### **3. Прогноза за инфлацията и импликации за намаляване на лихвения процент**

Доколкото основната аргументация в полза на намаляването на лихвения процент почива върху твърдението, че инфлационният потенциал в икономиката е изчерпан, въпросът за очакваната инфлация се превръща в централен.

Очакванията на АИПР са, че дефлаторът на БВП през 1992 г. ще възлезе на 55-60%. Предвижданият растеж на потребителските цени към края на годината е от 80-90%. Тези оценки се основават на заложения в бюджета реален спад на БВП от 3.8%, а също така и на допускането, че правителството ще съумее да се придържа към ограничителната политика на доходите.

Макроикономическата ситуация в момента обаче допуска възможността за резки промени в тези прогнози. При сега действащите външни ограничения, чувствителността на инфлацията към промените в нейните компоненти, свързани с разходите или с търсенето са изключително високи. Доколкото лихвеният процент влияе и върху двата компонента, той следва да се променя при внимателно отчитане на няколко основни обстоятелства.

1° Неговото рязко снижаване би довело до изтегляне на спестяванията и непосредствен натиск на търсенето.

2° Снижаването на лихвите не би решило натрупаните проблеми със задлъжнялостта на предприятията. Платежоспособните фирми вече са "инкасирали" съществуващите лихви. За фундаментално неплатежоспособните подобно изменение не може да промени ситуацията.

3° Протичащият в момента, както и непосредствено предстоящият еднократен инфлационен импулс правят нецелесъобразно намалението на лихвите в непосредствена перспектива.

4° Засилване на компонентите на инфлацията, свързани с търсенето може да стане много бързо и да бъде провокирано от съществуващата в момента политическа и социална конюнктура. В

близко бъдеще то може да се свърже с увеличаването на номиналните пенсии и с евентуално ново ускорение в растежа на заплатите.

Приведените доводи не означават, че намалението на основния лихвен процент не е желателна цел. Очевиден е инфлационният ефект от високите лихви. Важно е също така възможното отражение на намалението на лихвите върху тези фирми, които са “на границата” на платежоспособността и при по-малко рестриктивни условия биха могли да се превърнат в достатъчно жизнеспособни.

**Намаляване на лихвите** би било целесъобразно например при неуспешен опит да се повлияе върху “инфлация на разходите” чрез рестрикция на съвкупното търсене. Затягането на монетарната рестрикция (намаляване на кредитните тавани) допринася за спада на производството. (Разбира се, в същото време тя потиска и инфлацията). Повишаването на цените на енергията и предстоящото въвеждане на новата Митническа тарифа имат характера на нов шок за съвкупното предлагане. При горните условия цените ще нараснат въпреки потискането на търсенето, а то на свой ред не би позволило на предлагането да се увеличи.

В подобна ситуация намаляването на лихвения процент би съкратило дела на разходите за лихви в себестойността и би дало възможност на притиснатите от слабото търсене фирми да съживят производството. Вследствие на това предлагането би се увеличило и би попречило на увеличеното търсене да ускори инфлацията, при едновременни положителни последици за производството. Страничен негативен ефект на този акт би било запазването на неефективно работещи фирми, но докато не се приеме действащ механизъм за фалитите на държавни фирми, икономическият натиск върху тях няма голям смисъл.

При всички случаи **намаляването на лихвените проценти следва да се осъществи единствено при наличието на всички необходими условия, каквито в момента не са налице.** Едно ненавременно отпускане на “официалната” рестрикция в паричната политика би означавало срутване на този относително най-стабилен елемент на досегашната стабилизация.

Намаляване на лихвения процент, съпроводено от декларации за изоставяне на високите лихви като основен антиинфлационен инструмент би се възприело като сигнал за изоставяне на рестриктивната стабилизационна политика.



