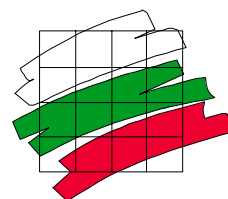


БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА: СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

**ИКОНОМИКАТА НА БЪЛГАРИЯ
ПРЕЗ 2006 ГОДИНА**

годишен доклад

АГЕНЦИЯ ЗА
ИКОНОМИЧЕСКИ
АНАЛИЗИ И
ПРОГНОЗИ



Съдържание

БВП 5

Инвестиции 11

Потребление 13

Безработица 19

Банков сектор 23

Платежен баланс 29

Ценова динамика 33

Държавен бюджет 35

Капиталов пазар 39

Какво да очакваме след присъединяването на България към ЕС 41

Развитието на българската икономика през 2006 г. премина под знака на очакванията за решението на Европейската комисия (ЕК) за точната дата на присъединяване на България и Румъния към Европейския съюз (ЕС) и оценката от страна на европейските институции за постигнатия от страната напредък в изпълнението на ангажиментите, поети в процеса на преговори за членство в ЕС. Тази оценка бе представена в два доклада на ЕК – първият от 16 май, а вторият – от 26 септември 2006 г.

Първият доклад отчиташе постигнатия от България напредък, но не посочи дата за пълноправно членство на страната в ЕС. В доклада от 16 май бе изказано мнение, че България ще бъде подготвена за членство към 1 януари 2007 г., при положение, че тя реши редица важни въпроси. Беше посочено, че е необходим по-нататъшен напредък в борбата срещу корупцията и реформата в съдебната система, както и в още шест области, предизвикващи сериозно безпокойство.

В доклада си от 26 септември ЕК препоръчва присъединяване на България към ЕС от 1 януари 2007 г. Докладът описва напредъка, постигнат от България от май до септември, като се съсредоточи върху областите, определени в майския мониторингов доклад като изискващи незабавни мерки или допълнителни усилия. ЕК потвърди, че през този период е постигнат допълнителен напредък в подготовката за членство и че България „демонстрира решимост да прилага принципите и законодателството на ЕС от 1 януари 2007 г.“ Едновременно с това, ЕК анализира съществуващи слабости в подготовката на страната за членство и набеляза мерки, необходими за тяхното преодоляване.

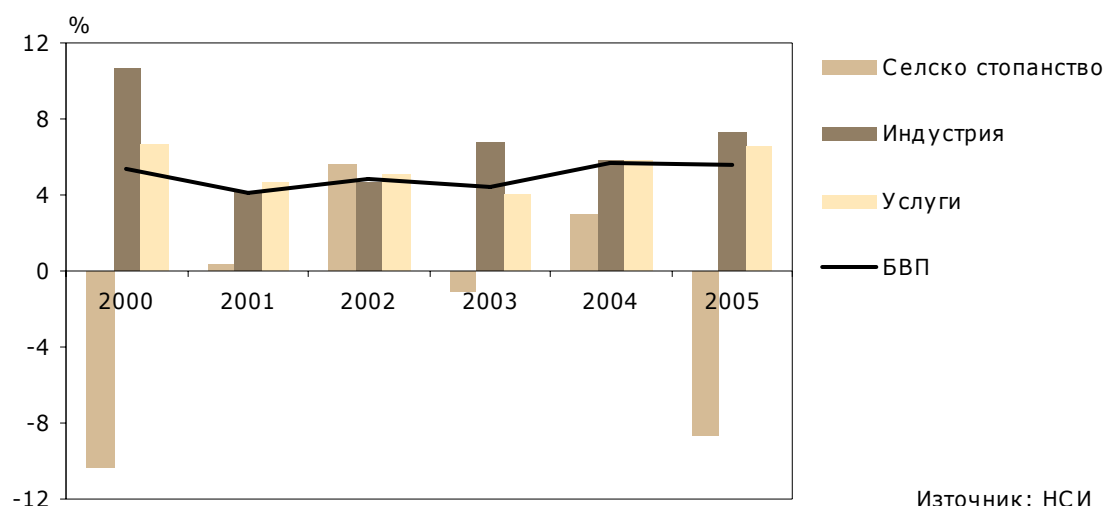
През изтеклата година в България бяха положени много усилия за изпълнение на препоръките на ЕК, изложени в двата доклада. Като резултат, към момента българското законодателство в много голяма степен е хармонизирано с европейското. Една от последиците на процеса на транспониране е въвеждането в българската правна действителност на най-новите достижения на европейската правна мисъл – бяха въведени норми, доказали своята яснота и ефективност. Освен това, с приемането и влизането в сила на Административно-процесуален кодекс, Данъчно-осигурителен процесуален кодекс, Кодекс за застраховането и Наказателно-процесуален кодекс бяха направени важни стъпки към систематизиране и подобряване качеството на българското законодателство. Правят се стъпки не само в посока приемане на ново законодателство, съгласно поетите в преговорния процес ангажименти, но и за прилагането на вече приетите закони – приемат се съответните подзаконови нормативни актове и се изграждат необходимите административни структури, които ще осигурят ефективното и точно прилагане на новоприетите норми. ▼

БВП

От 1998 г. насам България навлезе в период на устойчив икономически растеж. Девет години подред българската икономика регистрира постоянно нарастване на brutния вътрешен продукт (БВП), като през последните две години се наблюдава процес на неговото ускоряване. За периода 2001-2004 г. средногодишният растеж на българската икономика беше около 5%, а през 2005 г. той достигна стойност от 5.5%. Очакванията са през 2006 г. растежът на БВП да се ускори допълнително, като според прогнозата на АИАП неговата стойност ще е около 6%. В същото време средният ръст на икономиките от ЕС 15 бе 1.5% за 2005 г., а очакванията за 2006 г. са растежът на БВП на ЕС 15 да се ускори до 2.6%. Ако тази динамика се запази или дори българската икономика още повече ускори темповете си на растеж през следващите години (с други думи успешно използва преимуществата от включването си в единния европейски пазар), това би било добра предпоставка за успешна реална конвергенция с останалите икономики на ЕС.

Най-динамичният сектор на българската икономика в последните години е индустрията. За периода 2002-2005 г. тя отбелязва средногодишен ръст от 6.1%, докато средногодишното увеличение в сектора на услугите за същия период възлиза на 5.3%.

Растеж на БВП по икономически сектори



През последните две години се наблюдава промяна както в темпа на растеж на индустрията, така и в нейната структура. Нарастването в сектора се ускори и превиши средното за периода 2001-2004 г., като достигна 7.3 и 8.9% на годишна основа съответно през 2005 г. и първото полугодие на 2006 г. За високия растеж на индустрията са допринесли както нарастването на международните цени на стоки с голям дял в износа на страната, така и силното развитие на строителството, което определя добрите резултати на свързаните с него отрасли.¹

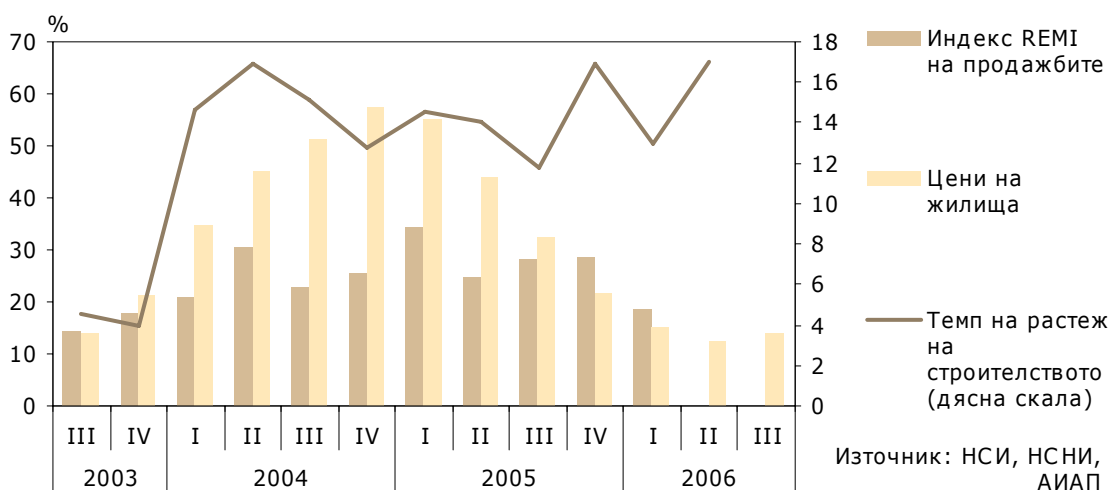
Темпът на растеж на строителството се ускори до 15.2% през първото полугодие на 2006 г. Предприемачи в сектора обясняват повишената активност на пазара на имоти с очакванията за предстоящото влизане в ЕС от началото на 2007 г. Все повече се търси земеделска земя и земя в промишлени райони във връзка с навлизането на нови големи инвеститори в страната. Наблюдава се и увеличение на дългосрочните инвеститори за сметка на финансовите инвеститори.

¹ Производство на цимент и вар и изделия от бетон, метални изделия и дограма за строителството, трошен камък, чакъл, пясък и глина.

За разлика от строителството на бизнес сгради, строителството на хотели и жилищното строителство изглежда са изчерпали до голяма степен своя потенциал. С около 50% е нараснало предлагането на хотели за продажба по Черноморието. Причина за сравнително голямото предлагане са неоправданите очаквания на инвеститорите за бързо възвръщане на средствата. Навлизането на пазара на чужди купувачи също стимулира строителството на подобни комплекси през последните години. Търсенето обаче е насочено предимно към ваканционни комплекси, закупени с инвеститорска цел. По тази причина голяма част от строителните предприемачи вече се въздържат да инвестират в хотели и се преориентират към апартаментни комплекси от затворен тип.

Показатели в строителството

(изменение спрямо съответното тримесечие на предходната година)

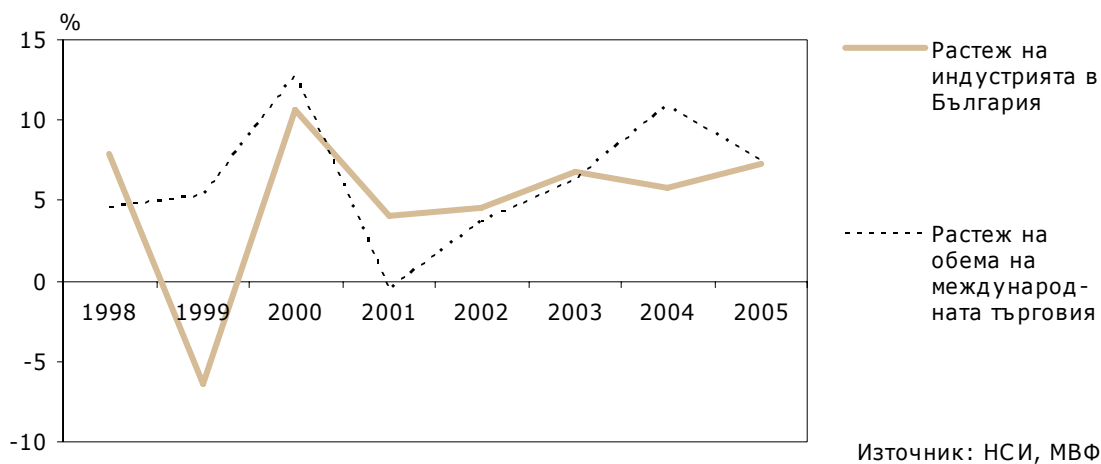


Освен строителството и свързаните с него отрасли, структуроопределящи за индустрията са металургията, производството на рафинирани нефтопродукти, текстилната и шивашка промишленост, хранителната промишленост и снабдяването с електро- и топлоенергия, газ и вода. В тези пет отрасли се реализират близо 2/3 от промишлените продажби. Металургията, производството на рафинирани нефтопродукти, текстилната и шивашка промишленост са експортно ориентирани и това определя високата обвързаност на българската икономика с международната конюнктура.

Факторите, които определят високата индустриална активност през последните две години, са добрата международна конюнктура и високият растеж на строителството. Растежът на промишлените продажби се дължи основно на отрасли, свързани със строителството, като добив на неметални суровини и производство на продукти от други неметални минерални суровини, както и на силно експортно ориентирани отрасли като металургия, нефтопреработка и добив на руди на цветни метали. По отношение на металургията, реконструкцията на част от мощностите на „Кремиковци“ и ремонтните дейности в една от главните пещи на завода „Кумерио“ в Пирдоп доведоха до по-слаб ръст в сектора през първото тримесечие на 2006 г. За цялата година обаче се очаква производството на основни метали да има основен принос за растежа в индустрията през 2006 г.

Очакваното стабилизиране на цената на енергийните ресурси в средносрочен план най-вероятно ще ограничи растежа на нефтопреработвателната индустрия в България. Същевременно обаче разходите за производство в отрасли като химическата промишленост и машиностроенето се очаква да намалеят, което ще подобри тяхната конкурентоспособност.

Зависимост на българската индустрия от международната конюнктура (растежи на годишна основа)



Промислени продажби

(януари-септември 2006 г. спрямо януари-септември 2005 г.)

	Реално изменение (%)	
	Общо	За износ
Отрасли със значим положителен принос в растежа		
Производство на кокс, рафинирани нефтопродукти и ядрено гориво*	20.0	
Металургия и производство на метални изделия, без машини	14.9	20.0
Производство на продукти от други неметални минерални суровини	20.4	14.2
Добив, без добива на енергийни суровини	19.2	38.9
Отрасли със значим отрицателен принос в растежа		
Производство на хартия и картон; издателска дейност	-4.7	-16.8
Производство на изделия от каучук и пластмаси	-3.0	-20.0
* Оценка на АИАП за общия ръст на промишлените продажби на нефтопродукти, около 60% от които са за износ.		
Източник: НСИ, АИАП		

Като обща тенденция в промишлеността се наблюдава намаление на приноса на отрасли като производството на текстил и облекло, и хранителната промишленост към общото увеличение на промишлените продажби за сметка увеличението дела на металургията, добива на цветни руди и производството на рафинирани нефтопродукти. Тези промени в структурата на промишлеността обуславят преориентацията през последните две години от сектори с висока интензивност на трудовия фактор на производство като хранителната, текстилната и шивашка промишленост към отрасли, които се характеризират с по-големи технологични изисквания. Наблюдава се и минимално намаляване на дела на производство в групите отрасли с по-висока технологична наситеност, което се дължи на забавянето на растежа в машиностроенето и в спада при

оптичните уреди и апарати. Все още обаче, българската индустрия се счита за нискотехнологична и с висока интензивност на труда като фактор за производство.²

Дял в продажбите на преработвателната промишленост на отраслите, класифицирани според тяхната технологична наситеност

	2004 г.	I-IX 2006 г
Нискотехнологични производства	39.6	32.9
Средно- към нискотехнологични производства	40.4	48.4
Средно- към високотехнологични производства	18.0	17.0
Високотехнологични производства	2.0	1.7
<i>Източник: НСИ, собствени изчисления</i>		

Намалението на дела на нискотехнологичните производства се дължи на ниската степен на адаптация на хранителния, текстилният и шивашки отрасли. Силната ориентация на хранителната промишленост към вътрешния пазар е отчасти свързана с естеството на отрасъла. Освен това, българските производители в бранша ще трябва да направят значителни инвестиции през следващите месеци, за да изпълнят европейските стандарти за производство в ЕС. В момента, последното представлява пречка за разширяване на техните продажби на външни пазари и по-специално за страните от ЕС. Проблемите в тази област са свързани не толкова с прилагането на стандартите в предприятията от хранителната промишленост, колкото с растящите потребности от качествени суровини. Тази констатация е в най-голяма степен валидна за консервната и месопреработвателна индустрия. Проблемът с осигуряване на суровини за преработка отчасти се решава с увеличаването на инвестициите на предприятия от хранителната индустрия в селското стопанство. Търсят се и нови пазарни ниши, като се смята, че производството на биологични храни има потенциал за развитие в България. Въпреки че изискванията към производството на този тип храни са значително по-големи, по-ниските цени в сравнение с тези на европейските производители са причина да се счита, че производството на биологични храни е конкурентоспособен отрасъл на хранителната индустрия в България. Същевременно обаче се отчита и засилен интерес към българския пазар на хранителни стоки от страна на европейските производители, което дава основания да се очаква засилване на конкуренцията в бранша.

