
АГЕНЦИЯ ЗА ИКОНОМИЧЕСКО ПРОГРАМИРАНЕ И РАЗВИТИЕ

ИКОНОМИКАТА НА БЪЛГАРИЯ

ПРЕЗ 1994 ГОДИНА

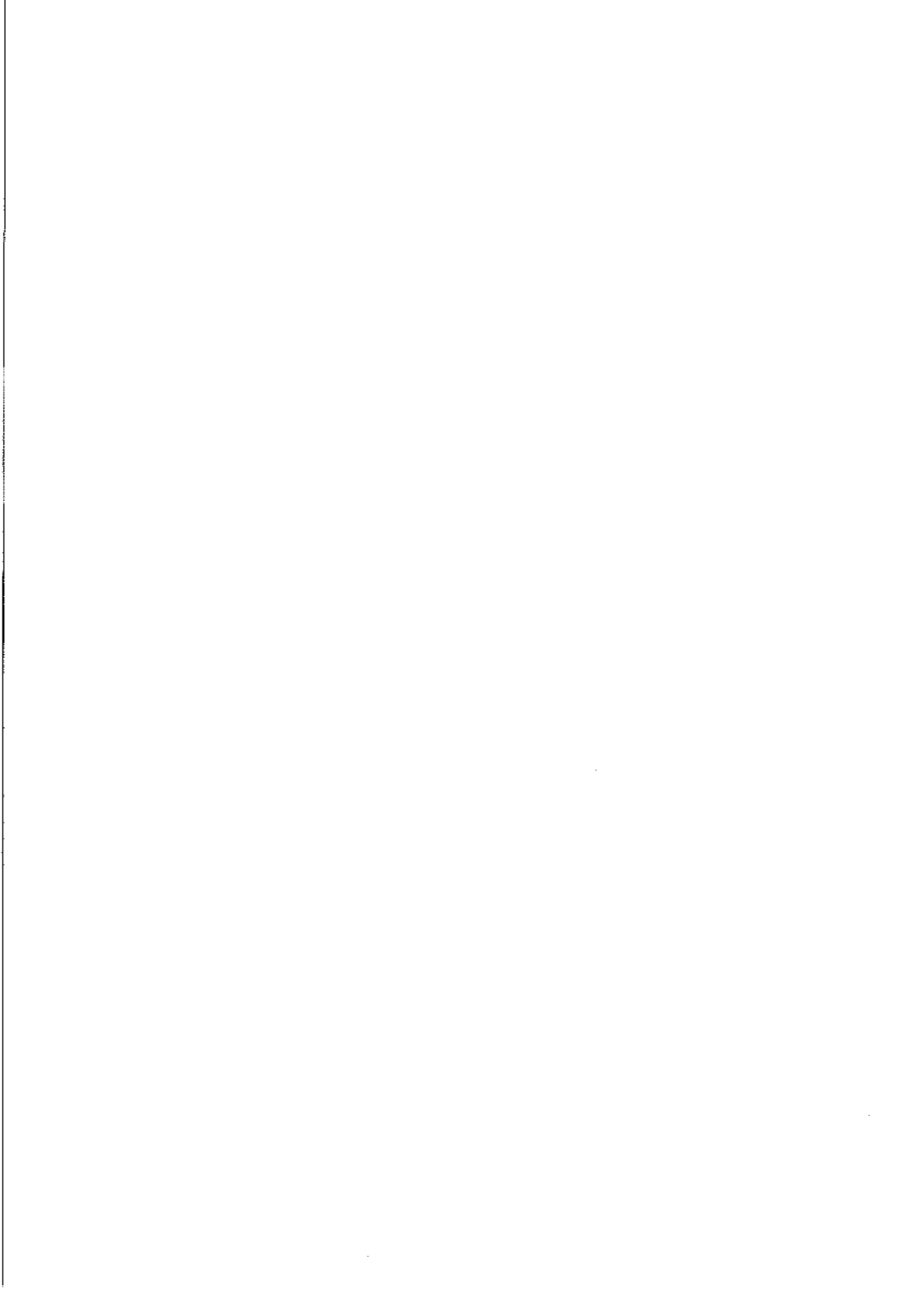
ГОДИШЕН ДОКЛАД

Декември 1994 г.

© Агенция за икономическо програмиране и развитие

СЪДЪРЖАНИЕ

ДИНАМИКА НА МАКРОИКОНОМИЧЕСКИТЕ ПРОМЕНЛИВИ	3
Финансова дестабилизация	3
Относителните цени.....	7
Търговският баланс	8
Оживление в промишлеността и очаквания за общ икономически растеж	9
Аграрният сектор	12
Видимите доходи на населението	13
ДВИЖЕНИЕ НА ФИНАНСОВИТЕ ПОТОЦИ	16
Инфлационният данък.....	16
Потребление, норма на спестяване, валутна субституция	16
Финансиране на държавните предприятия	19
Банковата система	21
Финансирането на бюджетния дефицит	24
1995г. – ГРАНИЦИ НА ВЪЗМОЖНОТО	26
ПРИЛОЖЕНИЕ	29



След четири години опити за стабилизация макроикономическата среда се характеризира с ускоряваща се инфлация, подкопано доверие в националната валута и зачестили трусове на валутния пазар. Валутната субституция и "доларизацията" на икономиката обезсилват контрола върху паричната маса и инфлационните процеси.

Диагнозата за състоянието на икономиката се изля в абстрактния лозунг за смяна на "модела на прехода", без да се очертават контури и ясни макроикономически параметри, определящи недвусмислено границите и съдържанието на една нова икономическа политика.

Като приемаме за естествена "разделната" нагласа, съпътстваща всеки избор, фокусираме настоящия годишен доклад върху възможностите пред стопанската политика в непосредствено бъдеще. Опираме се на досегашните анализи и констатации на Агенцията¹ за правенето на прехода.

□ *Програмата от 1991 г.* През февруари 1991 г. с поддръжката на МВФ в България бе приложена програма за стабилизация, базирана на контрол върху паричната маса² и номиналните работни заплати. Програмата целеше да се коригират основните макроикономически диспропорции и да се достигне до устойчиво макроикономическо равновесие, което да осигури необходимите условия за неинфлационен дългосрочен икономически растеж. Чрез либерализиране на цените, на външнотърговския режим и валутния пазар трябваше да се изтегли излишната ликвидност в икономиката, а спираловидното развитие на инфлацията трябваше да се предотврати чрез рестриктивност на паричната и фискалната политика, подкрепени от политиката на доходите.

□ *Реализиране на програмата от 1991 г.* Анализът на изменението в основните макроикономически показатели показва, че рестриктивна парична политика се водеше до третото тримесечие на 1991 г., след което централната банка започна да приспособява паричната маса към фактическата инфлация с лаг от около три месеца. Политиката на доходите поддаде през ноември 1991 г. с въвеждането на системата за договаряне на работната заплата и особено с индексирането на доходите през 1993 г. Фискалната политика придоби експанзионистичен характер от средата на 1992 г., а през 1993 г. касовият дефицит достигна 12% към БВП. В резултат на непоследователност и противоречивост на прилаганите мерки през 1993 г. беше блокирана цялостната макроикономическа реформа и тази година се квалифицира като загубена за реформата³.

1 Агенция за икономическо програмиране и развитие.

2 По-точно контрол върху левовата кредитна експанзия чрез определянето на кредитни тавани на търговските банки.

3 Вж. "Българската икономика през 1993г.", Годишен доклад, АИПР, дек. 1993г.

Краят на 1993 г. се увенча със сериозна криза на вътрешния валутен пазар, която предопредели финансовата нестабилност през 1994 г.

□ *Защо програмата от 1991 г. не успя?* Причините не трябва да се търсят в характера на програмата, а в нежеланието за промяна в наследените от плановата икономика институционални и законодателни структури. Под пресата на партийни и групови интереси стана невъзможно изграждането на независими институции, отговарящи за икономическата реформа, а следователно стана невъзможно и провеждането на каквато и да е последователна икономическа политика. Като не беше подкрепена от твърди и недвусмислени правила на пазарната игра, както и от ясна политическа воля за смяна на собствеността, стабилизацията много бързо се превърна в упражнение по решаване на текущи и постоянно появяващи се въпроси.

□ *Какво се случи през 1994 г.?* През 1994 г. беше направен неуспешен опит за връщане към първоначалната стабилизационна програма. Възстанови се рестриktivността на политиката на доходите и на фискалната политика, а БНБ смени инструмента за контролиране на паричното предлагане⁴, като се опитваше да въведе силни рестрикции. Инфлацията и валутният курс останаха неконтролируеми и продължиха взаимно да се догонват.

□ *Как да се овладее инфлацията?* Безусловно е необходимо ново усилие за макроикономическа стабилизация. Това усилие следва да се предприеме единствено ако е налице политическа воля, както за започването, така и за последователното му провеждане, като всички елементи на макроикономическата политика са добре съгласувани и координирани. При сега съществуващите рамки на действие на основните икономически институции, възможностите за успех на подобна стабилизация са минимални.

В настоящия Годишен доклад на Агенцията се анализира влиянието на високата инфлация и номиналното обезценяване на лева върху основните макроикономически променливи и върху поведението на икономическите агенти. На тази основа се правят изводи за краткосрочната перспектива пред икономиката, както и за възможните опции пред макроикономическата политика през 1995 г.



⁴ През юли 1994 г. бяха премахнати кредитните тавани, след като се призна тяхната неефективност.

ДИНАМИКА НА МАКРОИКОНОМИЧЕСКИТЕ ПРОМЕНЛИВИ

Кризите на валутния пазар от края на 1993 г. бяха следствие от натрупани грешки и противоречия в провежданата макроикономическа политика.

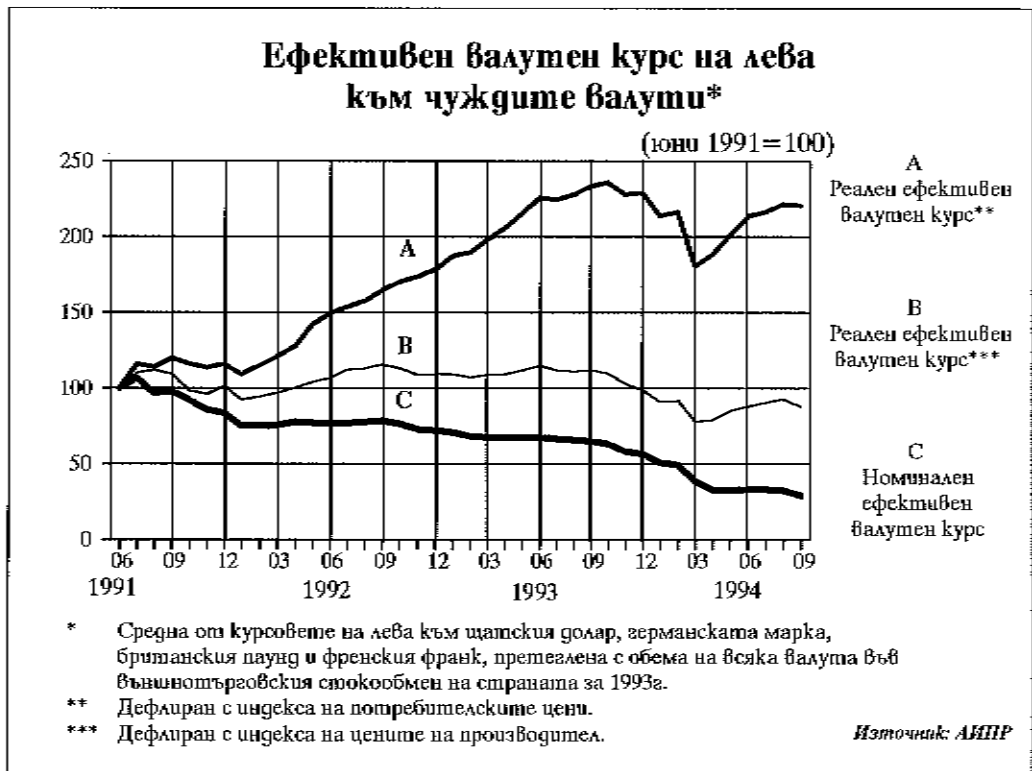
- Прекалено либералната лицензионна политика на БНБ не позволяваше стриктен контрол върху дейността на много финансови институции и доведе до непълноценен банков надзор.
- Липсата на съгласуваност на БНБ с Министерството на финансите позволи струпането в отделни периоди на значителни плащания по държавния дълг към търговските банки и създаваше ликвидност, която банковата система не можеше да поеме.
- Индексацията на доходите създаваше свръхликвидност в населението.
- Честите и икономически необосновани промени в лихвените проценти, особено през 1993 г., допълнително увеличаваха несигурността в макроикономическата среда и подкопаваха левовата депозитна база.

Сключването на сделката с Лондонския клуб по редуцирането на външния дълг се представи и огласи като средство за несъразмерно намаление на валутния резерв на държавата. Предпочитана опция за сигурна инвестиция на излишните парични средства стана доларът. Натискът върху долара се увеличи и доведе до поредицата от валутни кризи от края на 1993 г., продължили и през 1994г.

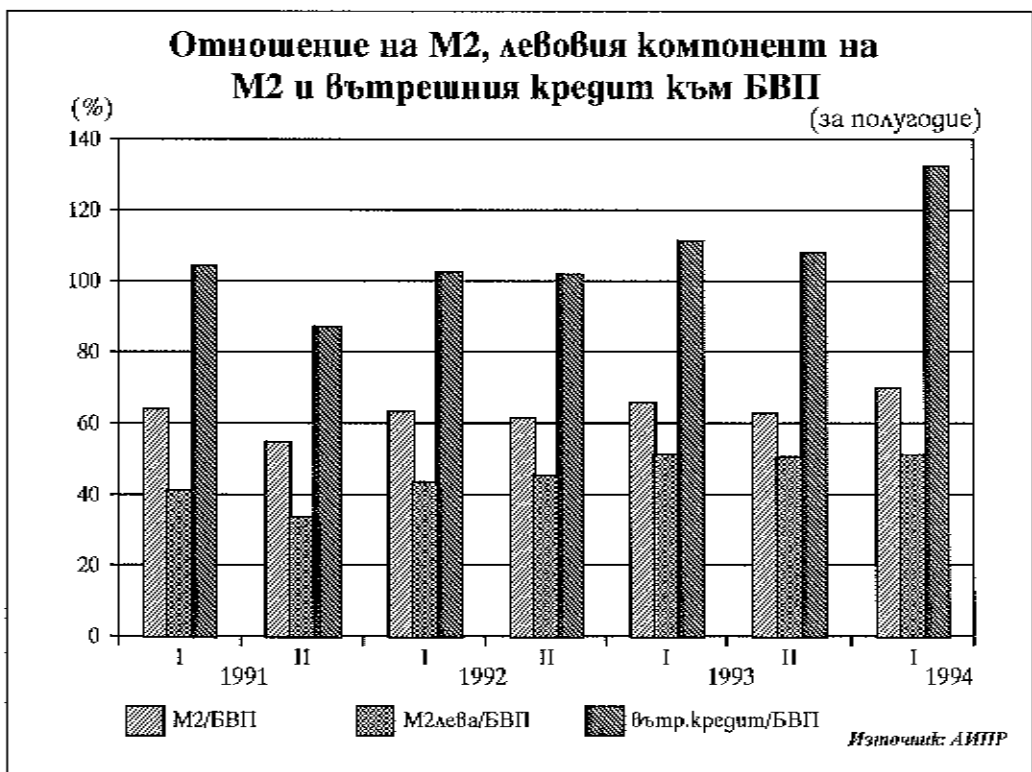
Финансова дестабилизация

Спорно е твърдението, че централната банка съзнателно е поддържала през 1992 г. и 1993 г. изкуствено висока стойност на лева като номинална котва. За периода януари 1992 г.-ноември 1993 г. БНБ е извършила нетни покупки на чужда валута на обща стойност над 180 млн. долара, което свидетелства, че тя е поддържала по-ниска, а не по-висока стойност на лева (фиг. 1).

