

АГЕНЦИЯ ЗА ИКОНОМИЧЕСКО ПРОГРАМИРАНЕ И РАЗВИТИЕ

МИНИСТЕРСТВО НА ИКОНОМИЧЕСКОТО РАЗВИТИЕ

**БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА ПРЕЗ
ПЪРВИТЕ ШЕСТ МЕСЕЦА НА 1995 г.**

© Агенция за икономическо програмиране и развитие

1000 София, ул. "Левски" №1

тел.: 46 61 16, 54 33 86

факс: 46 61 10, 83 33 23

ISSN 0861-6345

Оценката на макроикономическата конюнктура е направена въз основа на данните за състоянието на българската икономика и на мерките на стопанската политика към януари 1995 г.

Позоваването на публикацията на АИПР "МЕСЕЧЕН КОНЮНКТУРЕН ОБЗОР" при препечатване на информация е задължително.

МАКРОИКОНОМИЧЕСКА СТАБИЛИЗАЦИЯ: МЕХАНИЗЪМ, ПОСЛЕДСТВИЯ, ПЕРСПЕКТИВИ.

През призмата на класическото разбиране за макроикономическа стабилизация - възстановяване на икономическия растеж при „приемливо“ (ненарастващо) равнище на инфлация, динамиката на българската икономика през първото полугодие на 1995 г., е пример за несъмнен успех на стабилизационните мерки на стопанската политика.

Същевременно обаче, без ясното осмисляне на причинно-следствените връзки между развитието на икономическите процеси и инструментите на прилаганата икономическа политика, както и без отчитане на натрупващите се напрежения и съществуващите ограничения на подхода, възприет от правителството и БНБ в началото на 1995 г., относителната стабилизация може да бъде последвана от ново нарастване на инфлацията и нов спад в икономиката. Повишаването на банковата ликвидност и ускоряване нарастването на цените, характерни за края на август - началото на септември т. г., потвърждават подобна възможност.

Вътрешното реструктуриране на българското стопанство, свързано с преминаването от команден към пазарен модел на функциониране, ясно откроява два паралелни сегмента на икономическата система, взаимодействието между които предопределя смяната на фазите на стабилизация и дестабилизация.

Първият сегмент (сектор) може да бъде дефиниран като производството на стоки и предоставянето на услуги, намиращи се под въздействието на външната конкуренция, респективно обслужващи външно-икономическите връзки, или, в по-общ план, тази система от връзки, която се опосредствува от разплащания в свободно-конвертируема валута.

Вторият сегмент се развива в относителна изолация от световното стопанство, и е свързан с цялата структура от вътрешни разменни, разпределителни и преразпределителни отношения, осъществявани посредством разплащания в национална валута.

Изхождайки от постулата, че същността на пазарното стопанство може да бъде сведена до способността на парично-кредитните механизми да въздействуват върху за по-ефективното разпределение на реалните ресурси, можем да очакваме, че различната степен на обвързаност на тези два сегмента със световната валутно-финансова система, ще обуслови два принципно различни типа пазарна еволюция.

В най-общ план, тези различия могат да бъдат илюстрирани по следния начин. Като цяло, за периода след старта на радикалната икономическа реформа, номиналните колебания на валутния курс на лева към американския долар, измерени чрез стандартното отклонение, са по-високи от тези на реалния курс. Обратното, колебанията на реалния лихвен процент по банковите кредити, отпуснати на небанковия сектор, са по-високи от тези на номиналната лихва.

Това означава, че промените на валутния пазар дават определена допълнителна информация на реалния сектор и останалите икономически агенти (това ще бъде илюстрирано по-подробно в раздела за валутния курс), с оглед оптимизирането на техните решения, докато колебанията на номиналната левова лихва не могат да изпълняват подобна функция от гледна точка на балансирането на вътрешните спестявания и инвестиции, т. е. номиналната лихва като цена на парите (респ. на кредита и капитала), в условията на българския парично-кредитен пазар, не представлява подходящ инструмент за вземането на рационални икономически решения на

микро и макро равнище.

Тази асиметрична еволюция на конкурентния и неконкурентния сектори отразява наличието на процес на формиране на реални (рационални) пазарни отношения между икономическите агенти у нас „отвън навътре“, т. е. чрез адаптиране към ценовата структура на международните стокови и финансови пазари.

Тъй като, от макроикономическа гледна точка, вътрешно и външно-ориентираните сектори са интегрирани (дефицитът на търговския баланс се равнява на разликата между спестяванията и инвестициите), то стабилизирането на икономиката зависи до голяма степен от взаимодействието между тях.

Това взаимодействие може да бъде открито най-отчетливо посредством сравняване на динамиката на текущия валутен курс (курс спот) и имплицитния срочен валутен курс (курс форвард), тъй като по този начин може да бъде проследена разликата между (относително) рационалните очаквания, базирани върху валутния курс (пазар) и фактичката динамика на парично-кредитната система.

Независимо от недостатъчната развитост на форвардния (фючърския) валутен пазар у нас, разчетния равновесен форварден валутен курс представлява тази рационална пазарна оценка за бъдещата цена на българската валута, която би следвало да преобладава на валутния пазар, ако съотношението между лихвения процент на вътрешния кредитен пазар и този на международните кредитни пазари, имаше реална основа.

Както ще бъде илюстрирано по-подробно, българският валутен пазар се характеризира с високи и продължителни отклонения между срочния курс и текущия валутен курс към момента на изтичане на съответния

период. Последователно се сменят неравни по продължителност отрязъци от време (април 93-та г.- ноември с. г.; юли 94-та г.- октомври с. г.; януари 95-та г. до сега), в течение на които курсът форвард превишава очаквания курс спот (печеливша дълга левова позиция) с периоди, при които срочният курс е по-нисък от съответния текущ курс (ноември 93-та г.- юли 94-та; октомври 94-та г.- януари 95-та), при което е изгодна къса позиция в българска валута.

Периодите на „дълги левови позиции“ се характеризират с относително стабилен курс и умерена инфлация. „Късите позиции“ в национална валута съвпадат по принцип с обезценяване на лева и дестабилизиране на икономиката. От друга страна, динамиката на номиналния и особено на реалния валутен курс, както ще бъде илюстрирано по-нататък, има силно отражение върху вноса и износа, респ. икономическия растеж.

Следователно, спекулативното поведение на валутните пазари, процесите в реалния сектор, парично-кредитната и фискалната политика, са свързани, в условията на прехода, в изключително сложен възел, без разплитането на който не може да бъде намерен пътя към окончателната стабилизация на българската икономика.

Наличието на значителни разлики между курса спот и имплицитния курс форвард обрича страната на периодичен „текила ефект“, т.е. на смяната на периоди на валутна стабилност с периоди на рязко обезценяване на лева, вследствие редуването на фази на прилив и отлив на краткосрочни спекулативни капитали, както и на засилване и отслабване на ефекта на валутната субституция.

Съкращаването на подобни разлики не може да се реализира без участието на БНБ, която, в съответствие с изискванията на закона, носи

отговорност едновременно за стабилността на вътрешната и външна покупателна сила на лева. Тъй като лихвата, както ще бъде илюстрирано по-късно, не е ефективен инструмент за борба с инфлацията в условията на преход, но е основен фактор, детерминиращ диференциала спот/форвард, то лихвената политика би следвало да бъде привързана към стабилизирането (в дългосрочен план) на външната, а не на вътрешната покупателна сила на лева.

В конкретния случай на България това означава, че монетарната политика би трябвало да се ориентира към поддържането на гъвкаво лихвено равнище, обезпечаващо лихвен диференциал между лева и основните западни валути, равен на разликите между текущите темпове на инфлация, плюс известна премия за риск, отчитаща обективната нестабилност на българската икономика.

В такъв случай, вътрешните и външни икономически агенти биха били заинтересовани от стабилното поддържане на „дълги“ левови позиции. Това би способствувало за стабилизирането на лева както по линията на валутния курс, така и чрез „негативната“ валутна субституция на лева.

Разликата между така формулираната лихвена политика и реално провежданата от БНБ се свежда до два основни аспекта. Първо, в отсъствието на системно привързване на „инструмента“ лихвена политика към „целта“- лихвен диференциал спот/форвард. Второ, в необходимостта от ориентиране на лихвената политика към относително по-дългосрочни цели, в сравнение с досега провежданата.

В резултат на прилагането на сегашния подход, за периода януари-юли 1995 г., е характерно безпрецедентно високо и продължително отклонение на текущия от имплицитния срочен курс (виж. граф. 2, стр. 33).

Тази разлика възпроизвежда инфлационните очаквания и създава база за тяхното реализиране (самоизпълняваща се прогноза). Това е така, тъй като за да реализират действително своите приходи от лихвения арбитраж, икономическите агенти, при положение, че предвиждат в дългосрочен план обезценка на лева в резултат на вътрешната инфлация (респективно се сблъскват със заплахата от понижаване на курса и елиминиране на очакваната печалба от лихвения диференциал), обективно следва да бъдат готови за рязка смяна на своето поведение в определен момент.

Ето защо се оказва възможно, след известен период на стабилност на валутния пазар и доминиращи дълги левови позиции, да бъдат заети обратните (къси) позиции, като същевременно бъде задвижен процес на действително обезценяване на валутния курс. Подобен е механизмът на задвижване на всяка рязка промяна на конюнктурата на финансовите пазари.

Новата къса позиция позволява реализирането на допълнителна печалба от поскъпването на свободноконвертируемия компонент на валутния портфейл. По такъв начин, недостатъчно ясното и динамично обвързване на лихвената политика с адекватната цел (лихвения диференциал), представлява важен фактор за програмиране на периодично дестабилизиране на лева.

Ориентирането на лихвената политика към „външна“ цел, поставя въпроса за контрола върху инфлацията. Данните показват, че съществува силна зависимост (с лаг около един месец), между темпа на нарастване на „широките“ пари и инфлацията. Освен това, определено въздействие върху нарастването на цените има и нестабилността (нарастването) на скоростта на обръщение на паричната маса.

Без да приписваме на тази връзка причинно-следствен характер, имаме основания да заключим, че доколкото паричната политика може да се разглежда като основен инструмент за овладяване на инфлацията, то съществен момент е контролът върху паричното предлагане и възможността за въздействие върху скоростта на обръщение на паричната единица.

Практиката на БНБ в течение на периода от втората половина на 1994 г. до сега показва, че използването на нормата на задължителни резерви е достатъчно ефективен инструмент за съкращаване на паричния мултипликатор, респективно за контрол върху растежа на „широките“ пари. Това налага динамичното използване на резервната политика в качеството на основно средство за борба с инфлацията. Световната практика показва, че в условията на висок финансов риск и нестабилност (в т.ч. при прехода от командна към пазарна икономика), подобно привързване на целите (ограничаване на паричното предлагане и инфлацията) и инструментите (нормата на задължителни резерви и мултипликатора), е изключително ефективно.

Поддържането на относително висока норма на резерви има и вторични ефекти. То създава предпоставки за развитието на извънбанковите структури за финансово посредничество, респективно за забавяне скоростта на обръщение на паричната маса, вследствие т. нар. „задълбочаване“ на капиталовите пазари. От друга страна, в резултат на относителния недостиг на пари в условията на нисък мултипликатор, централната банка може да облекчи нарастването на резервната парична маса, съответно на рефинансирането на банковия сектор и бюджета, с оглед избягване на ликвидна криза и подпомагане на реалната икономика.

Относително по-ниската инфлация и очертаващия се актив на търговския баланс за първата половина на 1995 г., поставят на изпитание не само парично-кредитната политика, но и изпълнението на Закона за държавния бюджет. По-слабото от предвижданото нарастване на цените и съкращаването на вноса са обективни фактори, способстващи за намаляването на бюджетните приходи по линията на ДДС и митническото облагане.

Налице са обаче и тенденции, създаващи предпоставки за съкращаване на разходите. Понижаващата се лихва и относително скъпия лев водят до облекчаване на плащанията по обслужването на вътрешния и външния дълг, които са основно перо в разходната част на бюджета.

И най-сетне, има трета група обстоятелства, които са свързани с провежданата икономическа политика и действащите институционални структури. Промяната на подходите в тази насока би могла да съдейства за преодоляване на тенденцията към нарастване на отрицателното салдо на бюджета, респективно да противодейства на преминаването към нов кръг на ускоряване на инфлацията и дестабилизация на икономиката.

Анализът, проведен в МИР/АИПР показва, че един от основните източници за укриване на доходи, респективно за съкращаване на приходите на бюджета, се очертава да бъде т. нар. временен внос. Освен това, фиктивният временен внос е източник на нелоялна конкуренция с изключително негативни последици по отношение на местното производство.