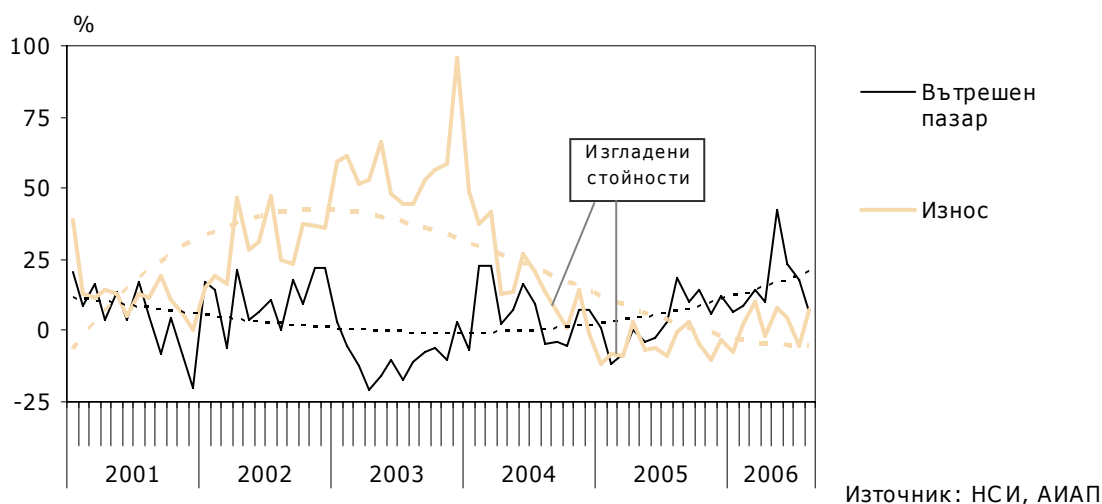
Текстилната и шивашка промишленост е другият отрасъл, където се наблюдава забавяне на растежа и частична преориентация към вътрешния пазар. Намалването на темпа на растеж на износа на текстил и облекло е свързан с либерализацията на международната търговия с облекло и текстил и покачането на разходите за производство в страната. Все още секторът се характеризира с голяма конкуренция между предимно малки и средни предприятия, които са зависими от поръчките на ишлеме. Част от предприятията обаче все повече се насочват към разработване и износ на собствен продукт и налагане на собствена марка. Силната конкуренция не само от страна на евтините китайски и турски стоки, но и от страна на навлизащите европейски модни марки при повишаваща се покупателна способност са допълнителни стимули за разработването на собствени марки. В последните години се оформя и тенденцията към инвестиции в модерни технологии и машини.

Развитието на текстилната и шивашка промишленост в България през периода след 2001 г. отчасти е повлияно и от политически фактори. Приемането на Китай в Световната търговска организация през 2001 г. и изтичането в началото на 2005 г. на

² Изследването на Банк Аустрия Кредитанщалт показва концентриране на производствата на новите страни членки на ЕС по-скоро в средно- към високотехнологичните производства.

30-годишното международно споразумение, което позволяваше на държавите да определят тавани на износа на текстил, допринесоха за значителното нарастване на вноса на евтини китайски дрехи в ЕС. В резултат, българският износ на текстил и облекло, който в по-голямата си част се реализира на европейския пазар, забави съществено своя темп на растеж. През юни 2005 г. ЕС въведе импортни квоти за внос на текстил от Китай, което се оказа благоприятно за България. От една страна, това доведе до ограничаване на конкуренцията от страна на Китай. От друга страна, китайските износители на текстил се преориентираха към износ в страни като България. По този начин българските производители на облекло придобиха по-голям достъп до евтини китайски текстилни изделия, които да преработват и изнасят за Европа.

Оценка на растежа спрямо съответния месец на предходната година и тренда на продажбите на вътрешния пазар и за износ в текстилната и шивашката промишленост



Като цяло за текстилната промишленост се наблюдава тенденция към затихване на темпа на растеж както за износ, така и на вътрешния пазар, в резултат на конкуренцията от страна на китайските производители и на двата сегмента. От друга страна, в производството на облекло се наблюдава известно оживление на износа, което се дължи на използването на евтини суровини, внасяни от Китай и на комбинация от поскъпване на транспортните разходи, свързани с вноса, и географската близост на България до европейските пазари. Оживление в производството на облекло има и на вътрешния пазар, породено както от нарасналата покупателна способност в България и развитието на търговията на дребно, така и поради налагането на български марки на пазара.

Въпреки слабото забавяне темпа на растеж на услугите през първото полугодие на 2006 г., секторът продължава да има най-голям принос към растежа на брутната добавена стойност. Най-голям растеж от 2004 г. насам се наблюдава в търговията (15% средногодишно). Навлизането на големите търговски вериги допринесе за повишаването на конкуренцията в търговията на дребно. От друга страна, повишението на доходите и макроикономическата стабилност обусловиха намаляването на натуралното потребление и изместването на фокуса на търговията от хранителните стоки и стоките от първа необходимост към дълготрайните потребителски стоки. Силно положителните очаквания на предприемачите в търговията на дребно по отношение на продажбите и продажните цени, които отчитат бизнес анкетите на НСИ, са свързани с по-голямото платежоспособно търсене в страната. От друга страна, се наблюдава увеличение на пречките в сектора, свързани с недостиг на търговска площ и недостиг на работна ръка, въпреки че стойностите на тези показатели са още сравнително ниски в абсолютен размер.

Финансите са другият отрасъл от услуги, който отчита голям растеж през последните години (около 13% средногодишно за периода 2002-2005 г.). Големият приток на капитал към страната, мотивиран от високата рентабилност на инвестициите, и перспективите за скорошно членство в ЕС, са основни фактори за бурното развитие на финансовия пазар.

По данни на БНБ, темпът на растеж на приходите от международен туризъм се е забавил през деветмесечието на 2006 г. до 4.5% на годишна основа в сравнение с 11% за същия период на 2005 г. Предвид високата конкуренция на Балканите в предлагането на туристически услуги, от ключово значение за развитието на туризма в България е диверсификацията на туристическия продукт, повишаването на качеството на туристическите услуги и квалификацията на персонала, подобряването на инфраструктурата, създаването на съвременни комуникационни подходи и проектната готовност за усвояване на средства от европейски фондове и донорски програми. Тясно свързани с развитието на туризма са и съпътстващите инвестиции като пречиствателни станции или технологии за сметосъбиране, както и развитието на инфраструктурата в страната.

През последните две години селското стопанство отбеляза значителни спадове на брутната добавена стойност (БДС). Като една от причините за спада от 8.6% през 2005 г. са изтъкнати лошите климатични условия. През първата половина на 2006 г. основен принос за негативното развитие на аграрния сектор (спад на БДС от -1.7%) има растениевъдството, като отново за причина се изтъкват наводненията от предходната година и затрудненията при есенната обработка на почвите. Лошите климатични условия влияят косвено и върху животновъдството, най-вече чрез увеличение на цените на междинното потребление, т.е. увеличаване на разходите за производство и оттам – оскъпяване на крайната продукция. ▼

ИНВЕСТИЦИИ

Основен фактор за растежа на БВП от страна на крайното използване, както през 2005 г., така и през първата половина на 2006 г., бе вътрешното търсене. Най-динамичният компонент на вътрешното търсене през този период са инвестициите, чийто реален ръст е около 23%. Така техният относителен дял в целия новогенериран доход в икономиката през първото полугодие на 2006 г. надхвърли 30%. Брутообразуването на основен капитал (инвестиции без изменение на запасите) показва постоянна тенденция на ускоряване на растежа през последните пет години, който се увеличи от 8.5% за 2002 г. до 20.8% за първото полугодие на 2006 г.

Националните спестявания осигуряват ресурс за по-малко от половината (44%) от направените инвестиции през първата половина на 2006 г. при 59% за съответния период на предходната година. От 2000 г. насам спестяванията финансират все по-малка част от общите инвестиции в страната, като през 2000 г. те са покривали около 70% от общите инвестиции, а през 2005 г. – около 61%. До голяма степен националните спестявания представляват по-скоро вътрешни ресурси поради невисокия дял на нетните постъпления от чужбина, които формират останалата част от показателя. Като цяло, икономиката поддържа сравнително постоянна норма на вътрешни спестявания от около 13% от БВП през последните шест години, но тя е все по-недостатъчна, за да посрещне нарастващата нужда от инвестиции в икономиката. Високата инвестиционна активност и недостатъчното количество национални спестявания доведоха до високи дисбаланси на външния сектор, манифестирани чрез увеличаващия се дефицит по текущата сметка на платежния баланс. Традиционно, неправителственият сектор е източник на дефицитите, където балансът спестявания-инвестиции се променя от -8.5% през 2000 г. като дял от БВП до -15.3% през 2005 г. и -25% за първите шест месеца на 2006 г. Както обикновено, домакинствата имат по-високи спестявания, отколкото направените от тях инвестиции, поради което те се считат за основни нетни спестители, особено през последните години. Нетната финансова позиция³ на сектор домакинства през 2005 г. възлиза на 8.3% от БВП, а за полугодieto на 2006 г. тя е 1.3% от БВП (2.3% за полугодieto на 2005 г.). През третото тримесечие на 2006 г. нето предоставените заеми на домакинствата нарастват значително до 6.1% от БВП.

Като цяло, кредитирането има по-малък принос за растежа на инвестициите през настоящата година – 14.5% от инвестициите са финансирани чрез заеми към юни 2006 г. на годишна база при стойност от 28.4% година по-рано. От една страна, това е резултат от достигнатата висока база в края на 2005 г. Също така, за намаляване на дела на заемното финансиране в инвестиционната активност на фирмите допринесоха и кредитните ограничения, наложени от централната банка, които оказаха влияние най-вече върху дългосрочните фирмени кредити.

Преимуществената част от инвестициите в страната се правят от частния сектор. Там са направени около 83% от общите инвестиции в икономиката през 2004 и 2005 г., а през първото полугодие на 2006 г. делът на частния сектор в общите инвестиции се повишава до 90%.⁴ През 2005 г. най-висок номинален растеж отчетоха инвестициите в сектора на услугите – 26.2% (измерен чрез изменението на разходите за придобиване на дълготрайни материални активи ДМА), а през 2006 г. най-висок номинален растеж отчетат инвестициите в индустрията.⁵ Ако през 2005 г. разходите за придобиване на ДМА в този сектор на икономиката са се увеличили с 21%, то от началото на 2006 г. инвестициите в индустрията са се увеличили номинално с около 40%.

³ Нетната финансова позиция е равна на позицията нето предоставени заеми/нето получени заеми според СНС. Тъй като няма разработени финансови сметки за 2005г. е приложена методологията, публикувана в изследването: Михайлова Г., Съставяне и анализ на финансова сметка за българската икономика. Система на национални сметки, София, 2004.

⁴ За полугодieto на 2005г. – 83.7%.

⁵ Вкл. строителството.

Динамизирането на инвестиционния процес в индустрията се дължи на редица фактори. От една страна, този процес се ускори поради увеличаването на нормата на печалба за предприемачите. През първото полугодие на 2006 г. брутният опериращ излишък за цялата икономика увеличи своя относителен дял в добавената стойност с 1.3 процентни пункта (включително и поради намалението на задълженията на предприемачите по отношение на социалната осигуровка на наетите от тях лица), докато в индустрията този дял се увеличи с 4.3 процентни пункта. С най-голям принос е добивната индустрия, където делът на печалбата в добавената стойност нараства с 23.8 процентни пункта и достига стойност от 71.4%. До голяма степен това се дължи на конюнктурата на международните пазари на металите, където се наблюдава високо търсене и високи нива на международните цени, което доведе и до увеличаване на печалбата на предприемачите в добивната промишленост и металургията. На второ място, в отрасъл производство и разпределение на електро-, топлоенергия, газ и вода увеличените инвестиции, в т.ч. и преки чуждестранни инвестиции (ПЧИ), вероятно се дължат на приватизацията на електроразпределителната мрежа – една четвърт от ръста на привлечените ПЧИ в страната се дължи на преработващата промишленост и отрасъл производство и разпределение на електро-, топлоенергия, газ и вода. На трето място, високата инвестиционна активност (особено в преработващата промишленост) се дължи на добрите перспективи за развитие, свързани както с увеличаването на търсенето на вътрешния пазар, така и с потенциалното увеличаване на външното търсене, една от предпоставките за което е членството на страната в ЕС. За първите осем месеца на 2006 г. около 44% от индустриалните продажби са били реализирани чрез износ. Високата инвестиционна активност се очаква да доведе до подобряване на конкурентоспособността на българските промишлени производители както на вътрешния, така и на външния пазар и по-този начин да спомогне за увеличаване на собствените спестявания, които да финансират в по-голяма степен необходимите в сектора инвестиции.

Около 56% от инвестициите през първите шест месеца на 2006 г. са в сектор услуги, което е с около 3 процентни пункта по-малко в сравнение със съответния период на 2005 г. Тези инвестиции са по-скоро насочени към задоволяване на високото вътрешно търсене, какъвто е например случаят с търговията, където разходите за ДМА нарастват с 40% за полугодieto на 2006 г. И тук основен фактор за големите инвестиции са относително високите печалби на фирмите от отрасъла. Все пак, с навлизането на големи вериги търговски фирми в страната и преструктурирането на отрасъла се очаква конкуренцията в търговията да нарасне, което да доведе до намаляване на нормата на печалба. Високи инвестиции се наблюдават в отраслите транспорт, финансово посредничество и операции с недвижимо имущество, което оказва косвено положително влияние на цялата икономика, най-вече чрез подобряване на инфраструктурата и на цялостната бизнес среда в страната.

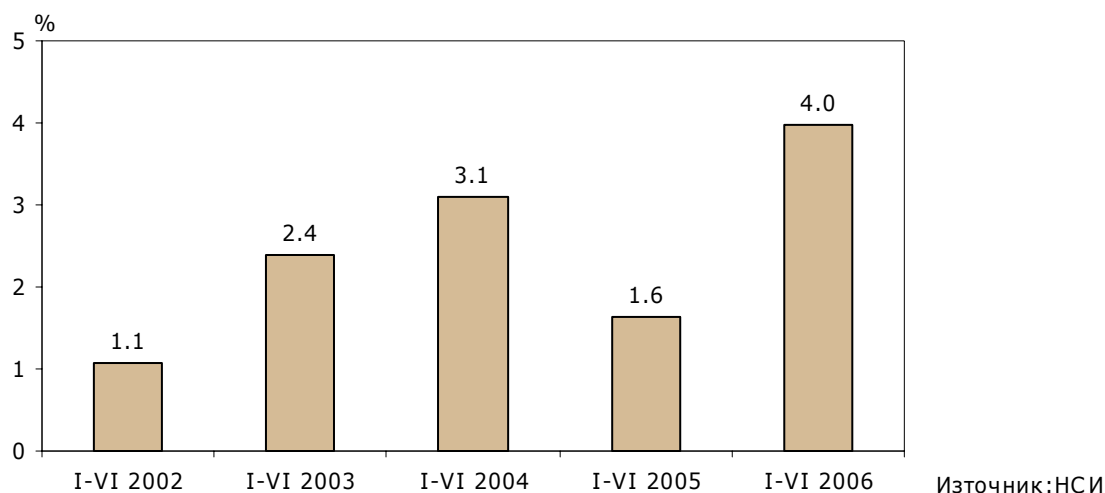
Висок ръст на инвестициите има и в селското стопанство (80.7 и 87.8% през 2005 г. и полугодieto на 2006 г. съответно). Това до известна степен е свързано с ускоряване на процеса по усвояване на средствата по предприсъединителните фондове. Към края на октомври са договорени 93% от средствата по споразуменията на САПАРД, а усвоените средства са над 52% от общо сключените договори, докато съответната стойност година по-рано е била в рамките на около 48%. По-високите инвестиции в земеделието са мотивирани и от необходимостта от покриване на изискванията към земеделските предприятия от страна на ЕС. ▼

ПОТРЕБЛЕНИЕ

Въпреки че най-динамичният компонент на БВП от страна на крайното потребление са инвестициите, най-важната част, определяща до голяма степен развитието на показателя като цяло, е крайното потребление. То отбеляза ръст от 5.8% за първото полугодие спрямо първите шест месеца на 2005 г. в постоянни цени и допринесе за увеличението на новосъздадения доход в страната с 5.3 процентни пункта. Нарасналата потребителска активност бе обусловена предимно от растежа на частното потребление. Крайните разходи на домакинствата за вътрешно пазарно потребление⁶ отчетоха увеличение от 6.9% в реално изражение през първото полугодие на 2006 г. при ръст на общите крайни потребителски разходи на домакинствата от 5.5% за същия период. До голяма степен това се дължи на нарастването на собствените средства на потребителите (пенсии и заплати).

Основен фактор за увеличаването на собствените средства за потребление е ръстът на заетостта от началото на 2006 г. Според данните на НСИ от Наблюдението на работната сила (НРС), средният брой на заетите през първата половина на 2006 г. се е увеличил със 116.2 хил. души или с 4% спрямо съответния период на 2005 г.