Причините за отсъствието на значителна обезценка на лева до средата на 1993 г. трябва да се търсят другаде, не в целенасоченост на политиката на БНБ. Една от причините е значителната първоначална обезценка на реалния валутен курс на лева през 1991 г., което доведе до приспособяването му към равновесно ниво през 1992 г. и 1993 г. Друго обяснение е значителното свиване на реалните доходи през 1991 г., които се стремяха да възстановят равнището си от 1990 г. Така, по наша преценка, в края на 1993 г. и началото на 1994 г. нямаше други причини за рязка обезценка на лева освен непоследователната макроикономическа политика, която върна икономиката в състоянието ѝ отпреди стабилизацията (фиг.2)

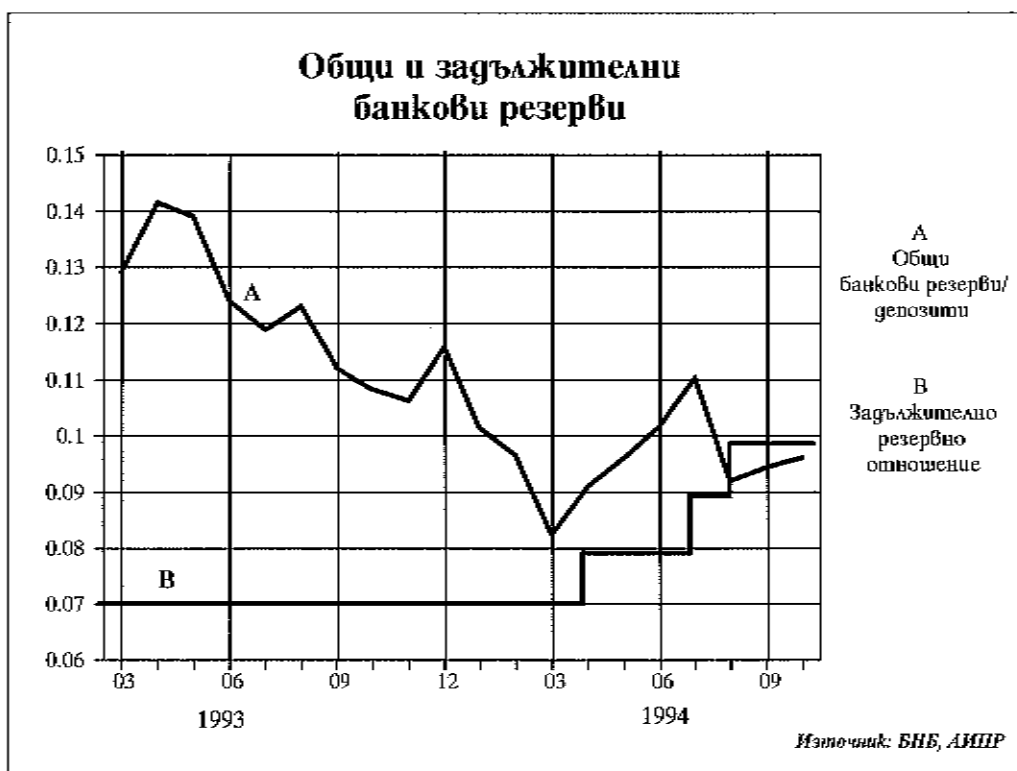


Фиг. 1



Фиг. 2

БНБ не разработваше стратегията на паричната си политика в съответствие с очакваното поведение на икономическите агенти и търсенето на пари. Неадекватното управление от страна на централната банка на резервните пари, при което тя допускаше прекалено високо равнище на свръхрезервите на търговските банки, причини увеличение на паричната маса (фиг. 3).



Фиг. 3

През 1994 г. БНБ продължаваше да "санира" и инжектира легова ликвидност в някои проблемни финансови институции и постави под съмнение неутралността и твърдостта на паричната политика, която се опитваше да провежда от средата на годината. Въпросните проблемни банки бяха поставени при т.нар. "меки бюджетни ограничения" и се обръщаха към централната банка за помощ като към кредитор от "първа" инстанция вместо да закриват дългите си доларови позиции, да разпродават реалните си активи и да намаляват разходите си.

Валутните кризи и липсата на номинална котва измениха поведението на основните икономически агенти. Пазарната психология и настроението на инвеститорите започнаха да доминират на валутния и паричния пазар и да обезсилват влиянието на фундаментални фактори като салдото по платежния баланс, състоянието на реалната икономика и лихвения диференциал. Валутният пазар систематично екстраполираше тренда, като обезценяването на валутата в близкото минало се пренася-

ше в настоящето. Така бе генерирана допълнителна инфлация, която през март, април и септември 1994 г. придоби почти експлозивен характер.

От февруари 1994 г. до средата на годината промените в цените следваха промените в курса на лева с лаг от един до два месеца, а от юни реакцията на икономическите агенти стана почти мигновена и двете криви започнаха да се движат успоредно (фиг. 4).



Фиг. 4

По оценка на АИПР 83% от вариацията на инфлацията за периода януари 1993 г. – септември 1994 г. се обяснява с инфлацията от предходния месец, текущите промени на валутния курс и промените на валутния курс от предходния месец. Всеки процент обезценка на валутния курс се пренася изцяло върху индекса на цените за не повече от един месец.

Високото равнище на инфлация обикновено се съпровожда с увеличение на амплитудата в движението на индивидуалните цени, при което може да се получи изменение в реалните им съотношения. Икономически агенти, които са в състояние да повишат цените си над средното равнище на инфлация, получават и по-големи реални доходи. Ако са достатъчно силни, те могат да затвърдят новите структурни съотношения чрез стабилизиране на инфлацията и понижаване на нивото ѝ. Ако не са достатъчно силни, може да се очаква нов цикъл от ускорение на инфлацията, при който да се търси реванш от страна на загубилите при предходния цикъл.

Относителните цени

В резултат на инфлационните процеси през 1994 г. се промени едно от най-важните съотношения в икономиката – съотношението между цените на търгуваните и нетъргуваните на международните пазари стоки и услуги.

Съотношението между цените на търгуваните и цените на нетъргуваните стоки и услуги има изключително важни макроикономически последиствия особено за икономики като нашата – малки отворени икономики, обременени с плащания по външен дълг. Съотношението между производството на търгуваните и нетъргуваните стоки и услуги определя и се определя от характера на търговското салдо. За да започнат плащанията по външния дълг е необходимо реструктуриране на икономиката, тъй като движението към положително търговско салдо предполага увеличение на производството на търгуваните стоки за сметка на нетъргуваните стоки. Обезценяването на валутния курс създава стимул за такова реструктуриране на икономиката.

Ако през 1992 г. съотношението между цените на търгуваните стоки и услуги към цените на нетъргуваните беше приблизително 1:1, а през 1993 г. се измени драстично на 0.7:1, то за шестте месеца на 1994 г. то скочи рязко на 1.14:1 в полза на търгуваните стоки⁵.

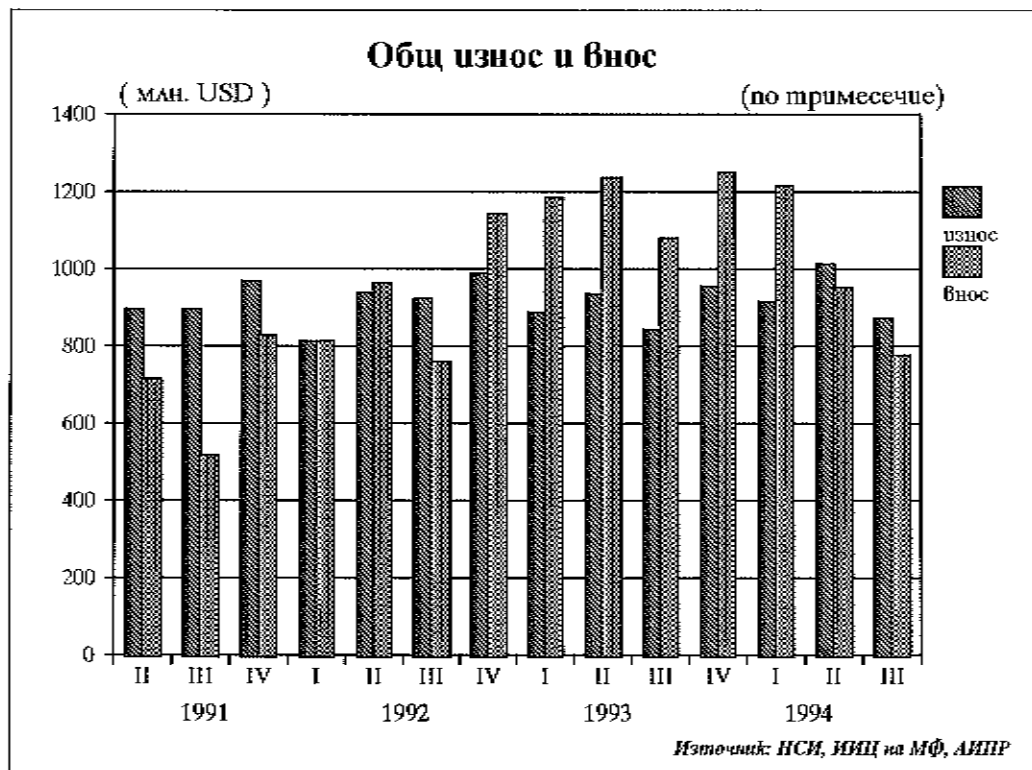
Същият процес се наблюдава и в различната динамика на цените на стоките и услугите, включени в общия индекс на потребителските цени (ИПЦ), с който се измерва инфлацията. В паричните разходи на домакинствата, които служат за тегла в ИПЦ, дялът на стоките е 85%, а на услугите съответно 15%. През 1992 и 1993 г. темпът на цените на стоките беше под средния темп на инфлация, докато цените на услугите се движеха по-бързо от средния темп. Ускоряването на инфлационните процеси през 1994 г. се дължеше главно на динамиката в цените на стоките. За периода от ноември 1993 г. до октомври 1994 г. техните цени нараснаха средно със 125.3% и отразиха напълно обезценяването на лева от 124.9%. През 1994 г. цените на услугите растяха с темп двукратно по-нисък от темпа на изменение на цените на стоките.

В сферата на услугите доминира частният сектор. През следващата година е много вероятно той да окаже натиск за компенсиране на загубата в цените от тази година.

⁵ Изчислението е направено на база относителните тегла на услугите в БВП, индексът на цените на услугите и дефлаторът на БВП.

Търговският баланс

След неблагоприятната за българската външна търговия 1993 г., когато търговският баланс беше силно отрицателен, резултатите за деветте месеца на 1994 г. показват известно подобрене. Промяната започна през второто тримесечие, когато износът превиши вноса за първи път от края на 1992 г. Предварителните данни за периода юни-септември сочат запазване на положителната тенденция, въпреки че кумулативният баланс от началото на годината все още остава отрицателен⁶ (фиг. 5).



фиг. 5

Обезценяването на лева се отрази върху обема на вноса, който през предходните две години непрекъснато се увеличаваше. Най-високите му стойности бяха регистрирани в края на 1993 г. и съвпаднаха с абсолютния минимум на реалния курс на долара. Валутните сътресения след ноември 1993 г. и кризата през март 1994 г. върнаха обема на вноса до равнището му от преди две години. Най-бързо реагира вносът на нетрайни потребителски стоки, който спадна рязко в края на 1993 г. и продължи да намалява и през деветте месеца на 1994 г. Стоките за

⁶ Според данните на банковата статистика стокообменът за деветте месеца на 1994 г. се е увеличил над два пъти спрямо същия период на миналата година и търговското салдо е +500 млн. долара.

дълготрайна употреба и стоките с производствено предназначение реагираха със закъснение от едно тримесечие като през II тримесечие на 1994 г. общият им внос се сви с повече от 20% спрямо първото.

Емпиричните наблюдения показват, че не съществува връзка между изменението на валутния курс и обема на износа. Реалното надценяване на лева не е имало негативен ефект върху износа, както и обезценката не му е поддействала стимулиращо. Слабо изразената тенденция към нарастване на износа, която се забелязва след III-то тримесечие на миналата година, се дължи преди всичко на увеличения реекспорт. Износът на български стоки като цяло е спаднал през тази година с около 4%. Очевидно подобренieto единствено в ценната конкурентоспособност на българските стоки, основано на обезценяването на лева, не е достатъчно условие за разширяване на външните ни пазари.

Оживление в промишлеността и очаквания за общ икономически растеж

Изменението в относителните цени се оказва движеща сила за оживлението в промишлените отрасли. По данни на НСИ, промишленото производство в реално изражение през десетте месеца на 1994 г. се е увеличило с повече от 4% в сравнение с десетте месеца на 1993 г. (фиг. 6).



фиг. 6

Промисленото производство нараства систематично от октомври 1993 г. насам. В основата на растежа стои повишената производителност на труда и намалението на стоковите запаси. През 1992 и 1993 г. равнището на запасите беше много високо и това бе една от причините за по-бавното нарастване на цените на производител от цените на дребно. По-бързата обръщаемост на запасите през 1994 г. е индикатор за намаляване на свръхзапасеността на предприятията и за по-непосредствена връзка между производство и пазар.

Обхватът на оживлението в промишлеността може да се оцени чрез индекса на дифузия на продажбите и производството. От началото на годината бе премината 50%-ната граница, която условно отделя фазите на депресия и оживление (фиг. 7).



Фиг. 7

Наличието на реален растеж (спад) в продължение на пет последователни периода се приема като достатъчен критерий за стабилност на протичащите процеси при стандартния конюнктурен анализ. През 1992 г. относително постоянен растеж регистрират единствено черната и цветна металургия. През 1993 г. към тях се присъединиха химическата и полиграфическата промишленост. За деветте месеца на 1994 г. общият брой на отраслите със стабилен растеж нараства на 11, като в тази група не могат да бъдат включени само електротехническата и електронна промишленост, хранително-вкусовата промишленост и текстилната промишленост.