Най-радикалният вариант за отстраняване на този важен механизъм за заобикаляне заплащането на мита и данъци, е премахването на

различното митническо и данъчно третиране на временния внос и вноса за крайно потребление.

Друго сериозно перо, свързано с намаляване на приходите на бюджета, са вноските на БНБ. През първото шестмесечие на 1995 г. тези приходи са по-малко с 1,6 млрд. лева, в сравнение със същия период на 1994 г. Ако се отчете инфлацията, тази разлика е още по съществена. Причините за този спад са две- необслужването на задълженията към БНБ от страна на Стопанска банка и Минералбанк в началото на 1995 г., както и въведеното през 1994 г. заплащане на лихви по задължителните резерви на търговските банки в Българската народна банка.

След оказването на финансова помощ на двете затруднени държавни банкови институции, може да се очаква увеличаване на приходите през второто шестмесечие. Би било целесъобразно също така връщане към практиката на неизплащане на лихви по задължителния резерв, съществуваща преди 1994 г. Относителното забавяне на инфлацията и съкращаването на общото лихвено равнище, облекчава допълнително въвеждането на подобна мярка.

Обслужването на държавния дълг продължава да бъде изключително важен фактор с негативно въздействие върху балансираността на бюджета. В тази насока съществуват няколко сериозни проблема.

Първо, тъй като вътрешния дълг е изразен в национална валута, а външният свободноконвертируема, това, което облекчава обслужването на външния дълг (скъп лев, ниска инфлация), като правило затруднява обслужването на вътрешния и обратното.

Второ, обслужването на вътрешния дълг продължава да бъде относително значително по-скъпо от външния. Това се обяснява с факта,

че фискът, от гледна точка на вътрешния дълг, се намира в къса левова позиция, което, в условията на преобладаването на периоди на превишаване на имплицитния срочен курс на лева над курса спот, води до значителни загуби под формата на високи лихвени плащания.

Радикалното решение на въпроса е в емисията на деноминирани в долари или друга свободноконвертируема валута облигации с дивиденди, базирани върху лихвата на евравалутния пазар и платими по курса на деня. Това би повишило доверието в ДЦК и би позволило емисия на ценни книжа с по-дълъг срок. Паралелно, цената на обслужването на вътрешния дълг би могла да спадне неколкосткратно, което пък, от своя страна, би позволило провеждането на по-активна държавна икономическа политика.

Като цяло, наред с отбелязаните проблеми, съществуват не малки възможности за повишаване събираемостта на бюджетните приходи и съкращаване на финансовите разходи, без да се прибегва към изкуствено ускоряване на инфлацията. Ще отбележим само, че реалният обем на бюджетните приходи (т. е. номиналните приходи, коригирани с нарастването на цените) през първото шестмесечие на 1995 г., в сравнение със същия период на 1994 г., е по-нисък с около 18%, в т. ч. акцизите намаляват с около 40 на сто, митата с 29% и т. н.

Никакви мерки във финансовата сфера обаче не биха били ефективни, без растеж в промишлеността, селското стопанство и сферата на услугите. Очертаващият се прираст през първото полугодие на 1995 г., е окуражаващ фактор.

Икономическото оживление има няколко важни особености. Първо, растежът е концентриран в сравнително ограничен кръг, главно енерго и материалоемки отрасли. Второ, движеща сила на растежа е външното, а

не вътрешното търсене. Последното, от своя страна, е резултат до голяма степен на цикличния икономически подем в ЕС и останалите държави с развита пазарна икономика. Трето, растежът в експортно ориентирани отрасли е силно зависим от (реалния) валутен курс и реалния лихвен процент. В това отношение, ситуацията в нашата страна маркира прилики и разлики, в сравнение с останалите източноевропейски държави. Общото се свежда до водещата роля на износа в икономическото оживление. Различията засягат два важни момента - вътрешното търсене в повечето от останалите страни в преход, нараства, макар и в относително ограничени размери, стимулирайки допълнително икономиката; второ, растежът е значително по-диверсифициран динамичен, обхващайки такива отрасли, като машиностроене, електроника и електротехника.

Изследванията на МИР/АИПР показват, че 40-50% от динамиката на вноса и износа може да се обясни с измененията на валутния курс. Това е сравнително висока величина, отразяваща факта, че българските износители за сега разчитат главно на ценовата конкурентоспособност. Относително ниските вътрешни цени на енергията са също един от факторите за разширяване на износа, респ. за икономическия растеж.

Една по-голяма диверсификация на экспортната структура и по-висока неценова конкурентоспособност, са реализуеми, както показват световните тенденции, само на базата на специализация, коопериране и използване на каналите на транснационалните корпорации. Например, значително по-високата диверсификация на экспортната структура на Унгария, в сравнение с тази на нашата страна, се обяснява с факта, че около 40% от унгарския износ се реализира посредством филиалите на международните компании.

Мощна спирачка за развитието на реалния сектор, имаща крайно неблагоприятно отражение и върху бюджета, е изключително високото равнище на реалната лихва по банковите кредити. От март 1992 г. до края на юни 1995 г., като изключим един кратък период в края на 1994 г., реалната лихва се колебае между 20 и 40 % ежегодно, равнище, което може да доведе до упадък всяко производство. За сравнение ще отбележим, че реалната лихва в страните с развита пазарна икономика е от порядъка на 10 пъти по-ниска. При сегашното положение разходите за лихви формират около 40% от себестойността на продукцията в нефинансовия сектор.

Независимо от това, реалното лихвено равнище по депозитите продължава да бъде преобладаващо отрицателно. Следователно, вместо да изпълнява функциите на финансов посредник между спестителите и инвеститорите, банковата система работи в ущърб както на едните, така и другите. Паралелно, в самата банкова система преобладават институции с отрицателен нетен капитал.

Този парадокс може да бъде обяснен единствено с използването на банковата система за трансфер на ресурси от печеливши към губещи дейности (вкл. от държавния към частния сектор), от една страна, и прехвърляне на доходите от високия лихвен диференциал между лева и свободноконвертируемите валути извън страната, от друга.

В тази ситуация само понижаването на основния лихвен процент от Централната банка не е достатъчно. Необходими са допълнителни мерки в областта на банковия надзор, валутния контрол, данъчното облагане и законодателството в областта на спекулата и фалитите.

В стратегически план обаче, проблемът е разрешим единствено по линията на създаването на конкурентни пазарни структури, както в

банковия сектор, така и в реалния, а също така на укрепването на института на собствеността и приватизацията.

Като цяло можем да заключим, че икономическото оживление и стабилизацията, характерни за първата половина на 1995 г., предоставят уникален шанс за утвърждаване и доразвиване на положителните тенденции. Същевременно, поддържането на системата на държавните финанси, както и на парично-кредитната система като цяло, в състояние на стабилност и равновесие, изисква пренастройка на икономическата политика на правителството и БНБ.

Основният проблем, който ще доминира вземането на решения в областта на макроикономическата политика от страна както на Правителството, така и на централната банка, ще бъде възможността за съчетаване на икономическия растеж с поддържане на тенденцията към забавяне на инфлацията. Задачата е изключително сложна, но вече се очертават главните варианти.

Както беше отбелязано, основният източник на растеж е външното търсене. Следователно, растежът във водещите търговски партньори на нашата страна ще предопредели до голяма степен динамиката на износа и БВП. Прогнозите за развитието на западноевропейските държави изхождат от запазването на положителния растеж или леко съкращаване на темповете. Германия, основен търговски партньор на нашата страна, вероятно ще отбележи известно ускоряване на растежа, особено що се отнася до източните провинции, където се прогнозира нарастването на БВП да достигне 9,2 % през 1996 г., срещу очаквани 9% за текущата 1995-та. В САЩ също се очаква ускоряване на растежа през втората половина на 1995-та и 1996-та, същото се отнася и за Япония.

За пръв път от старта на реформата добрите икономически перспективи на Запад се съчетават с позитивни очаквания на Изток. По мнението на повечето международни икономически експерти, вследствие разумната парично-кредитна и фискална политика, може да се очаква стабилизация на руската икономика, която да се изрази в забавяне на инфлацията и преустановяване на икономическия спад. Приема се също така, че икономическото оживление в Източна и Централна Европа ще продължи.

Ако друг важен търговски партньор на България - Турция, преодолее икономическия спад, можем да очакваме цялостна позитивна външноикономическа обстановка. Освен това, при положение, че нашата страна успее да приключи успешно преговорите по присъединяването към СТО, а също така да придвижи търговските преговори с страните от Централноевропейската зона за свободна търговия и Русия, търговското пространство за българските износители би могло да бъде допълнително разширено.

От голяма важност фактор за стимулиране на експорта и производството е валутният курс. При положение обаче, че, от една страна, може да се разчита на растеж в основните търговски партньори и не се допусне прилагането на негативна търговска политика по отношение на българския экспорт от страна на държавите-вносителки, и се преодолее тенденцията към поредното ускоряване нарастването на цените чрез механизмите на парично-кредитната политика, от друга, българската икономика би могла да съчетае едно плавно адаптиране на валутния курс към очаквания дългосрочен темп на инфлация, с умерен икономически растеж.

В тази връзка се очертават няколко варианта. Първият вариант се състои в запазването на сегашното равнище на задължителни резерви и сегашното лихвено равнище. При това положение може да се очаква преминаване към по-висок темп на инфлация, в сравнение първото полугодие. В перспектива ще се окаже неизбежно допълнително обезценяване на лева и ускоряване на инфлацията. Този вариант е относително неутрален по отношение реалната икономика.

Вторият вариант състои в повишаване само на лихвения процент, с оглед компенсация на нарастването на цените. Той неминуемо ще се изрази в известно временно стабилизиране на курса на лева, повишаване на реалния лихвен процент за производителите и като резултат - в забавяне на очерталото се нестабилно икономическо оживление. В малко по-далечна перспектива при този вариант могат да се очакват валутни сътресения от типа на тези от пролетта и края на лятото на 1994 г..

Третият вариант предполага засилване рестриктивния характер на резервната политика на БНБ, без повишаване на основния лихвен процент. Като резултат може да се очаква овладяване на ускоряването на инфлацията, при възможност за плавно, ориентирано към по-дългосрочни цели обезценяване на валутния курс. Този вариант, в съчетание с останалите мерки на икономическата политика, разкрива възможност за съчетаване на забавянето на инфлацията с растеж в реалната икономика.

Икономическата политика би могла да получи допълнителна степен на свобода, ако можеше да разчита на нарастване на ефективното вътрешно търсене. За целта обаче са необходими изменения в структурата на държавните разходи и приходи, както и ясна система от структурни приоритети. Измененията в бюджетната сфера предполагат преди всичко

решаването на два вече отбелязани проблема- намаляване разходите по обслужването на вътрешния държавен дълг и повишаване събираемостта на бюджетните приходи.

Преструктурирането на приходите и разходите на държавата предполага предварителното преодоляване на затрудненията и нерешените въпроси, свързани с институциализацията на капиталовия пазар, активизиране на съкращаващите държавния дълг приватизационни инструменти, укрепване на законодателно-организационната база, свързана с финансовия контрол и надзор, прилагане на адекватни инструменти за финансиране и управление на държавния дълг, оздравяване на банковата система.

Едва след съществено ограничаване на финансовите разходи и увеличаване на събираемостта на приходите, държавата ще разполага с необходимите ресурси за неинфлационно стимулиране на икономиката в контекста на разумна индустриална, аграрна и иновационна политика. Преодоляването на структурната фискална бариера обаче представлява задача, решима в средносрочен план. □

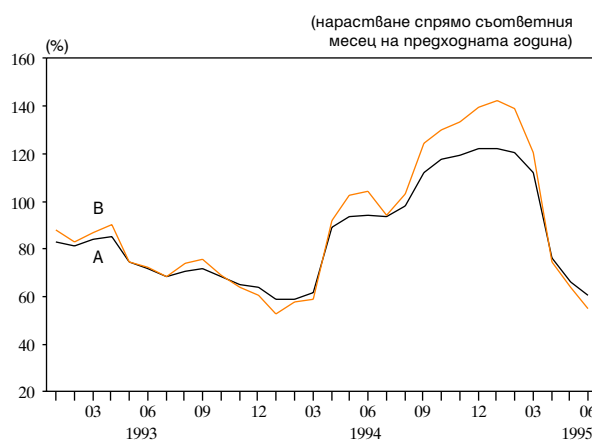
ИНФЛАЦИЯ

За първите шест месеца на 1995 г. натрупаната инфлация е 15.2%. Средномесечното покачване на потребителските цени (2.4%) е значително по-слабо от това за периода януари-юни на предходните четири години. Инфлацията през юни беше 0.5% или с 1.4 процентни пункта по-ниска в сравнение с май. Това е най-слабото покачване на потребителските цени от средата на 1990 г. насам, когато започна наблюдението на тяхната месечна динамика.