Темп на нарастване на заетите общо в икономиката



Ускореният ръст на заетостта спрямо данните за последните години е резултат основно от нарасналия брой на заетите лица в частния сектор на икономиката (ръст от 6.2% на годишна база). Причина за увеличаването на заетостта в частния сектор е както по-високата икономическа активност на частните фирми (фактор, влияещ на динамиката на заетостта през последните 7-8 години), така и намаляването на социално-осигурителната ставка от началото на 2006 г. Според нас, тази мярка допринесе за известно „изсветляване“ на икономиката и появяването в официалната статистика на част от лицата, заети в сивия сектор. Намалението на общата социално-осигурителна тежест намали разходите за труд на работодателите и създаде мотивация у някои от тях да легализират трудовата заетост и доходите на своите работници.

Основание за подобно заключение ни дава анализът на динамиката на заетостта по отрасли, както и на динамиката на работната заплата. Най-голям принос за увеличения брой работни места в началото на 2006 г. има отрасъл търговия, който регистрира и темп на нарастване на средната работна заплата, значително по-висок от средния за страната. Други отрасли, които регистрираха висок темп на растеж на заетостта, са

⁶ Изключени са потребените жилища, некорпорираните дейности и натуралното потребление.

строителството, транспортът и съобщенията, и преработващата промишленост. Въпреки че е трудно да се прецени до каква степен увеличаването на броя на зетите в тези отрасли се дължи на по-висока икономическа активност и доколко на легализиране на част от нерегламентираната заетост, трябва да се отбележи, че в отрасли и дейности, в които преобладават микро- и малките фирми и особено в сферата на услугите, „сивата“ заетост е относително повече като дял от общата заетост, отколкото в промишлеността, където дялът на големите фирми е по-висок. Подобно „изсветляване“ на заетостта в търговията, строителството, транспорта, бизнес услугите и други отрасли бе наблюдавано в началото на 2003 г., когато бе въведена задължителната регистрация на трудовите договори.

„Изсветляването“ на заетостта се дължи не само на административните мерки, но и на реструктурирането на отраслите (например навлизането на големите търговски вериги в търговията на дребно), разрастването на кредита към физическите лица и др. Допълнителните фактори обаче действат за продължителен период от време и не могат да обяснят толкова големи различия в динамиката на даден показател, както наблюдавания ръст на заетостта през първата половина на 2006 г.

Поради бързото увеличение на зетите в търговията, в условията на запазване на относително висок спрямо предходните години растеж на добавената стойност, производителността на труда в отрасъла почти не се е променила на годишна база. Въпреки растежа на БДС в отраслите строителство, транспорт и съобщения се наблюдава намаляване на производителността на труда поради високия ръст на заетостта в тях. Понеже е трудно да се прецени доколко увеличената заетост не се дължи на еднократен административен акт и оттук – доколко тя отразява реален процес, а не просто регистрира факти, които дотогава са били скрити, не може и да се прецени дали намаляването на производителността на труда в тези два отрасъла е реално или е резултат от по-доброто отчитане на труда.

Темпове на нарастване на добавената стойност, зетите и производителността на труда по отрасли в икономиката

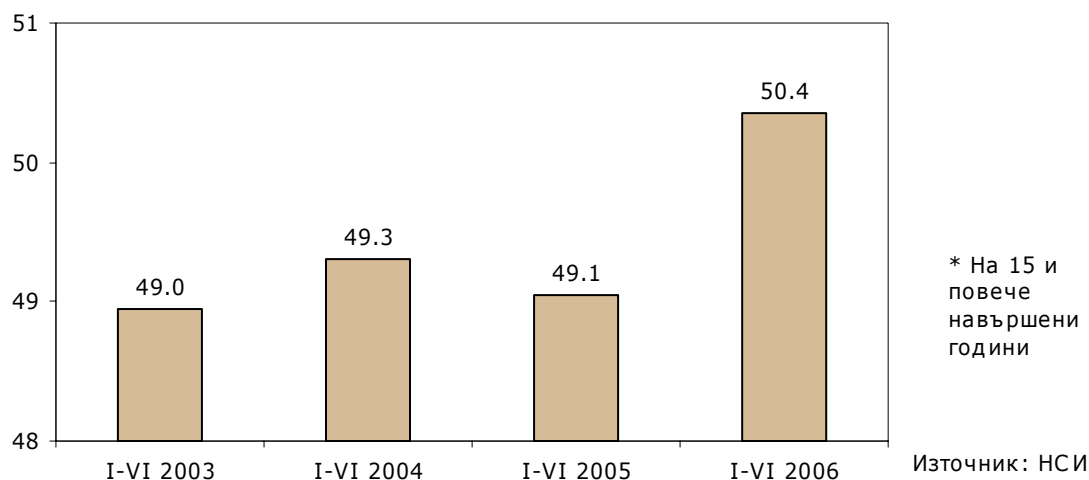
	Брутна добавена стойност	Зети	Производителност на труда
Общо	6.0	4.0	1.9
Селско и горско стопанство	-1.7	-4.6	3.0
Индустрия	8.9	3.7	5.1
Добив	19.4	0.8	18.5
Преработка	6.1	1.7	4.4
Електроенергия, топлоенергия	9.7	-11.8	24.3
Строителство	15.2	18.1	-2.4
Услуги	5.3	5.4	-0.1
Транспорт и съобщения	3.9	5.7	-1.7
Търговия	11.6	11.4	0.2
Финанси	9.5	-8.5	19.6
Други	3.7	3.2	0.6
<i>Източник: НСИ</i>			

Вероятността растежът на заетостта в икономиката през първата половина на 2006 г. да се дължи в по-голяма степен на излизането „на светло“ на част от работещите в сивата

икономика лица, отколкото на по-високата икономическа активност в страната, се подкрепя от данните на НОИ за изпълнението на приходите от социално-осигурителни вноски през първите шест месеца на годината, което се свързва най-вече с разширения обхват на осигурените лица. Динамичното нарастване на заетостта през първото полугодие на 2006 г. обуслови и значителното повишение на коефициента на икономическа активност на населението. Относителният дял на работната сила от населението на 15 и повече навършени години достигна средна стойност от 50.4% за шестте месеца и е с 1.3 пункта по-висока в сравнение със стойността на показателя през първата половина на 2005 г.

През третото тримесечие на 2006 г. заетостта забави своето нарастване в сравнение с първата половина на годината. Според данните от НРС, средният брой на заетите се увеличи със 102.7 хил. души или с 3.3% спрямо периода юли – септември 2005 г. С най-голям принос в общия растеж на заетостта през разглеждания период продължават да бъдат отраслите търговия и строителство. Сред останалите отрасли, които имаха влияние за увеличението на заетите през първото полугодие, преработващата промишленост запази приноса си в растежа на показателя и през третото тримесечие, но транспортът и съобщенията отчетоха намаление в броя на заетите спрямо периода юли – септември 2005 г. Развитието на заетостта през третото тримесечие дава основания да се предполага, че ефектът от „изсветляването“ на нерегламентираната заетост се е проявил най-вече в началото на годината и растежът на заетите през следващите месеци се е дължал предимно на повишената икономическа активност.

Коефициент на икономическа активност на населението*



Повишаването на доходите на населението е друг фактор, който обуслови ръста на потреблението през първото полугодие на 2006 г. По предварителни данни от наблюдението на наетите и заплатите, за периода от януари до юни средната работна заплата общо в икономиката възлезе на 337 лв. Работната заплата се повиши с почти 10% в номинално и с 1.6% в реално изражение, отчетено на годишна база. Регистрираният номинален растеж на показателя е най-високият, наблюдаван за последните няколко години и е резултат преди всичко от нарастването на доходите в частния сектор, където средната работна заплата е отчела номинален растеж от 12.2%, докато в общественият се наблюдава ръст от едва 7.3% спрямо съответното полугодие на 2005 г. Все пак, реалният ръст на заплатите в икономиката не е висок и не оказва толкова голямо влияние върху реалния ръст на потреблението в страната, както ръста на заетостта, поради относително по-високата месечна инфлация в първите месеци на 2006 г.

За периода януари – юни 2006 г. най-висок ръст на средната реална работна заплата е регистриран в отрасъл търговия (10.5%) и производство и разпределение на

електроенергия, газ и вода (10.4%), следвани от добивната промишленост (8.9%) и финансовото посредничество (4.5%). Повишаването на доходите от труд в търговията обяснява повече от половината от растежа на показателя общо за икономиката.

Тенденцията на повишаване на доходите на населението се потвърждава и от данните на НСИ от наблюдението на домакинските бюджети. Паричният доход средно на лице е нараснал средно с 4.7% в реално изражение за първите шест месеца на 2006 г., отчетено на годишна база. Най-голям принос към този растеж имаха доходите от работна заплата, пенсии и предприемачество. Трябва да се отбележи, че от средата на 2005 г. все повече нараства значението на приходите от предприемачество и собственост.

Положителното изменение на доходите не само допринесе за увеличението на потребителските разходи, но и променя тяхната структура. По-бързо се увеличават разходите за нехранителни продукти, които обясняват почти 70% от растежа на крайните потребителски разходи. В същото време разходите за хранителни продукти продължават да забавят темпа си на нарастване. Делът на техния принос в общия растеж на крайните потребителски разходи е едва около 5%, което е значително по-ниско спрямо последните няколко години. По-бързото нарастване на разходите за нехранителни стоки от разходите за хранителни продукти свидетелства за структура на потребление на домакинства с повишена покупателна способност в сравнение с предходни периоди. През първата половина на годината разходите за вода, пара и електроенергия също са регистрирали растеж от 5.3% в реално изражение на годишна база и техният принос към растежа на крайните потребителски разходи се е увеличил с 0.5 процентни пункта. Последното се дължи и на изменението на цените на тези стоки и услуги. Най-голямо забавяне в растежа се наблюдава при разходите за произведени услуги (транспорт и съобщения и др.). Те са нараснали едва с 1.9% на годишна база.

Приноси на отделните групи потребителски разходи към реалния растеж на потреблението на домакинствата



Източник: НСИ

Наблюдаваната тенденция за влиянието на доходите върху потреблението се очаква да продължи и дори да се засили до края на 2006 г. През третото тримесечие на настоящата година средната работна заплата продължи да нараства с високи темпове.

По предварителни данни от наблюдението на наетите и заплатите, през третото тримесечие на 2006 г. средната работна заплата общо за икономиката възлезе на 354 лв. Показателят е регистрирал 11.7% номинален и 4.7% реален растеж, отчетено на годишна база, като отново приносят към ускореното повишаване на реалните доходи се дължи преди всичко на частния сектор – 6.8% срещу 2.4% в обществения сектор. Изменението на показателя от началото на годината показва до голяма степен поведение, аналогично с това от 2003 г. след въвеждането на задължителна регистрация на трудовите договори. Отчетените през 2006 г. значително по-високи номинални растежи на средната работна заплата спрямо средните за последните няколко години свидетелстват, че намаляването на социално-осигурителните вноски е допринесло за изсветляване на част от доходите в частния сектор на икономиката. Допълнителното повишение на пенсиите от средата на годината също ще окаже положително влияние върху потреблението. От 01.07.2006 г. те бяха увеличени с 5% при размер на пенсията до 120 лв. (на 658 991 пенсионери) и с 4% при размер 120-150 лв. (на 299 778 души). ▼

Безработица

Стабилното развитие на частния сектор на икономиката през последните години бе основна предпоставка за запазване тенденцията на спад в нивото на безработицата и през 2006 г. Според данните от НРС, средният брой на безработните през първото деветмесечие достигна 311.5 хил. души или 9.1% от икономически активното население, което е с 1 процентен пункт по-ниско в сравнение с първите девет месеца на 2005 г. Административната статистика на Агенцията по заетостта (АЗ) също потвърди низходящия тренд в динамиката на безработицата в страната. Средномесечното равнище на регистрираната безработица за периода от януари до октомври 2006 г. намаля с 1.9 пункта спрямо съответния период на предходната година. Следва да отбележим, че от 2005 г. насам влиянието на активните програми и мерки за насърчаване на заетостта върху пазара на труда намалява, основно поради ограничения обхват на програмите за субсидирана заетост. За първите десет месеца на годината средномесечният брой на лицата с осигурена заетост в различните програми и мерки по ЗНЗ възлиза на 96.0 хил. души, което е с 8.7% по-малко на годишна база. Най-големият източник на предлагане и търсене на субсидирани работни места продължава да бъде НП „От социални помощи към осигуряване на заетост“. Делът на работилите в дейностите по програмата възлиза на 51.1% от общия брой на зетите в програми и мерки през разглеждания период. Най-мощната инициатива на правителството на пазара на труда се провежда вече четвърта поредна година, но поради липса на данни относно това каква част от участвалите в програмата са намерили реализация на първичния трудов пазар, все още стои въпросът доколко тя допринася за създаването на устойчива заетост и дали бюджетният ресурс се разходва ефективно. Наскоро стана известно, че през 2005 г. е направена междинна оценка на въздействието на програмата, но резултатите от нея все още не са оповестени. Все пак, по информация на Министерството на труда и социалната политика, основните изводи от оценката показват, че тя осигурява заетост на голяма част от безработните лица, които, без наличието на възможност да участват в нейната реализация, биха запазили дълго време статута си на безработни. Освен че съкращава периода на безработица, програмата допринася и за повишаването на пригодността на заетост на безработните лица. Друг извод от оценката е, че се определя като значителен делът на работодателите, които считат, че програмата им предоставя възможност да разширят своята дейност. Според данните на АЗ обаче, макар че от началото на 2005 г. програмата бе приоритетно насочена към частните работодатели, изразходените средства към десетмесечието на 2006 г. са предимно за проекти на общинските власти и областните управители за дейности с общополезен характер. Има основания да се твърди, че голяма част от участвалите в тях безработни се връщат отново в бюрата по труда след изтичане на срока на трудовия им договор. През 2005 г., когато, според първоначалните планове за времетраенето на програмата, тя трябваше да приключи, общият брой на безработните, които са възстановили своята регистрация в бюрата по труда след участие в нея, достигат своя пик – почти 95 хил. души. От началото на 2006 г. до месец октомври последните наброяват 55.8 хил. души. Много е вероятно тези цифри да отчитат едно и също лице няколко пъти, в случай че в началото на годината то е било съкратено, след което преназначено на друг проект, който е изтекъл в рамките на същата година. Но дори и при това условие данните показват, че голяма част от участвалите в програмата безработни не успяват да се реализират на първичния трудов пазар и се пререгистрират в бюрата по труда с оглед ново включване в програмата. Това обаче не отговаря на същностната идея на програмата и поставя под съмнение нейната ефективност. През следващата 2007 г. предвидените средства от бюджета за активни програми и мерки на пазара на труда намаляват на годишна база до 190 млн. лв. Вземайки предвид и очакваното увеличение на минималната работна заплата на 180 лв. средномесечно, това неминуемо ще се отрази в ново стесняване на обхвата на участниците в активната политика за насърчаване на заетостта. Успоредно с това, би следвало да се помисли и в посока нейното реструктуриране чрез постепенно пренасочване на бюджетния ресурс от програмите за субсидирана заетост към обучение и преквалификация на

безработните, както и към предоставяне на стимули на работодателите на първичния трудов пазар да наемат безработни лица. Това би имало много по-дълготраен и благоприятен ефект както върху пригодността за заетост, така и върху бъдещата трудова реализация на безработните, в сравнение с временното разрешаване на проблема им със заетостта.

Дял на разходите за активни мерки според типа на действие през 2004 г.