Оживлението в промишленото производство може да доведе до обръщане в посока към растеж на динамиката в другите сектори на икономиката. За първото полугодие на 1994 г. намалението на БВП в годишно изражение е 0.8%. Спадът от 11.2% в селското и горското стопанство е основният фактор за общото намаление на БВП, докато в индустрията е регистриран растеж от 2.3%. До края на годината очакванията на АИПР са за ръст на селскостопанското производство от 4%⁷, което би довело до увеличение на реалния БВП.

Изменението на БВП влияе върху динамиката на заетостта. Спадът на заетостта в общественния сектор продължи и през 1994 г., но със забавени темпове. Ако през 1991 г. заетите в общественния сектор намаляваха (средномесечно) с 1.5%, а през следващите две години с 1%, то през първите девет месеца на 1994 г. средномесечната им редукция е с 0.3%.

Броят на заетите в отрасъл промишленост представлява 57.9% от заетите в материалното производство и има определящо значение както за динамиката на заетостта в материалното производство, така и за целия обществен сектор. Увеличава се броят на промишлените подотрасли, в които заетостта се е стабилизирала и отбелязва положителен прираст. В тази група вече са и два от отраслите, които имат висок относителен дял в броя на заетите в промишлеността – хранително-вкусовата и химическата промишленост.

Според данните от наблюденията върху работната сила на НСИ, през периода октомври 1993 г. – юни 1994 г. броят на заетите в частния сектор е нараснал с около 95 хил. души, а броят на безработните е намалял с 90 хил. души. Може да се предположи, че прирастът на заетост в частния сектор е успял за първи път да компенсира спада на заетост в общественния сектор.

Забавянето на спада на заетостта през годината се дължи на ниската реална работна заплата. Повишаването на производителността на труда, както и наблюдаваното оживление в някои промишлени подотрасли, може да е признак за бъдещо стабилизиране на заетостта в отрасъла, а отгук и в икономиката. През 1994 г. се очерта като стабилна тенденцията за намаление на броя на безработните.

От началото на прехода за първи път през 1994 г. в българската икономика се наблюдават симптоми на пазарно поведение с проявлението на класическата "замяна" на по-ниски доходи срещу растеж и намаление на безработицата.

⁷ Това е прогноза на АИПР, която се базира на очакваните добиви за 1994 г. и отчета на произведената животновъдна продукция за деветте месеца на 1994 г.

Аграрният сектор

През 1994 г. (деветте месеца на годината спрямо същия период на 1993 г.) изкупните цени на селскостопанските стоки изоставаха от средния темп както на потребителските цени, така и на цените на производител в промишлеността. Влоши се и съотношението на цените, които селскостопанските производители получават и цените, които те плащат за необходимите суровини и материали. За деветте месеца на 1994 г. (спрямо същия период на 1993 г.) цените на материалните разходи се повишиха средно с 58.2%, докато изкупните цени на селскостопанските стоки нараснаха с 47.4%.

След спирането през 1991 г. на преките държавни дотации към селското стопанство субсидирането на кредитите за оборотни средства, отпускани за селскостопанските производители се превърна в основна правителствена политика. Кредитните преференции обаче не могат да компенсират ефекта от намаляващите реални цени на селскостопанските стоки. Дори и редуцираното равнище на лихвения процент представлява бремене за селскостопанските производители.

Търговските банки също понасят загуби от тези високо рискови кредити. Селското стопанство е секторът с относително най-голям процент несъбираеми кредити. По данни на БНБ делът на несъбираемите кредити за селското стопанство в края на 1993 г. представлява 27.1% от общия кредит за отрасъла, докато за материалната сфера този дял е 18.3%. Банките трупат просрочени кредити, които "активно" чакат да бъдат превърнати в държавен дълг.

Търговската политика в областта на износа на селскостопански и хранителни стоки през 1994 г. отново решаваше конюнктурни проблеми. Засилено се използваша количествени нетарифни ограничения като квоти за безмитен или с намалено мито внос, намалена експортна такса, абсолютна забрана за износ.

През 1994 г. влезе в действие Временното търговско споразумение с ЕС, но данните за деветте месеца на годината сочат, че външнотърговският стокообмен със селскостопански и хранителни стоки със страните от ЕС намалява. Неусвояването на преференциалните квоти може да се дължи на редица вътрешни за страната фактори, но основната причина за слабата търговия си остава сходната структура на износа на селскостопанските и хранителните стоки от двата региона.

През 1994 г. продължи процесът на връщане на земята. Издадените от поземлените комисии решения за окончателно възстановено право на собственост върху земеделските земи към края на октомври 1994 г. покриват 31.1% от уточнената за възстановяване земя, а предоставената за временно ползване земя представлява 36.8%.

Частният сектор в селското стопанство продължи да нараства и през 1994 г., като обхваща 44% от обработваемата земя (при 28.9% през 1993 г.).

Делът му в произведената продукция е по-голям и се очаква през настоящата година да достигне около 62%.

Развитието на селското стопанство може да се ускори единствено след приключването на поземлената реформа и ясното дефиниране на методите за държавна намеса.

Видимите доходи на населението

Възприетата в началото на годината политика на доходите се основаваше на тримесечно индексирание на заплатите в бюджетната сфера, на минималната работна заплата и базовия минимален доход с коефициенти, съответстващи на прогнозираната за 1994 г. инфлация. При фактическа инфлация значително над прогнозната трябваше да се осъществи 70% компенсиране на разликата между двете. Така първоначално обявената политика на доходите не допускаше силно понижение на реалните доходи на населението.

Въпреки, че фактическа инфлация е три пъти по-висока от очакваната, първоначално декларираното допълнително индексирание на заплатите не беше осъществено. На практика индексирането се осъществи с прогнозните коефициенти.

През 1994 г. политиката на доходите прие силно рестриктивен характер. Това доведе до рязко свиване на реалните доходи от работна заплата в държавния сектор. След като през 1992 г. средната работна заплата отбеляза значителен реален растеж (през 1993 г. се задържа практически на нивото от предходната година), за първи път след 1991 г. се очертава чувствително намаление на покупателната ѝ способност (фиг. 8).

За периода януари-септември т.г. реалното намаление на средната работна заплата в страната е 14.1% спрямо същия период на миналата година. Работната заплата в отраслите със собствено финансиране⁸ спадна с 14.1%, в отрасъл селско и горско стопанство е регистрирано реално намаление от 13.4%, а в отраслите на бюджетно финансиране⁹ реалното намаление на работната заплата е с 16.9%.

Поради по-малкото увеличение на заплащането в бюджетната сфера спрямо заплащането в отраслите на собствена издръжка, за 1994 г. е характерна тенденция на изменение в относителните работни заплати в двата сектора (фиг. 9).

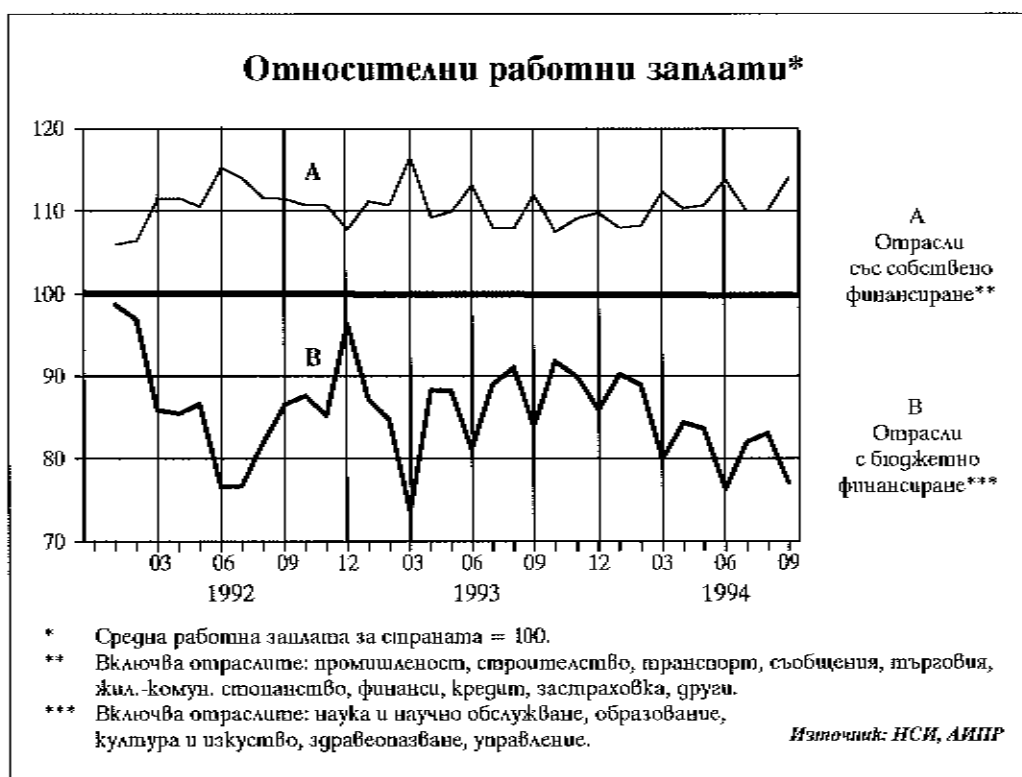
Спадането на относителната средна работна заплата в бюджетната сфера през първата половина на 1992 г. породило натиск от страна на профсъюзите и принуди правителството да отпусне рестрикциите в

⁸ Включени са отраслите: Промисленост, Строителство, Транспорт, Съобщения, Търговия, Жилищно-комунално стопанство, Финанси, кредит, застраховка, Други.

⁹ Включени са отраслите: Наука и научно обслужване, Образование, Култура и изкуство, Здравеопазване, Управление.



фиг. 8



фиг. 9

политиката на доходите. Това се отрази изключително тежко върху обременения с високи лихвени плащания бюджет. **Опасността от ново коригиране нагоре на доходите в бюджетната сфера в началото на 1995 г. намалява вероятността от последователното провеждане на нова стабилизационна програма и овладяване на инфлацията.**

През 1994 г. индексациите за другия важен доход за населението – **пенсиите** – следваха възприетата в началото на годината схема за компенсиране на инфлацията два пъти годишно. За разлика от останалите доходи, чийто източник е държавният бюджет, за индексирание на пенсиите не беше предвидена промяна в коефициента при надхвърляне на прогнозната инфлация. Това доведе до намаление на относителния дял на разходите на бюджета за пенсии от 25.8% за 9-месечието на 1993 г. на 23.4% за същия период на 1994 г.

Доходите от работна заплата и от социалните фондове формират около две трети от доходите на населението. Очевидно през 1994 г. те намаляват значително в реално изражение, което се отрази върху намаляването на нормата на спестяване и съответно на притока на финансови ресурси в банковата система.



ДВИЖЕНИЕ НА ФИНАНСОВИТЕ ПОТОЦИ

Инфлационният данък

Високата инфлация налага нов тип поведение на всички икономически агенти – домакинства, фирми, банки, бюджет. Всеки се опитва да избегне реалното обезценяване на доходите и активите си, да избяга от т.нар. инфлационен данък.

През 1992 и 1993 г. инфлационният данък, наложен на притежателите на безлихвени парични активи (банкноти и монети в обращение и резерви на търговските банки в БНБ) спадна съответно на 10.8% и 8.1% към БВП. (При либерализацията на цените през 1991 г. той беше достигнал 35.9% от БВП.) През първата половина на 1994 г. тенденцията към спад на инфлационния данък се пречупи, като стойността му достигна 11.9% от БВП.

Аналогична беше и динамиката на приходите на държавата, (разбираана като единство на централна банка и бюджет), от емитирането на пари (сеньораж). За 1992 и 1993 г. "сеньоражът" на централната банка бе 7.6% и 2.1% от БВП, за първото шестмесечие на 1994 г. той възлезе на 4.4%.

По оценки на АИПР, само за първите десет месеца на 1994 г. притежателите на безлихвени и нисколихвени активи са инкасирали капиталови загуби (намаляване на реалната стойност на левовите активи) в резултат на инфлацията и отрицателните реални лихвени проценти по депозитите за над 125 млрд.лв. По този начин през годината беше в ход изключително мащабно преразпределение на капитал от населението (като нетен кредитор) към длъжниците за покриване на загубите и финансиране на дефицитите им.

Бягството от лева през годината прие две основни форми: увеличение на потреблението и инвестиране в чужда валута, като базата на инфлационния данък, налаган върху левовите активи, ерозира. Това е противоречивият ефект от прибягването до този тип облагане – високата данъчна ставка (инфлацията) подкопава данъчната база (левовите активи).

Крайният резултат от действието на високата инфлацията и обезценяването на лева през 1994 г. е доларизацията и разпадането на паричната система.

Потребление, норма на спестяване, валутна субституция

През 1994 г. за първи път от началото на прехода реалното потребление на населението нараства (по данни от БВП). Регистрираният реален

растеж на крайните потребителски разходи в условията на силно снижение на доходите се обяснява с намалената норма на спестяване на населението. Тя се понижи с около 3 пункта в сравнение с 1993 г. и спадна на 27%. След коригирането на този показател с начислените лихви по влоговете на населението (които са едновременно доход и част от спестяванията на населението), нетната норма на спестяване намалява с 8 пункта. Ако през 1993 г. домакинствата са отделяли около 19% от доходите си (без лихвите и при елиминирано влияние на валутния курс), то за полугодieto на 1994 г. този процент спада до 11%. Така през 1994 г. се наблюдава промяна в поведението на домакинствата, които започват да отделят все по-малка част от текущите си доходи за спестявания.