На графики 1.1, 1.2, 1.3 динамиката на индекса на потребителските цени (ИПЦ) е представена с годишна стъпка (спрямо съответния месец на предходната година). Тази форма позволява да се открият преобладаващите тенденции в посоката и скоростта на инфлационните процеси.

Скоростта на инфлацията на потребителските цени намаляваше почти през цялата 1993г. В обстановка на реално поскъпване на лева, база за забавянето на инфлационните процеси през този период бяха стоките (основно нехранителните), докато 12-месечният темп на инфлация в сектора на услугите бе значително по-висок и колеблив. От март 1994 г. инфлацията

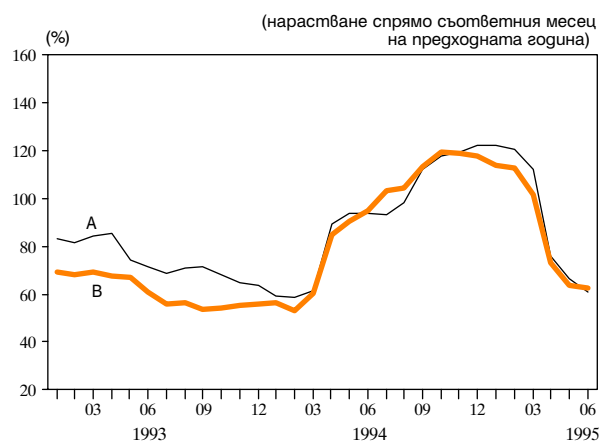
Потребителски цени



A Потребителски цени.*

B Цени на хранителните стоки.

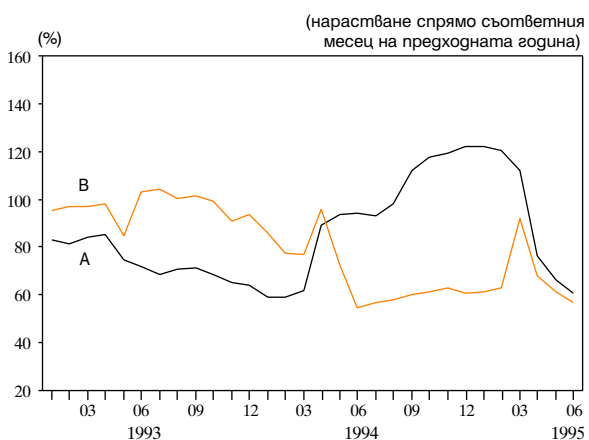
1.1



A Потребителски цени.*

B Цени на нехранителните стоки.

1.2



А Потребителски цени.*
 В Цени на услугите.

1.3

* Индексите при база съответния месец на предходната година са изчислени от месечните верижни индекси.

Граф. 1

Източник: НСИ, АИПР

започна да се ускорява, за да достигне в началото на 1995 г. най-високия годишен темп, реализиран след либерализацията на цените. В резултат на по-ниската инфлация през февруари-юни 1995г. спрямо съответните месеци на 1994 г., скоростта на инфлацията на годишна база постепенно се забавя (от 122.1% през януари до 60.5% през юни).

Различните сектори на икономиката се характеризират с различни темпове на нарастване на цените. Не винаги е лесно да се разграничат промените в средното ценово равнище от промените в относителните цени на отделни групи стоки или услуги, което налага отделянето на подиндекси и анализ на отделните компоненти на общия индекс на потребителските цени.

Принос на отделни групи потребителски стоки и услуги в общия индекс на потребителските цени през юни

	Принос в общата инфлация (в % пунктове)
А. Контролирани цени	-0.22
1. Цени на наблюдаваните от МС стоки и услуги	-0.65
в т.ч.	
- хранителни стоки	-0.9
2. Фиксирани и пределни цени	0.43
в т. ч.	
- енергия, въглища и горива	-0.01
Б. Нерегулирани цени	0.72
Инфлация	0.5%
А. Хранителни стоки и алкохол	-0.93
Б. Нехран. стоки и тютюневи изделия	1.12
В. Услуги	0.31

Инфлацията може да се декомпозира по два начина: 1) по групи стоки (хранителни и нехранителни) и услуги; 2) „базисна“ инфлация и инфлация на контролираните цени. Това дава възможност да се анализират от различна гледна точка основните инфлационни източници. Систематичното изслед-

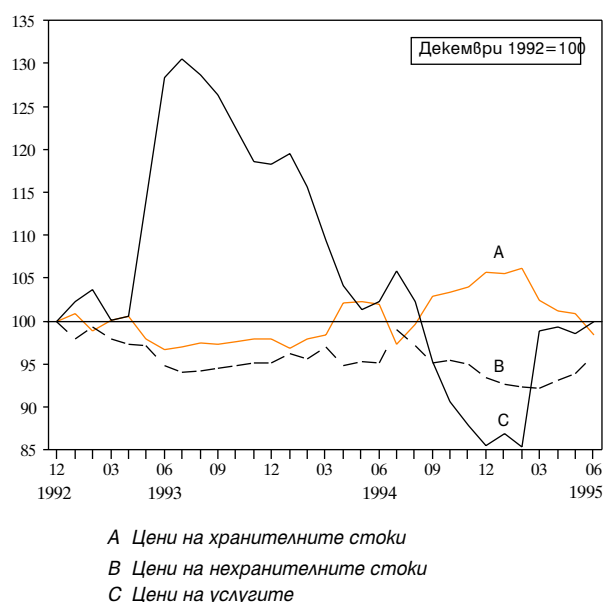
ване на влиянието на вносната конкуренция върху темпа на вътрешната инфлация води до формирането на индекс на цените на стоките, търгувани на международните пазари.

След отчетената дефлация на цените на хранителните стоки за март и април и покачването им през май, през юни тяхното равнище отново се намалю. Спрямо май цените на нехранителните стоки и услугите се повишиха.

Промени в относителните цени се пораждат предимно от резките колебания в индексите на хранителните стоки и на услугите, част от които са косвено контролирани или обект на периодични корекции. През 1993 г. в резултат на значителното увеличение на тарифите на някои основни услуги, цените в този сектор силно изпревариха общия индекс, но през следващите месеци относителните цени на услугите почти непрекъснато намаляваха.

В основата на „раздвижването“ на цените на стоките през 1994г. стоят обезценяването на лева и поскъпването на основните храни вследствие на недостиг в предлагането. Изпреварващото увеличаване на цените на хранителните стоки през последните пет месеца на 1994 г. доведе до ново съществено разместване в структурата на относителните цени, което се запази и през първите два месеца на 1995 г. (при база декември 1992 г.). Рязка промяна настъпи през март в резултат на относително силното увеличение

Динамика на относителните цени*



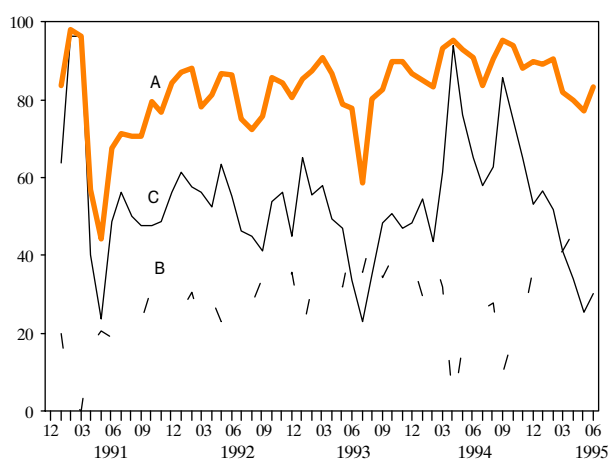
* Отношение към общия индекс на потребителските цени

Граф. 2

Източник: НСИ, АИПР

на цените в сектора на услугите, породено от повишените тарифи на електро- и топлоенергията. Така през юни 1995 г. относителните цени са в позиция, твърде близка до тази от края на 1992 г. През юни спрямо края на 1994 г. най-силно са нараснали цените на услугите (34.7%), следвани от цените на нехранителните и хранителните стоки (съответно 18.5% и 7.2%).

**Индекси на дифузия:
потребителски цени***



A - % на стоките и услугите, чиито цени нарастват
 B - % на стоките и услугите, чиито цени нарастват до 3%
 C - % на стоките и услугите, чиито цени нарастват с повече от 3%

* До края на 1992г. индексите се базират на 80 групи стоки и услуги от януари 1993г. - на 83 групи стоки и услуги.

Граф. 3

Източник: АИГР

Обхватът на инфлационните процеси е измерен чрез индекса на дифузия¹. През 1994 г. този индекс приемаше по-високи стойности в сравнение с 1993 г. Само през четири месеца на 1994г. неговото равнище е под 90%-овата граница. Високоинфлационният компонент на индекса на дифузия (стоките, чиито цени нарастват с повече от 3% месечно) се увеличи съществено през 1994 г. след достигнатата редукция през 1993 г. Промените в равнището и структурата на

индекса на дифузия показват широка база на ускоряването на инфлацията през 1994 г.

През юни 1995г. цените на 83.1% от стоките и услугите са отбелязали повишение като 30.1% от стоките и услугите са увеличили цените си с повече от 3%.

¹ Този индекс показва какъв е дялът на елементите на индекса на потребителските цени, чиито цени нарастват през съответния месец. До края на 1992г. се следяха 80 елемента. През 1993г., 1994г. и 1995г. индексът на дифузия включва 83 елемента.

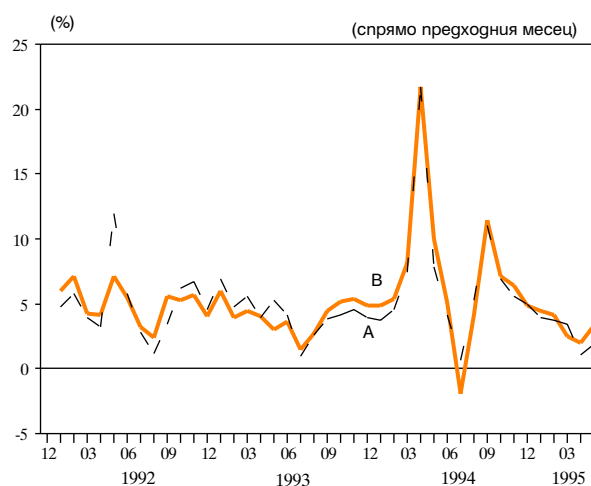
В Агенцията се оценява индекс на базисната инфлация², отразяващ динамиката на „ядрото“ на инфлационните процеси.

Както се вижда от графиката, индексът на базисната инфлация „орязва“ отчасти големите пикове, но колебанията остават значителни. По-ниски равнища на базисната инфлация (тези случаи са повече през 1993г.) се наблюдават при корекциите на администрираните цени. Обратно - през периодите, при които темпът на базисната инфлация е по-висок от този на официалния измерител, контролираните цени са играли ролята на модератор на инфлационния процес. През юни 1995г.

растежът на нерегулираните цени (1.33%) изпреварва общата инфлация (0.5%).

Контролираните цени през юни се понижиха средно с 0.5% в резултат на спада на косвено-контролираните (наблюдаваните от правителството стоки и услуги), чието равнище намаля средно с 2%. През месеца пряко контролираните (фиксирани и пределни) цени се повишиха с 3.3% поради поскъпването на горивата. (Граф.5).

Инфлация на потребителските цени и "базисна инфлация"



А Инфлация на потребителските цени
В "Базисна инфлация"

Граф. 4

Източник: НСИ, АИПР

² Смесът на този показател е дискутиран в предишни издания на месечните конюнктурни обзори. Базисната инфлация е изчислена, като от общия индекс на потребителските цени са отделени контролираните хранителни стоки и другите наблюдавани от МС цени; електро- и топлоенергията; въглищата; горивата (бензин и дизелово гориво до края на 1992г. и горива и масла от 1993г.); пощенски, телефонни и телеграфни услуги и ЖП-транспорт. След приспадането на тези елементи от ИПЦ, базисната инфлация е по същество инфлация на неконтролираните цени. Тя обхваща 84% от теглата на общия индекс на цените на дребно до края на 1992г., 74% през 1993г. и 72% от началото на 1994г. С въвеждането на фиксирани цени за тютюневите изделия от март 1994г. базисната инфлация обхваща 69% от теглата на общия индекс на потребителските цени, а от април (с разширяване на списъка на наблюдаваните стоки)- едва 57.5%. От януари 1995г. списъкът на наблюдаваните цени отново беше разширен, при което базисната инфлация обхваща около 54% от теглата на ИПЦ.