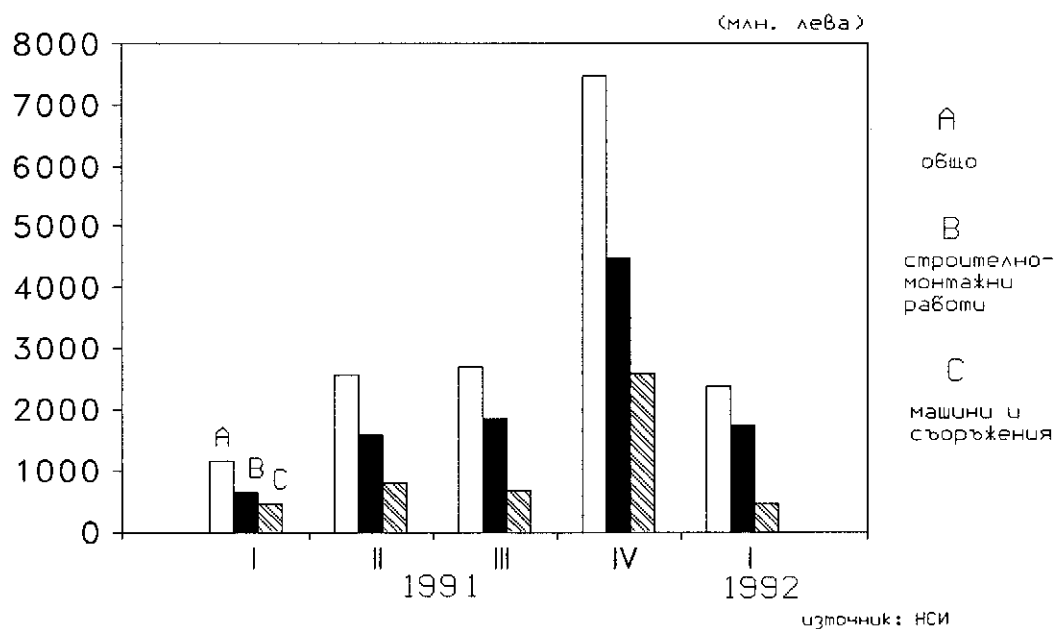
## IV. ПЕРСПЕКТИВИ ЗА ОЖИВЛЕНИЕ

### 1. Общи рамки на икономическия растеж

От макроикономическа гледна точка въпросът за възможното оживление на икономиката се свежда до оценката на два типа проблеми: потенциала за неинфлационен растеж на различни компоненти на съвкупното търсене; силата на ограниченията, свързани с предлагането и с външното финансиране на страната.

През 1991 г. всички фактори действуваха в посока на свиване на икономическия растеж. Те бяха усилены от външни шокове, чиито ефект през 1992 г. ще продължи да се чувствава, макар и не във такава форма. През настоящата година общата конфигурация на динамизиращите фактори в българската икономика не се е променила съществено. Тя се очертава от следните основни обстоятелства.

Обем на инвестициите  
(тримесечни данни)



1° Не може да се очаква съществен инвестиционен импулс, макар че известно оживление в тази сфера е възможно. Основните депресивни фактори са бюджетните рестрикции за държавните инвестиции и лошото финансово състояние на държавните предприятия. Като цяло негативно въздействие ще оказват кредитните

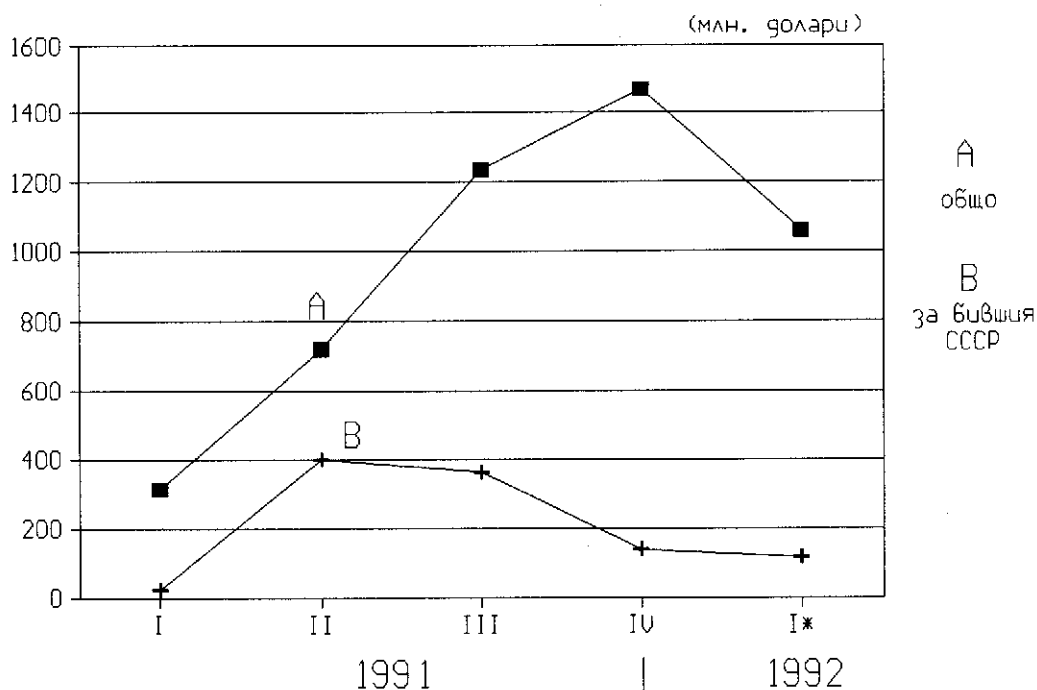
ограничения. Определен резерв в това отношение може да се породи от преразпределение на кредитните потоци към нефинансовите предприятия и от средствата на Държавния фонд за реконструкция и развитие. Очакваният приток на преки чужди инвестиции е несъществен. Основният положителен принос може да дойде от частния сектор, без да сме в състояние да го оценим количествено.