	Обучение	Ротация и разделяне на работни места	Мерки за насърчаване на заетостта	Интеграция на хората с увреждания	Пряко създаване на работни места	Мерки за насърчаване започването на собствен бизнес	Общо
ЕС 15	40.6	0.4	18.3	18.0	16.2	6.6	100
Белгия	21.3	-	16.5	11.8	50.0	0.4	100
Чехия	12.8	-	35.7	25.0	22.7	3.8	100
Дания	35.5	-	30.3	34.2	0.0	-	100
Германия	42.5	0.2	9.9	17.2	15.1	15.3	100
Естония	76.9	-	12.8	-	0.0	10.3	100
Гърция	18.5	-	25.3	19.6	-	36.6	100
Испания	22.2	1.5	42.7	12.8	14.7	6.1	100
Франция	42.5	-	13.6	11.7	31.7	0.5	100
Ирландия	36.8	-	14.6	7.1	41.5	-	100
Италия	41.4	0.5	45.5	1.2	1.8	9.6	100
Кипър	:	:	:	:	:	:	:
Латвия	32.9	-	7.1	8.2	51.8	-	100
Литва	39.9	-	25.5	1.1	33.5	0.0	100
Люксембург	:	:	:	:	:	:	:
Унгария	22.3	-	45.6	4.5	24.9	2.7	100
Малта	:	:	:	:	:	:	:
Холандия	31.8	0.0	2.6	49.7	15.9	-	100
Австрия	64.8	0.0	12.9	11.9	9.5	0.9	100
Полша	:	:	:	:	:	:	:
Португалия	52.8	0.0	31.0	8.3	7.4	0.5	100
Словения	:	:	:	:	:	:	:
Словакия	14.2	-	10.9	1.3	48.5	25.1	100
Финландия	52.0	6.5	15.9	12.8	10.9	1.9	100
Швеция	34.6	0.6	18.5	43.0	-	3.3	100
Великобритания	82.6	-	1.0	13.6	2.5	0.3	100
България	12.6	-	5.1	2.2	78.4	1.8	100
Румъния	2.6	-	53.7	0.4	42.9	0.4	100
:	няма налични данни						
-	нула						
0	твърде малко число						

Източник: Евростат, собствени преизчисления

Интересен пример по отношение на политиката на пазара на труда представлява опитът на страните членки от ЕС. През 2006 г. Евростат публикува сравнима информация за

разходите и участниците в различните политики на трудовия пазар, както в страните от ЕС, така и в двете присъединяващи се страни – България и Румъния.⁷

От таблицата се вижда, че средно за ЕС 15, от разходите за активни мерки най-голям е делът на разходите за обучение, следван от предоставянето на стимули на работодателите за наемане на безработни, интеграцията на хората с увреждания и чак след това се нарежда делът на средствата, разходвани за програми, които разкриват субсидирани работни места. Прегледът само на новоприсъединилите се през 2004 г. страни показва, че в повечето от тях (с изключение на Латвия и Словакия) съотношението на разходите за активни мерки също е в полза на обучението и стимулите за работодателите да наемат безработни лица. Данните за България обаче посочват не само, че основната част от средствата се използват за директно разкриване на субсидирани работни места в икономиката, но и че този дял е внушителен на фона на останалите страни. Разбира се, тук е необходимо да се отчете фактът, че информацията от таблицата се отнася за 2004 г., когато заетите в програми бяха около 100 хил. души, а през последните две години техният обхват намалява. Според данните на АЗ обаче, те все още поглъщат основната част от бюджетния ресурс за активна политика. Като се има предвид, че през последните години нивото на безработица в България значително намаля и вече е съпоставимо със средното ниво за страните членки на ЕС, то правителството би следвало да промени подхода си по отношение на безработните лица. Имайки пред себе си успешните практики на страните членки и преследвайки идеята за дълготрайно намаляване на безработицата в страната, ресурсът за активна политика на пазара на труда би следвало да се пренасочи приоритетно към преквалификация и обучение на безработните лица, както и към насърчаване на работодателите в частния сектор на икономиката да наемат на работа и да обучават безработни. ▼

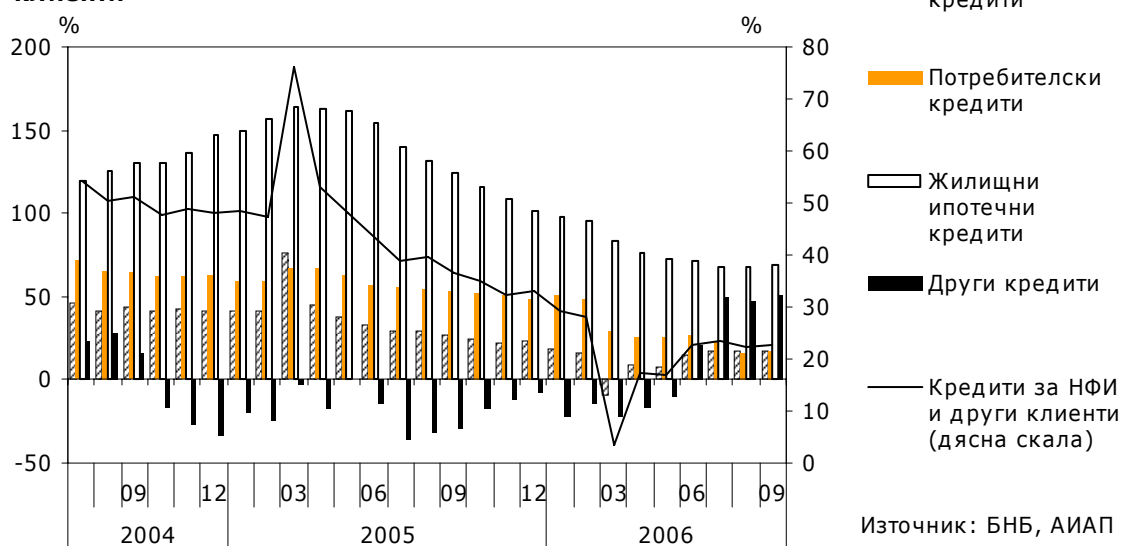
⁷ European Social Statistics, Labour Market Policy, Expenditure and Participants, Data 2004, European Commission, Eurostat.

БАНКОВ СЕКТОР

За разлика от 2004 и 2005 г., през изминалата 2006 г. няма категорични индикации, че ръстът на кредитите е допринесъл чувствително за нарастването на потреблението в икономиката. Забавя се растежът на всички видове кредити без жилищните, като най-забележимо е намалението на растежа на потребителските кредити. За деветте месеца на 2006 г. техният обем е нараснал едва със 142 млн. лв., докато през предходните две години нарастването е надхвърляло 700 млн. лв.

През юни 2006 г. БНБ обяви, че започва плавно облекчаване на административните ограничения върху кредитната дейност на търговските банки, които бяха въведени през 2004 и 2005 г. От август 2006 г. бе отменена прогресивната скала на допълнителни задължителни минимални резерви, които банките трябва да поддържат при растеж на кредитните им портфейли с темпове, по-високи от определения в Наредба № 21. Освен това, банките вече трябва да подават информация в БНБ за кредитите, дължими към трети лица, които са обслужвани и администрирани от самите банки. През октомври 2006 г. БНБ обяви, че от началото на 2007 г. ще отмени напълно административните ограничения върху темповете на нарастване на кредитите. Като причина за това бе посочено, че целите им по отношение на стабилността на банковия сектор са постигнати.

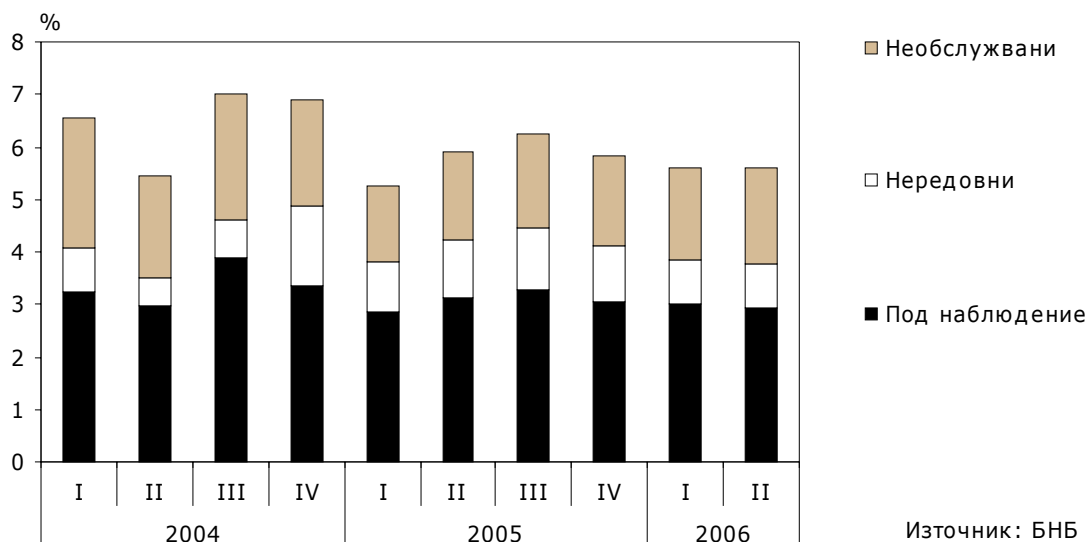
Годишен темп на прираст на кредитите за НФИ и други клиенти



Едно от основните опасения на БНБ бе възможно влошаване на качеството на кредитните портфейли. Причина за притеснение бяха все по-облекчените процедури при отпускане на кредити, породени от междубанковата конкуренция. През 2004 г. и началото на 2005 г., когато ръстът на кредитите надхвърли 50% на годишна база, банките съумяваха да поддържат сравнително добро качество на кредитните си портфейли. До известна степен това се дължеше на големите обеми новоотпуснати кредити, които се класифицират като редовни. При влизането в сила на директните кредитни тавани през второто тримесечие на 2005 г., ръстът на кредитите се понижи чувствително до 32.9% в края на 2005 г. Кредитният риск се проявява със закъснение. Затова влошаването на качеството на портфейлите, наблюдавано през втората половина на 2005 г., вероятно се дължи на раздадени през предходни години кредити. След затягането на надзорните регулации и въвеждането на новия кредитен регистър в средата на 2005 г., има известно подобряване на качеството на кредитните портфейли на ниво банкова система. Делът на редовните кредити се повиши до 94.39% за второто тримесечие при 94.09% за същия период на предходната година. Наблюдава се

понижение на дяловете на кредитите под наблюдение и нередовните такива. Известно повишение отчитат необслужваните кредити, чийто дял нараства до 1.82% в края на юни на настоящата година при 1.7% по същото време на 2005 г.

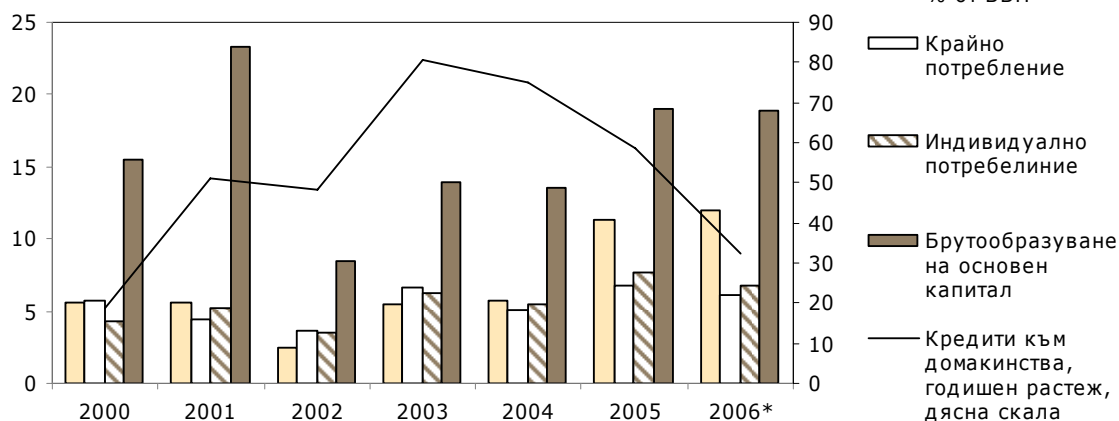
Качество на кредитните портфейли



Възможно е данните за ръста на потребителските кредити до известна степен да подвеждат и ръстът на потреблението през първата половина на 2006 г. в по-голяма степен да се дължи на новоотпуснати заемни средства за домакинствата. Съществена част от кредитите не минават пряко през банковата система и не се отчитат като такива. Например домакинствата могат да използват лизингови схеми или други начини за покупка на стоки на разплащане, при които има облекчение на режима на отпускане на кредитите и разрешаване на покупка в сравнение с банковия потребителски кредит. За съжаление, статистиката за дейността на лизинговите компании обхваща много кратък период (последно тримесечие на 2005 г. до първото полугодие на 2006 г.), което не позволява да се оцени техният принос за по-високото потребление. В края на септември 2006 г. общият обем на лизинга почти се е удвоил спрямо края на септември 2005 г., а номиналното му нарастване за една година (септември 2005 – септември 2006 г.) е близо 900 млн. лв. Съществена част от лизинговите вземания са от нефинансови фирми (близо 85% към края на септември 2006 г.). Въпреки това, трябва да се отбележи, че лизинговите вземания от домакинства са нараснали със 117 млн. лв. в рамките на една година (септември 2005 – септември 2006 г.), което е съпоставимо с нарастването на потребителските кредити за същия период.

От друга страна, скоро след въвеждането на таваните върху банковите кредити, в опит да заобиколят ограниченията, наложени от БНБ, банките започнаха да продават част от кредитните си портфейли на местни небанкови финансови институции и на чуждестранни финансови институции. По този начин формално те спазваха разрешените ръст на кредитите, но фактическият обем на отпуснатите кредити, които банките администрират, може значително да се различава от обявените в балансовите им отчети. Това се отнася както за кредитите към домакинствата, така и за фирмените заеми.

Динамика на ръст на кредити и показатели от реалния и външния сектор



* данните са за деветмесечието

Източник: НСИ, БНБ, АИАП

Основната цел на мерките, предприети от БНБ през предходните две години, бе да се изтегли ликвидност от системата, така че да се ограничат рисковете, свързани с влошаване на качеството на кредитните портфейли на търговските банки. Използването на небанкови институции за кредитиране от домакинствата, продажба на портфейли от банките и пряко заемане на външни ресурси от фирмите са основните начини за заобикаляне на мерките на БНБ от страна на търговските банки. Това обяснява в по-голяма степен ръста на потреблението и инвестициите, влошаването на дефицита по текущата сметка и отчитаното заедно с тях забавяне на ръста на кредитите. Все пак, трябва да се отчете, че основни фактори за високия ръст на потреблението на домакинствата през първата половина на 2006 г. са по-високата заетост и по-високите номинални доходи в страната.

Основен източник на кредитен риск за банките се явяват потребителските и ипотечните кредити. Според публикации на БНБ, качеството на тези кредити се влошава.⁸ Вероятната причина за това е по-силната междубанкова конкуренция в посочените сегменти, която води до поемане на по-големи рискове с цел завладяване на пазарни дялове. Стимул в това отношение са и по-високите лихви по потребителските и по ипотечните кредити спрямо тези по корпоративните. Подобно развитие оправдава последните промени в регулациите, касаещи прекласификацията и провизирането на потребителските, както и размерът на обезпеченията по ипотечните кредити.

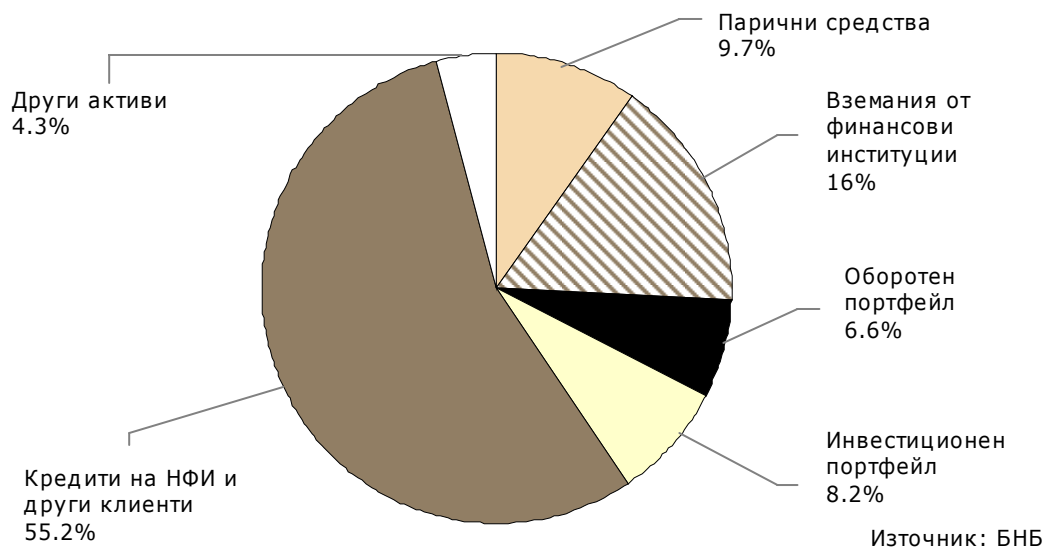
Според същите издания на БНБ, качеството на търговските кредити се подобрява. При тях се наблюдава сериозно забавяне в годишните темпове на растеж, което дава възможност на банките да прилагат по-високи изисквания към обезпеченията и към самите фирми-кредитополучатели.