Динамика на контролираните цени и на общата инфлация



A Инфлация

B Фиксирани и пределни цени* (13%)**

5.1



A Инфлация

B Среден индекс на цените на стоките и услугите, наблюдавани от правителството (33%).**

5.2

* За горивата се определят пределни цени, а услугите имат фиксирани и/или периодично коригирани тарифи.
 ** В скоби е посочено теглото на групата в индекса на цените.

Граф. 5

Източник: НСИ, АИПР

Най-силно спрямо общата инфлация, натрупана от ценовата либерализация насам, е изоставането на тарифите на ЖП транспорт, въпреки тяхното увеличение от началото на 1995г. (Граф.6).

Обособяването на подиндекс на цените на вносните стоки дава възможност да се проследи влиянието на промените във валутния курс върху относителните цени на отделни стоки, а оттам и върху общото ценово равнище. Изменението на левовите цени на импортните стоки може да се разглежда като водещ индикатор за предстоящите промени в средното ценово равнище. Цените на тези стоки първи реагират на промените във валутния курс. Реакцията на останалите идва с известно забавяне, като

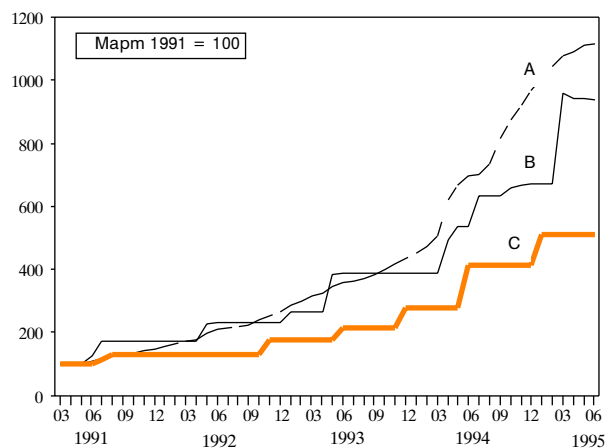
опит да се елиминират разликите в относителните цени - за компенсиране на нарасналите производствени разходи или за приближаване до международните аналози.

В тесен смисъл подиндексът се изчислява за стоките, които са изрично

дефинирани като вносни в потребителската кошница или за които няма (или е незначително) българско производство³. Цените на тази група („чист“ внос) реагират най-бързо и отразяват най-непосредствено обезценяването на лева.

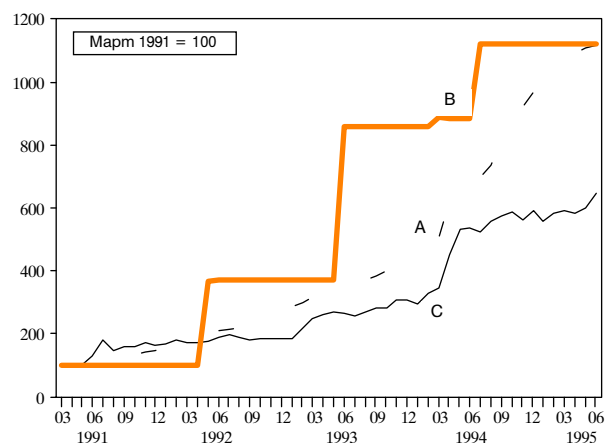
При един по-широко дефиниран критерий (стоки, при които степената на проникване на вноса в крайното потребление и възможностите за износ са относително най-големи⁴) може да се построи сравнително представителен индикатор за цените на търгуваните на външните пазари стоки⁵. Средният индекс на тези цени също следва посоката на изменение на валутния курс, но отразява промените му в по-слаба степен.

Индекси на контролираните цени



А Общ индекс на потребителските цени
В Електро-, топлоенергия и въглища (4.8%)*
С ЖП-транспорт (0.3%)*

6.1



А Общ индекс на потребителските цени
В Пощенски, телефонни и телеграфни услуги (1%)*
С Течни горива и въгледороден втечен газ (4.6%)*

6.2

* В скоби е посочено теглото на групата в индекса на цените.

Граф. 6

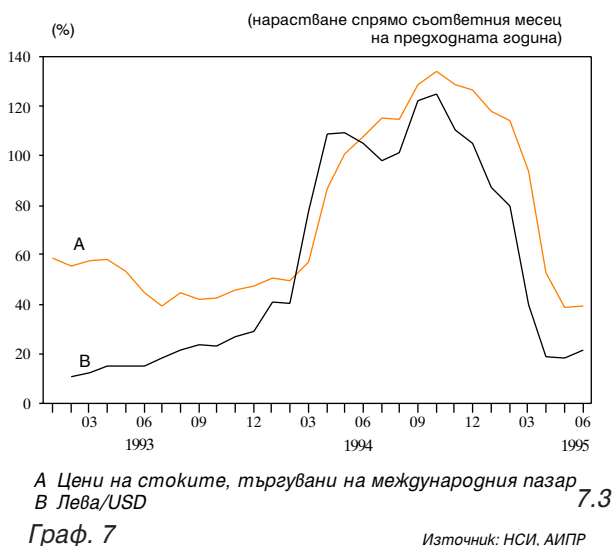
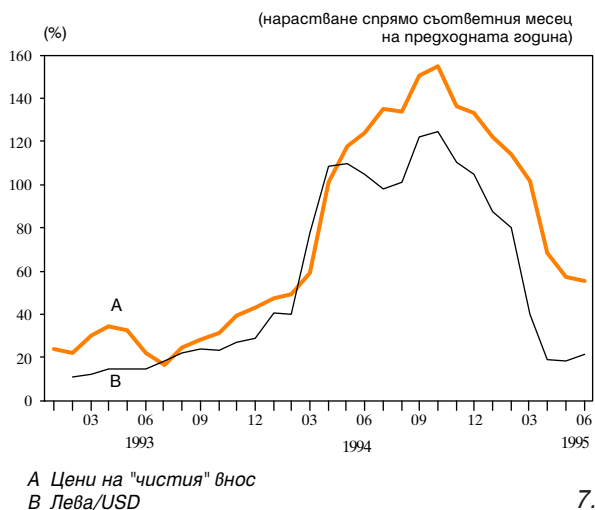
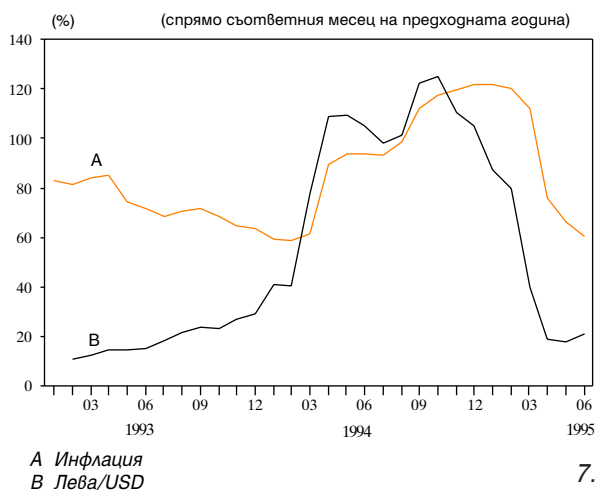
Източник: НСИ, АИПР

³ Това са цитруси и банани, захар, кафе, вносна водка и уиски, бебеишки пелени „памперс“, прахосмукачки, часовници, фотоапарати, цветни телевизори, видеоапарати, видеокамери, радиокасетофони, касетофони за автомобили, лични транспортни средства и резервни части за тях, вносни въглища и брикети и горивата, чиито пределни цени в национална валута се определят от МС на база на международните цени през курса на лева спрямо щатския долар. Броят на тези стоки е твърде ограничен - през 1993г. те представляват 13% от паричните разходи на домакинствата, които се използват за тегла в ИПЦ, а през 1994г. - 15%.

⁴ Поради липса на информация за потреблението по отделни стоки, направените оценки са косвени - чрез сравняване на вътрешното производство с внасяните и изнасяни обеми.

⁵ Това са домакинските електроуреди и битовата електроника, свързана със свободното време (радиокасетофони, фотоапарати и др.); облекло, обувки и лични принадлежности; лични транспортни средства и всички останали стоки „чист“ внос. Той обхваща около 30% от потребителските разходи.

Обезценяване на лева и инфлация



В периодите, когато номиналният валутен курс е сравнително стабилен, а реалният курс - надценен, средните ценови индекси както на „чистия“ внос, така и на търгуваните на международния пазар стоки са по-ниски от общата инфлация и имат възпиращо въздействие върху нея. Обратно, през периоди на трайно поевтиняване на лева двата индекса изпреварват общия индекс на потребителските цени, като реагират незабавно (през текущия или през следващия месец) на обезценяването на лева.

Незначителната номинална обезценка на лева през последните два месеца на 1994 г. и в началото на 1995 г. доведе до ниски стойности на вносна-та инфлация. За юни 1995 г. месечните темпове на цените на „чистия внос“ и на търгуваните на международните пазари стоки са съответно 3.3% и 3%.

Цените на производител на промишлена продукция през юни останаха почти непроменени. Тяхното месечно покачване (0.5%) съвпада с инфлацията на потребителските цени.

В отраслов разрез най-силно поскъпва продукцията на полиграфията (4.8%), електротехника (4.4%) и шивашката промишленост (4.1%).

Годишният темп на цените на производител продължи да намалява: от 51% през май до 47% през юни (по данни на НСИ). □

Потребителски цени и цени на промишлена продукция



А Потребителски цени *
В Цени на производител**

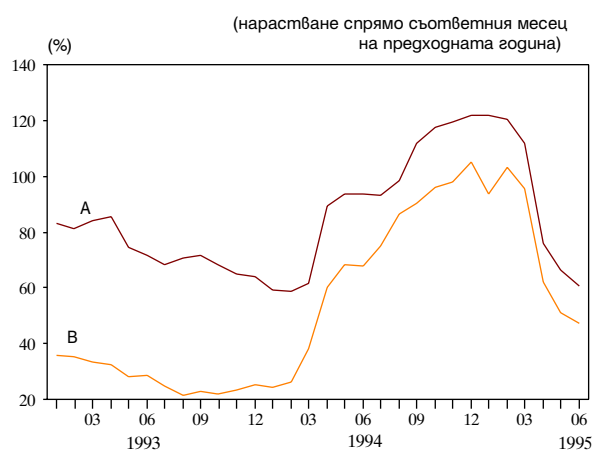
* От януари 1993г. индексът на потребителските цени се изчислява по нова методика.

** Построен в АИПР на основата на изходна информация на НСИ до април 1992г. От май 1992г. са използвани оригинални верижни индекси на НСИ.

Граф. 8

Източник: НСИ

Потребителски цени и цени на производител на промишлена продукция



А Потребителски цени*
В Цени на производител на промишлена продукция**

* Индексите при база съответния месец на предходната година са изчислени от месечните верижни индекси.

** Текущи тегла. Индексите са изчислени в НСИ.

Граф. 9

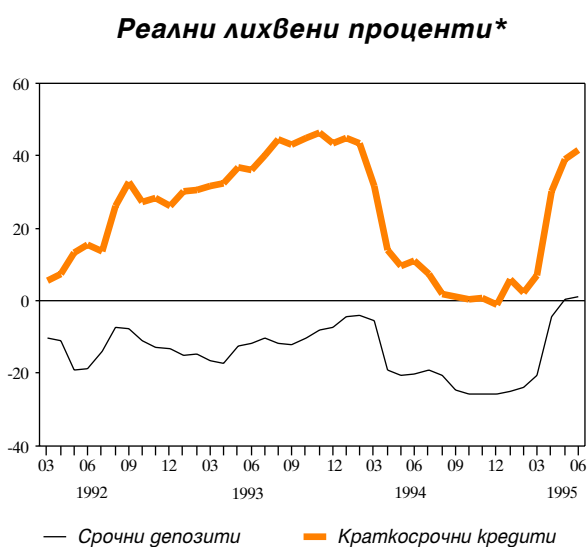
Източник: НСИ, АИПР

ПАРИЧНО-КРЕДИТНА ПОЛИТИКА

През първите пет месеца на годината БНБ провеждаше политика на относително отслабване на паричните рестрикции в сравнение с края на 1995 г., което се изразяваше в увеличено рефинансиране на търговските банки и постепенно намаляване на основния лихвен процент.

