

БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА ПРЕЗ 2021 – 2022 Г. – МЕЖДУ ИКОНОМИЧЕСКОТО ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ И ОПАСЕНИЯТА ЗА СТАГФЛАЦИЯ

Димитър Златинов

Институт за икономически
изследвания при БАН и Сто-
пански факултет на СУ „Св.
Климент Охридски“

**Искра Христова-Бал-
канска**, Институт за ико-
номически изследвания
при Българската акаде-
мия на науките

Победа Луканова

Институт за икономически
изследвания при Българ-
ската академия на науките

Емил Панушев

Институт за икономически
изследвания при Българ-
ската академия на науките

Виктор Йоцов

Институт за икономи-
чески изследвания при
Българската академия на
науките.

Григор Сарийски

Институт за икономически
изследвания при Българ-
ската академия на науките

Соня Георгиева

Институт за икономически
изследвания при Българ-
ската академия на науките

Яна Пальова

Институт за икономи-
чески изследвания при
Българската академия на
науките

Цветомир Цветков

Философския факултет на
СУ „Св. Климент Охридски“

Как да се цитира тази статия / How to cite this article:

Zlatinov, D. et al. (2023). Balgarskata iekonomika prez 2021 – 2022 g. – mezhdur iko-
nomicheskoto vazstanovyavane i opaseniyata za stagflatsiya. (The Bulgarian econ-
omy in 2021 – 2022 – between economic recovery and stagflation concerns). Eco-
nomic Thought Journal, 68(2), 123-162 (in Bulgarian).
<https://doi.org/10.56497/etj2368201>

To link to this article / Връзка към статията:

<https://etj.iki.bas.bg/general-economics-and-teaching/2023/06/05/balgarskata-ikononika-prez-2021-2022-g-medu-ikononieskoto-vazstanovyavane-i-opaseniyata-za-stagflatsiya>





Published online / Публикувана онлайн: 06 June 2023



Submit your article to this journal / Изпратете статия за публикуване

<https://etj.iki.bas.bg>

Article views / Статията е видяна:

View related articles / Други подобни статии:



View Crossmark data / Вж. информация от Crossmark:

Citing articles / Цитиращи статии:

View citing articles / Вж. цитиращи статии:

БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА ПРЕЗ 2021 – 2022 Г. – МЕЖДУ ИКОНОМИЧЕСКОТО ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ И ОПАСЕНИЯТА ЗА СТАГФЛАЦИЯ¹

**Димитър Златинов, Искра Христова-Балканска, Победа Луканова,
Емил Панушев, Виктор Йоцов, Григор Сарийски, Соня Георгиева,
Яна Пальова, Цветомир Цветков**

Институт за икономически изследвания при Българската академия на науките

Резюме: Изследвано е състоянието и развитието на българската икономика през 2021 г. и в началото на 2022 г. Разгледани са основните сектори на икономиката (реален, фискален, външен и финансов) и е анализиран пазарът на труда. Направена е оценка на провежданите политики в страната при отчитане на регионалните и на световните процеси и тенденции и на базата на конкретни изводи са отправени препоръки за овладяване на ценовата динамика, запазването на доходите и заетостта и гарантирането на фискалната стабилност. На основата на структурен макроикономически модел е предложена аргументирана средносрочна макроикономическа рамка, отразяваща различни допускания както за динамиката на външноикономическата среда, така и за очакваните икономически политики. Извършеният анализ на макроикономическата ситуация и предвижданията за развитието на българската икономика се основават на ключови фактори като ускоряващата се инфлация, неяснотите около епидемичната ситуация, предизвикана от COVID-19, геополитическите турбуленции в регионален аспект и очакваното ускоряване на инвестиционната активност чрез реализиране на проектите от Националния план за възстановяване и устойчивост.

Ключови думи: икономическа динамика; пазар на труда; фискална устойчивост; европейски фондове и програми; външна търговия; банков сектор; капиталов пазар
JEL codes: E2; E44; E47; E60

DOI: <https://doi.org/10.56497/etj2368201>

Received 6 July, 2022

Revised 27 March 2023

Accepted 23 April 2023

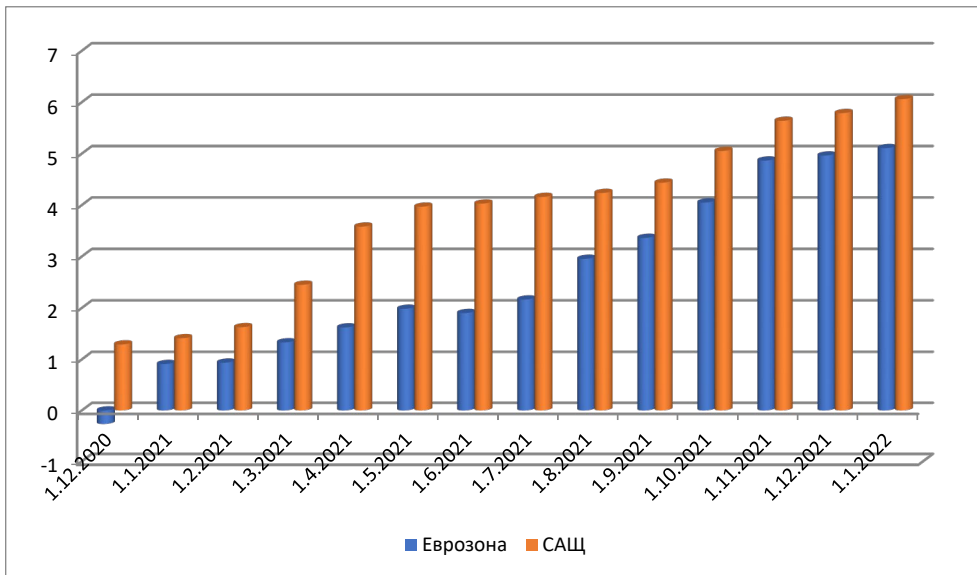
1. Икономическа активност в глобален и регионален аспект и перспективи за развитие пред световната икономика