Промените в надзорните регулации и директните кредитни ограничения оказаха влияние върху кредитната политика на банките, а като цяло и върху разпределението на активите в балансите им. Стабилният и сравнително висок ръст на депозитите от резиденти и възврънатите от продажба на кредити средства, от една страна, и невъзможността тези средства да бъдат пласирани под формата на кредити, от друга, доведе до понижаване дела на кредитите за нефинансови институции и други клиенти в активите на банките до 51.9% през септември 2006 г. при 55.2% година по-рано. Обратно на тенденцията от 2004 г., през настоящата година е налице увеличаване на депозитите на българските банки в чужди финансови институции за сметка на кредитите. Делът на нетните вземания от финансови институции се повиши за периода септември 2005 – септември 2006 г. от 16 до 21.3%. Това се дължи и на покачващите се лихви в еврозоната, като по този начин банките натрупват своеобразен резерв от

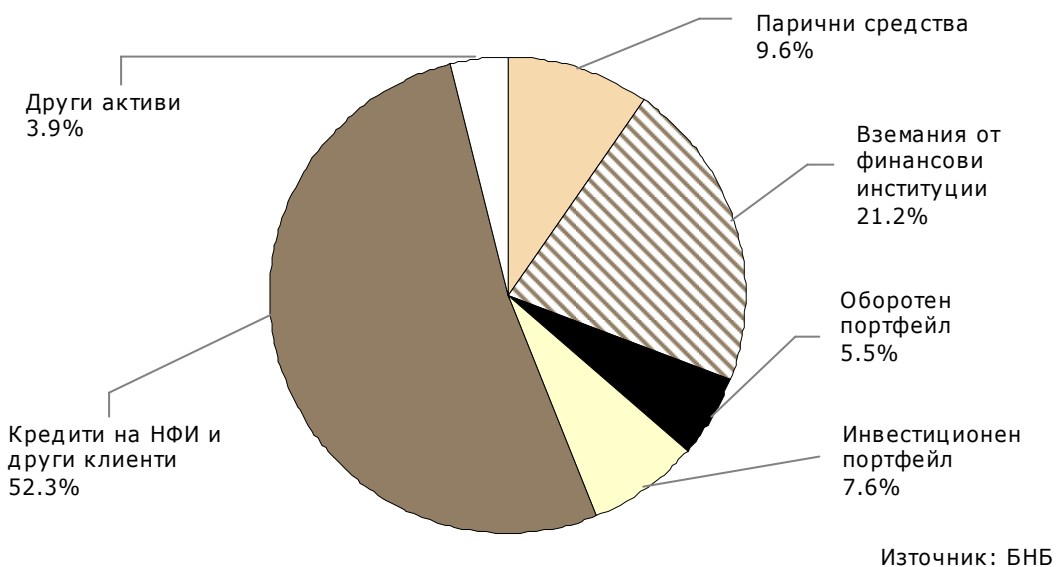
⁸ Вж. отделни броеве от 2005 – 2006г. на *Търговските банки в България*, тримесечно издание на БНБ.

ресурси, който може да бъде използван в бъдеще за кредитиране при отпадането на ограниченията от 2007 г.

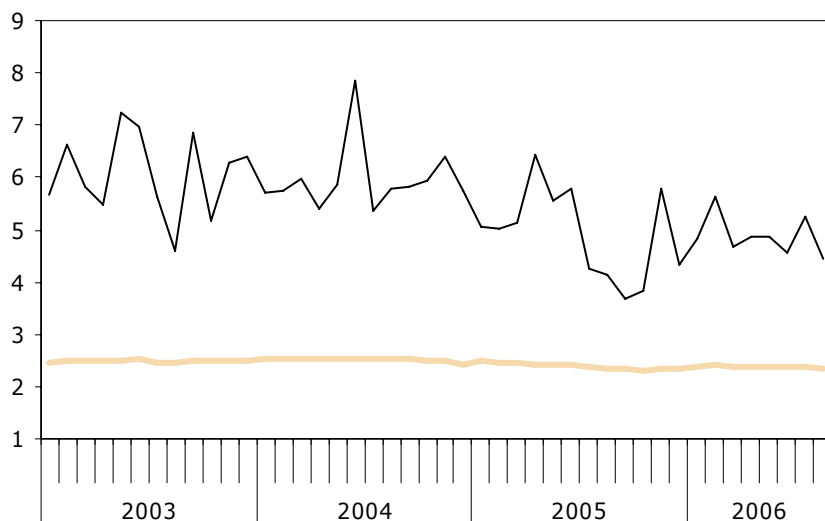
Структура на активите на търговските банки към 30.09.2005



Структура на активите на търговските банки към 30.09.2006

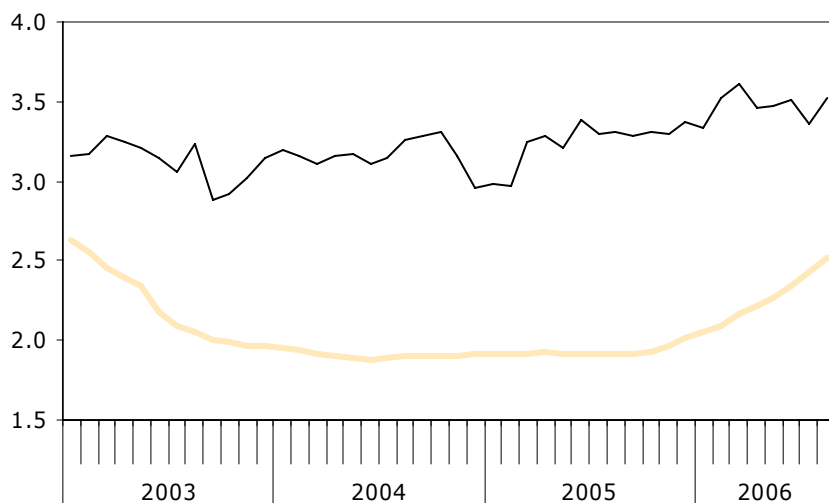


Спред БГ и ЕС



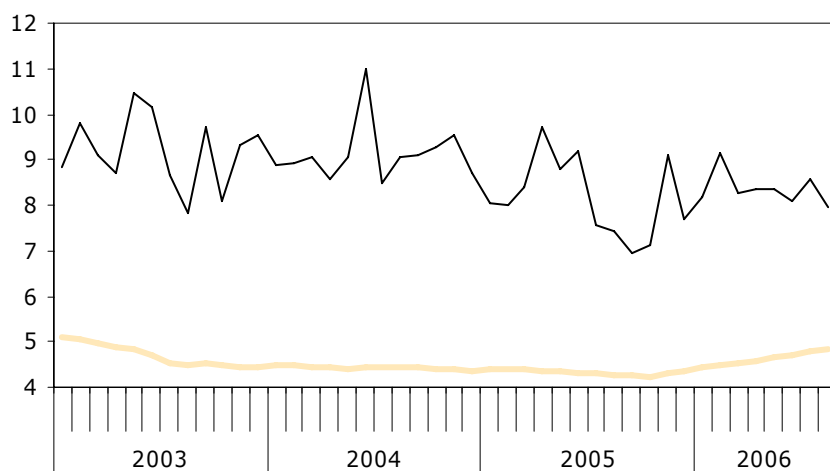
— Спред кредити-депозити, България

— Спред кредити-депозити, ЕС



— Лихви по срочни депозити, в лева

— Лихви по депозити с матуритет до 2 години, в евро



— Лихви по краткосрочни кредити, в лева

— Лихви по кредити до 1 година, в евро

Източник: Евростат, БНБ

Кредитните ограничения не доведоха до влошаване на финансовите резултати на банките. Влиянието им се изрази в промяна на приносите на отделните източници на приходи. В началото на 2005 г. започна тенденция към намаляване на темповете на растеж на нетния лихвен доход. Фактори за това бяха намаляващите обеми на отпускани кредити, поскъпването на привлечените ресурси поради нарастването на лихвите в световен мащаб и стесняването на лихвения спред между депозити и кредити. За сметка на това, започна да нараства ролята на различните нелихвени приходи като такси и комисиони. Немалка роля по това време изиграха и увеличаващите се кредитни провизии. През 2006 г. тази тенденция се запази, като новите моменти бяха намаляващите разходи за лихви по привлечени от други банки средства, а така също и реинтегрирането на кредитни провизии, което спомогна за подобряване на рентабилността на банките. Негативно влияние оказаха реализираните загуби от оборотни портфейли.

През следващата година при отпадането на кредитните ограничения може да се очаква известна промяна в структурата на активите на банките. Банките ще увеличат предлагането на кредити, като предвид скъпите заемни ресурси е много вероятно първоначално да използват за финансиране собствените си ресурси, депозирани в чуждестранни банки. По този начин ще се повтори тенденцията от 2004 г., когато делът на вземанията от финансови институции се понижаваше за сметка на дела на кредитите за нефинансови институции.

По отношение ограничаването на кредитния риск и запазване на финансовата стабилност системата от мерки за ограничаване на кредитирането беше необходима и прилагането ѝ бе оправдано. Засега българската банкова система съумява да запази добро качество на активите си (в това число и на кредитните си портфейли), както и да отчита добри показатели за капиталова адекватност и ликвидност. Може да се каже, че мерките изпълняват предназначението си. Все пак, пълният ефект от тях се очаква в средносрочен план и в този смисъл е рано да им се даде цялостна оценка.

Лихвите по кредитите у нас са по-високи от европейските поради наличието на по-висока рискова премия от страните в ЕС. След като банките започнаха активно да кредитират частния сектор през 2003-2004 г., лихвите по кредитите намаляха поради засилилата се конкуренция между банките и увеличаване на ликвидността в системата. Тази тенденция се забавя след въвеждането на кредитните тавани през пролетта на 2005 г., което доведе и до задържане на относително високи нива на лихвения спред от около 5 процентни пункта.⁹

В края на 2005 г. ЕЦБ започна да повишава лихвените проценти в резултат на нарастване на инфлационните рискове пред еврозоната. Това се отрази на динамиката на лихвените проценти на българския междубанков пазар, които от началото на 2006 г. нарастват (особено в евро и левове), без да има съществена промяна в търгуваните обеми.

Задържането на лихвите по кредитите на относително високи нива не оказва съществено влияние нито върху обемите на новоотпуснатите фирмени заеми и инвестиционната активност на фирмите, нито върху обема на новоотпуснатите потребителски кредити. Причина за това вероятно е възможността за пряко външно заемане на компаниите, както и в разрастване на ролята на небанковите финансови институции. ▼

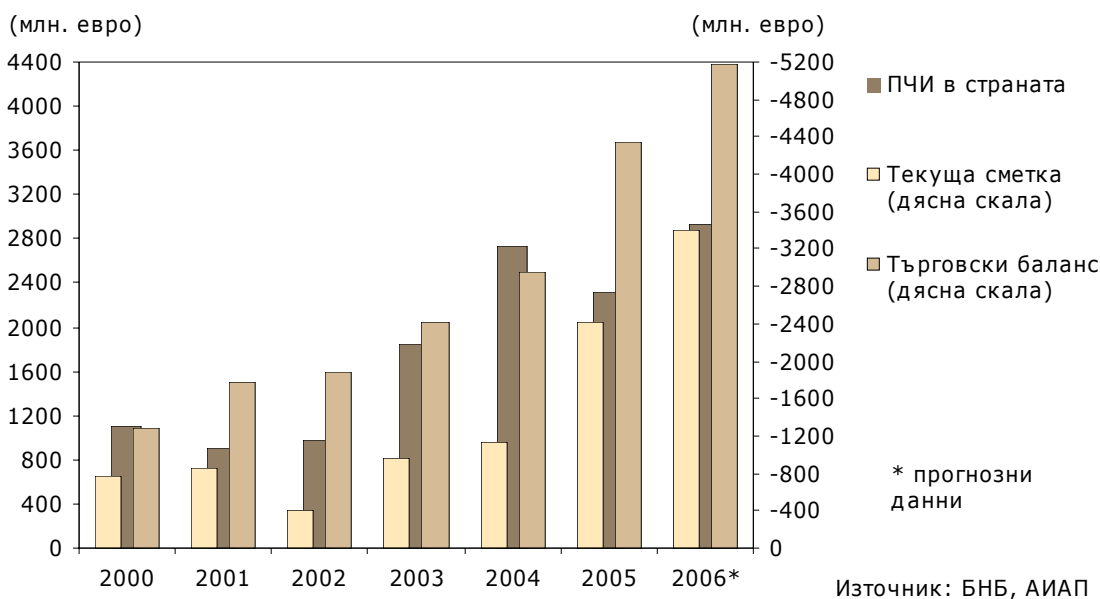
⁹ Лихвите по новоприетите депозити се покачват, но не толкова динамично, че да доведат до значителен спад в средата на лихвените проценти.

ПЛАТЕЖЕН БАЛАНС

През 2006 г. дефицитът по текущата сметка на платежния баланс продължи да нараства. За деветте месеца на 2006 г. той достигна 2 094.2 млн. евро, докато за същия период на миналата година той е бил в размер на 1 226.2 млн. евро. Според предварителни оценки, за цялата 2006 г. дефицитът по текущата сметка като процент от БВП ще нарасне с около 2.5-3 процентни пункта в сравнение с 2005 г. Това основно се дължи на нарастването на търговското салдо, което за периода януари-септември 2006 г. достигна -3 455.5 млн. евро при -2 976.9 млн. евро за съответния период на миналата година.

Мерките на БНБ, адресирани преди всичко към качеството на портфейлите на търговските банки, намалиха нарастването на потребителските кредити и по този начин ограничиха до известна степен ръста на потреблението, а оттук и ръста на вноса на потребителски стоки. Голямото номинално нарастване на вноса на стоки в страната се предопределя от ръста на българската индустрия и нарасналото търсене на стоки за междинно потребление и от високата инвестиционна активност в страната, довели както до ръст на вноса на инвестиционни стоки, така и до висок приток на преки чужди инвестиции (ПЧИ). Нарастването на дефицита по текущата сметка се наблюдава почти през целия период на икономически растеж след 1998 г. и се определя както от повишаващото се крайно потребление, така и от високата активност на българските фирми.

Текуща сметка, търговски баланс и ПЧИ в страната



Високият ръст на потребление в страната, предизвикващ ръст на вноса на потребителски стоки и влошаване на търговското салдо, представлява проблем, който се нуждае от мерки за ограничаване на неговото действие. Останалата част от по-високия внос, който повишава дефицитите по търговската и текущата сметка на страната, причинена от по-високите продажби на българските производители (включително за износ) и от увеличените капиталови потоци към страната (най-вече ПЧИ), не би трябвало да бъдат притеснение. Подобен модел на бързо растящи икономики, регистриращи в същото време висок текущ дефицит, демонстрират прибалтийските страни и най-вече една от най-добре реформиращите се икономики – тази на Естония. Нещо повече, до този момент дефицитът по текущата сметка у нас успешно се финансира от излишъка, реализиран по финансовата сметка на платежния баланс.

Притокът от ПЧИ през деветте месеца на 2006 г. покрива над 80% от дефицита на търговската сметка и покрива изцяло дефицита по текущата. Така, въпреки че дефицитът във външната търговия на страната нарасна, общият платежен баланс за деветмесечието е положителен в размер на 1285.8 млн. евро, което е близо три пъти повече от реализирания през аналогичния период на предходната година.

Характерът на българската икономика и динамичното развитие на промишлени отрасли като металургия, нефтопреработване и др. определят нейната зависимост от големия внос на суровини и материали, както и на минерални горива и петрол. За деветте месеца на 2006 г. те формират съответно 36.5 и 23.1% от общия обем на вноса по цени CIF. Въпреки че има най-висок относителен дял в структурата на българския внос, групата на суровините и материалите не допринася за влошаването на търговското салдо през разглеждания период, тъй като балансът износ (цени FOB) – внос (цени CIF) не търпи съществени промени¹⁰. За разлика от тях, групата на енергийните стоки е основният фактор за нарастването на търговското салдо. По оценка на БНБ, нарастването на дефицита от внос на суров петрол, петролни продукти и природен газ и от износ на петролни продукти формира 52.7% от нарастването на общия търговски дефицит, като това до голяма степен се дължи на повишаването на цените на суровия петрол на международните пазари.

Вносът на потребителски стоки, който директно се влияе от по-високото потребление в страната, се е повишил през деветте месеца на 2006 г. с 317.3 млн. евро (по цени CIF) спрямо същия период на 2005 г. Това е с около 50-60 млн. евро повече от нарастването на вноса на тази група стоки през 2005 г. спрямо 2004 г. Все пак, през настоящата година тяхното нарастване в по-голяма степен се дължи на увеличената заетост и на средните номинални доходи в страната, докато значението на ръста на заемното финансиране за ръста на вноса на потребителски стоки през 2006 г. намалява в сравнение с предходни години.