Забавянето на инфлационния темп, стихването на инфлационните очаквания, както и слабите колебания на валутния курс около едно равнище, позволиха на БНБ да понижава лихвите, без това да предизвика сътресения на паричния пазар. От началото на м. април, до края на м. юни БНБ понижи основния лихвен процент четири пъти, средно с около шест процентни пункта.

По такъв начин, от 72% проста годишна лихва, равнището му към края на шестмесечието бе определено на 48%. Това предизвика понижение на всички лихвени равнища като лихвите по депозитите изпреварваха в низходящото си движение тези по кредитите.



* Срочните депозити са дефлирани с индекса на потребителските цени, а краткосрочните кредити - с индекса на производителя.

Граф. 1

Източник: БНБ, АИПР

Месечният спред между тях през май беше 2.27 процентни пункта (при 2.05 през декември 1994 г.). С разширяването на спреда между лихвите по пасивните и по активните си операции банките компенсираха загуби от просрочени кредити. Отлив от левови депозити не последва и за целия период депозитите, след приспадане на начислените лихви, нарастваха.

Лихвени проценти по депозитите (дефлирани с индекса на потре-

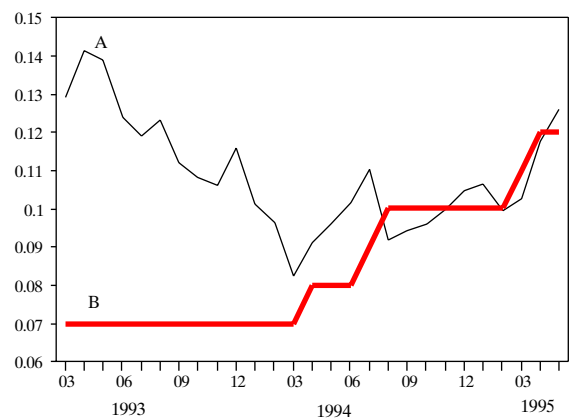
бителските цени) от началото на годината бяха положителни. Но при изчисляване доходността им на годишна база тя стана положителна чак през май. Лихвите по краткорочните кредити, изчислени на годишна база и дефлирани с индекса на цени на производител станаха положителни през януари и с високи темпове нарастваха през второто тримесечие, като за месец юни достигнаха 40% капитализирана годишна лихва.

Временно възстановеното доверие в лева предопредели обратна по знак, макар и не така ясно изразена тенденция в динамиката на валутните депозити. От ноември миналата година до април настоящата темпът им на изменение беше отрицателен с изключение на месец януари, когато валутните депозити нарастнаха с 1.2% в доларово изражение.

БНБ регулираше ликвидността на търговските банки чрез изменение на минималния задължителен резерв. Решението да се признава 60% от касовата наличност на търговските банки в левове и 15% от валутната им наличност за минимален резерв от началото на годината, не повлия съществено върху отношението на задължителните резерви към депозитите. Делът на признаваната за резерв касова наличност варираше в тесния интервал от 0.06% до 0.07% от действително внесените в БНБ минимални резерви.

През март БНБ увеличи минималните задължителни резерви на 11% за март и 12% за април. Като резултат паричното предлагане не се сви, а само забави нарастването си. Про-

**Общи и задължителни
банкови резерви**



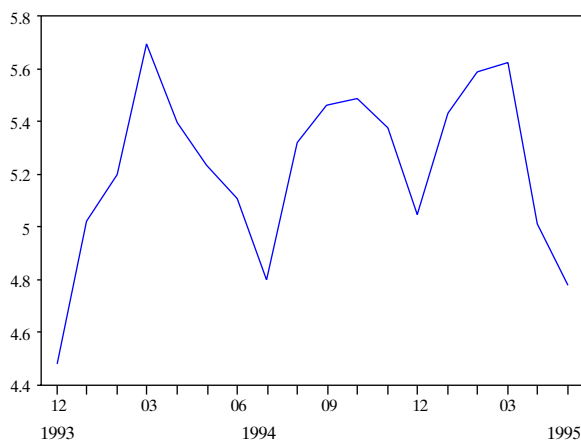
A Общи банки резерви/депозити
B Задължително резервно отношение

Граф. 2

Източник: БНБ, АИПР

мяната се отрази обаче на паричния мултипликатор, който намаля на 4.79%.

Динамика на паричния мултипликатор *



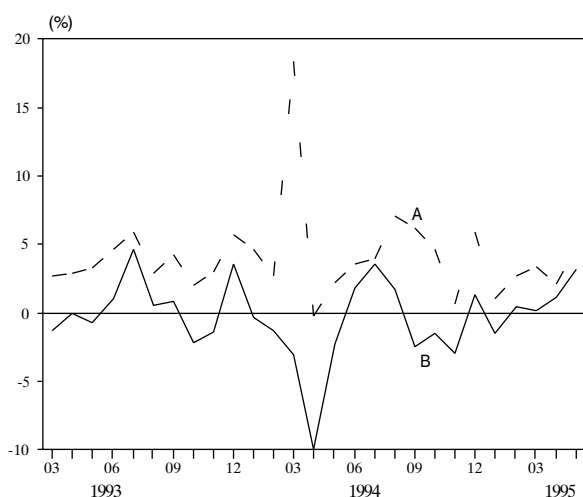
* Отношение на широките пари към резервните пари

Граф. 3

Източник: БНБ, АИГП

ките на валута върху паричната маса (т. нар. стерилизация), е необходимо интервенциите да бъдат съпроводени с продажба на държавни ценни книжа. Изменението на вземанията от правителството, според баланса на БНБ, не

Динамика на паричния агрегат M2*



A Номинална парична маса

B Реална парична маса (цени и валутен курс от декември 1992г.)

* Изменение спрямо предходния месец.

Граф. 4

Източник: БНБ, АИГП

От източниците за увеличаване на предлагането на резервните пари най-голям принос имаха нетните чуждестранни активи и вземанията на БНБ от търговските банки. Участието на БНБ като нетен купувач на чуждестранна валута увеличи брутния валутен резерв за периода декември 1994 г. - май 1995 г. с 420 млн.щ.г. За да се неутрализира ефекта от покуп-

компенсира изцяло интервенциите, а през април и май кредитът за правителството даже се е увеличил. Тази ситуация отразява както затрудненията при събирането на фискалните приходи, така и относително строгата резервна политика, пораждаща недостиг на левова ликвидност.

Рефинансирането на търговските банки нарастваше най-вече за сметка на необезпечените депозити, чийто дял от по-малко от един про-

цент през ноември 1994 г. към края на май представляваше една трета от общото рефинансиране. Тази тенденция позволява натрупването на значителен риск в банковия сектор и създава възможности за повторение на прецедента с неиздължаване на лихвите по депозитите на БНБ в Стопанска банка и Минералбанк и създаване на нови затруднения с бюджета.

Непълната стерилизация на валутните покупки от една страна и вземанията на БНБ от търговските банки от друга, увеличиха резервните пари и паричната маса. От края на миналата година паричната маса започна да расте с ускоряващи се темпове, които бяха по-високи от изменението на потребителските цени. Изключение от тази тенденция се наблюдава през месец януари, когато след дефлиране с индекса на потребителските цени, M2 незначително намаля. □

ВАЛУТЕН ПАЗАР

През първите шест месеца на 1995г. валутният пазар остана относително спокоен. Номиналният валутен курс в периода януари-май понижаваше постоянно, макар и незначително. Средномесечно левът посъпваше между 0.7% и 0.01%.

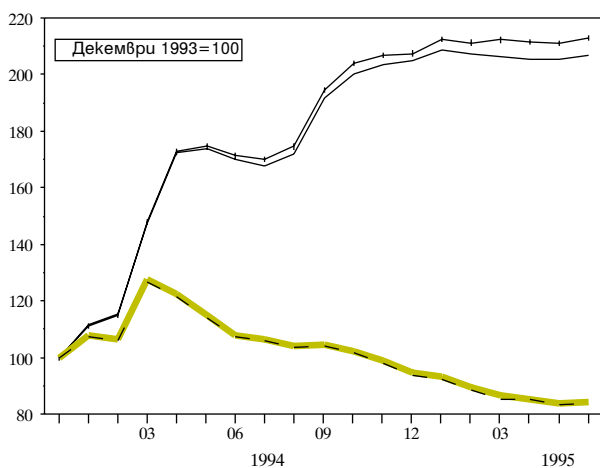
Номиналното посъпване на лева, съчетано с повишаването на вътрешните цени, доведе до допълнителна реална ревалоризация на националната валута. По-значително реално посъпване имаше в началото на годината, когато индексът на потребителските цени и индексът на цени на производител бяха все още сравнително високи. Сnižаването на инфлацията след месец март забави процеса на ревалоризация.

През юни за първи път от началото на годината курсът на долара отбеляза слабо повишение - с 0.48лв (0.73%). Поради ниските стойности на

ИПЦ и ИЦП през юни се наблюдава и реално обезценяване на лева, съответно с 0.49% и 0.41%.

Ефективният валутен курс, изчислен спрямо кошница от чужди валути, следваше динамиката на курса на лева към долара. Причината за това е голямото относително тегло на долара във външнотърговските разплащания. Незначителните различия между двата валутни курса идват главно от измененията в позициите на основните валути на международния

Номинален и реален валутен курс



- + Номинален валутен курс (лв./1 чужда валута)*
- Номинален валутен курс (лв./1 щ.г.)
- Реален валутен курс (лв./1 щ.г.)**
- Реален валутен курс (лв./1 чужда валута)**

* Средна от курсовете на лева към щатския долар, германската марка, британския паунд и френския франк, претеглена с обема на всяка валута във външнотърговския стокообмен на страната за 1993 г.

** Дефлиран с индекса на потребителските цени.

Граф. 1

Източник: БНБ, АИПР

валутен пазар, които се отразяват на централния курс на БНБ.

През цялото първо полугодие предлагането на валута доминираше наг търсенето. Общо за шестте месеца търговските банки купиха валута за 3406.1млн. и продадоха за 2989.6 млн. долара. Валутните резерви на БНБ нараснаха и към края на месец май достигнаха 1421.6 млн. долара.

Засиленото предлагане на валута може да се обясни отчасти с трансформирането на депозити в чужда валута в левови. Този процес е характерен както за държавните, така и за частните фирми, които поради недостиг на левове и очаквания за стабилен курс продаваха долари.

Изключение от тази тенденция правят само депозитите в чужда валута на населението, които към края на май са приблизително на равнището от януари.

Срочен(форуърд) Валутен курс

Степента на ефективност на един финансов пазар, в случая пазара на валутния курс, може да се оцени като се сравнят очакванията за бъдещото състояние на пазара с реалното състояние. Близостта между очакванията и реалността изключва значително непазарно преразпределение на средства в ущърб на част от икономическите агенти при изгода за други.

Срочният валутен курс е една от най-добрите оценки за очакванията по отношение бъдещия курс спот. Това е така, тъй като по правило всеки инвеститор се насочва към активите с по-висока доходност при еднакво равнище на риск. С цел застраховане срещу неблагоприятни промени във валутния курс или извличане на печалба от арбитражни операции, на международния пазар се сключват форуърдни сделки, като решаващият фактор при избора на стратегия се явява знакът и величината на т. нар. покрита разлика на лихвените проценти (CD).

Последната се определя по формулата:

$$CD = (1+i_2)r_f / r_s - (1+i_1), (1)$$

където i_1 и i_2 са лихвените проценти, r_s е спот курса, а r_f - курса форуърд.

Тъй като съществува тенденция печалбата от арбитражните операции да изчезва с времето, стойността на CD клони към нула. Когато $CD=0$ е налице лихвен паритет, който е необходимо условие пазарът да се намира в равновесие.

В България не съществува развет срочен или фючърсен пазар на валута и смисълът на изчисляването на форуърд курса се състои преди всичко в това, да се определи какъв би трябвало да бъде валутният курс в даден момент при дадена доходност на левовите активи и на активите, деноминирани в чужда валута, за обезпечаване на лихвен паритет.

От (1) можем да получим формулата за форуърд курса, която има следния вид:

$$r_f = r_s (1+i_1) / (1+i_2)$$

Изчисленията на тримесечен форуърд курс лев/долар са направени като са използвани тримесечният LIBOR и лихвения процент по срочните левови депозити. Резултатите са показани на графиката.

В периода април-ноември 1993г. равнището на валутния курс е пог очакваното при хипотезата за равновесен пазар. Положителният лихвен диференциал в полза на левовите депозити е компенсирал от покачването на курса на долара едва през ноември. Обезценяването на лева в края на 1993г. и началото на 1994г. направи инвестициите във валута по-доходни от левовите като разликата бе особено силно изразена между февруари и май.