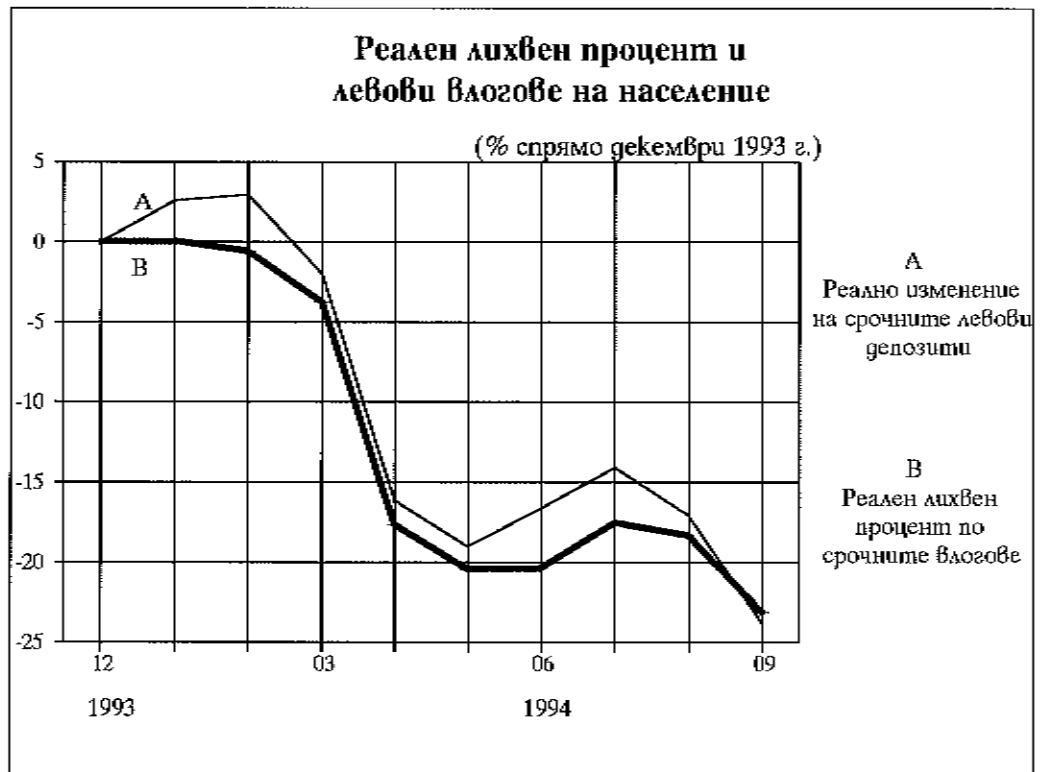
За първи път от 1991 г. насам финансовите активи (левови и доларови) на населението нарастват по-бавно от инфлацията. През септември (спрямо декември 1993 г.) те нараснаха с 50.2%, докато за същия период инфлацията възлиза на 87.3%. Така реалното им намаление (при дефлиране с индекса на потребителските цени) е 19.8%. Левовите влогове на населението от края на 1993 г. до септември нараснаха едва с 31.4% (фиг. 10).

В структурата на финансовите активи на домакинствата се увеличи дялът на валутните депозити от 10.2% в края на 1993 г. до 21.9% в края на септември 1994 г., като в долари те са нараснали със 74.6%.

През 1994 г. потенциалният доход от валутните спестявания (чийто източник е изменението на валутния курс) значително надхвърли дохода, получен от лихви по левовите депозити. Всеки спестен долар от началото на годината до края на септември носеше на притежателя си потенциален доход в размер от 87% (28.5 лв.). Ако левовата равностойност на този долар в началото на годината беше внесена на едномесечен депозит, за първите девет месеца на 1994 г. доходът от лихвите би бил едва 44% (14.4 лв.). През 1992 и 1993 г. потенциалният доход от 1 долар в резултат на динамиката на валутния курс бе съответно 2.7 лв. и 8.2 лв. Същевременно, левовата равностойност на един долар носеше доход от лихва в размер на 12.1 лв. и 12.7 лв.

За деветте месеца на годината валутните депозити на населението са се увеличили с 368.3 млн. долара, валутните депозити на фирмите са нараснали с 350.9 млн. долара, а резервите на търговските банки в чужда валута – с 300.6 млн. долара. Същевременно банковата статистика отчита за деветте месеца на годината положително салдо по текущата сметка в размер на 614.6 млн. долара, от които 130.6 млн. долара са нетни частни трансфери. Това означава, че нетни купувачи на валута са били населението (с 238 млн. долара) и търговските банки (фиг. 11).

Иконометричните изследвания за периода ноември 1991 г. – септември 1994 г. дават основание да се счита, че еластичността на валутна субституция по отношение на валутния курс е твърде висока. Оценка показват, че 1% нарастване на първите разлики (промените) на валутния курс води още през същия месец до увеличение с 0.86% на промените в отношението между депозитите в чужда валута и общите парични активи на населението (фиг. 12).



Фиг. 10



Фиг. 11



фиг. 12

Отливът на средства от банковата система доведе до относително намаление на нетните финансови активи на населението. От края на 1993 г. до септември 1994 г. нетните задължения на държавния бюджет и държавните нефинансови предприятия растат по-бързо, отколкото нетните финансови активи на населението. Последните покриват едва 46.4% от нетните финансови пасиви на бюджета и предприятията. (В края на 1993 г. това съотношение е било 50.8%.) Така през 1994 г. продължават да се свиват възможностите чрез вътрешни ресурси да се финансират секторите-длъжници в икономиката.

Финансиране на държавните предприятия

През 1994 г. финансовите показатели на държавните предприятия се подобриха в следствие от увеличението на производителността на труда и намаляването на разходите на труд за единица продукция.

Качествени показатели в промишлеността (средномесечни величини, цени от 1992 г.)

	1992 г.	1993 г.	1994 г.
Производителност на труда (хил. лв.)	15	17	20
Разходи на труд за единица продукция (лв.)	0.14	0.16	0.13

Свиването на заплатите доведе до намаление на относителния им дял в общите разходи на фирмите. Той се понижи от 14% за деветте месеца на 1993 г. на 12.9% за същия период на 1994 г. Ако работната заплата беше запазила равнището си от края на 1993 г. в реално изражение, то и нетната загуба щеше да се запази в реално изражение. Следователно основната причина за подобряването на финансовото състояние в държавния сектор (и отгук за започналото оживление в икономиката) е реалното съкращаване на работната заплата.

Законът за уреждане на необслужваните кредити се отрази благоприятно на предприятията-длъжници, тъй като предвиждаше главницата по необслужваните до 31.12.1990 г. кредити да се трансформира в задължения към бюджета, а лихвите да се опрощават изцяло.

Финансовата статистика на държавните предприятия позволява да се отдели групата на засегнатите от закона фирми и да се оценят редица техни параметри. От общо отчетените 6081 предприятия, към края на септември 1994 г. 629 имат остатъци по кредити, преоформени в държавен дълг. Въпреки малкия си брой, това са относително големи фирми, които са реализирали 27.5% от приходите от продажби в държавния сектор. Финансовото състояние на тези предприятия все още е под средното, но бележи постоянно подобрене. За първите девет месеца на 1994 г. (спрямо същия период на 1993 г.) те са увеличили продажбите си с 91.1%, а са повишили заплатите едва с 42%.

С подобряване на финансовото си състояние фирмите се насочват към използване на собствени средства за финансиране на дейността си. Възможностите за самофинансиране се определят от работния капитал¹⁰ на фирмата.

Съвкупността на нефинансовите държавни и кооперативни предприятия може да се раздели на две ясно обособени групи: предприятия с положителен работен капитал и предприятия с отрицателен работен капитал. Групата на фирмите, чиито текущи активи са по-големи от текущите пасиви, разполага с работен капитал от близо 25 млрд. лева. Тази съвкупност от предприятия дава около 37% от продажбите и има по-големи възможности за собствено финансиране на текущите си разходи. Тези предприятия рядко прибегват до ползването на банкови кредити.

Повече от 80% от остатъците на банковите кредити са съсредоточени в предприятията с отрицателен работен капитал, т.е. в предприятията, които са неликвидни. Високите лихви изтласкват потенциално добрите платци от кредитния пазар и остават тези, които имат проблеми с ликвидността. Доминирането на неликвидните предприятия на кредитния пазар създава високия риск за "кредитиращите" банки.

¹⁰ Работният капитал се изчислява като разлика между текущи активи и текущи пасиви и показва каква част от текущите активи могат да се въвлекат за финансиране на текущата дейност и/или за посрещане на внезапно възникнали задължения.

Друг източник на средства за финансиране е междуфирменият кредит. Преориентацията от банков към фирмен кредит се потвърждава от промяната в съотношението между тях. В края на септември 1993 г. задълженията към доставчици, отнесени към краткосрочния кредит са 92%, а към края на септември 1994 г. представляват вече 104.1%.

Трети източник на привлечени средства е **частичното плащане (или неплащане) на начислените данъци към бюджета и на вноските за фонд "Държавно обществено осигуряване"**. Въпреки по-високата плащаемост на данъците през 1994 г., фирмите продължават да използват този източник на ликвидни средства.

Общо за държавните фирми е характерно **намаление на търсенето на банкови кредити през годината**. По данни на НСИ остатъкът на кредитите в края на септември 1994 г. е нараснал с около 18% спрямо остатъка в края на септември 1993 г. Очевидно това увеличение се дължи на натрупаните лихви, а не на нови кредити. През 1994 г. остатъкът на ползваните краткосрочни кредити се свива драстично в реално изражение. Ако в края на септември 1993 г. остатъкът по краткосрочните кредити е представлявал 18.1% от реализираните през първите девет месеца приходи от продажби, то за същия период на 1994 г. този показател пада до 13.4%. Данните показват, че през 1994 г. нетният поток на кредити от банковата система към фирмите е отрицателен.

Междуфирменият кредит и самофинансирането не са пълноценни заместители на банковия кредит и не могат да поддържат стабилен растеж на производството. Ако нефинансовите предприятия се ограничават само до собствени източници за финансиране на разходите си, много скоро ще се изчерпят възможностите за поддържане на растежа.

Практически банковото кредитиране беше елиминирано като източник на ресурси за държавните предприятия. Това се отразява върху операциите на търговските банки, които търсят други форми за инвестиране на ликвидните си средства.

Банковата система

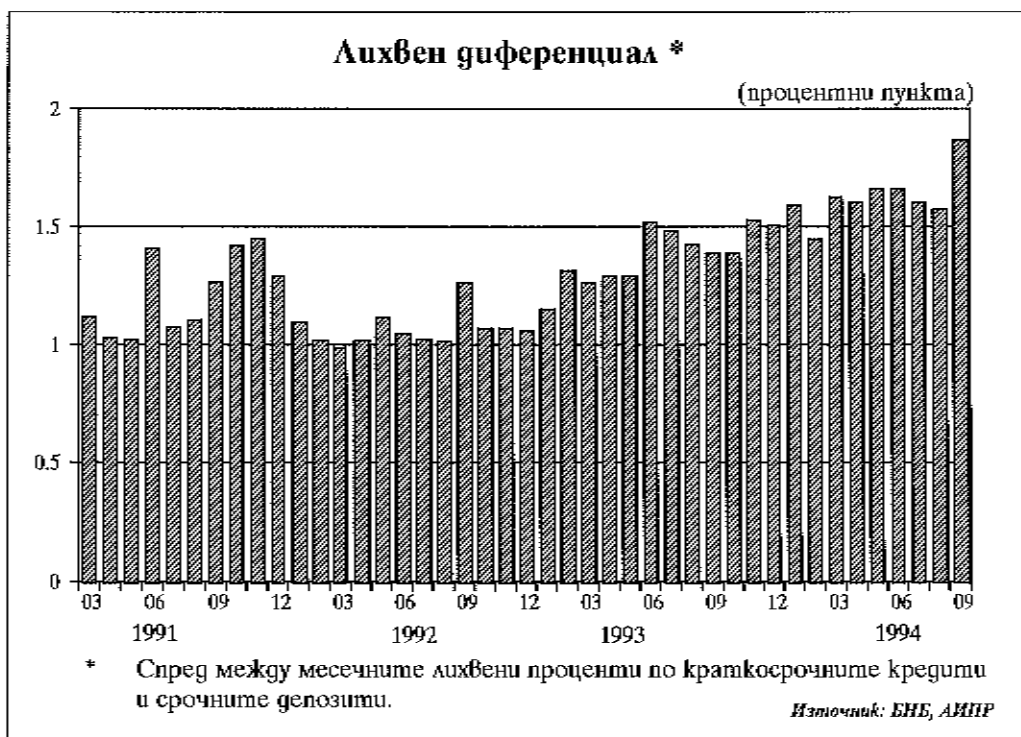
За да преустанови активната валутна субституция и бягството на капитали БНБ бе принудена да увеличи на няколко пъти основния лихвен процент и някои други лихвени равнища, да ограничава рефинансирането на търговските банки. Строгите рестриктивни мерки засегнаха само част от пазара и причиниха тежка ликвидна криза на някои банкови институции, докато голям брой от участниците на валутния пазар останаха извън контрол.

В резултат на тези процеси, за първите десет месеца на годината загубата на банковия сектор възлезе на близо 14 млрд. лева. Банките, в които е концентрирана основната част от лошите кредити започнаха да изпитват трудности по обслужване на текущите си задължения. Те

изпаднаха в критично състояние, за излизането от което разчитаха единствено на финансова помощ от централната банка.

Основният източник на загуби за търговските банки са левовите им операции. Търговските банки не са в състояние да обслужват пасивите си, при положение, че получават едва една трета от дължимите лихви по активните си операции. Държавните предприятия продължават да регистрират ниска платимост по лихвите – 53.4% за деветте месеца на 1994 г. при 42.6% през 1993 г., и дължат около 13 млрд. лв. Банките успяха да компенсират една трета от загубите по левовите си операции чрез операции на вътрешния валутен пазар. Те вдигнаха и лихвите по кредитите.

Повишаването на лихвените проценти по кредитите увеличи вероятността за неплатежоспособност на кредитополучателите и съответно рисковата премия, която се калкулира в цената на кредита нарасна. Това доведе до разширяване на лихвения спред, до увеличаване на бремето на лошите кредити и до силно отрицателна реална лихва по депозитите. (фиг. 13)



фиг. 13

Приемането на закона за "лошите" кредити в края на 1993 г. целеше да облекчи финансовото състояние на държавните банки, като разпредели тежестта на необслужваните задължения между тях, предприятията-длъжници и бюджета.

Още преди приемането на закона беше ясно, че с него проблемите на банковата система ще се решат само временно и частично. В края на 1993 г. кредитите, отпуснати преди 31.12.1990 г. представляваха по-

малката част от несъбираемите вземания на държавните банки. Ако в края на 1992 г. редовните вземания от държавния и частния сектор представляваха съответно 55.3% и 54.2% от всички вземания, то за 1993 г. техният дял падна съответно до 34.6% и 33.6%.

Едногодишното действие на закона показва, че въпреки реструктурирането на риска в портфейлите на търговските банки, процесът на декапитализация на банките продължи и дори се задълбочи.

Определяните от БНБ минимални цени за продажба на облигациите по ЗУНК допълнително влошават ликвидността на банките. Действителната пазарна цена на левовите облигации едва ли може да се оцени на повече от 35 – 40% от номиналната им стойност. През последните месеци ограничени количества от облигациите по лошите кредити започнаха да се търгуват на вторичния пазар¹¹. До края на ноември т. г. бяха закупени левови облигации по ЗУНК на обща стойност 1.495 млрд. лв. (около 6% от общата стойност на левовите облигации), като цената им варираше през отделните месеци и се определяше в редица случаи от непазарни фактори. Тя се измени от 690 лв. (на 1000 лв. номинал) през май на 987 лв. през юли и отново спадна до 725 лв. през ноември.

От друга страна, пазарните сделки с облигациите, деноминирани в щатски долари, се оказаха крайно неизгодни, поради твърде високата им минимална цена и те практически не се търгуваха на пазара. След приемането през ноември 1994 г. на наредбата за реда за конвертиране на облигациите по външния дълг в собственост, деноминирани във валута облигации по ЗУНК (на стойност 1.806 млрд. долара) практически загубиха атрактивността си.