Групата стоки, която регистрира високо номинално нарастване на вноса през периода януари – септември 2006 г., са инвестиционните стоки. Техният внос се е увеличил с 505.6 млн. евро (по цени CIF) през разглеждания период спрямо същия на 2005 г. Това се дължи както на високата инвестиционна активност на българските предприемачи, така и на засиления интерес на чужди инвеститори към България. Според данните на БНБ, от началото на 2006 г. в страната са влезли ПЧИ на стойност 2845.1 млн. евро (едва 25 млн. евро са приватизационни приходи). Тяхната стойност е над два пъти по-висока от тази за деветте месеца на 2005 г. За цялата 2006 г. се очаква те да надхвърлят 3500 млн. евро, което ще е най-високата им стойност от началото на прехода.

Липсата на достатъчно дезагрегирани данни затруднява точното измерване на ефектите, свързани с притока на чуждестранните инвестиции в България. Въпреки това е възможно да се идентифицират основните канали, по които се осъществява тяхното влияние върху текущата сметка. Първият канал, по който ПЧИ влияят върху динамиката на текущата сметка, е свързан с вноса на инвестиционни стоки, чийто растеж се ускорява от 19.3% средно за периода 2003-2005 г. до 22.2% за деветмесечието на 2006 г. (или 442.9 млн. евро)¹¹. На второ място, те влияят по перото плащане на доход по ПЧИ, което се състои от репатриране на печалбата на инвеститорите и плащането на лихви по вътрешнофирмените кредити. През периода 2003-2005 г. плащанията по това перо нарастват средно с около 40%, като техният ръст през деветмесечието на 2006 г. е 47.7% или 163.8 млн. евро. Третият възможен канал на влияние на ПЧИ върху текущата сметка е нарастването на плащанията за консултантски услуги. Те са основен компонент на перото други услуги, чийто ръст е съответно 14.2% средно за 2003-2005 г. и 28.1% за деветмесечието на 2006 г. (151 млн. евро).

¹⁰ Формираното салдо за периода януари-септември 2006г. е 832.5 млн. евро, а за същия период на 2005г. е 856.6 млн. евро.

¹¹ Вносът на транспортни средства е приспаднал от групата на инвестиционните стоки за по-голяма обективност на изчисленията.

Въпреки че увеличеният поток от ПЧИ допринася за по-високия дефицит по текущата сметка, те имат положително въздействие върху малка и отворена икономика като българската. Чрез тях се създават нови предприятия и се разширяват и обновяват съществуващите и така спомагат за нарастване на заетостта и на общата факторна производителност чрез внасянето на нови машини и технологии. Мярка за потенциала на тези ефекти е дяловият капитал, който формира по-голямата част от влезлите в страната ПЧИ. Особено важно е, че тази част от него, която не е свързана с приватизация, нараства стабилно през годините, като през периода януари-септември 2006 г. отбелязва своя най-висок растеж (175.2%).

Въпреки че по-голямата част от ПЧИ представляват недългов източник на финансиране, те могат да доведат до изтичане на потоци от икономиката. Реинвестираната печалба зависи не само от перспективите за възвръщаемост на инвестициите, но и от тяхната алтернативна цена – международните лихвени проценти. Промяната на последните има също така влияние и върху друга важна част от инвестиционния поток в България – перото друг капитал, който на практика отразява вътрешнофирмената задлъжнялост. От 2005 г. тя расте стабилно, като за периода януари-септември 2006 г. формира 43% от ПЧИ.

През минали години търговията с услуги успяваше да покрие относително голяма част от дефицита на външната търговия със стоки. През 2006 г. обаче бе регистрирано пониско в сравнение с миналата година положително салдо по търговията с услуги (733.3 млн. евро при 829.1 млн. евро за деветте месеца на 2005 г.). Фактори за по-слабия ръст на приходите от услуги са нарастването на плащанията за консултантски услуги, пътуванията на българи в чужбина и най-вече по-ниските от очакваните приходи от туризъм. През деветте месеца на 2006 г. последните нараснаха с 4.5% при ръст за миналата година от 11%. Макар причините за наблюдаваното забавяне да остават като цяло неясни, според неофициалните прогнози на мениджъри от бранша в бъдеще едва ли могат да се очакват растежи от порядъка на регистрираните през силния период за българския туризъм от 2002-2004 г. Проблемите на сектора са свързани не само с неадекватната инфраструктура и гъстота на застрояване на някои основни туристически дестинации, но и със способността на българските туристически фирми да предложат услуги, които успешно да конкурират като съотношение цени/качество услугите, предлагани в съседните ни държави.

След извършената през март 2006 г. промяна в методологията на отчитане на доходите от неофициална заетост на българите в чужбина, нетният доход от компенсации на наетите се превърна във важен източник на средства за покриване на дефицита по текущата сметка, който компенсираше изцяло нетните плащания по различните видове инвестиции. През деветмесечието на 2006 г. нетният доход от компенсации на наетите продължи да расте (7.5% спрямо деветте месеца на 2005 г.), но нетните плащания по инвестициите се увеличиха с 46.8% и това доведе до формирането на нетен доход в размер на 31.3 млн. евро при 204.7 млн. евро за същия период на миналата година. Основното перо, по което е регистрирано нарастване на плащанията, са ПЧИ, но ускореното натрупване на краткосрочен частен външен дълг предполага нарастване на плащанията по неговото обслужване. В резултат на това, очакванията са салдото по нетния доход постепенно да се превърне в отрицателно и по този начин да стане фактор, водещ до задълбочаване на дефицита по текущата сметка.

Нарастването на нетните плащания по различните инвестиции е естествен резултат от увеличаването на притока на капитали в страната. 488.9 млн. евро от общо 3287.8 млн. евро излишък по финансовата сметка представляват нетни портфейлни и други инвестиции, като последните се характеризират с по-голяма динамика. Голямо е увеличението на актива на други инвестиции. Негова съществена част представляват депозитите на български търговски банки в чуждестранни финансови институции, които през януари-септември 2006 г. са се увеличили с 1297.5 млн. евро¹². Това се дължи както на премахването на прогресивната скала на допълнителни задължителни

¹² За сравнение през същия период на 2005г. те са нараснали само с 6.7 млн. евро.

минимални резерви, които търговските банки трябва да поддържат в БНБ при растеж на кредитните им портфейли с темпове, по-високи от определените в Наредба № 21, така и на повишаващите се лихви в еврозоната¹³. Успоредно с увеличението на актива се наблюдава и увеличение на пасива на перото други инвестиции. Съществен принос за това имат получените от частния сектор кредити от външния свят, чието нарастване в размер на 1460 млн. евро е близо три пъти повече в сравнение с отчетените 505.4 млн. евро за деветмесечието на 2005 г.

Малкият дял на нетните портфейлни инвестиции във финансовата сметка е индикатор за стабилността на финансовите потоци към икономиката, тъй като те са типичният проводник на спекулативен капитал. Към настоящия момент те формират едва 3.5% от финансовата сметка. През периода януари-септември те нарастват със 115.9 млн. евро, докато през деветте месеца на 2005 г. намаляват с 1270.6 млн. евро поради изплащането на брейди облигациите. Очакванията са, че с влизането на България в ЕС от началото на 2007 г. интеграцията на финансовите пазари ще се ускори, както и поупко-продажбата на финансови активи.

Вътрешнофирмената задлъжнялост е част от общия дълг на нефинансовия частен сектор, който в края на август 2006 г. достигна 5491.7 млн. евро или почти три пъти повече спрямо равнището, отчетено в края на 2003 г. Трайното повишаване на международните лихвени проценти представлява потенциален риск за платежния баланс, тъй като ще повиши цената на обслужването на дълга и това ще се отрази не само в кратък, но и в средносрочен план негативно върху перото платен доход на текущата сметка. От друга страна, самото натрупване на задължения на частния сектор е свързано с по-късното им покритие, което, в зависимост от падежа им, ще доведе до изтичане на тези средства от страната. Нарастването на дела на краткосрочния дълг, който от 14.3% през декември 2003 г. достигна 29.2% в края на август 2006 г., представлява допълнителен риск за устойчивостта на платежния баланс.

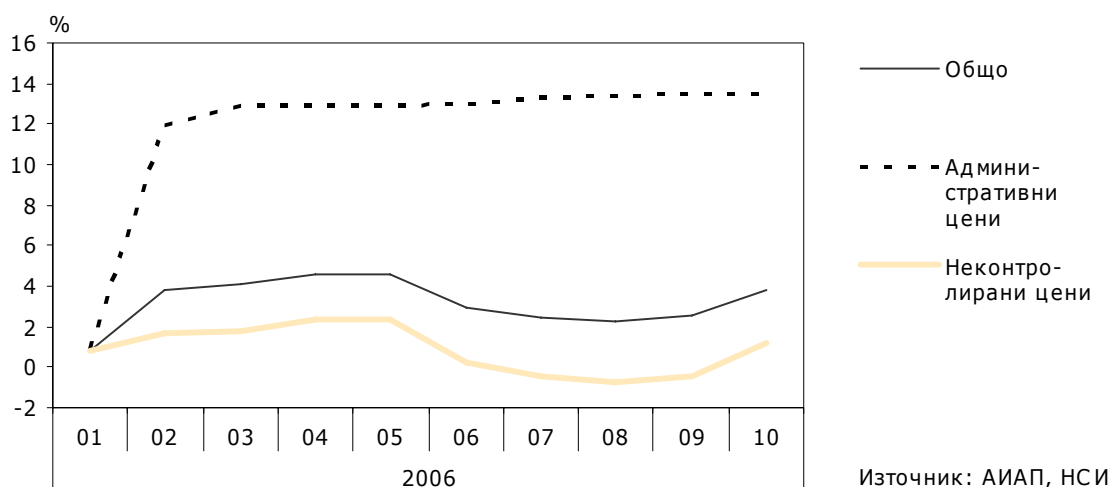
Оценката на текущата ситуация на платежния баланс показва, че българската икономика все по-успешно се интегрира с европейския и световен пазар. Ускореното нарастване на частния външен дълг и краткият матуритет на задълженията създават потенциални рискове, които могат да се реализират под формата на значително изтичане на средства по текущата сметка при твърде рязко нарастване на международните лихвени равнища. За да се смекчи ефекта от развитието на подобен неблагоприятен сценарий, е необходимо да се следва политика на макроикономическа дисциплина, както и политика за насърчаване на спестяванията в икономиката, което би довело до намаляване на зависимостта на българските инвеститори от външно финансиране. ▼

¹³ Либорът по шестмесечните депозити в евро е нараснал от 2.59% през декември 2005г. на 3.53% през септември 2006г.

ЦЕНОВА ДИНАМИКА

Годишната инфлация в края на 2006 г. е 6.5%, а средногодишната е 7.3%. До голяма степен тя бе формирана от повишенията в административните цени. От началото на годината контролираните цени се повишиха с 13.8%, а приносът им в общата инфлация е 2.9 процентни пункта. За същия период неконтролираните цени се повишиха с 4.5%, като тяхното нарастване е по-ниско от миналогодишното.

**Инфлацията през 2006 г.
(с натрупване от началото на годината)**



Значителният ръст в административните цени се дължи преди всичко на въведените в началото на годината нови акцизни ставки при цигарите. Правителството взе решение да въведе първоначално планираните за 2006 и 2008 г. акцизи при цигарите още през настоящата година. С това се целеше да се избегне влиянието на хармонизацията на акцизните ставки в България и в ЕС върху нивото на инфлацията през 2008 г., когато България ще бъде наблюдавана дали изпълнява успешно критериите за членство в еврозоната, един от които е ценовата стабилност. Само заради тази мярка общата инфлация се повиши с 2.7 процентни пункта. В началото на годината бяха въведени нови акцизи и при спиртните напитки и течните горива.

Потребителските цени на хранителните стоки се увеличиха общо с 5.4%, а производствените цени на продуктите от хранително-вкусовата промишленост – с 8.8%. Производствените цени на хляба и хлебните изделия се увеличиха с 13.5%. Поради слабата реколта в световен мащаб през 2006 г., международните цени на пшеницата се увеличиха значително, което се отрази и на цените на вътрешния пазар. През лятото пшеницата се търгуваше на борсите в страната на цени около 150 лв. на тон (без ДДС), а през ноември – на цени около 280-300 лв. За периода октомври – декември потребителските цени при брашното и хляба се увеличиха съответно с 21.6 и 16.9%. Общият принос на годишното увеличение на цените на брашното и хляба в общата инфлация е 1 процентен пункт.

През първата половина на годината цената на суровия нефт на международните пазари нарастваше и достигна 74 щатски долара за барел, след което започна обратното ѝ движение надолу и през декември достигна 62 долара за барел.¹⁴ В индекса на потребителските цени натрупаното изменение в цените на течните горива е отрицателно (-2.4%). Спадът в цените на производител на нефтопродукти е 7.4% в края на годината

¹⁴ По данни на Световната банка.

Годишното нарастване в цените на пазарните нехранителни стоки е 3.5%, а на пазарните услуги е 4.4%. Темпът на повишение на цените при услугите е в рамките на очакванията. Техните цени се определят от търсенето и от ефекта Баласа-Самюелсън и затова нарастват с по-висок процент от нехранителните стоки. През 2006 г. обаче натрупаното увеличение в цените на пазарните нехранителни стоки е по-високо от годишните увеличения, отнасящи се за периода 1998 – 2005 г.¹⁵, което вероятно се дължи на нарасналото платежоспособно търсене на тази група стоки. Според данните за БВП, през първото полугодие на годината има сравнително висок растеж на потреблението на домакинствата и особено на нехранителните стоки (14.5%). ▼

¹⁵ Това сравнение се отнася за такива групи от стоки като облекла, обувки, мебели, хладилници, готварски печки, перални, фотографска техника и др.

ДЪРЖАВЕН БЮДЖЕТ

През 2006 г. отново се наблюдава много добро изпълнение на плана за държавния бюджет. Това се дължи преди всичко на силното изпълнение на приходната му част и на високите номинални ръстове на приходите от повечето видове данъци. Касовото салдо на консолидирания бюджет регистрира излишък от 2.1 млрд. лв. за първите три тримесечия на годината и е с 37.3% по-високо спрямо същия период на миналата година. Първичният излишък възлезе на 2.7 млрд. лв.

Общите приходи за периода се увеличиха с 9.5% на годишна база в резултат преди всичко на добра данъчна събираемост. Данъчните приходи бяха с 11.3% по-високи в сравнение със същия период на миналата година. Както и през предходната година, високите обеми на вноса бяха основен фактор за бързия растеж на приходите от косвени данъци. Приходите от ДДС нараснаха със 17.2% и изпълниха плана на 81.3%, като може да се очаква, че до края на годината те ще надхвърлят планираната стойност. Приходите от мита се повишиха с 19.5% и вече надхвърлиха заложеното ниво, планирано за цялата година. В края на 2005 г. търговците увеличиха запасите си от акцизни стоки, за да изпреварят планираното увеличение на акцизните ставки върху горивата от началото на 2006 г. Това повлия негативно на приходите от акцизи в началото на годината, но след като запасите бяха изчерпани, приходите от акцизи започнаха да нарастват стабилно от второто тримесечие на тази година. В крайна сметка те регистрират растеж от 15.8% за периода януари-септември 2006 г.

Най-сериозната промяна в данъчно-осигурителната тежест от началото на 2006 г. засягаше намалението на вноската за фонд "Пенсии" с 6 процентни пункта. Според предварителните разчети, тази промяна се очакваше да доведе до загуба на приходи за бюджета от около 700 млн. лв. Според данните за първите три тримесечия на годината, приходите от социални осигуровки намаляха с 3.4% на годишна база, което по изчисления на АИАП се равнява на загуба от приходи за около 370 млн. лв. Това дава основания да се счита, че ефектът от намалението на размера на вноската е бил надценен. Това вероятно се дължи на допълнителния ефект от предприетата мярка, който доведе до известно намаляване на скритата икономика в страната. Номиналният ръст на средната заплата за деветмесечието на годишна база надхвърли 10%, докато разчетите на НОИ за годината са направени на база годишен ръст от 6.3%, а заетостта през 2006 г. нараства приблизително с темповете, предвидени в бюджетната прогноза. Същите тенденции се наблюдават и при растежа на заетостта, който регистрира засилен темп от януари 2006 г. в сравнение с предходните две години.