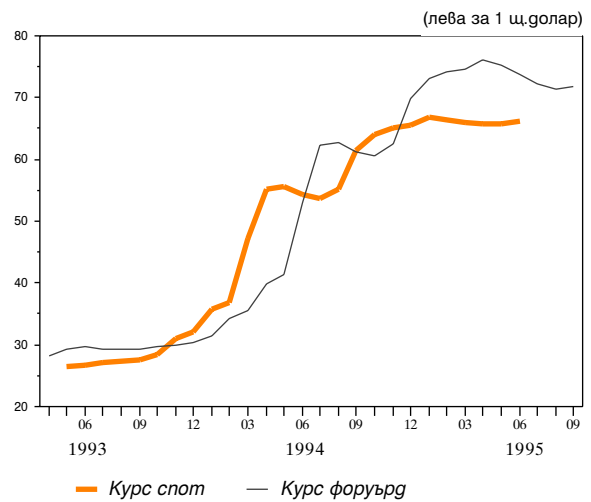
Ситуацията през първите шест месеца на настоящата година е много сходна с тази от началото на 1993г. Високите лихви по левовите депозити

при почти непроменен валутен курс правят левовите вложения силно предпочитани от потенциалните инвеститори.

Поддържането на значителен положителен лихвен диференциал за по-дълъг период от време би могло да има силен негативен ефект върху валутния пазар в случай, че в страната влязат чужди капитали, привлечени от възможностите за арбитражни печалби.

Въпреки намаляването на основния лихвен процент и поскъпването на долара през юни, на графиката се вижда, че разликата все още остава голяма. При условие, че лихвените проценти по левовите депозити останат непроменени през следващите месеци, постигането на равновесие ще се осъществи при равнище на валутния курс в границите на 71-72 лева за долар. □

Валутни курсове спот и форуърд



Граф. 2

Източник: БНБ, АИПР

ФИСКАЛНА ПОЛИТИКА

След сключването на сделката с Лондонския клуб, фискалната политика беше подчинена на обслужването на външния дълг на страната. Разходите на бюджета за външни лихви през първото полугодие на 1995г. се увелиха четирикратно в сравнение с лихвите, платени за полугодieto на 1994г. Независимо от това обслужването на външния дълг все още не представлява най-тежкия проблем за бюджета. Остатъкът по вътрешния дълг е много по-малък от остатъка по външния дълг, но плащанията по него са много големи. Това се дължи на облекчените плащания по външния дълг до 1998г., както и на съществуването на непокрит лихвен диференциал между левовите и доларовите активи, което прави в момента левовия дълг по-изгоден за дължника. Вътрешният дълг и лихвите по него създават напрежението в изпълнението на бюджета.

Структура на разходите на консолидирания държавен бюджет

(в % към общите разходи)

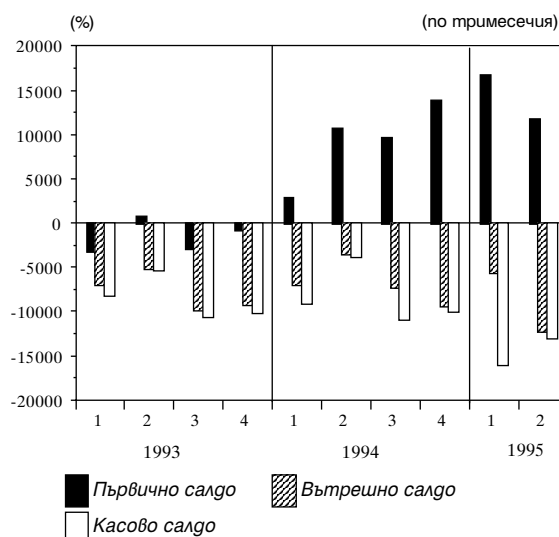
	1993г.-полугодие	1994г.-полугодие	1995г.-полугодие
<i>Разходи без лихви</i>	80.2	71.9	63.3
<i>в т.ч. заплати</i>	11.7	10.6	10.2
<i>пенси и помощи</i>	33.9	29.3	25.4
<i>Лихви</i>	19.8	28.1	36.7
<i>в т.ч. вътрешни</i>	17.2	25.6	29.6
<i>външни</i>	2.6	2.5	7.1

Поддържането на първичен излишък от 1994г. досега позволи да се забавят темповете на растеж на вътрешния дълг, емитиран за обслужване на текущите плащания на бюджета. Индексирането на доходите на населението,

чийто източник е бюджетът през май и юни т.г., повиши номинално месечното равнище на разходите без лихвите и намали първичния излишък на бюджета. С натрупване от началото на годината първичният излишък на републиканския бюджет представлява 25788.2 млн.лв., докато според закона годишният първичен излишък трябва да достигне 64815.1 млн.лв.

В brutните потребности от кредит⁶ на бюджета дялът на касовия дефицит относително намалява за сметка на увеличените разходи във финансирането.

Салда на консолидирания държавен бюджет



Граф. 1

Източник: МФ, АИПР

Структура на brutната потребност от кредит на консолидирания бюджет

(в %)

	1993г.-полугодие	1994г.-полугодие	1995г.-полугодие
Касов дефицит	45.2	29.7	36.6
Разходи по финансирането	54.8	70.3	63.4
в т.ч. погасяване на ДЦК	57.3	56.5	71.5
попълване на бюджетния депозит		31.9	12.4

Неравномерността в плащанията на лихви по месеци налага поддържането на значителни суми по бюджетния депозит на републиканския бюджет.

⁶ Брутните потребности от кредит включват ресурсите за покриване на касовия дефицит на бюджета и разходите в раздел „Финансиране“.

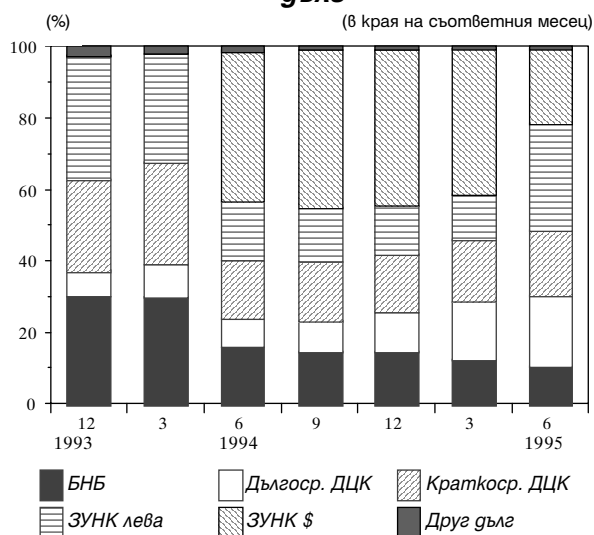
Емисиите на държавни ценни книжа представляват основният източник на ресурси за покриване на разходите на бюджета. Делът им в общата сума на средствата за покриване на брутната потребност от кредит се увеличи от 74.6% за първото полугодие на 1993г. до 93.5% през първото полугодие на 1995г. Но тъй като срочността им е средно в рамките на една година, разходите за покриване на падежиралите ДЦК също се увеличават.

Структура на вътрешния държавен дълг

(в %)

полугодие	1993г.	1994г.	1995г.
Държавни ценни книжа	32.8	27.3	38.0
в т.ч. дългосрочни	7.3	10.6	17.7
краткосрочни	25.5	16.3	18.3
секюритизиран дълг към БНБ		0.6	2.0
Заеми от БНБ	30.1	14.6	10.6
Лош дълг на държ. предприятия	34.8	57.2	50.7
в т.ч. в лева		13.6	29.8
в долари		43.6	20.9

Структура на вътрешния държавен дълг



Граф. 2

Източник: МФ, АИПР

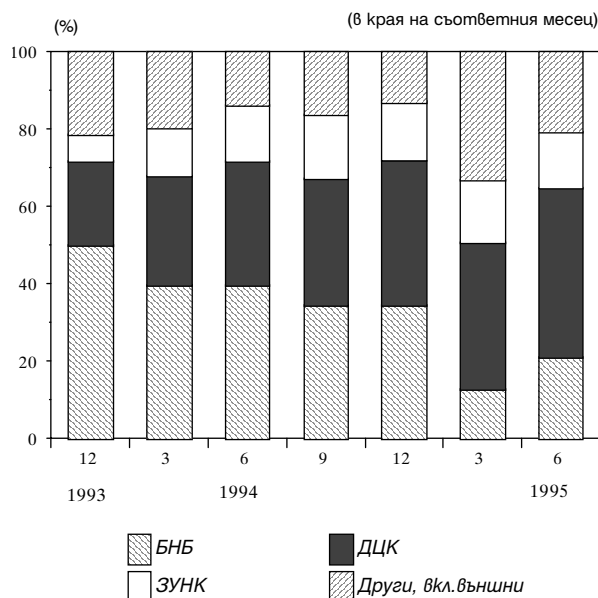
Половината от вътрешния държавен дълг се формира от поетите задължения на държавни предприятия по ЗУНК. Независимо, че лихвите по дълга по ЗУНК са редуцирани, чрез финансирането на бюджетния дефицит те се трансформират в държавен дълг, обслужван по нормални лихвени проценти.

Доколкото външното финансиране е ограничено, покриването на бюджетния дефицит и разходите във финансирането ще трябва да се извършва чрез акумулиране на вътрешни ресурси. Емисиите на държавни ценни книжа, които започнаха от средата на 1991г., все още се характеризират с много ниска срочност до падежа - средно около една година. Усилията да се повиши средната срочност на ДЦК чрез предлагането на ДЦК за 2 и повече години не се оказаха успешни досега.

Една от причините за пласирането предимно на краткосрочни ДЦК е в предлаганото равнище на лихвените плащания. Дългосрочните ДЦК се предлагат с лихва равна на основния лихвен процент.

Ускоряването на приватизацията, дори и с цената на либерализиране

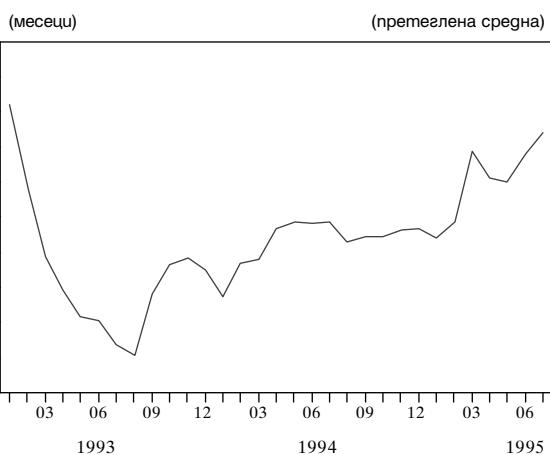
Структура на лихвените плащания



Граф. 3

Източник: МФ, АИПР

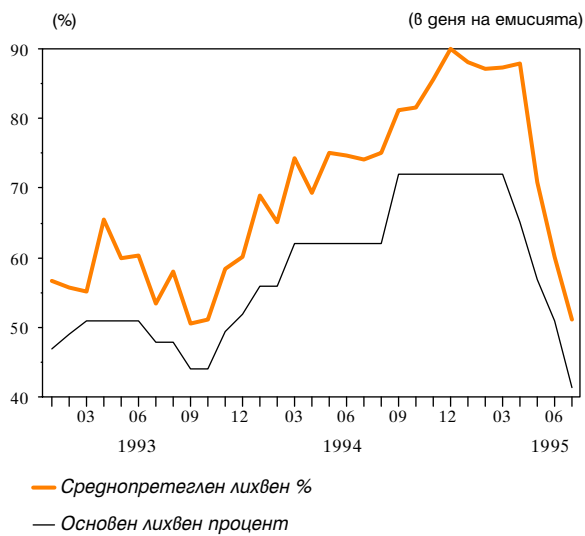
Средна срочност до падежа на ДЦК



Граф. 4

Източник: МФ, АИПР

Среден лихвен процент по ДЦК



Граф. 5

Източник: МФ, АИПР

на режима на дълговите инструменти, също може да облекчи разходите на бюджета за лихви по вътрешния и външия дълг, тъй като чрез нея се намалява абсолютния размер на дълга. □

РАСТЕЖ, ПРОМИШЛЕНО ПРОИЗВОДСТВО

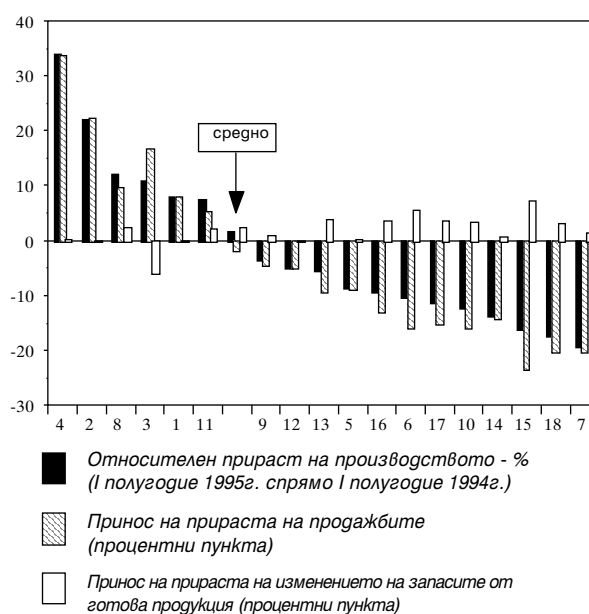
През полугодието на 1995г. промишленото производство в държавния сектор достигна 296.2 млрд. лв., от които 97.6% са реализирани продажби, а 2.4% са натрупани запаси от готова продукция. Спрямо шестте месеца на 1994г. производството отбелязва 1.6% ръст. Най-голям принос за растежа имат отраслите на черната металургия (34%), каменновъглената промишленост (22%), химическата промишленост (12.1%) и нефтодобивната промишленост (10.9%).