За да се подобри ликвидността на облигациите по ЗУНК и да се облекчи частично проблема с обслужването на държавния дълг е необходимо да се унифицират условията за конвертиране на облигациите по външния дълг с облигациите по лошите кредити, деноминирани в щатски долари. За тази цел се налага да се премахне изкуствената в този случай категоризация на държавния дълг като вътрешен и външен и се използва класифицирането му като левов дълг и дълг, деноминиран в чужда валута. Разбира се, за да се уеднаквят условията и за да станат привлекателни облигациите по лошите кредити е необходимо премахването (или съобразяването с котировките по Брейди-облигациите) на определяната от БНБ минимална продажна цена на последните.

Оценките на АИПР показват, че ако сконтираме облигациите по ЗУНК, деноминирани в щатски долари, със същия фактор, с който международните финансови пазари сконтират облигациите по външния ни дълг, цената на облигациите по лошите кредити, деноминирани в долари, трябва да бъде около 40% от номиналната им стойност. Тази цена ще бъде още по-ниска, ако включим допълнително рискова премия, застраховаща срещу вероятността от промяна в режима за репатриране на доходите от лихви и погашенията по главницата от тези облигации или

11 Използваната информация е от бюлетините "Държавни заеми и ценни книжа".

във валутния режим. За да се изравнят условията е необходимо БНБ да предостави гаранции, че ако чуждестранен "портфейлен" инвеститор придобие облигации, деноминирани в щатски долари, той ще може да репатрира получените от тях лихви в конвертируема валута.

Отливът на депозити от търговските банки и намаленото търсене на кредити е удар по банковата система. Парите се насочват към паралелни финансови пазари, които са извън опеката на БНБ. Това е основният фактор за загубата на контрол върху паричната маса и съответно върху инфлацията и валутния курс.

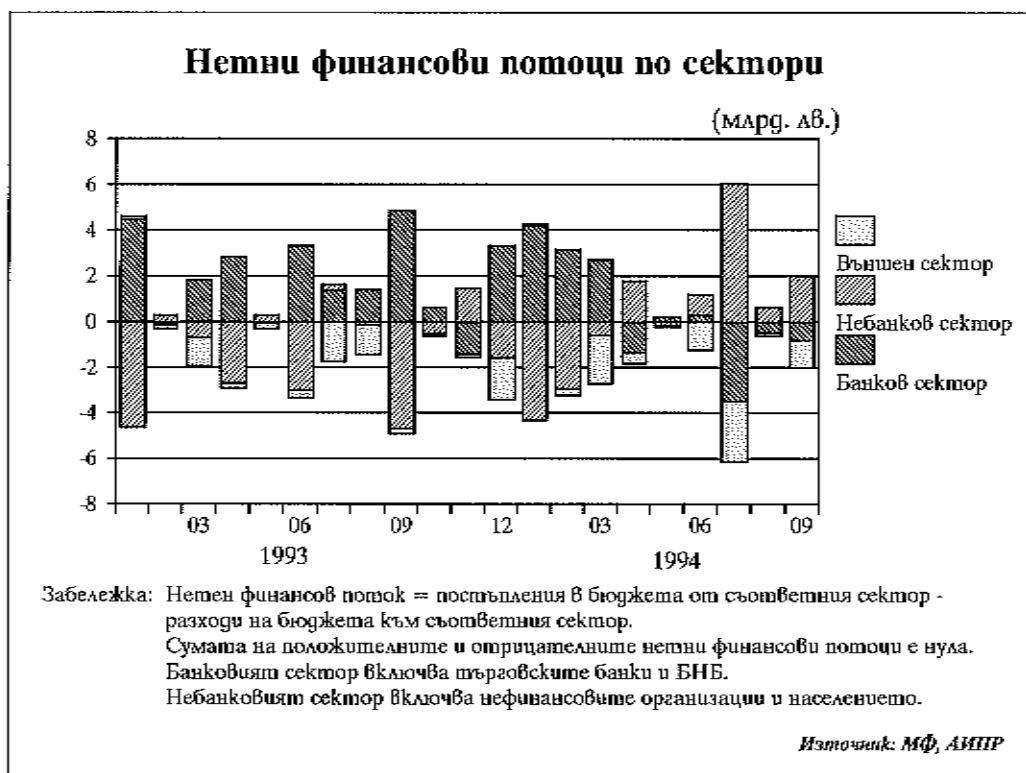
Финансирането на бюджетния дефицит

Приходите на бюджета за деветте месеца в реално изражение се увеличиха с 6% спрямо същия период на предходната година, а разходите без лихвите (разходите за заплати, пенсии, помощи, субсидии, материална поддръжка на бюджетната сфера и капитални вложения) отбелязаха в реално изражение истински срив от 32%. Политиката на доходите през деветте месеца на годината оказа стабилизиращо въздействие върху състоянието на държавния бюджет за разлика от 1993 г. Силната рестрикция по отношение на заплатите в бюджетната сфера доведе до намаление на дела им в консолидирания държавен бюджет до 10.6% от общите разходи при съответно 11.9 и 12.3% за същия период на 1992 и 1993 г.

Тенденцията към все по-значително реално намаление на разходите без лихвите и увеличение на плащанията на лихви по вътрешния и външния дълг е неизбежна и устойчива. Разходите за лихви определят над 60% от прираста на бюджетните разходи за деветте месеца на 1994 г. (32% за 1993 г.), докато разходите за заплати, пенсии, социални помощи и субсидии са довели до 20% от ръста на номиналните разходи при 35% за деветте месеца на 1993 г. Първичният излишък е толкова висок, че покрива почти половината от разходите за лихви на бюджета. Касовият дефицит за годината ще бъде в рамките на предвиденото по закона за държавния бюджет или около 6.5% към БВП.

Провежданата през годината фискална политика доведе до обръщане на посоката на финансовите потоци между бюджета и другите сектори на икономиката в сравнение с предходните три години.(фиг. 14)

С натрупване от началото на годината взаимоотношенията на бюджета с банковата система, включително с централната банка, запазват номиналното си равнище от 1993 г. Бюджетът не е ускорил натрупването на дълг по финансиране на текущия си дефицит. Величината на дълга, като се включат всички задължения, които бяха прехвърлени към бюджета в началото на годината обаче представлява вече значителна величина.



Фиг. 14

Въпреки че състоянието на бюджета изглежда относително добро, всъщност то отразява временно конюнктурно подобрение. Доходите на заетите в бюджетната сфера, пенсиите и социалните помощи бяха индексирани в края на годината. Това съвпада и със сезонното увеличение на постъпленията в края на годината, но повишава отново нивото на разходите за следващата година. В началото на 1995 г. бюджетът ще изпитва силна нужда от пари, а поведението на търговските банки в условията на рестриктивни мерки от страна на централната банка стана изключително недружелюбно по отношение на предлаганите държавни ценни книжа.

От септември т. г. кръгооборотът на ДЦК беше прекъснат и банките предпочетоха да получат касовите приходи от падежиралите книжа вместо да закупуват нови. Бюджетът изпадна в криза на ликвидността и трябваше да се обърне към централната банка за пряк кредит. Въпреки че това не противоречи на закона за държавния бюджет за 1994 г., този факт е показателен за пълната финансова дестабилизация на икономиката. За да финансира нормално касовият си дефицит и в бъдеще, държавният бюджет трябва да намали дефицита под 6% към БВП, както и да се примири с по-висок лихвен процент по ДЦК, определян от пазара на кредитни ресурси.



1995г. – ГРАНИЦИ НА ВЪЗМОЖНОТО

От направения анализ следват няколко основни извода относно източниците на напрежение в икономиката през 1995г.:

- Изменението в относителните цени и в относителните заплати създава потенциал за силен инфлационен натиск през 1995г.

- Оживлението в промишлеността има неустойчив характер, тъй като не е подкрепено от инвестиции, насочени към радикално обновяване на технологиите и продуктите.

- Отливът на депозити от банковата система и процесът на валутна субституция нарушава функцията на банките като посредник при движението на финансовите потоци. Създаването на паралелни финансови пазари (извън контрола на БНБ) ограничава възможностите ѝ да управлява ефективно динамиката на паричната маса.

- Поради опитите на БНБ да овладее процеса на валутна субституция чрез силни рестрикции върху ликвидността на търговските банки се прекъсна кръгооборотът на държавните ценни книжа. Бюджетът изпадна в ликвидна криза и се наложи да използва преки кредити от БНБ.

□ Състоянието на икономиката от края на 1994г. предполага като неизбежни мерки за овладяване на инфлацията поддържането на рестриктивен характер на паричната и фискалната политика, както и ограничаване на растежа на доходите. Тези мерки могат да бъдат успешни, ако са подкрепени от решаването на следните проблеми:

- Ефективно извършване на процедури по фалит на предприятия и банки (при гарантиране депозитите на населението).

- Реформа в бюджетната сфера. Свиването на бюджетните разходи в рамките на старата им структура е достигнало най-ниската възможна граница. Бремето на държавния дълг увеличава лихвените плащания, а това изисква поддържане на значителен първичен излишък на бюджета.

- Пазарно определяне на лихвите по държавните ценни книжа като условие за възстановяване на кръгооборота им. БНБ трябва да преустанови финансирането на държавния бюджет, тъй като това е обикновеният път за рефинансиране на търговските банки.

- Въвеждане на гъвкава система за коригиране на фиксираните цени, с което да се преустанови поддържането на инфлационни очаквания в населението, както и на очаквания за бюджетно субсидиране от страна на производителите-монополисти.

- Установяване на стабилен и отворен външотърговски режим особено в износа и вноса на селскостопански продукти и хранителни стоки. Това е абсолютно необходимо за успешното присъединяване на страната към ГАТТ.

□ Борбата с инфлацията не е цел на икономическата политика, а условие за икономически растеж и стабилност. Коментира се вариант за инфлационно излизане от кризата с отпускане на паричната и фискалната политика и разширяване на кредитите и бюджетното субсидиране за губещите “структуроопределящи” държавни предприятия и селскостопанските производители. Неизбежното следствие от прилагането на такъв род политика ще бъде ускоряването на инфлацията до равнището на хиперинфлация. Разрушителният ефект на упорито-високата инфлация е валутната субституция и залубата на контрол върху икономиката като цяло - състоянието, в което се намираме сега.

Възстановяването на доверието в лева трябва да се превърне в цел на икономическата политика през 1995г., а това не може да стане с приемането на отделни мерки. То предполага прилагането на цялостна дългосрочна (разчетена поне за три години напред) програма за стабилизиране на икономиката. Тази програма би следвало да възстанови доверието на населението, на вътрешните и външните инвеститори, да наложи нужната финансова дисциплина и да подобри предвидимостта на основните макроикономически параметри. Основните варианти, които могат да се приложат са два:

- **Програмата от 1991г.**, като се спазва стриктно взаимнообвързаността на прилаганите икономически инструменти;
- **Нова стабилизационна програма** на основата на валутния курс като номинална котва.

□ През 1994г. се направи опит за придържане към принципите на стабилизационната програма от 1991г., който не даде резултати. Провалът се получи в паричната политика, тъй като процесът на валутна субституция и паралелните финансови пазари ограничават контрола на БНБ върху паричната маса.

□ Когато съществуват процеси на интензивна валутна субституция се прилага стабилизационна програма на основата на **валутния курс като номинална котва**. Предимство на валутния курс е яснотата и прозрачността при дефинирането му (за разлика от растежа на паричното предлагане или кредита). Отново рестриктивната фискална политика и регулирането на доходите са неизбежните допълнителни номинални котви, които подкрепят основната. Условие за успех на такъв род програми е доверието, че те ще се провеждат последователно и твърдо.

При избора на валутния курс като номинална котва има две възможности: режим на предварително обявен темп на пълзящо обезценяване на курса и фиксиране на курса на постоянно равнище.

□ При пълзяща обезценка на курса целта е да се редуцира постепенно инфлацията, като се задават темпове на обезценка под равнището на очакваната инфлация за периода. За да се избегне концентрирането на покупките и продажбите на валута точно преди и след очакваната дата

за обезценка, промените във валутния курс следва да бъдат извършвани ежедневно, а не чрез дискретни (прекъснати) девалвации.

□ Твърдото фиксиране на курса е радикалният вариант за използването му като номинална котва. Най-чистата институционална форма за фиксиране на курса е създаването на независим и неприкосновен "валутен съвет", който ще следи "печатането" на национална валута да се придържа към определени, предварително обявени, технически правила, и ще гарантира твърдата и безкомпромисна парична политика на централната банка. Централната банка няма правото да бъде "кредитор от последна инстанция" както за търговските банки, така и за бюджета.

Ясно е, че подобен вариант предполага съществени институционални и законови промени, които са малко вероятни в непосредствено бъдеще в България. Той обаче е изпитано средство за спиране на хиперинфлацията. Тъй като прилагането на половинчати мерки води именно към хиперинфлация, не е изключено в перспектива "валутният съвет" да се окаже спешна необходимост.

Изключително важен е въпросът, към коя валута е най-удачно да се фиксира лева. По принцип той би могъл да се фиксира и към кошница, съставена от валутите на най-големите ни външотърговски партньори. Това ще позволи да се поддържа постоянна относителната конкурентноспособност на българския износ, но ще се изгуби яснотата и прозрачността на валутния курс, поради всекидневните корекции на курса на лева, предизвикани от движението на валутите на международните пазари. Ако левът се фиксира към една единствена валута, най-удачно е това да бъде щатският долар, тъй като над 70% от външотърговските ни операции и операциите на междубанковия валутен пазар се извършват с помощта на тази валута.

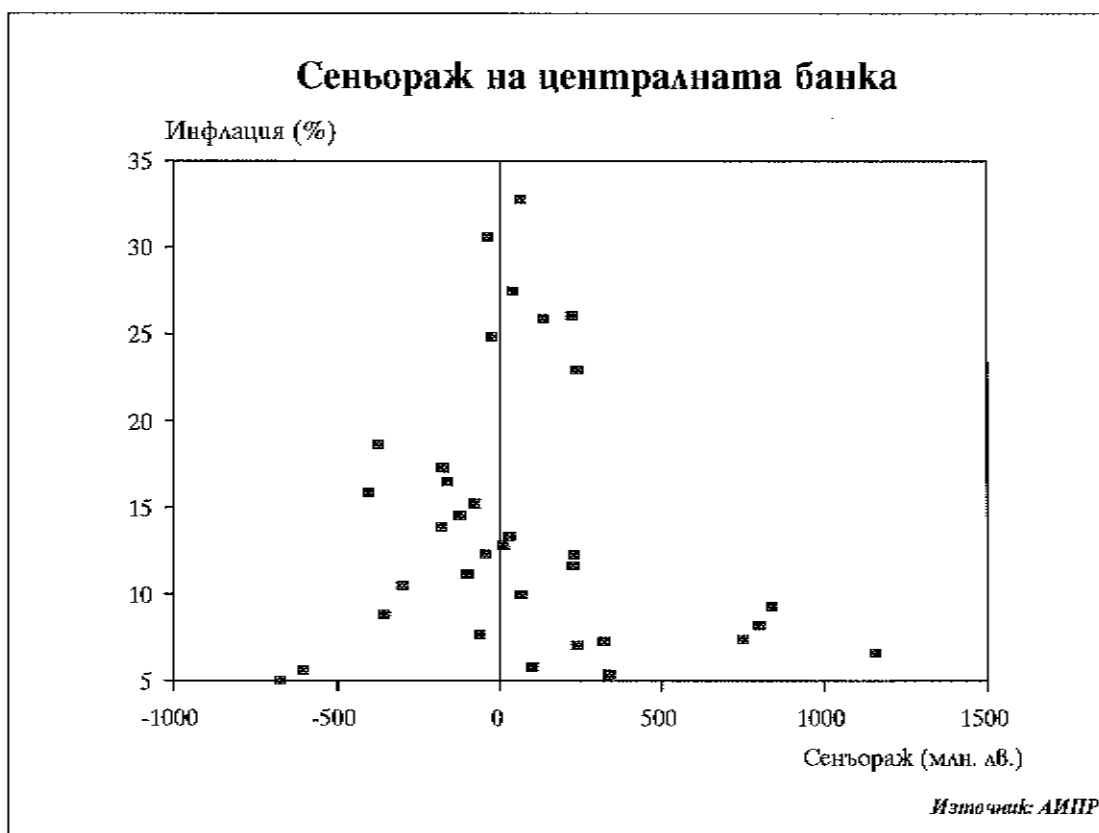
□ Рисковете от прилагането на нова стабилизационна програма основана на валутния курс, произтичат от вероятността да не се спазва консистентността в паричната и фискалната политика, и най-вече в политиката на доходите.