2° Общата тенденция в **изменението на запасите** засега е към намаление, което означава, че този компонент няма да има принос в растежа на БВП.

3° **Личното потребление** ще се развива в рамките поставени от изменението на реалните доходи и спестяванията. При заложените цели за растеж на работната заплата и пенсиите и при досегашната лихвена политика не може да се очаква съществено нарастване на потреблението. Неговият прираст ще бъде отново подхранен от субституция на доходите, от нови източници и от неотчетени доходи, както и от евентуално преодоляване котвата на доходите.

### Износ в конвертируема валута

(тримесечни данни)

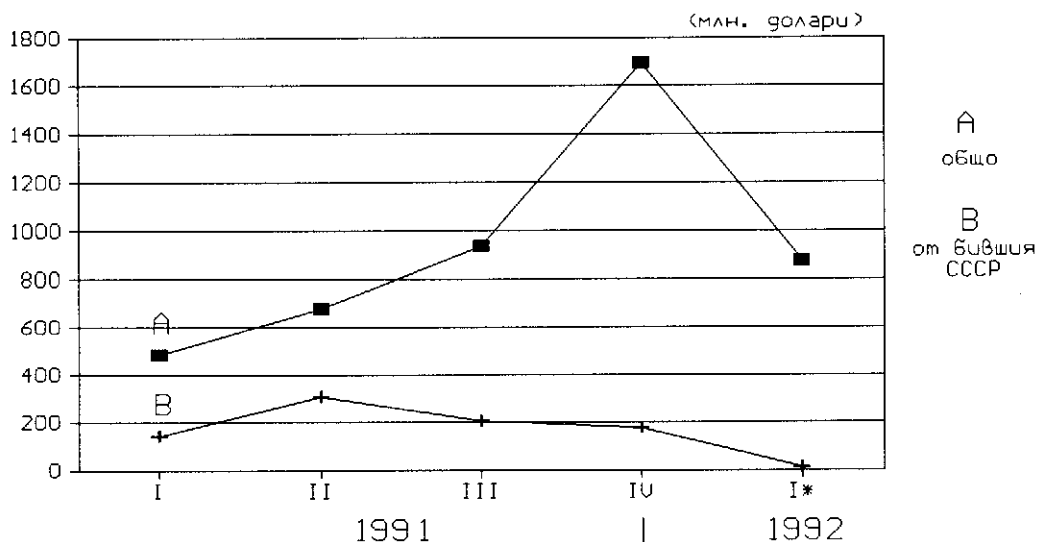


източник: БНБ

\* Предварителни данни

Внос в конвертируема валута

(тримесечни данни)



източник: БНБ

\* Предварителни данни

4° За 1992 г. нуждите от **внос** вероятно ще нараснат във връзка със ситуацията в селското стопанство. Известна необходимост от инвестиционен внос може да възникне и във връзка с изразходването на средствата на Държавния фонд за реконструкция и развитие.