Най-силен спад регистрират отраслите на електротехническата и електронна промишленост (-18.9%), кожарската промишленост (-16.1%) и шивашката промишленост (-13.6%).

Обхвата на оживлението, който може да се проследи от индекса на дифузия на промишленото производство показва, че след достигането на пикови стойности в края на 1994г., когато 72% от промишлените отрасли увеличиха своето производство, първата половина на 1995г. отчита забавяне в месечните темпове.

Причина за по-слабия ръст в динамиката на производството е силното свиване на доходите, което рефлектира пряко върху вътрешното търсене. По данни на НСИ продажбите за вътрешния пазар за полугодието на

Динамика на производството на промишлена продукция по отрасли



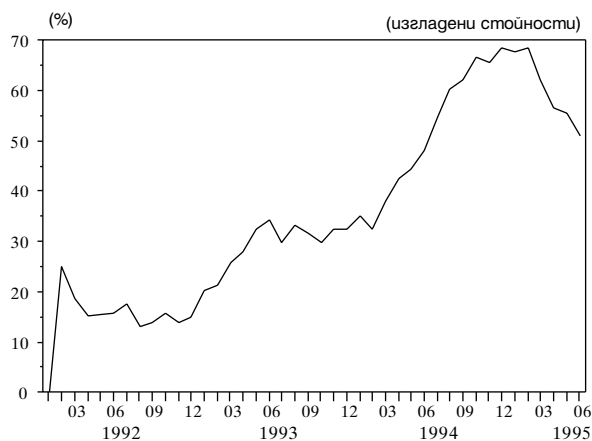
Легенда: 1. Ел. и топлоенергия; 2. Каменновъглена промишленост; 3. Нефтодобивна промишленост; 4. Черна металургия; 5. Цветна металургия; 6. Машиностроене и металообработване; 7. Електротехническа и електронна пром.; 8. Химическа и нефтопреработваща пром.; 9. Пром. за строителни материали; 10. Дърводобив и дървопреработка; 11. Целулозно-хартиена промишленост; 12. Стъкларска промишленост; 13. Текстилна промишленост; 14. Шивашка промишленост; 15. Кожаро-кожухарска и обувна промишленост; 16. Полиграфическа промишленост; 17. Хранително-вкусова промишленост; 18. Други.

Граф. 1

Източник:НСИ, АИГП

1995г. са намалели с 2.8%.

Индекс на дифузия: промишлено производство*



* Дял на отраслите, чиято продукция нараства спрямо същия месец на предходната година. (Дял от 18 отрасли на промишлеността.)

Граф. 2

Източник: АИПР

Основен фактор за растежа, започнал от втората половина на 1994г., беше активната експортна дейност на част от промишлените отрасли. Благоприятно влияние в тази насока оказва подоряването на международната конюнктура, както и нарасналите световни цени на определени групи производствени стоки.

Така сравнителните предимства на българските производители в

международната търговия позволи съживяването на промишлеността и отчитането на растеж. Данните от финансовата статистика обаче сочат че, износьт е концентриран в относително малък брой фирми, главно на черна металургия, химията, хранително-вкусовата промишленост. Водещо място в експортната листа заемат суровите материали и (с някои изключения) нискотехнологичните производства - корабостроене, производство на матални конструкции и подземни машини, продукти на неорганичната химия, химически торове, изделия на фармацевцията, продово-зеленчукови консерви, вина и тютюн, черни и цветни метали.

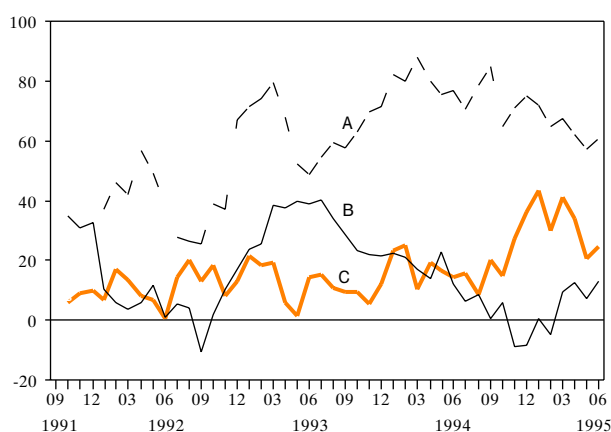
Износьт от посочените групи осигурява растежа на цялата промишленост, като компенсира спада на останалите производства, реализиращи продажби за вътрешния пазар. Изводът, който се налага е, че възможностите за „теглене“ на промишлеността от едно ядро фирми са временни и нестабилни поради, силната чувствителност на износа от

промените и цикличните колебания на международния пазар. Затова потенциал за траен растеж на промишленото производство трябва да се създаде чрез участие в т. нар. вътрешнопромишлена търговия (коопериране и специализация), както и по линията на стимулирането на вътрешното търсене и съответно потребление.

Резултатите от провежданите конюнктурните анкети дават по-детайлна оценка на тенденциите в конюнктурата през последните месеци.

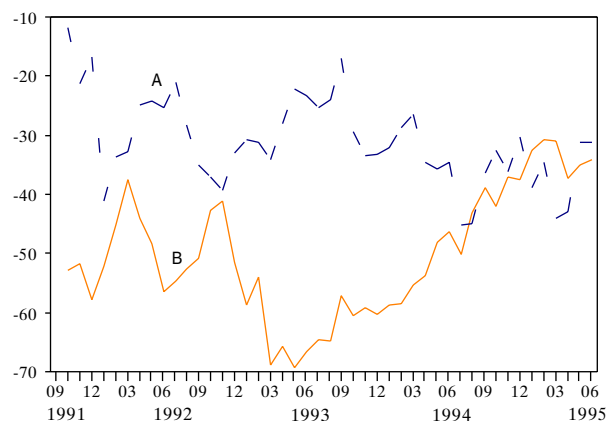
■ Осигуреността с поръчки е един от най-големите проблеми за производителите. Това се потвърждава от изключително ниските стойности на салдото от оценките на предприятията-респонденти. След май 1993г., когато нетните оценки за поръчките достигнаха минималната си стойност, има тенденция за непрекъснато увеличаване на салдото като производителите са по-оптимистично настроени за осигуреността с поръчки за външния пазар, отколкото за вътрешния. Въпреки известното подобряване при осигуряването с поръчки, като цяло равнищата са под нормалното.

Резултати от конюнктурните анкети в промишлеността*



A Очаквания за продажните цени на продукцията
 B Оценка за равнището на запасите от готова продукция
 C Очаквания за производството през следващите месеци

3.1



A Оценка за равнището на запасите от суровини и материали
 B Оценка за осигуреността на производството с поръчки

3.2

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

Граф. 3

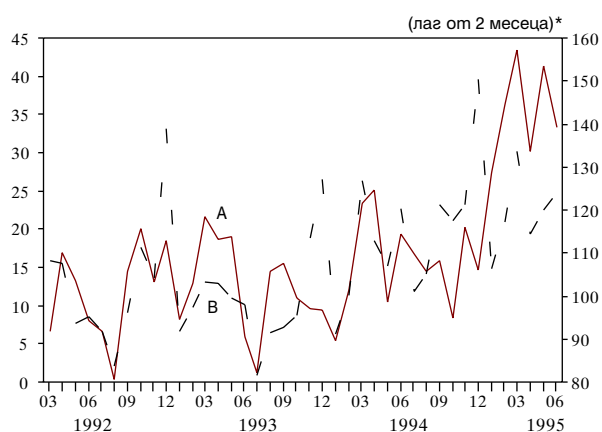
Източник: НСИ - конюнктурни анкети

■ Нетните оценки за равнището на запаси от готова продукция систематично намаляват след юли 1993г. Това означава, че голяма част от производителите са редуцирали нежеланите запаси и са достигнали до определено оптимално ниво на запаси от готова продукция. През последното тримесечие на 1995г. се забелязва леко покачване на запасите от готова продукция.

■ След достигането на пикови стойности в края на 1994г. и началото на 1995г., тенденцията на очакванията за производството се обърна в посока намаление. Имайки предвид сезонния характер на производството, може да се предположи, че през втората половина на годината баланса на оценките отново ще се подобри.

Опитът от използването на конюнктурните анкети показва, че очакванията за производството доста точно предсказват посоката на изменение на промишлената продукция, като очакванията „водят“ с два месеца промишлената продукция.

Очаквания за производството и фактическа динамика на промишленото производство



A Очаквания за производството (лява скала)
B Индекс на промишленото производство,
Януари 1992=100 (дясна скала)

* Данните за очакванията са изместени с два месеца напред.

Граф. 4

Източник: НСИ, АИГП

Очакванията за производството са слабо корелирани с очакваното изменение на цените. Това означава, че очакванията за по-високи цени се основават на високите инфлационни очаквания, а не на очакванията за по-високи цени на собствената продукция.

■ От началото на 1995г. динамиката на очакваните изменения на цените на собствената продукция, отчита намаление. По-ниските очаквания за продажните цени могат да

се обяснят най-вече със стабилната динамика на валутния курс.

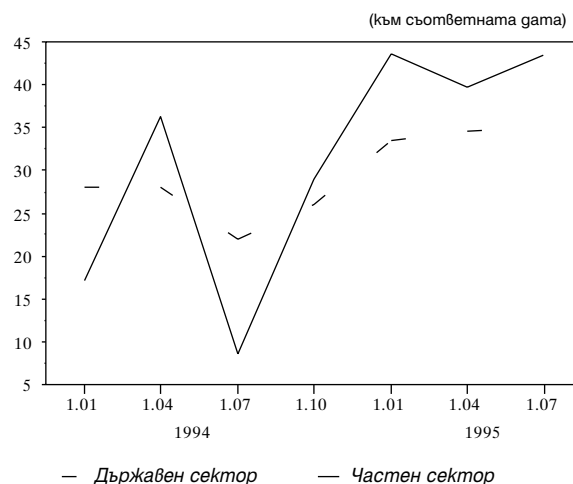
■ Частният сектор показва високи очаквания за износ в сравнение с държавния. От друга страна очакванията за износ към края на юни 1995г. не се различават съществено от състоянието в началото на годината.

■ Очакванията за търсенето на продукцията намаляват, както за държавния, така и за частния сектор. Държавните предприятия, обаче, имат по-голям производствен капацитет с оглед на посрещане на повишеното търсене, докато частните фирми изпитват недостиг на мощности при поява на повишено търсене.

Причините за затрудненията в производството показват ясен превес на две групи неблагоприятни фактори: ограниченото търсене, което е ясно изразено на вътрешния пазар, и финансовото състояние на предприятията и на клиентите. През последните няколко месеца проблемите при производството са свързани главно с втората група фактори.