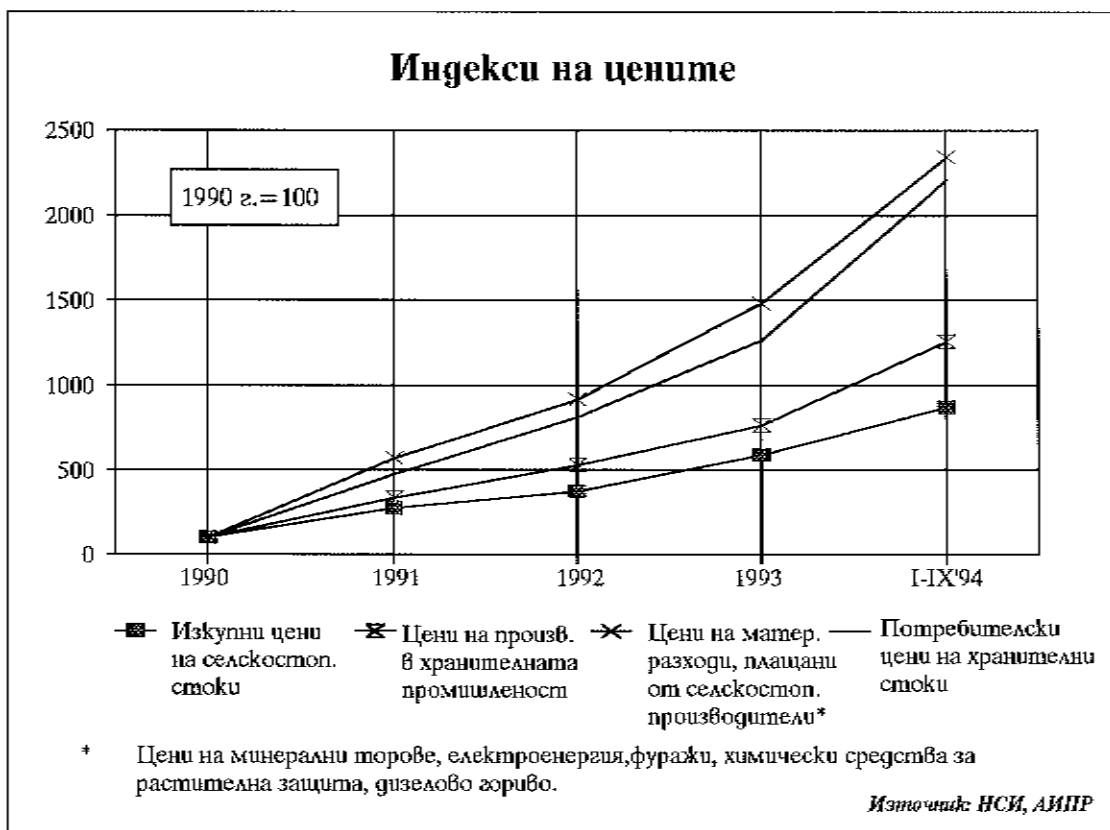
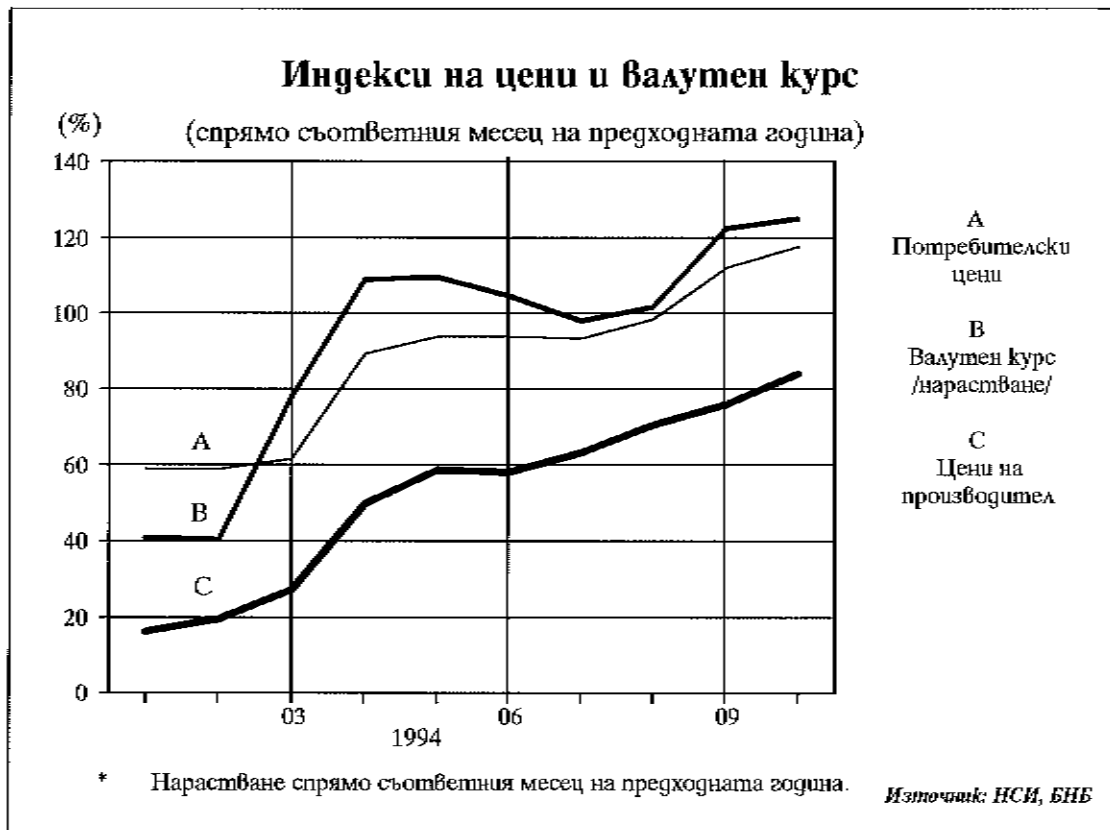
С фиксирането на курса икономическите субекти ще се отнесат скептично към намеренията и възможностите на правителството и централната банка да следват строга антиинфлационна политика и да удържат непроменено равнището на валутния курс. Сериозността на техните намерения ще бъдат "изпробвани" чрез атаки срещу лева и всяко отгъване от страна на икономическите власти ще обезмисли стабилизацията. Не е за пренебрегване и рискът от неосигурената или ненавременна подкрепа от страна на международните финансови институции.

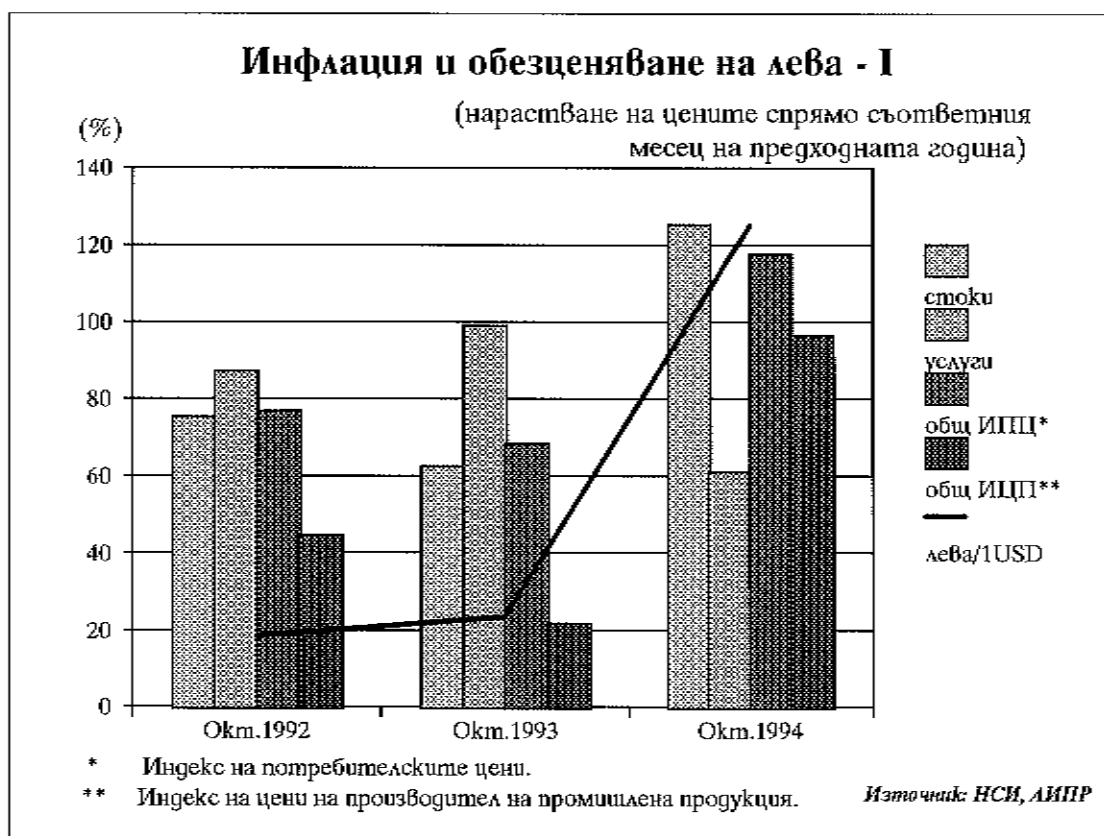
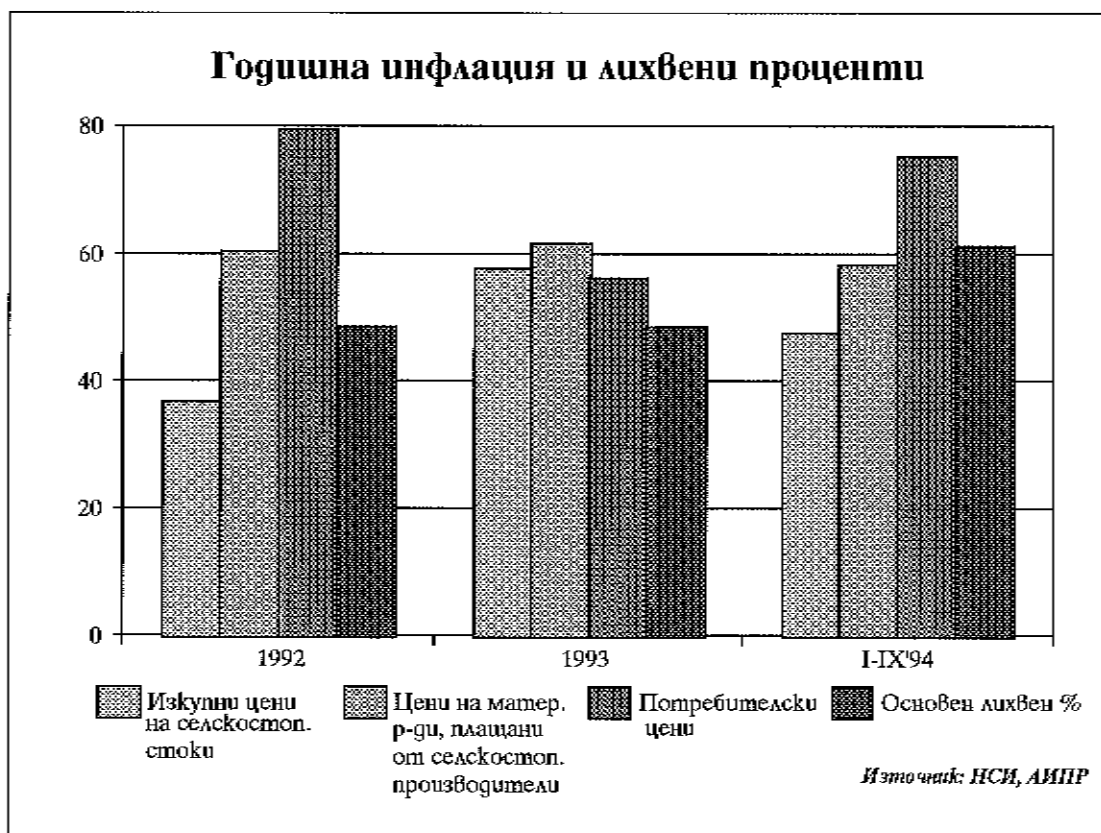
Ако правителството и БНБ не са в състояние да поддържат курса валутните кризи и финансовата дестабилизация ще бъдат с много по-голяма амплитуда и много по-разрушителни отколкото в условията на плаващ курс.