В това отношение отново (както и през 1991 г.) основният ограничител ще са възможностите за външно финансиране. В характера на макроикономическата политика през настоящата година няма изменение, което означава, че тя ще поставя вноса (а оттук и възможностите за растеж) в рамките на достъпното външно финансиране. Едно непредпазливо негово ускорение би довело до подкопаване на валутните резерви, до обезценка на валутния курс (т.е. до инфлационен импулс) или в краен случай - до въвеждане на административни ограничения.

5° В рамките на стабилизацията "степената на свобода" за икономиката идва от нейните възможности да реализира експортна експанзия. Но и това е относителна свобода, доколкото българският износ е силно импортотоемък.

Посочените обстоятелства определят общия средносрочен потенциал на растежа. Те не изключват реструктуриране в динамизиращите фактори, активизиране някои от тях или дори определено оживление, поддържано от действието на краткосрочни фактори.

## 2. Външно финансиране

Втора година България запълва финансовия недостиг в своя платежен баланс чрез финансиране от официалните институции. Както показва миналогодишния опит, то постъпва в по-малки обеми от очакваното и не в предварително определения график. Тези обстоятелства се превърнаха във важен ограничител пред краткосрочните възможности за растеж през '91г.

Общата нужда от външно финансиране за 1991 г. възлезе на 3.1 млрд.дол. От тази сума 2.4 млрд.дол.бяха разсрочени и отложени плащания по външния дълг. Оставащият финансов недостиг от 0.7 млрд.дол. безапълен от международните финансови институции. Това е значително по-малко от очакваните 1.6 млрд. дол. в началото на 1991 г.

Общата нужда от външно финансиране за 1992 г. се оценява на 2.6 млрд. дол., като разсрочените плащания по дълга са 1.5 млрд. дол. Финансовият недостиг се оценява на около 1 млрд.дол. и той е най-големия сред източноевропейските страни, нуждаещи се от официално финансиране.

Ако финансирането на платежния баланс определя краткосрочните възможности за растеж, средносрочния потенциал се задава от проблема за външния дълг.

Невъзможността на страната да обслужва външния си дълг, намерило израз в мораториума върху плащанията през 1990 г., пресече почти напълно финансовите потоци към България от страна на неофициални източници. Дори нормалното търговско финансиране на стокообмена е силно ограничено. Този факт има негативно отражение върху външното търговския стокообмен, защото налага 100% предварително заплащане на вноса и значително забавяне на постъпленията от реализиран износ.

Кредитите от международните финансови институции служат главно за поддържане на валутните резерви на централната банка на задоволително равнище, осигуряване на най-важните суровинни баланси на страната и (до известна степен) за стабилизиране курса на лева. Инвестиционното външно финансиране се изчерпва с 70% от частта от официалните кредити, постъпваща в Държавния фонд за реконструкция и развитие и с далеч по-малкия обем на преките чуждестранни инвестиции (55

млн. дол. през 1991 г.). Неуреденият проблем с външния дълг действа силно възпиращо върху последните, макар и да не е единствената сериозна причина за малката им величина. Тъй като вътрешните инвестиционни ресурси от своя страна са ограничени поради неразвитостта на частния сектор и структурните проблеми с бюджетния дефицит, niskият дял и обем на предназначения за инвестиции външни капиталови потоци на практика лишава страната от надежди за бързо възстановяване на икономическия растеж.

Тези проблеми обаче са неизбежни, тъй като България няма физическата възможност да започне да обслужва дълга си без неговата радикална редукция и реструктуриране. Преговорите с Комитета на банките-кредиторки навлязоха в сложен етап на обсъждане и съгласуване на основните принципи за решаване на въпроса. Българската страна представи финансов пакет, съобразен с предполагаемата финансова поддръжка от страна на МВФ и Световната банка. Той почива върху принципите на всеобхватно и едностъпково споразумение, включващо редукция на по-голямата част от сегашната задлъжнялост.

### 3. Перспективи за оживление, опиращо се на износа

През втората половина на 1991 г. беше регистрирано чувствително ускорение на износа (извън обмена със страните от бившия СССР), което се потвърди от резултатите за първото тримесечие на 1992 г. То се осъществи на много ниско абсолютно равнище и възможностите за неговото прерастване в общо икономическо оживление "теглено" от износа е в тясна зависимост от перспективите на основните ни пазари.