Резултати от конюнктурните анкети в промишлеността

Очаквания за износ *



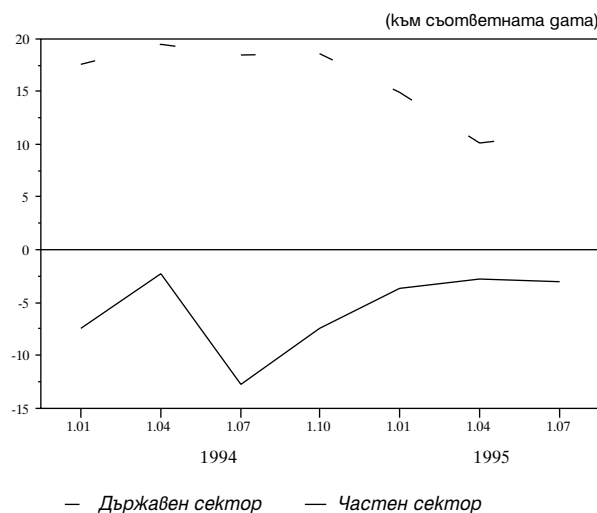
* % от фирмите, очакващи увеличение - % от фирмите очакващи намаление

Граф. 5

Източник: НСИ - конюнктурни анкети

Резултати от конюнктурните анкети в промишлеността

Оценка на капацитета съобразно търсенето*



* % от фирмите с положителна оценка - % от фирмите отрицателна оценка

Граф. 6

Източник: НСИ - конюнктурни анкети

От март 1995г. конкурентният внос силно се откроява като една от причините за затруднения в производствената дейност. Тази причина е посочена от 23.7% от предприятията-респонденти, докато в началото на 1995г. е посочвана от 9%. Вероятно това е свързано със задържането на валутния курс и като следствие по-изгодния внос. □

ВЪНШНА ТЪРГОВИЯ

Предварителните данни на митническата статистика за първото тримесечие на 1995г. показват положително търговско салдо в размер на около 60 млн. долара.

Данните на БНБ за външнотърговските потоци отново силно се разминават с тези на митническата статистика. Банките отчитат износ за първото тримесечие на тази година за 2022млн. и внос за 1943млн. долара.

Периодът януари-март се характеризира с относително слаба търговска активност и поради това обемите на износа и вноса са по-малки в сравнение с четвъртото тримесечие на миналата година. При съпоставяне на данните за първото тримесечие на настоящата година с тези за същия период на 1994г. се вижда, че общият износ се е увеличил с 3.4%, а износът за външно потребление - със 7.7%.

Въпреки нарастването на износа за външно потребление като цяло, много стокови групи губят экспортните си позиции. В сравнение с първото тримесечие на 1994г., през 1995г. се наблюдава спад в износа при 49 от общо 95 групи стоки. Относителният дял на тези 49 групи спада от 57.2% на 37.2%. Това е индикатор за засилване на концентрацията на износа.

В подкрепа на горното твърдение се явява и обстоятелството, че в периода януари - март 1994г. относителният дял на първите 15 по значимост стокови групи е общо 66.7%, а за същия период на настоящата година този дял се е увеличил на 70%.

Износът за външно потребление е съсредоточен в няколко отрасли - химия и нефтопреработване, черна и цветна металургия. Това ограничава в голяма степен възможностите за експортен растеж.

Вносът за вътрешно потребление през първото тримесечие на 1995г. е

със 17.9% по-нисък по стойност в сравнение с първото тримесечие на 1994г., но е близък до равнищата от 1992 и 1993г.

Зависимостта на износа и вноса от валутния курс все още остава не напълно изяснена. При пресмятане на еластичностите на тези две променливи от валутния курс, номинален и реален (дефлиран с ИПЦ и ИЦП) се получават противоречиви резултати.

Най-висок коефициент на детерминация (0.55) и статистически значим коефициент пред независимата променлива се получи при изследване на връзката между общия внос и реалния валутен курс, дефлиран с индекса на потребителските цени. Стойността на R^2 обаче не е достатъчно висока за да се направят по-категорични изводи.

Коефициентът на еластичност е отрицателен (-0.71), което е в съответствие с икономическата логика. При заместване с реалния валутен курс, дефлиран с индекса на цени на производител, коефициентът на детерминация пада значително и се доближава до нула, което практически означава пълна липса на зависимост.

Коефициентът пред независимата променлива остава отрицателен, но не е значим. Този резултат би могъл да се обясни с поведението на ИЦП до средата на 1994г., а също така и с голямото относително тегло на суровините и материалите във вноса, които са слабо чувствителни към измененията във валутния курс. При допускането за ниска еластичност на вноса на суровини, динамиката на останалия внос ще се определя от поведението на курса дефлиран с индекса на потребителските цени.

След отстраняването на временния внос и изследване на зависимостта само на вноса за вътрешно потребление от валутния курс се получават слаби резултати. Противно на хипотезата, че в този случай корелацията между

разглежданите променливи би трябвало да е по-силна, в действителност се оказва, че няма стабилна връзка.

Това поражда съмнения доколко обявеният за временен внос наистина е временен. Разликата между обратния износ и временния внос през 1994г. е едва 47 млн. долара или по-малко от 4%. При това по-голямата част от временния внос се осъществява по режима за внос на стоки за преработка, където добавената стойност по-правило е по-голяма. Още по-красноречив резултат се получава когато се сумират временния внос и реекспорта за последните две години. Временният внос надхвърля обратния износ с 240 млн. долара. Това означава, че временно внесени стоки за най-малко 240 млн. долара са останали вътре в страната. (Ако приемем, че добавената стойност и печалбата на износителите е 10%, сумата става над 500 млн. долара.)

Вносът за вътрешно потребление реагира по-забележимо единствено на скока на валутния курс през март миналата година, като през второто тримесечие на 1994г. се сви с около 30% спрямо първото.

Тъй като обикновено вносът реагира с определено закъснение на промените във валутния курс, при оценката на еластичността бяха използвани и лагови стойности на валутния курс, съответно от едно и две тримесечия. Резултатите се оказаха незадоволителни както за общия внос, така и за вноса за вътрешно потребление.

При износа картината е подобна. Отново не може да се установи устойчива зависимост на експорта от валутния курс. В болшинството от случаите стойностите на коефициента на детерминация са под 0.1 и коефициентите пред независимите променливи са отрицателни, което няма икономически смисъл.

Уравнението с най-добри параметри представя износа за външно

потребление като функция от реалния валутен курс (дефлиран с ИПЦ) с лаг от две тримесечия.

Налице е положителна еластичност 0.48, която е статистически значима. Стойността на коефициента на детерминация обаче остава сравнително ниска.

Едно от възможните обяснения за липсата на стабилна връзка между износа и валутния курс е, че все още у нас цените на повечето стоки са пог международните (т.е. левът е подценен, в сравнение с перитета на покупателната сила). Водещите български експортни стоки (особено стоките предназначени за развитите държави) са стандартни, с ниска технологична интензивност и цената е от определящо значение.

Може да се очаква, че в по-дълъг период ролята на валутния курс като фактор в износа да нараства, особено ако се запази сегашната неблагоприятна структура на вноса и износа. При една по-голяма диверсификация на структурата на износа, както и при облекчаване достъпа до заборните пазари, значението на валутния курс може дори да се намали допълнително.

Сред петте групи страни-партньори най-силно нарасна износът в Западна Европа - с над 80 млн. дол. /Нарастване има само в Европейския съюз. Износът в ЕАСТ намаля, но това се дължи на присъединяването на три страни от ЕАСТ към ЕС от 1.1.1995г./ Нарасна износът в Германия, Италия, Франция, Великобритания. С над 33 млн. дол. нарасна износът в неевропейските страни от ОИСР, преди всичко в САЩ и Турция. Следват страните от Централна и Източна Европа с прираст на износа над 24 млн. дол. /главно в Македония сред основните партньори, но износът в Русия и Украйна намаля/. Нарасна износът и в неарабските страни от Азия, Африка и Америка с 13,7 млн. дол., а намаля само износът в Арабските страни с над 18 млн. дол.

Сред петте групи страни-партньори най-силно нарасна вносът от Централна и Източна Европа с близо 70 млн. дол. /главно от Русия и Македония/. Обаче нарастването на вноса от Западна Европа беше твърде слабо, малко над 4 млн. дол. /вносът от ЕС нарасна повече, но вносът от ЕАСТ силно намаля пак поради присъединяването на три страни от ЕАСТ към ЕС/. Също така слабо беше и нарастването на вноса от неевропейските страни от ОИСР - около 8 млн. дол. Вносът от Арабските страни намаля с близо 2 млн. дол., а вносът от останалите страни от Азия, Африка и Америка - с над 50 млн. дол. Това намаление почти компенсира нарастването на вноса от Централна и Източна Европа.

И така в регионален аспект основните фактори за прехода от отрицателно, през първото тримесечие на 1994г., към положително салдо на търговския баланс, през първото тримесечие на 1995г. са нарастването на износа, главно в Западна Европа, по-малко в Централна и Източна Европа и неевропейските страни от ОИСР и намаляването на вноса от неевропейските страни. □

ПРИВАТИЗАЦИЯ

По данни на АП през 1984 г. са стартирали 610 приватизационни процедури. Отрасловото разпределение на процедурите е следното: 32.5% промишленост; 20.8% търговия; 18.9% селско стопанство; 13.9% туризъм; 6.9% строителство; 3.3% транспорт и 3.8% други отрасли. Отрасловото разпределение на приватизационните сделки показва, че интересите на местните и чуждестранните инвеститори не са концентрирани в един-два отрасли, но в разпределени в различни сектори на икономиката. В реализираните сделки собствениците са поели задължения за инвестиции в размер на 96.76 млн \$US, 41.47 млн. DM и 3.5 млн GBP.

Постъпленията от реализираните сделки през 1994 г. възлизат на 10 млрд. лв. Платени са в брой 55%. Останалите плащания са извършени в дългови инструменти: облигации по ЗУНК и брейди облигации.

През периода януари - юли 1985 са стартирали 340 процедури и са сключени 130 сделки.

Приватизацията е съществен елемент на структурната реформа в икономиката. Данните през първото полугодие на 1995 г. показват, че оживлението в производството е експортно ориентирано и е концентрирано в черната металургия, химията и хранително-вкусовата промишленост. Това контрастира с разнообразните интереси, демонстрирани от местни и чуждестранни инвеститори. В очите на инвеститорите българската икономика може съществено да разнообрази экспортната си листа. Приватизацията е необходимо условие за разпространяване на растежа върху по-голям дял от икономиката. Другият важен ефект от приватизацията ще бъде намаляване на вътрешния и външния дълг. □

БЕЛЕЖКИ ПО ДОКЛАДА

1. Ако се възприеме такава лихвена политика, която да поддържа определен лихвен диференциал между левовите и чуждестранните активи (разликата в инфлациите+премия за риск), то винаги левовият дълг ще бъде по-скъп от дълга, деноминиран в чуждестранна валута. Позитивният ефект от това ще бъде приток на чуждестранна валута от външни и местни спестявания. Негативния ефект ще бъде, че дължниците ще бъдат поставени в много неравностойна позиция. Тия, които дължат левов дълг ще бъдат в много по-неизгодна позиция от тези, чиито дълг е деноминиран в чуждестранна валута. Това създава условия за нерационално разпределение на кредитите от банковата система и загуба на доверието в лева.

2. Поддържането на лихвен диференциал за дълго време е трудно поради засиленото предлагане на левове. Това затруднява поддържането на висока лихва по левове. В момента, в който лихвеният диференциал изчезне инвеститорите масово ще обърнат активите си в чуждестранна валута и за кратко време ще елиминират ефекта от диференциала.

3. При наличие на лихвен диференциал деноминирането на вътрешния дълг в чуждестранна валута няма голям смисъл, защото левовите активи са по-доходоносни и този дълг няма да се купува.

4. Честата промяна на лихвата ще увеличи несигурността на производителите, защото те няма да са сигурни каква цена ще трябва да платят за получения кредит.

СЪДЪРЖАНИЕ

МАКРОИКОНОМИЧЕСКА СТАБИЛИЗАЦИЯ: МЕХАНИЗЪМ, ПОСЛЕДСТВИЯ, ПЕРСПЕКТИВИ <i>ст. н. с., к. и. н. Г. Т. Ганчев</i>	1
ИНФЛАЦИЯ <i>Е. Радева</i>	17
ПАРИЧНО-КРЕДИТНА ПОЛИТИКА <i>Д. Михайлова</i>	26
ВАЛУТЕН ПАЗАР <i>Р. Розенов</i>	30
ФИСКАЛНА ПОЛИТИКА <i>М. Ненова</i>	34
РАСТЕЖ, ПРОМИШЛЕНО ПРОИЗВОДСТВО <i>Е. Радева</i>	39
ВЪНШНА ТЪРГОВИЯ <i>Р. Розенов, В. Костов</i>	45
ПРИВАТИЗАЦИЯ <i>В. Чавдаров</i>	50