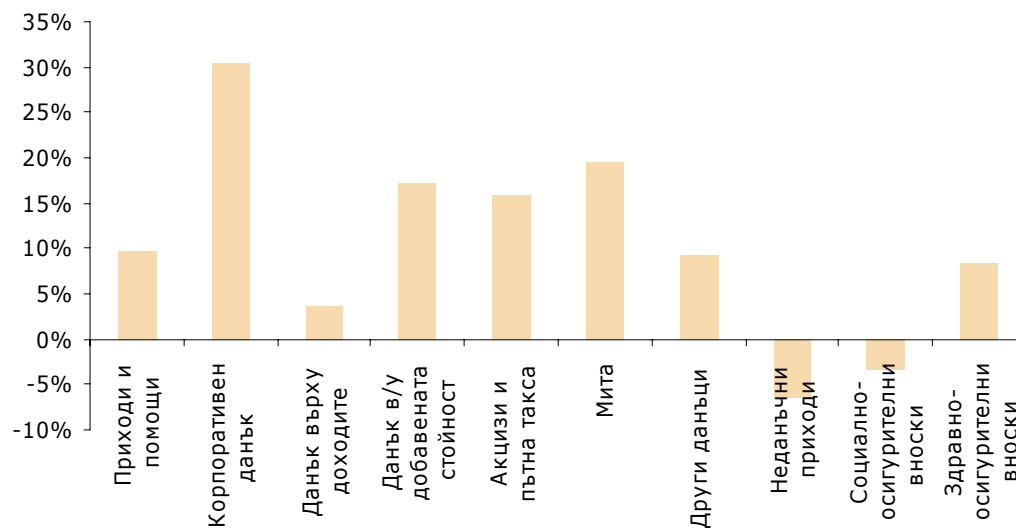
Ако се запази трендът на изпълнение на приходите от социално-осигурителни вноски, към края на годината може да очакваме преизпълнение на бюджета, което ще е съответно: на приходите от осигурителни вноски от работодател с около 4.4%; на приходите от личните вноски на работниците и служителите с около 7.3% и от самоосигуряващите се лица с над 14%.

Икономическото развитие, наблюдавано от началото на годината, предполага, че ефектите от намаленията на данъчно-осигурителната тежест върху икономиката вероятно са по-големи от предварителните очаквания. Макроикономическата прогноза на АИАП от началото на годината залагаше на реален растеж на инвестициите от 9% за 2006 г., докато актуализираната рамка от октомври очаква 16.7%. По-високият от прогнозирания растеж на инвестициите се дължи, от една страна, на по-високите от очакваните постъпления от преки чуждестранни инвестиции, а също и на подценяването на ефекта от намалението на социално-осигурителните вноски. Първоначалната оценка за този ефект беше растежът на инвестициите да се ускори с 1.7 процентни пункта, според сегашните ни оценки той възлиза на около 2.6 процентни пункта.

Стимулът за растежа на потреблението също е бил по-сериозен от първоначалните оценки. Това индиректно може да се заключи от наблюдаваните растежи на заетостта и

заплатите, които са значително над първоначалните прогнози, според които се очакваше ускорение растежа на заплатите с 0.2 процентни пункта и на заетостта – с 0.1 процентни пункта.

Растеж на бюджетните приходи по елементи за периода януари - септември 2006г./2005г.



Източник: НСИ

Общите приходи от здравноосигурителни вноски за периода януари-септември на настоящата година спрямо същия период на предходната нарастват с 8.3%, като това се дължи основно на доброто изпълнение на приходите от личните вноски на работещите (нарастване с 31.3% на годишна база), както и на доброто изпълнение на приходите от вноски на работодатели, нараснали с 5.8% спрямо предходната година.

Благоприятното развитие на икономиката през първата половина на 2006 г. се отрази в подобряване на финансовия резултат на фирмите. Според първоначални данни на НСИ, брутният опериращ излишък в икономиката номинално е нараснал с 16% спрямо първата половина на 2005 г., докато през предходни години неговият номинален растеж бе между 10 и 12.4%. Приходите от корпоративния данък се увеличиха с 11% за периода януари – септември 2006 г. при непроменена ставка за облагане.

Разходите на консолидирания бюджет за периода нараснаха с 5.8% изцяло за сметка на текущите разходи. Капиталовите разходи останаха на същото номинално ниво от миналата година, което се дължи на известно забавяне в тяхното усвояване. Лихвените разходи намаляха със 7.1% за периода януари-септември, а субсидиите – с 24%. Пониските разходи за субсидии до голяма степен се дължат на финансирането на сектор здравеопазване, но се очаква те отчасти да наваксат изоставането до края на годината поради покриване на неразплатени разходи в сектора.

Акцент на фискалната политика през тази година беше социалната сфера. Социалните разходи на консолидирания бюджет се увеличиха за периода с 13.2% спрямо същия период на миналата година, като това се дължеше както на по-високи разходи за пенсии, така и на по-високи разходи за помощи. Здравноосигурителните плащания имаха най-сериозна тежест при нарастването на помощите, което беше свързано с увеличени средства за болнична и стоматологична помощ и лекарства.

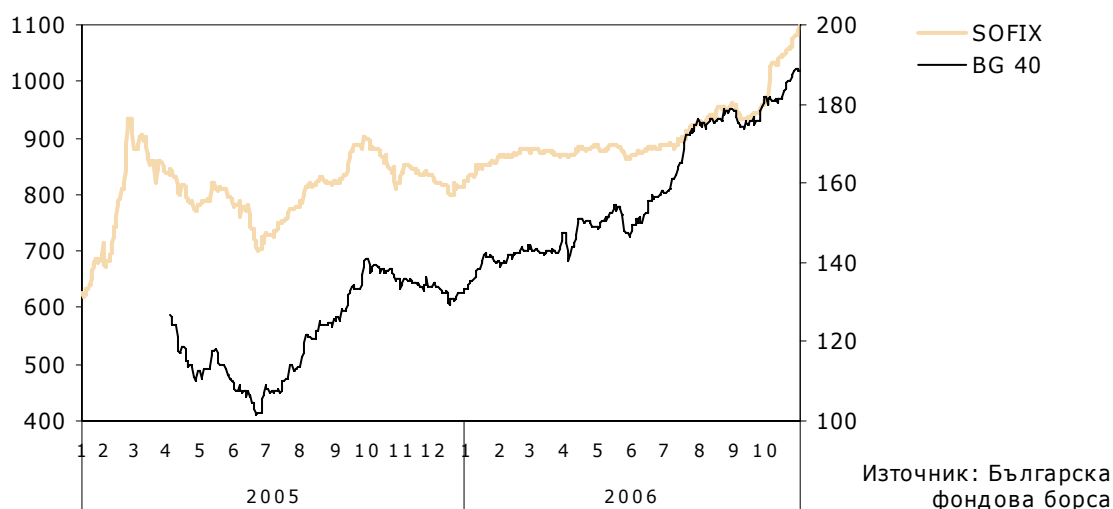
Според първоначални данни на МФ, излишъкът за 2006 г. достигна 3.7% от БВП (2.4% за предходната година). Приносът на правителственото потребление към растежа на БВП ще остане положителен, въпреки че неговият размер ще намалее спрямо 2005 г. поради ограничаването растежа на разходите. От гледна точка на цикличното развитие на икономиката, затягането на фискалната дисциплина е правилна политика и е

адекватна реакция срещу евентуално прегряване на икономиката през настоящата година. При подобни условия бюджетната политика трябва да се въздържа от предоставянето на стимули за частното потребление, тъй като те се отразяват по-скоро в нарастване на ценовото равнище, отколкото в реално подобрене на доходите в икономиката. Изпълнението на бюджета през тази година показва, че сегашното му състояние позволява по-нататъшни стъпки за намаление на пряката данъчна тежест без да се стигне до дефицит. Все пак, подобни стъпки в момента са по-скоро нежелателни, като се има предвид, че реалният растеж на икономиката ще продължи да изпреварва потенциалния растеж и през следващата година, което налага прилагане на по-консервативна фискална политика. Стимулите към икономиката от страна на данъчната политика трябва да са по-скоро насочени към инвестициите, отколкото към потреблението, тъй като инвестициите може да създадат условия за по-висок потенциален растеж в бъдеще. ▼

КАПИТАЛОВ ПАЗАР

Настоящата 2006 г. бе изключително динамична за капиталовия пазар. Борсовите индекси реализираха значителни растежи. Към края на октомври SOFIX повиши стойността си на годишна база с 32.1%, а BG 40 нарасна с 41.3%. Сред основните фактори, допринесли за това, са положителните очаквания от пълноправното членство на България в ЕС от 1 януари 2007 г. и възможностите за навлизане на повече чуждестранни участници на местния капиталов пазар, който все още не е развил напълно потенциала си. Освен това, за неговото динамично развитие спомогнаха добрата макроикономическа среда и стабилност, както и поддържането на устойчив икономически растеж, които позволиха фирмите да генерират високи печалби.

Динамика на SOFIX и BG 40



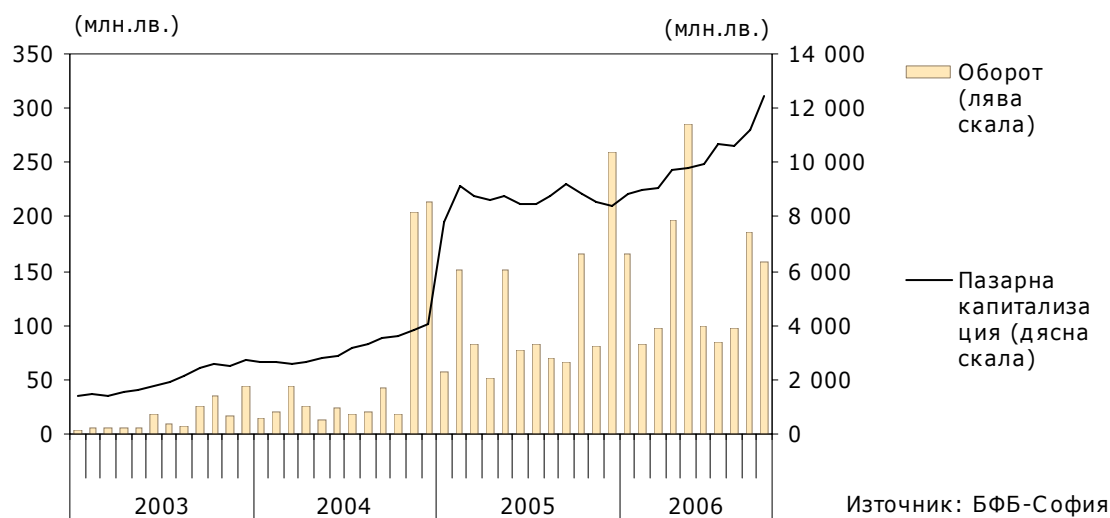
През 2006 г. се наблюдава прекъсване на тенденцията на отписване на дружества, листвани на Българска фондова борса (БФБ). В началото те бяха принудително регистрирани след провеждане на първата вълна на масова приватизация и част от тях предпочетоха да променят статуса си на компании от затворен тип и да се оттеглят от борсата. През последните месеци компаниите осъзнаха предимствата на относително евтиното финансиране чрез фондовата борса и започна обратен процес на завръщане на фирми на БФБ. В края на октомври броят на листваните фирми достигна 339 при 331 в края на 2005 г. Освен това, бяха извършени редица увеличения на капитала на листвани дружества, което допълнително допринесе за повишаване на цените и генериране на растежи на борсовите индекси. През септември успешно беше извършено първично публично предлагане на акции от увеличението на капитала на "Химимпорт" АД – София. Голямото търсене на тези акции и превишаването на търсеното количество над предлаганото показва, че в икономиката има свободни ресурси, които очакват печеливши и атрактивни позиции.

През 2006 г. се наблюдава засилено участие на индивидуални инвеститори на БФБ, освен традиционно високия интерес от страна на институционалните инвеститори. Последните, в лицето на пенсионните фондове, увеличиха съществено дела на акциите и облигациите в своите инвестиционни портфейли. Това стана възможно след промяната на Кодекса за социално осигуряване (КСО), приета през февруари 2006 г. Тя премагна ограниченията за инвестиране на определен процент от активите на пенсионните фондове в ДЦК, което се третира като привилегирован достъп на държавата до финансовите институции според правото на ЕС. Промяната на КСО доведе до увеличаване на инвестициите в ценни книжа, приети за търговия на капиталовия пазар,

на всички видове пенсионни фондове, като делът им към края на септември 2006 г. нарасна до над 30% от общия инвестиционен портфейл (срещу 10-11% в края на 2005 г.) за сметка намалението на дела на ДЦК. Това доведе до повишаване на разходите на правителството по емитираните от него ценни книжа. Тяхната осреднена доходност през юли нарасна до 4.74 срещу 3.01% през декември 2005 г.

Въпреки положителните тенденции на капиталовия пазар от последните години, той все още остава ниско ликвиден. Отношението между средния месечен оборот и средната месечна капитализация за десетте месеца на 2006 г. достига до 1.44% срещу 0.81% за същия период на миналата година.

Пазарна капитализация и реализиран оборот на пазара на акции



През 2007 г. се очаква да продължи възходящата тенденция на капиталовия пазар поради положителните очаквания за развитието на българската икономика и присъединяването на България към ЕС. Нарастването на активите на пенсионните фондове, нарастващите доходи в икономиката, очакванията за добрите финансови показатели на листваните компании ще се считат за допълнителен фактор за продължаването на нарастването на активността на капиталовия пазар и подобряване на характеризиращите го показатели. ▼

Какво да очакваме

след присъединяването на България към ЕС

На 1 януари 2007 г. България стана част от общността, наречена Европейски съюз. Приобщаването има много измерения – икономически, социални, културни, правно-нормативни и т.н. В икономически аспект основната промяна е свързана с това, че българските икономически субекти ще се третират по същия начин, както тези, чийто произход е от останалите страни членки на ЕС. Българските фирми ще могат свободно да продават своята продукция на единния пазар, стига да изпълняват изискванията за стандарт и качество, които ще са едни и същи и в България, и в останалите страни на ЕС. И това е техният голям шанс за разрастване и развитие. В същото време фирмите на всички останали страни от ЕС ще се конкурират на равни начала с българските за реализация на продукцията си на българския пазар. И това е голямото предизвикателство пред българските фирми. След изтичане на известен кратисен период, различен за отделните страни от ЕС, българските граждани ще могат да търсят трудова реализация не само в рамките на националния трудов пазар, но навсякъде из обединена Европа.

Всичко това ще промени поведението на българските икономически субекти след началото на 2007 г. Фактически на тях им предстои ново приспособяване към променените условия за бизнес, може би не толкова радикално както това, което трябваше да извършат в началото на 90-те години на миналия век. Естествен е въпросът какво може да се очаква да се случи в резултат на промяната в условията и размера на пазара.

По-високата конкуренция след присъединяването към ЕС стимулира фирмите да се развиват интензивно и в дългосрочен аспект ще допринесе за тяхното изграждане като устойчиви, конкурентоспособни единици. В краткосрочен план обаче присъединяването ще увеличи необходимите разходи на фирмите, свързани с въвеждането на европейските стандарти и модернизирването на производството с цел да се устои на по-високата конкуренция от страна на европейските производители.

Голяма част от европейското законодателство е вече адаптирана и въведена на практика. Прилагането на *acquis communautaire* в някои области обаче е свързано със значителни разходи, най-вече в областта на екологията. Най-засегнати от директивите за екология са химическата промишленост, енергетиката и металургията. Спазването на сроковете за изпълнение на поетите задължения поражда големи финансови и организационни затруднения за индустриалните предприятия в кратък период от време.

Проблематичен сектор по отношение на въвеждането на европейските стандарти е и хранителната индустрия, където основният проблем произтича от изостаналите технологии в селскостопанските предприятия, което, от своя страна, води до липса на качествена суровина за хранителната промишленост.

Достъпът до единния европейски пазар предлага огромни възможности за българските фирми. Едновременно с това, българският бизнес ще има достъп до общоевропейските системи и механизми за финансиране и експортно застраховане, което допълнително ще съдейства за повишаване на конкурентоспособността му.

С присъединяването към ЕС на първо място се улеснява значително търговията със страните от ЕС. Търговията със селскостопански стоки ще се либерализира в резултат на включването на страната в общата селскостопанска политика. Улесняването на търговията с индустриални стоки със страните от ЕС ще се дължи не толкова на премахване на митата, колкото на намаляването на административните пречки и други търговски бариери (като съвместно признаване на различни технически регулации и

минимални изисквания). Предоставянето на услуги също би трябвало да се благоприятства от либерализацията им.

През последните години България отчита висок прилив на преки чуждестранни инвестиции (ПЧИ). Стабилната и динамично развиваща се икономика, успешно проведените реформи и ниските разходи са едни от многото фактори, допринесли за високия прилив на чужди капитали. Присъединяването към ЕС неминуемо ще се отрази положително върху увеличаването на притока на ПЧИ през следващите години. Чуждестранните предприемачи ще разглеждат страната ни не само като местен, локален пазар, а като част от обща система, създаваща много по-големи възможности за развитие.