**Общност на независимите държави.** Делът на тази група новосъздадени държави в нашия износ спада от 1989 г., но все още е най-висок. 1992 г. няма да промени тази тенденция. Намиращите се в начална фаза на стабилизацията републики от европейската част на ОНД се сблъскват с идентични на българските проблеми през 1991 г. по отношение на предлагането. Суровините и материалите, необходими на българската икономика са включени в индикативните списъци с Русия и Украйна. Всяка търговия извън тези списъци е затруднена от niskия курс на клиринговия долар от една страна и от административни и икономически ограничения от друга.

**Източна Европа.** След разпадането на СИВ износът на България за този район бързо спадна до възможния минимум (200-250 млн. долара). Явно е, че тези страни не са образували някакъв нов икономически обособен район в Европа. Основна детерминанта на българския износ за този регион през 1992 г. ще бъде погасяването на пасивните салда - остатъци от търговията в рамките на СИВ. В този смисъл курсът от 3.50 лв. за преводна рубла е недостатъчен стимул за износителите. За успешното стоково погасяване на тези салда е необходим допълнителен импулс от страна на бюджета, може би за сметка на 20-те процента от Държавния фонд за реконструкция и развитие, определени за подпомагане на експорта.

**Търговията на страната с Третия свят** е негативно засегната от две групи причини. Политическите причини са свързани с Ирак, Либия и отчасти Сирия. (Най-вече по линия на драстичното намаляване на износа на оръжие за тези страни). Икономическите се свеждат до тяхната неплатежоспособност. Тя е подкопана поради невъзможността да се продължи износът на кредит, поради силната потребност от ефективна валута или равностоен внос и високата степен на задлъжнялост на някои страни към България. Няма основания да се очаква някакъв експортен "бум" по това направление.

Единствената качествена перспектива за българският износ е **направлението ОИСР и най-вече Западна Европа**. Относителният дял на страните от ОИСР в българският износ се е увеличил повече от 2 пъти през 1991 г. спрямо 1989 г., което се дължи отчасти на промените във валутните курсове. Тласък в търговията с развитите страни би могъл да дойде след успешното приключване на преговорите по асоциирането на България към ЕО, което се очаква да стане до средата на 1993 г. Очаква се то да доведе до известно увеличаване на квотите за не най-конкурентните български стоки, намаляване на митата и снемане на редица нетарифни ограничения. Асиметричният принцип на снижаване и премахване на митническите и други прагове пред търговията между България и Европейските Общности се очаква да подобри търговското салдо с тази група страни.

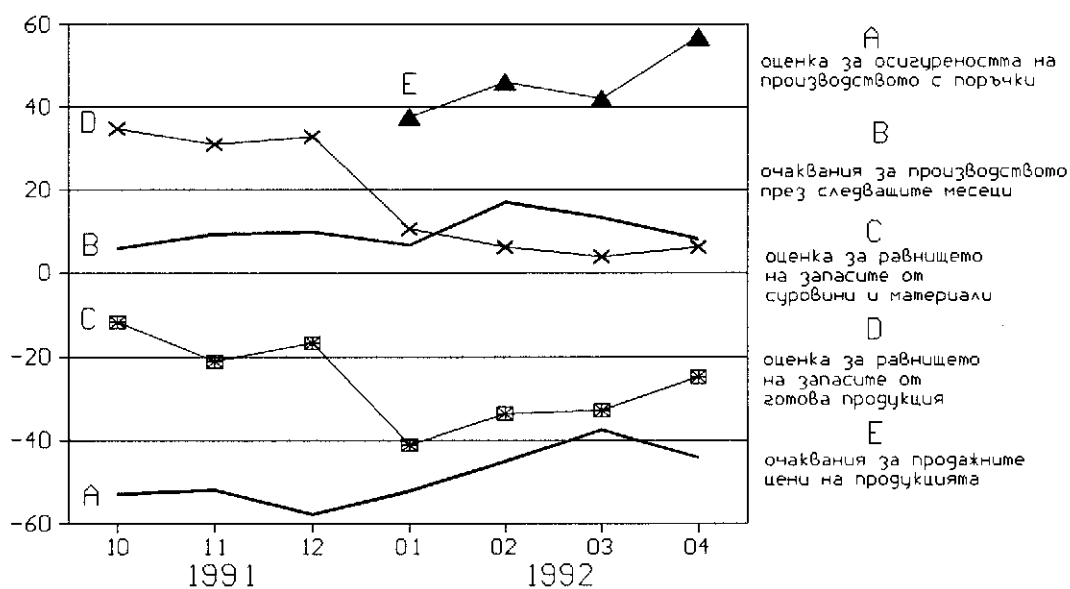
Обобщавайки направените изводи, очакванията за развитието на експорта в близко бъдеще са умерено благоприятни. За 1992 г. може да се очаква известно нарастване в сравнение с 1991 г., а през 1993-1995 г. (ако реалният валутен курс на лева не се повиши значително) умерен растеж в рамките 2-4% годишно.