ПРИЛОЖЕНИЕ

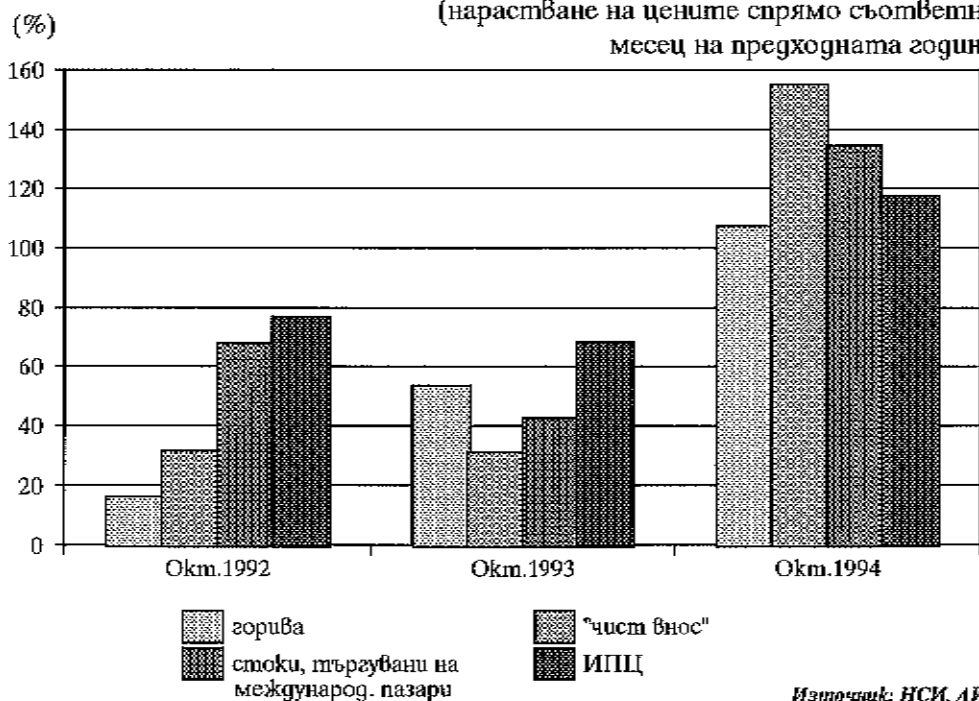






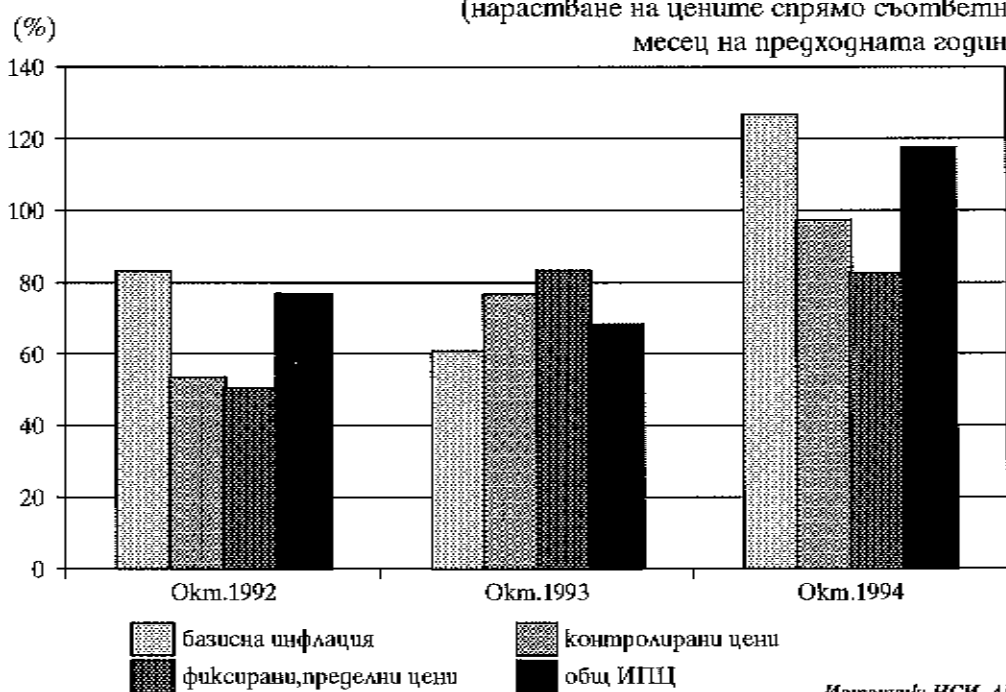
Инфлация и обезценяване на лева - II

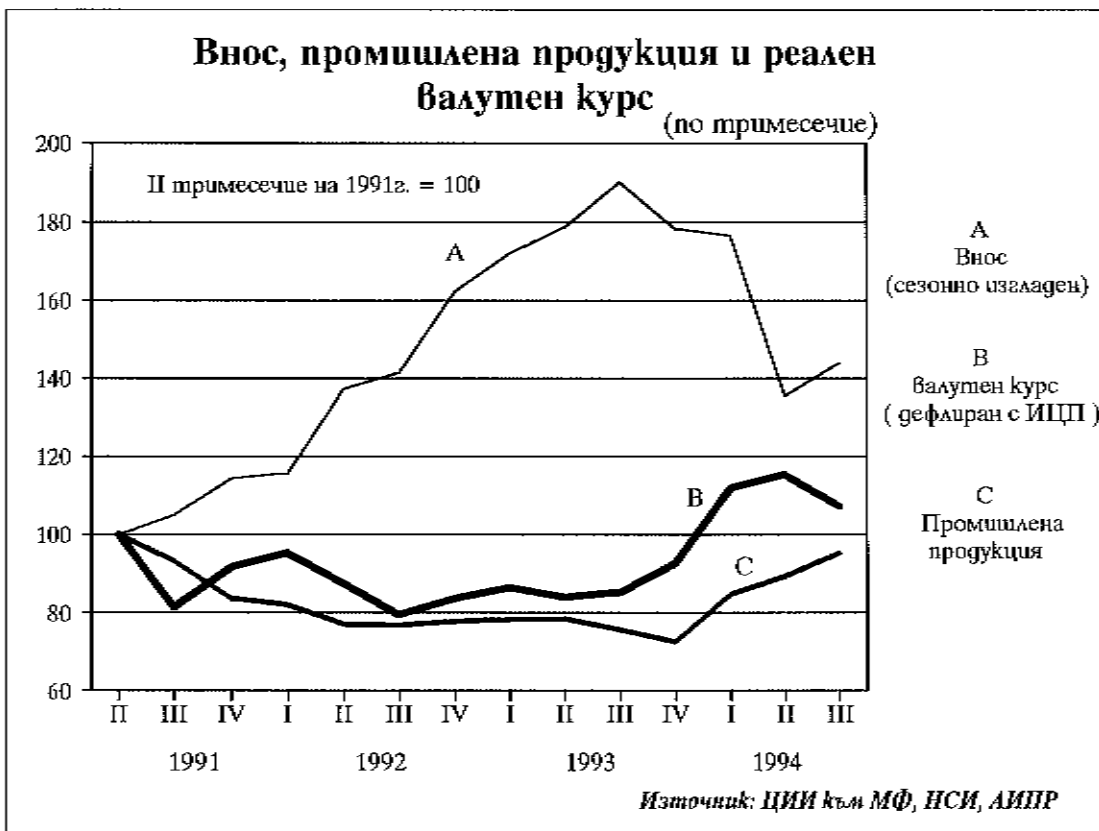
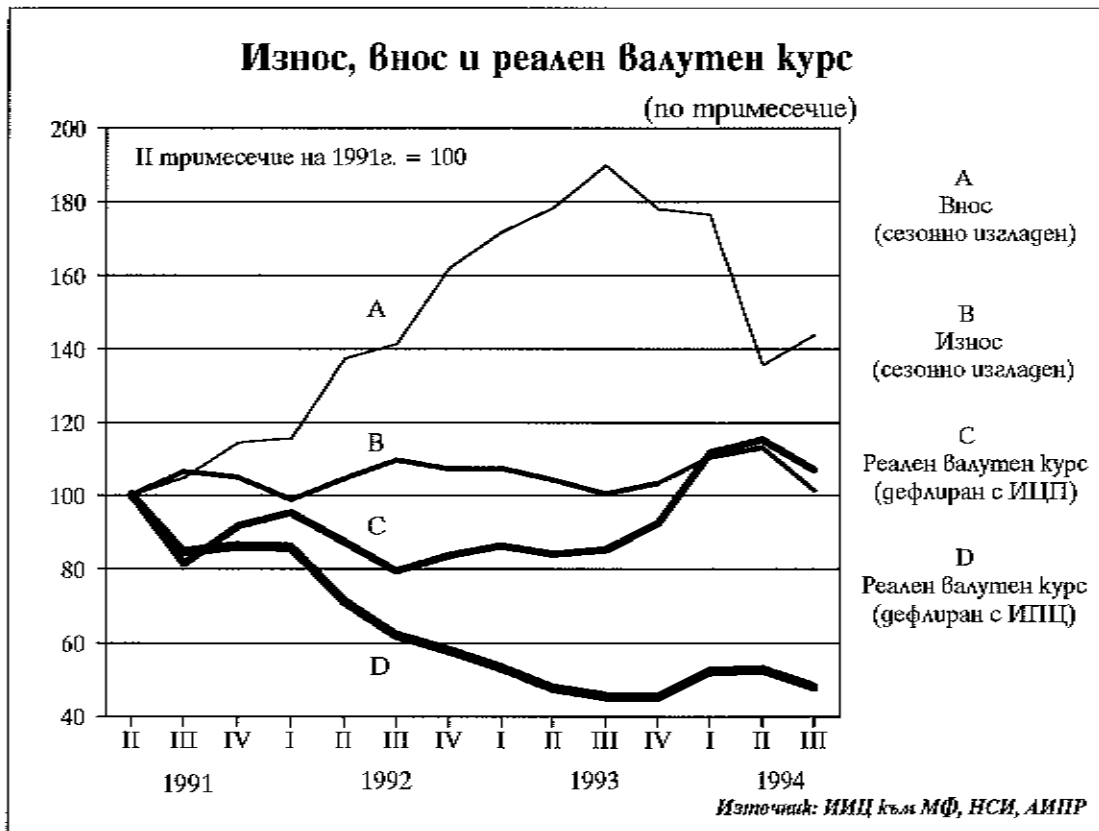
(нарастване на цените спрямо съответния
месец на предходната година)

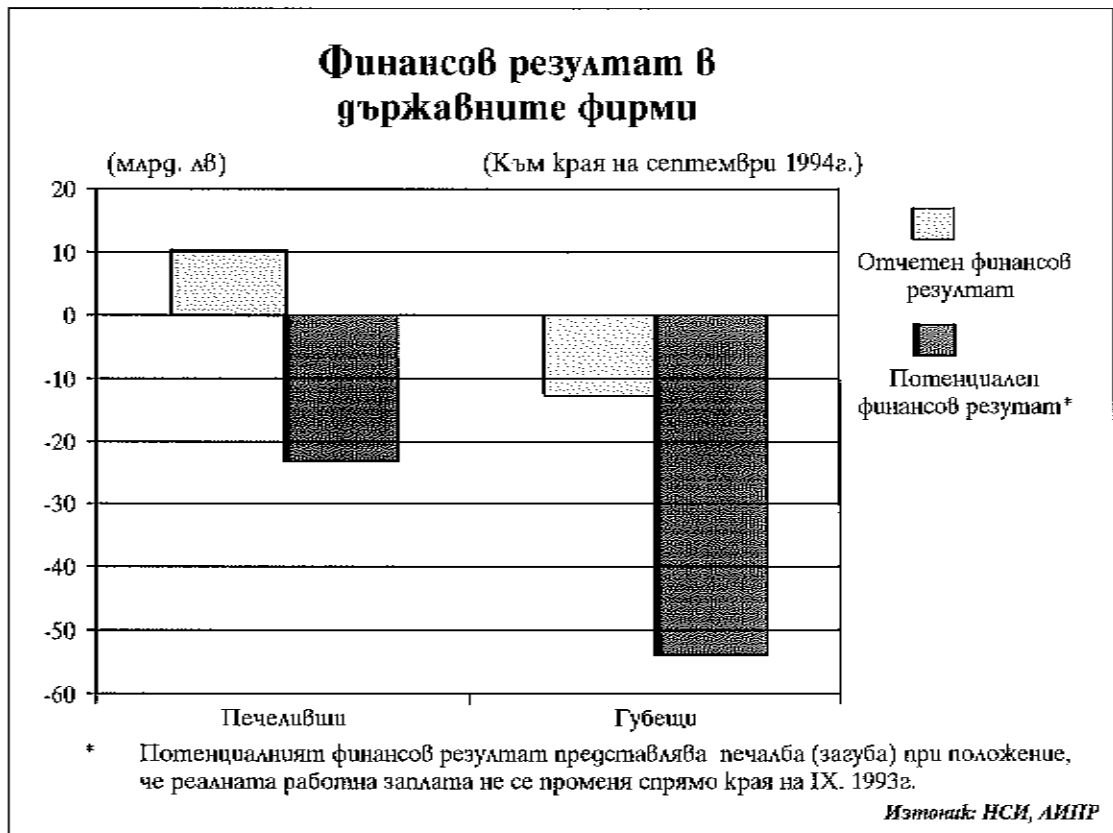
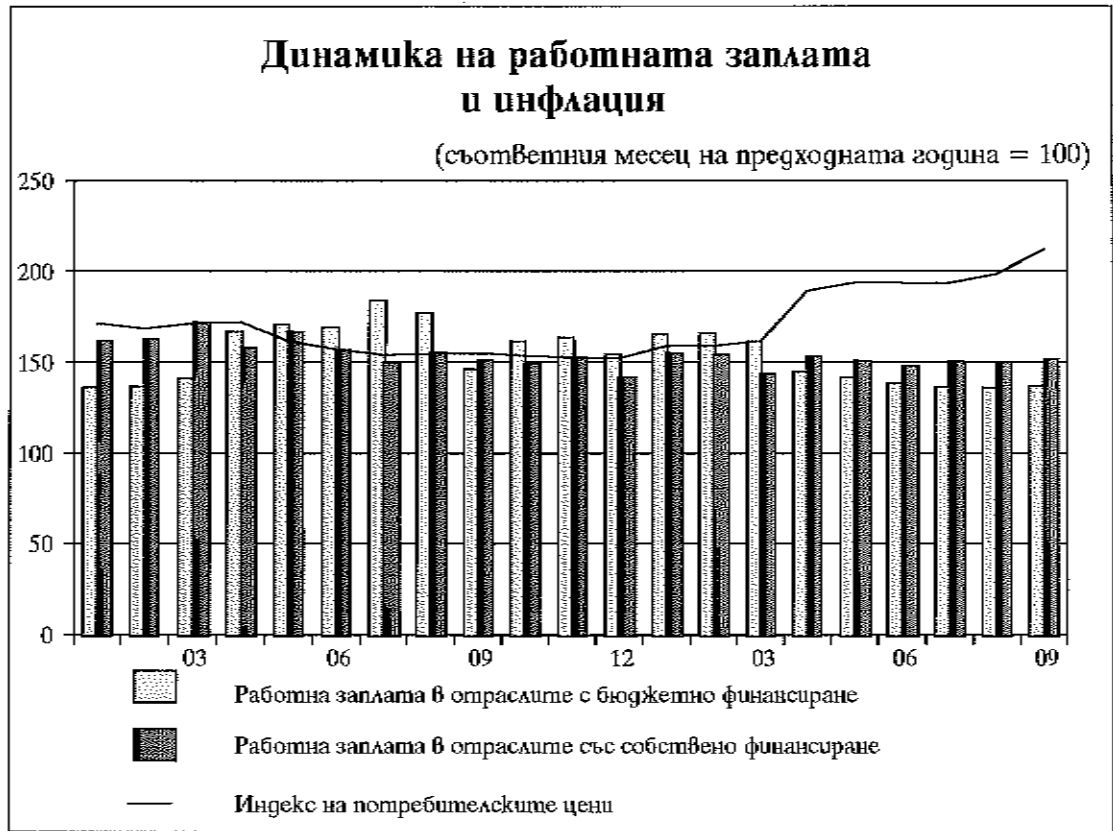