Членството в ЕС е стимул за увеличаване на притока на ПЧИ в България. В голяма степен те се влияят от големината и покупателната способност на вътрешния пазар, гравитационни фактори (т.е. близост на страната-източник на ПЧИ и страната-получател на ПЧИ), квалификацията на работната ръка, природните ресурси, разходите за труд и политическата и макроикономическа стабилност.

Данните за новите страни членки на ЕС от Централна Европа и Балтика показват, че голямата част от преките чуждестранни инвестиции са насочени към преработвателната индустрия, недвижимите имоти и финансовия сектор. Освен това, някои европейски центрове за услуги, като счетоводни или кол-центрове, са изнесли производството си в новите страни членки на ЕС с цел да се възползват от сравнително по-евтиния средноквалифициран труд в тези страни. Някои от фирмите даже са разделили основната си дейност от други свои дейности като информационни технологии и счетоводство, като са ги изнесли към дъщерни фирми в централноевропейските и балтийски републики.

Повишаването на инвестиционната активност в страната и очакваният приток на капитали са фактори, които ще доведат до повишено търсене на труд и разкриване на нови работни места в страната. Като част от общия европейски трудов пазар, част от българската работна сила ще потърси професионална реализация в чужбина, но това едва ли ще доведе до увеличаване на съществуващия и в момента емиграционен поток след присъединяването. Като се вземат предвид защитните механизми и ограничения на трудовия пазар в ЕС, свободно придвижване на трудови ресурси от България няма да се осъществи веднага. Все пак, българските работодатели ще трябва да се съобразят с това, че ще се конкурират с чуждестранните при търсенето на труд и това ще наложи постепенно повишаване на заплащането, което ще повишава и привлекателността на страната по отношение на обратния, макар и неголям, очакван имиграционен поток към България.

Изходна точка при анализиране на поведението на доходите през следващите няколко години е, че те са резултат от макроикономическото развитие. През последните години реалната работна заплата изпреварваше като темп на нарастване този на реалната производителност на труда, но е възможно през следващите години този процес да се обърне. В много отрасли може да се наблюдава реструктуриране на добавената стойност, като делът на печалбата за фирмите намалее за сметка на увеличаването дела на компенсацията на наетите лица.

Ефектът от присъединяването върху доходите ще бъде различен в отделните сектори на икономиката и ще зависи от скоростта на адаптация в условията на единния европейски пазар с общи правила. В секторите, които са експортно ориентирани, процесът на повишаване на доходите ще бъде ускорен.

От началото на 2007 г. влезе в сила Закона за кредитните институции (ДВ, бр. 59 от 21 юли 2006 г.), който отменя сега действащия Закон за банките. ЗКИ урежда условията и реда за лицензирането на дейността, надзора и прекратяването на кредитните институции с цел да се осигури сигурна, стабилна и надеждна банкова система и взаимното признаване на издадените лицензи за извършване на банкова дейност на банки, лицензирани в държава членка на ЕС. В България ще могат да оперират банки,

лицензирани в държава членка на ЕС при сравнително облекчен режим, както и обратното.

Новият ЗКИ създава предпоставки за нарастване на конкуренцията в банковия сектор в страната. Предвид съществената разлика в лихвите по кредитите в България и Европа е много вероятно на вътрешния пазар да навлязат нови участници, които ще се насочат преди всичко към кредитна дейност, първоначално за големите фирми и клиентите с добра кредитна история. Освен това, отново поради разликата в лихвените нива, е логично местните банки да се опитат да привлекат депозити от европейските страни. Приемането на страната ни в ЕС ще намали рисковата премия, което също ще допринесе за плавно понижаване на лихвите по кредитите и депозитите и по-голям достъп до финансови ресурси. Не бива да се забравя обаче, че в ЗКИ има посочени технологични срокове, така че банка от ЕС може да започне фактически да осъществява банкова дейност на територията на страната не по-рано от средата на 2007 г.

Най-общо може да се каже, че от присъединяването на страната към ЕС не очакваме ускоряване на инфлацията. Факторите, които оказваха влияние върху инфлационните процеси в периода след въвеждането на паричен съвет, ще продължат да действат и през 2007 г.

В първите години от присъединяването на България към ЕС ще продължи процеса на хармонизация на акцизите и на корекции в административните цени. Според програма на МФ за постепенно увеличаване на акцизните ставки до достигане на минималните за общността, през 2007 г. ще се увеличат акцизите при течните горива и ще се въведат акцизи при въглищата и електроенергията. При електроенергията и топлоенергията очакваме увеличение в цените. От две години на пазара съществуват частни електроразпределителни дружества, които правят инвестиции и могат да претендират, според сключените договори, за гарантирана норма на възвращаемост. Вече две години регулативният орган отказва вдигането на цените за домакинствата.

Основните фактори, които ще оказват влияние върху базисната инфлация, ще бъдат международните цени на суровините и горивата, стоките от внос и вътрешните фактори – съотношение между растежа на производителността и заплатите, платежоспособното търсене на домакинствата. Отпадането на митата с ЕС и въвеждането на единна политика за общността по отношение на трети страни ще се отрази в намаляване на сегашното общо равнище на митата при селскостопанските и индустриалните стоки и ще доведе до намаляване равнището на някои цени. Не очакваме натиск върху цените при облеклата, техниката, някои хранителни стоки, чиито цени могат да се конкурират от внос.

Процесът на конвергенция в равнището на всички цени ще бъде по-ускорен при групата на услугите. Тяхното равнище спрямо средното за ЕС25 е по-ниско от това при стоките.¹⁶ Върху цените на услугите влияние оказва и ефектът Баласа-Самюелсън. Разликата в ръста на производителността на труда между търгуемия и нетъргуемия сектор в страната и в ЕС 15 обяснява част от разликата в общите темпове на инфлация. По наши оценки превишаването на относителната производителност за България спрямо ЕС 15 с един процентен пункт води до покачване на общия дефлатор на брутната добавена стойност с 0.6 процентни пункта.

При нехранителните стоки очакваме ниски темпове на инфлация. В периода след въвеждането на паричен съвет потреблението на домакинствата на дълготрайни стоки (нехранителни стоки) нараства с по-високи темпове от това при недълготрайните (хранителни стоки и услуги). Нарастването на реалните доходи е сред причините за увеличаване дела на дълготрайните стоки в потреблението. Въпреки увеличаващото се потребителско търсене, цените на нехранителните стоки останаха с най-ниска инфлация, тъй като при либерализирания режим на външна търговия те изпитват в най-

¹⁶ Според Евростат, през 2004г. равнището на цените при потребителските стоки за България е 58.7% от това за ЕС 25, а на потребителските услуги – 31.9%.

голяма степен конкуренцията от внос. Това създава препятствия пред местните производители и търговци да отговорят на повишеното търсене с нарастване на цените.

При хранителните стоки не очакваме по-висока инфлация от тази за 2006 г. Това е при допускането, че няма да има външни или вътрешни шокове, които могат да повлияят за покачването на цените в отрасъл селско стопанство и в хранително-вкусовата промишленост. Възможно е при някои групи храни да има увеличение в цените – с темп, по-висок от този за 2006 г. Това ще се дължи на направените инвестиции за покриване на санитарни и други изисквания на ЕС при производството на основни храни като хляб, месо и колбаси, мляко и млечни произведения. За тези производства покриването на изискванията на ЕС започна преди години, но в навечерието на присъединяването към ЕС представители на браншовите организации изтъкваха, че поскъпването при тези стоки е неизбежно. Ако се абстрахираме от съществуването на спекулативен скок, по-високите цени сега могат да се дължат на възможността част от продукцията да се реализира на европейския пазар.

Присъединяването на България към ЕС е сериозно предизвикателство пред държавния бюджет. Членството на страната е свързано със значителна промяна на финансовите потоци, които преминават през него, и с промяна на режима на облагане. Това, от една страна, ще доведе до нетни загуби на приходи за бюджета, а от друга, ще наложи реструктурирането на разходите, за да не се допусне сериозно нарушаване на фискалната дисциплина. Загубите на приходи ще бъдат породени от промяната на третирането на вноса от останалите страни от ЕС, който вече няма да бъде облаган с ДДС на българска територия, докато обратното – износът към ЕС няма да има право на данъчен кредит. На нетна база общият ефект ще възлезе на около 450 млн. лв. по оценки на финансовото министерство или 0.9% от БВП. Подобен ефект е наблюдаван в няколко от новите страни членки, като сравнителната големина на ефекта трябва да зависи от търговския баланс на съответната страна с ЕС. Освен това, преминаването към общата митническа тарифа на ЕС ще намали сегашните митнически ставки и съответно приходите от мита ще спаднат с около 120 млн. лв. или 0.2% от БВП. Общата загуба за бюджета съответно ще надвиши 1% от БВП и няма да бъде покрита от допълнителните приходи от увеличените акцизни ставки.

От страна на разходите, националното съфинансиране ще представлява натиск за бюджета само при липсата на подходящото им реструктуриране. Стратегията на фискалната политика обаче ще бъде именно да търси включването на допълнителните разходи в съществуващата рамка, тъй като другият вариант би означавал, че те ще трябва да бъдат прибавени към установените разходни тавани и съответно ще се намали положителният бюджетен баланс. Подобно реструктуриране няма как да бъде направено по отношение на задължението на страната да прави вноски в бюджета на ЕС. То се явява като допълнителен разход за бюджета и ще бъде в рамките на 1.1-1.3% от БВП.

Очакваният ефект от присъединяването на страната към ЕС се оценява, като сумата от ефектите върху приходната и разходната страна и в случая се равнява на около 2.3% от БВП за първата година на членство. Този ефект, разбира се, ще се запази и през следващите години, но натискът върху публичните финанси няма да е толкова голям, като се има предвид, че те ще са вече адаптирани към новите институционални условия. Абсорбирането на шок с подобна величина е във възможностите на бюджета към настоящия момент в резултат на разумната фискална политика в предходните години и внимателното планиране на процеса на присъединяване към ЕС. Въпреки това, значителната големина на отрицателния ефект подчертава необходимостта за продължаване на този курс на публичните финанси, като не трябва да се допуска прекомерно разхлабване на фискалната позиция предвид и продължаващия дисбаланс по текущата сметка.

Присъединяването към ЕС открива възможност за бърз икономически растеж на страната посредством достъпа до структурните фондове на ЕС. Осъществяването на икономическите реформи е обезпечено със съществени финансови средства от страна

както на структурните фондове на ЕС, така и от страна на съфинансирането по линия на държавния бюджет. Трябва да се отбележи обаче, че резултатите от оползотворяването на финансовите ресурси ще зависят почти изцяло от качеството на предлаганите проекти, от усилията, вложени в тяхното реализиране, и от степента на координация между всички членове на българското общество – най-вече бизнеса, централната и местната власт и гражданите. При всички положения, страната ще разполага с финансови средства, каквито до момента не е имала на разположение. Това, съчетано с формулиране и прилагане на практика на необходимите мерки, би извело страната на една по-висока траектория на икономически растеж в средносрочен план и по този начин тя ще има възможност да постигне по-бърза конвергенция със страните от ЕС.

Интегрирането на страната ни в ЕС ще осигури предпоставки за нарастване на заетостта и жизнения стандарт на населението, но фактът на присъединяването сам по себе си не е достатъчен това да се случи. Всичко зависи от това, доколко ние ще се възползваме от възможностите, които ще ни предостави разширяването. Така едно от най-сериозните предизвикателства пред бъдещата икономическа, социална и демографска политика на страната ни е да създаде благоприятна среда за трудова реализация, развитие и достоен живот в България, с което да предотврати евентуалното изтичане на население в трудоспособна възраст към страните членки на ЕС, както и да стане привлекателно място за работа и живот на имигранти.

Присъединяването към ЕС е преди всичко много добра възможност за ускоряване на икономическия растеж на страната през следващите години. С нарастващ принос за това ще е по-високата инвестиционна активност поради нарасналата атрактивност на България като част от единния европейски пазар и от увеличеното доверие към нея от страна на международните финансови институции, изразено чрез поредното повишаване на кредитния ѝ рейтинг. Трансферите от земеделските фондове ще спомогнат за по-високата ефективност на селскостопанските производители, а инвестициите за подобряване на инфраструктурата ще се отразят благоприятно върху цялата икономика. Доколко българската икономика ще съумее да се възползва от потенциалния импулс за ускоряване на нейното развитие ще зависи единствено от българските фирми и българската работна сила, както и от всички институции, които влияят върху цялостното развитие на обществото. ▼

Серия „Българската икономика: състояние и перспективи“ (от 2005 г.)

- Тримесечен обзор – януари 2005
- Тримесечен обзор – април 2005
- Тримесечен обзор – юли 2005
- Тримесечен обзор – октомври 2005
- Икономиката на България през 2005 година – годишен доклад

- Тримесечен обзор – януари 2006
- Тримесечен обзор – април 2006
- Тримесечен обзор – юли 2006
- Икономиката на България през 2006 година – годишен доклад

Серия „Конюнктурни обзори“ (октомври 1991 г. – декември 2004 г.)

- Месечни конюнктурни обзори (октомври 1991 г. – декември 2004 г.)
- Шестмесечни доклади
- Годишни доклади за състоянието на българската икономика (1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004 г.)

Серия „Икономически изследвания“

- Иглика Василева, Конструирание на индикатори за българската икономика с обобщени динамични факторни модели (ноември, 2006)
- Н. Димитрова, Изследване на конвергенцията на инфлационните равнища между България и ЕС (февруари 2006 г.)
- Л. Димитров, А. Николова, П. Димитрова, Гъвкавост на пазара на труда в България (февруари 2006 г.)
- Д. Велинова, Външната търговия на България с Европейския съюз – конкурентоспособност на износа и ефекти от търговската либерализация върху вноса (януари 2006 г.)
- А. Гладнишки, Измерване на потенциалното производство. Използване инструментариума на производствените функции. (юни 2005 г.)
- Ц. Манчев, Есе за финансовата криза. (март 2005 г.)
- Г. Михайлова, Съставяне и анализ на финансова сметка за българската икономика. Система на национални сметки. (юни 2004 г.)
- А. Гладнишки, Агрегирана производствена функция на България в условия на преход. (май 2004 г.)
- К. Ганев, Статистически оценки на отклоненията от макроикономическия потенциал. Приложение за икономиката на България. (март 2004 г.)
- С. Barber, A. Vassilev, Equilibrium exchange rate determination for the case of Bulgaria. (April 2003)
- Цв. Манчев, Управление на капиталовите потоци в България. (юни 2002 г.)
- Г. Чукалев, Ефектът Balassa-Samuelson в България. (март 2002 г.)

- Г. Чукалев, Инфлацията в България след въвеждането на паричен съвет. Анализ на факторите. (юни 2000 г.)
- Л. Димитров, Бюджетните ограничения на фирмите през периода 1996 - 1997 г. (август 1999 г.)
- Р. Кръстев, Свободна търговия или протекционизъм. Конкуренцията като анти-инфлационен фактор. (август 1998 г.)
- Л. Димитров, Динамика на работната заплата в България и перспективи. (август 1998 г.)
- И. Георгиев, П. Петрова, Г. Стоянова, Приложение на коинтеграционния анализ /Инфлация. Потребителска функция/ (юни 1996 г.)
- М. Ненова, Алфредо Канавесе, Поведение на държавните предприятия и инфлация (юни 1996 г.)
- Н. Милева, Селското стопанство и аграрната политика през 1994 г. (февруари 1995 г.)
- М. Жечева, Домакинствата и финансовите потоци в българската икономика (септември 1994 г.)
- Л. Димитров, Безработицата в България 1991-1993 г. (май 1994 г.)
- N. Gueorguiev, Some Tests of Random Walk Hypothesis for Bulgarian Foreign Exchange Rates (August 1993)
- М. Ненова, Регулиране на работната заплата: опитът на България през 1991-1992 г. (април 1993 г.)
- К. Генов, Паричната политика през 1992 г.: инструменти и резултати (април 1993 г.)
- М. Жечева, Н. Милева, Ценовият контрол и инфлацията в България през 1991-1992 година (ноември 1992 г.)
- Р. Инджова, Приватизацията в България (юли 1992 г.)
- Н. Георгиев, Н. Господинов, Паричната политика: механизми и резултати (март 1992 г.)
- Ст. Бързашки, Заетостта и безработицата в процеса на стабилизация (март 1992 г.)
- М. Жечева, Р. Аврамов, В. Чавдаров, Инфлацията и лихвения процент през 1991 г. (март 1992 г.)
- М. Ненова, Изпълнение на бюджета през 1991 г. и изводи за бюджетната политика през 1992 г. (март 1992 г.)