#### 4. Микроикономическа оценка на възможностите за оживление

Вероятността за оживление може да се оцени и през специфичната гледна точка на очакванията на стопанските ръководители. Тази чисто субективна гледна точка не трябва да се надценява, но не следва и да се губи информацията, която тя дава. Неин основен източник са провежданите вече седми месец конюнктурни анкети сред директорите на държавните промишлени предприятия. Конюнктурните анкети се осъществяват от НСИ, по методика, разработена съвместно с АИПР.

Оценките в анкетите се дават в тристепенна скала на измерване: под нормалното, над нормалното и нормално (за равнището на запасите) и увеличение, намаление и без изменение за останалите групи въпроси. От значение е разликата между процентите на отговорите “над нормалното” и “под нормалното” (или “намаление” или “увеличение”) в зависимост от групата въпроси, за която се отнася отговора. Отговорите “нормално” или “без изменение” не се вземат под внимание, въпреки че могат да се имат предвид при интерпретацията на резултатите от анкетите.

Резултати от конюнктурните анкети  
в промишлеността\*



източник: НСИ, АИПР - конюнктурни анкети

\* (% от фирмите с положителна оценка или очаквания - % от фирмите с отрицателна оценка или очаквания)

Към интерпретацията на регистрираните от анкетите тенденции следва да се подхожда внимателно, доколкото характера на съдържащата се в тях информация е все още слабо изучен. Тук ще приведем само основните изводи, които се налагат от отчетливите промени в отговорите през последните месеци. Те са полезен елемент в преценката на общия стопански "климат" и на вероятните **краткосрочни** перспективи пред производството. Основните изводи са следните.

1° От началото на 1992 г. се забелязва изразена тенденция към намаляване на свръхзапасите от готова продукция, която се потвърждава и от отчетните данни на НСИ. Тя се отнася както за продукцията за вътрешния пазар, така и за експортната. От гледна точка на развитието на конюнктурата това говори за адаптация на производителите към реалния обем на пазара и за една по-силна чувствителност към бариерата на търсенето. Намалението на свръхзапасите от готова продукция по принцип позволява да се реагира по-бързо на евентуално оживление на търсенето.

2° Проблемът с "тесните места" в предлагането не е окончателно преодолян, както се вижда от силно преобладаващите отрицателни отговори за осигуреността със суровини и материали.

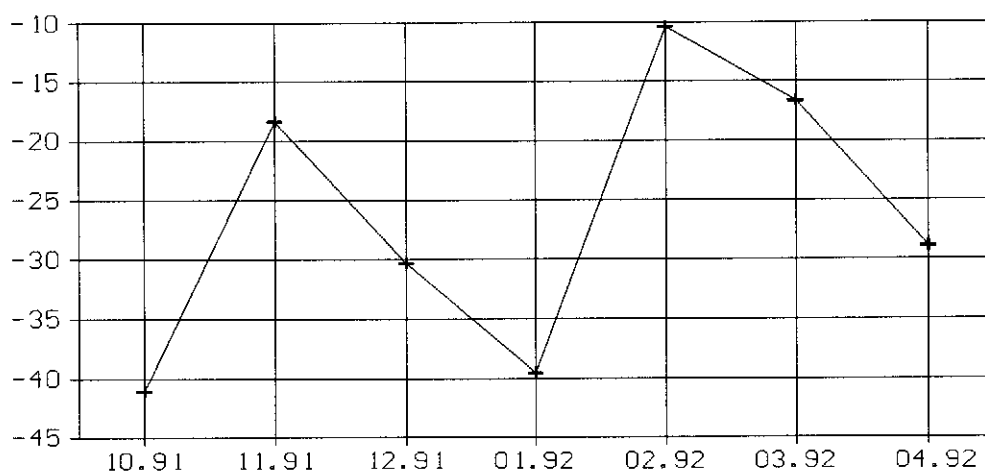
3° Конюнктурните анкети не дават пряко основание да се очаква оживление в производството. Отговорите на този въпрос са близки до пълната неутралност и отразяват доминиращи депресивни настроения. По-изразена динамика имат оценките за осигуреност с поръчки, които регистрират определено "подобрене" в рамките на общия песимизъм. Продължава да преобладава отрицателната оценка за текущите продажби и производство.