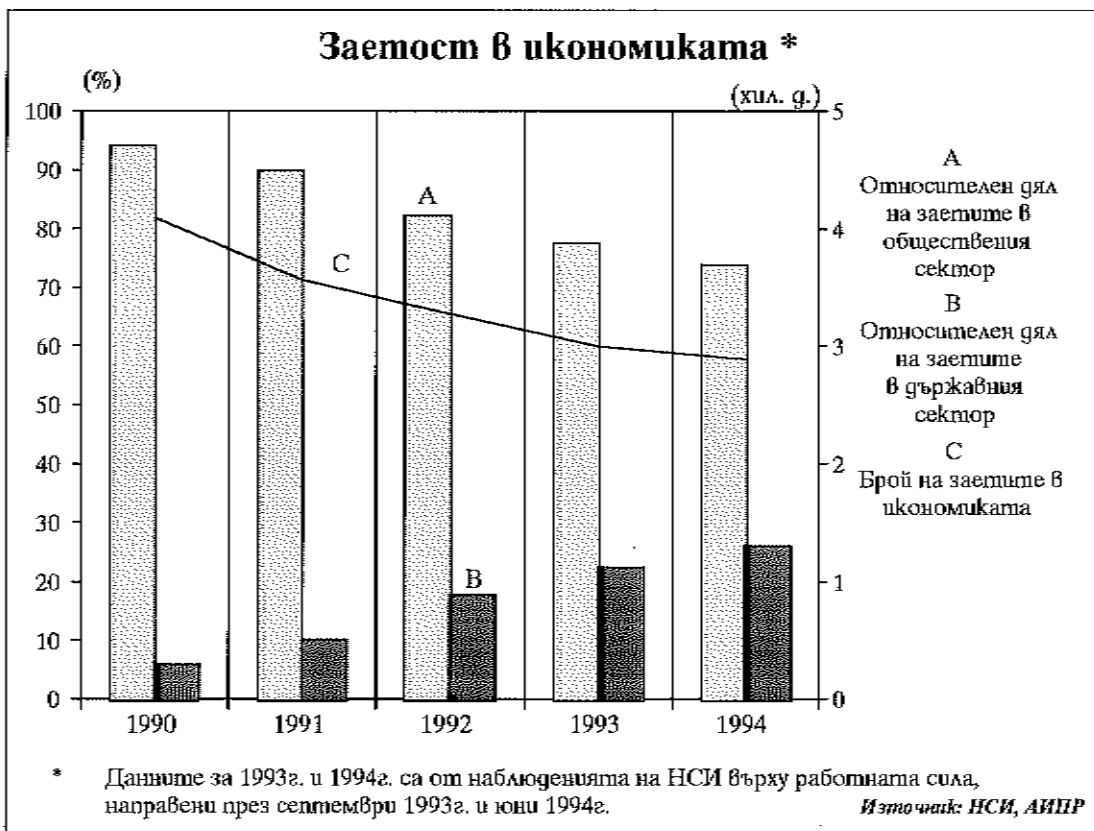
Базисна инфлация и контролирани цени

(нарастване на цените спрямо съответния
месец на предходната година)



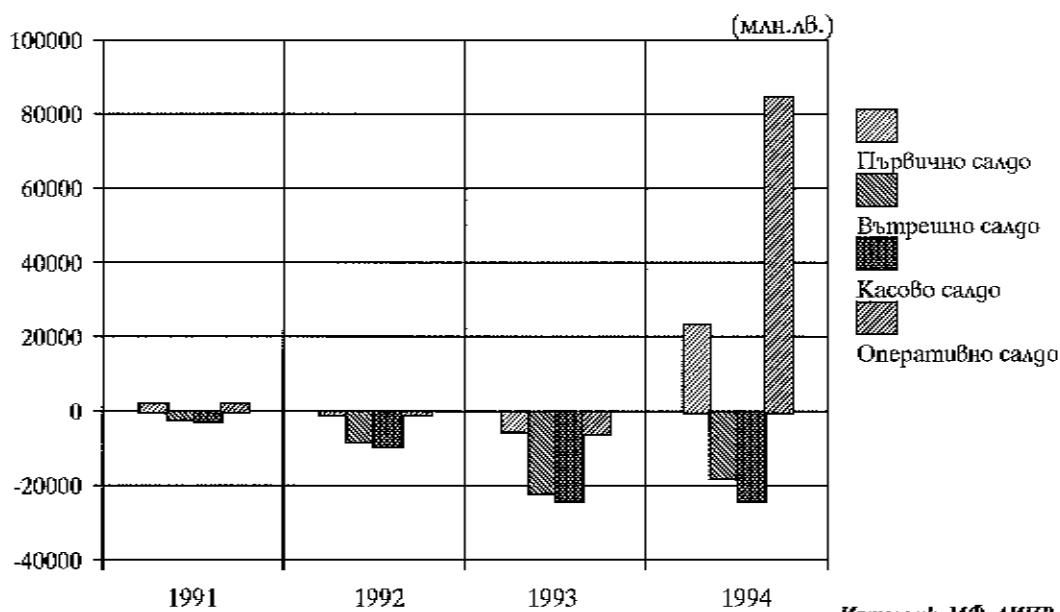






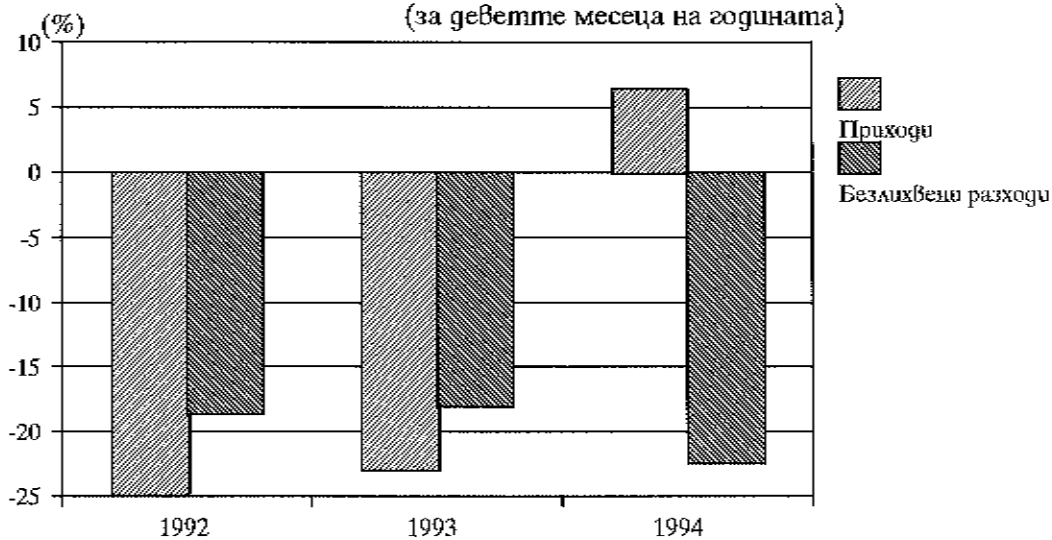
Салда на консолидирания държавен бюджет

(за деветте месеца на съответната година)



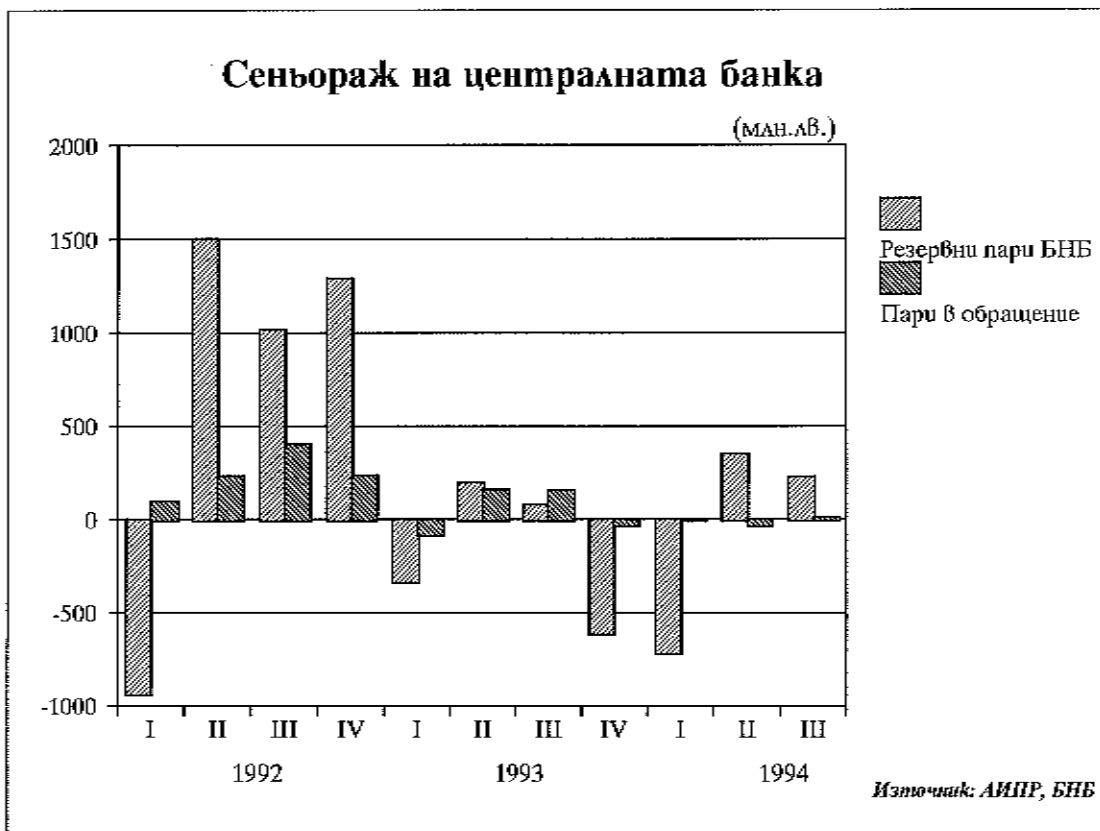
Динамика на реалните приходи и безлихвени разходи

(за деветте месеца на годината)



Забележка: Приходите и безлихвените разходи на консолидирания държавен бюджет са дефлирани с ИПЦ, публикувани от НСИ.

Источник: МФ, АИПР.



НОВО

**АГЕНЦИЯ ЗА ИКОНОМИЧЕСКО
ПРОГРАМИРАНЕ И РАЗВИТИЕ**

ПРЕХОДЪТ

от авторски колектив под редакцията на Румен Аврамов
и Венцислав Антонов

Монографията обобщава фактическото развитие на българската икономика през досегашния преход към пазарно стопанство и предлага теоретични интерпретации на основните проблеми.

„Черна книга за прехода“

в-к Труд

„Три години след началото на промените формите на икономически живот в страната остават неясни, с хибридно съдържание, със слабоизразени и бързо изменящи се контури, е първата оценка от ПРЕХОДЪТ... Постулатите и инструментите на модерната икономическа теория са използвани за проследяване и оценка на уникалния период от развитието на страната“

в-к ПАРИ

ОГРАНИЧЕН ТИРАЖ

Луксозно издание. 230 стр. 111 графики и таблици.

Книгата може да закупите в Агенцията за икономическо програмиране и развитие на познатия Ви адрес: ул. „Левски“ No1, 1000 София или да поръчате екземпляри на телефоните на АИПР.

Цена - 250 лева.

**ОЧАКВАЙТЕ ИЗДАНИЕТО НА „ПРЕХОДЪТ“
НА АНГЛИЙСКИ ЕЗИК**

ИЗДАНИЯ НА АГЕНЦИЯТА ЗА ИКОНОМИЧЕСКО ПРОГРАМИРАНЕ И РАЗВИТИЕ

Серия "Анализ на икономическата политика"

1. Доклад за хода на стопанската реформа и задачите на икономическата политика до края на 1991 г. (юли 1991г.)
2. Р. Аврамов (ред.) - Икономическата стабилизация в България през 1992 г. (юни 1992г.)
3. Bulgaria - The Economic Situation and Outlook. The Status of the Reform Process (May 1992)

Серия "Икономически изследвания"

1. М. Ненова - Изпълнение на бюджета през 1991 г. и изводи за бюджетната политика през 1992 г. (март 1992г.)
2. М. Жечева, Р. Аврамов, В. Чавдаров - Инфлацията и лихвеният процент през 1991 г. (март 1992г.)
3. Ст. Бързашки - Заетостта и безработицата в процеса на стабилизация. (март 1992г.)
4. Н. Георгиев, Н. Господинов - Паричната политика: механизми и резултати (март 1992г.)
5. Р. Инджова - Приватизацията в България. (юли 1992г.)
6. М. Жечева, Н. Милева - Ценовият контрол и инфлацията в България през 1991-1992 година (ноември 1992г.)
7. К. Генов - Паричната политика през 1992г.: инструменти и резултати. (април 1993г.)
8. М. Ненова - Регулиране на работната заплата: опитът на България през 1991 - 1992г. (април 1993г.)
9. N. Gueorguiev - Some Tests of Random Walk Hypothesis for Bulgarian Foreign Exchange Rates. (August 1993).
10. Л. Димитров - Безработицата в България 1991-1993г. (май 1994г.)
11. М. Жечева - Домакинствата и финансовите потоци в българската икономика. (септември 1994г.)

Серия "Конюнктурни обзори"

1. "В годината на желязната овца" - конюнктурен обзор на българското стопанство за 1991 г. (декември 1991г.)
2. Годишен доклад за състоянието на българската икономика през 1992 г. (декември 1992г.)
3. Българската икономика през 1993 г. (декември 1993г.)
4. Аналитичен обзор за състоянието на българската икономика през 1993 г. (януари 1994г.)
5. Месечни конюнктурни обзори (от октомври 1991г.)
6. Тримесечни конюнктурни обзори (1992г.- 1993г.)

Бюлетин на АИПР

- Един предизвестен ценови шок (февруари 1993г.)
- Пауза в "Стенд-бай" споразуменията с Международния валутен фонд (март 1993г.)
- Проектобюджетът за 1993 година (април 1993г.)
- Достигнато ли е дъното на производствената активност? (май 1993г.)
- Нееднозначните последици от намалението на основния лихвен процент (юни 1993г.)
- Колко тежи частният сектор в българската икономика? (юли-август 1993г.)
- Проектозаконът за цените - повеи от миналото (август 1993г.)
- Проблемът за лошите дългове и неговото решение (октомври 1993г.)
- Валутен курс и валутна политика (февруари 1994г.)
- Бюджетът за 1994 г. и фискалната политика (май 1994г.)
- Повторното раждане на капитализма в България (септември 1994г.)