4° Най-изразени са очакванията за повишение на цените, което показва стабилните инфлационни нагласи.

5° Определен оптимизъм може да се долови в отговорите на въпросите, свързани с перспективите за износа.



АГЕНЦИЯ ЗА ИКОНОМИЧЕСКО ПРОГРАМИРАНЕ И РАЗВИТИЕ:  
Барометър на икономическите очаквания (БИО)



източник: АИПР

На основата на конюнктурните анкети АИПР изчислява обобщаващ Барометър на икономическите очаквания (БИО), който измерва посоката на изменение на очакванията на стопанските ръководители към оптимизъм или песимизъм. (Вж. Месечен конюнктурен обзор на АИПР за март 1992 г.). Границите на неговите изменения са от -60 до +60. Долната граница отговаря на “пълен песимизъм”, а горната - на “единодушен оптимизъм”.

Динамиката на БИО не дава основание да се счита, че има някаква решаваща промяна в стопанския климат през изтеклите месеци. Като “типично” може да се прецени равнище на барометъра около -20/-30, което отговаря на стабилни депресивни настроения. Ако все пак може да се говори за тенденция, то тя е към леко изместване равнището на барометъра в положителна насока през последните три месеца.

Обобщаващият извод от динамиката в отговорите на конюнктурните анкети до момента е, че за изразено влошаване или подобрене на настроенията не може да се говори. Преобладаващата нагласа по повечето параметри обаче е към слабо положително развитие. Тази оценка сериозно се разминава с отчетните данни за финансовото състояние на фирмите. Нашето мнение е, че конюнктурните анкети отразяват преди всичко оценките за “физическия” и пазарния потенциал на фирмите, докато обективната статистическа информация говори за общите платежни проблеми в икономиката

## **ИЗДАНИЯ НА АГЕНЦИЯТА ЗА ИКОНОМИЧЕСКО ПРОГРАМИРАНЕ И РАЗВИТИЕ**

### **Серия "Анализ на икономическата политика"**

1. Доклад за хода на стопанската реформа и задачите на икономическата политика до края на 1991 г. (юли 1991 г.)

2. Р. Аврамов (рег.) - Икономическата стабилизация в България през 1992 г. (юни 1992 г.)

3. Bulgaria - The Economic Situation and Outlook. The Status of the Reform Process (May 1992)

### **Серия "Икономически изследвания"**

1. М. Ненова - Изпълнение на бюджета през 1991 г. и изводи за бюджетната политика през 1992 г. (март 1992г.)

2. М. Жечева, Р. Аврамов, В. Чавдаров - Инфлацията и лихвеният процент през 1991 г. (март 1992г.)

3. Ст. Бързашки - Заетостта и безработицата в процеса на стабилизация. (март 1992 г.)

4. Н. Георгиев, Н. Господинов - Паричната политика: механизми и резултати (март 1992 г.)

5. Р. Инджова - Приватизацията в България. (юли 1992г.)

6. М. Жечева, Н. Милева - Ценовият контрол и инфлацията в България през 1991-1992 година (ноември 1992г.)

7. К. Генов - Паричната политика през 1992г.: инструменти и резултати. (април 1993г.)

8. М. Ненова - Регулиране на работната заплата: опитът на България през 1991 - 1992г. (април 1993г.)

9. N. Gueorguiev - Some Tests of Random Walk Hypothesis for Bulgarian Foreign Exchange Rates. (August 1993).

### **Серия "Конюнктурни обзори"**

1. "В годината на желязната овца" - конюнктурен обзор на българското стопанство за 1991 г. (декември 1991г.)

2. Годишен доклад за състоянието на българската икономика през 1992 г. (декември 1992 г.)

3. Месечни конюнктурни обзори (от октомври 1991г.)

4. Тримесечни конюнктурни обзори (от I тримесечие на 1992 г.)

### **"Месечен бюлетин на АИПР"**