Пандемичната криза, породена от COVID-19, предизвиква рязък спад в икономическия растеж, растящи нива на бедност и изостряне на социално-икономическите неравенства. През 2021 г. икономическият растеж в света се възобновява, но тем-

¹ Статията е съкратен вариант на Годишния доклад на Института за икономически изследвания при Българската академия на науките за 2022 г.

път на нарастване остава различен по страни. Държавите членки от Еврозоната реализират положително икономическо развитие през второто тримесечие на 2021 г., но увеличението на реалния БВП е по-малко в сравнение с темпа на растеж на БВП на главните търговски контрагенти на Еврозоната и на ЕС – САЩ и Китай. В края на 2021 г. европейското индустриално производство вече достига нивото си преди пандемичната криза. Въпреки че опасността от пандемията все още не е отминала, нейното влияние върху икономическия живот на държавите от Еврозоната не е така осезателно поради финансовите и другите съпровождащи облекчения, въведени в редица страни с висок дял на услугите в БВП.

През август, септември и октомври 2021 г. след 13 години на умерено повишение на цените в Европа инфлацията достига най-високото си ниво (фиг. 1). Има три основни причини за това: протичащото икономическо възстановяване, покачващите се цени на енергийните ресурси и базови ефекти вследствие на задържането на цените през периода преди пандемията. Допълнителни фактори са по-високите цени на енергийните носители, фискалните и монетарните политики на развитите страни за противодействие на пандемичната криза и нарушените производствени и търговски връзки в световен план поради затрудненията в глобалните стойностни вериги (ГСВ), които водят до разминаване между търсенето и предлагането на стоки и услуги на международните пазари. След премахването на повечето здравни ограничения потреблението на стоки и услуги се увеличава, но отделните сектори на икономиката не се възстановяват едновременно въпреки стремежа производството да задоволи нарастващото търсене.



Източник: OECD Main Economic Indicators database.

Фигура 1. Месечна инфлация в Еврозоната и в САЩ през 2021 г. (%)

Основен проблем остава бавното възстановяване на глобалните вериги за доставки, което е труден и продължителен процес. Това се отнася и за производството на важни компоненти за електронната индустрия и автомобилостроенето (например микрочипове). Цените на транспортните услуги (транспортни контейнери) също се повишават, което е предпоставка компаниите да прехвърлят нарасналите разходи върху потребителите по линия на по-високите цени на стоките. През последното тримесечие на 2021 г. глобалните производствени и търговски вериги изпитват затруднения във възобновяването на силно нарушените индустриални и търговски мрежи за производство и пласмент. Това оказва неблагоприятен ефект върху индустрията на главните търговски партньори на международния търговски пазар на стоки и услуги, особено САЩ и Европа. Възникващите проблеми на пазара на труда поради затрудненията с наемане на работна сила също силно ограничават дейността на ГСВ и предизвикват дисбаланси между търсенето и предлагането на световния пазар, което се отразява върху покачването на международните цени.

Очакванията на Международния валутен фонд (МВФ) и на Световната банка са, че в краткосрочна перспектива темповете на икономически растеж ще намаляват, предвид сложната геоикономическа и геостратегическа обстановка в света. Продължителността на пандемичната криза от COVID-19 и последващите варианти на заразата се разглеждат като основен рисков фактор пред световната икономика. Темпът на ваксинация, особено в развиващите се страни, и скоростта на стимулиране на инвестициите в инфраструктура са важни показатели за несигурността и за липсата на възможности за стимулиране на международната икономика. Други рискове произтичат от проблемите със заетостта, доставките по линия на ГСВ, повишаващите се цени на енергийните ресурси и растящата инфлация.

Политиката на санкции на Русия, наложена от САЩ и ЕС след началото на военния конфликт между Украйна и Русия, също оказва влияние върху глобалните процеси, като отражението на тези санкции върху отделните икономики не е еднозначно. В Европа и особено в развиващите се страни има нарастващи опасения от възникване на глобална продоволствена криза, ако военният конфликт в Украйна не се преустанови в близко бъдеще. Вследствие на войната между двете страни на световните борси се повишават цените на суровините. Недостигът на оборудване, материали и работна сила в някои структуроопределящи индустриални отрасли пречи на производството на промишлени стоки, забавя строителството и задържа възстановяването на някои сегменти от сектора на услугите. Така все по-реален изглежда очертаващият се риск от стагфлация, характеризираща се с инфлация, бавен икономически растеж и нарастване на безработицата.

2. Динамика на икономическата активност и пазар на труда

Възстановяването на икономическата активност в България през 2021 г. и началото на 2022 г. се дължи на динамиката на вътрешното търсене, върху която положителен ефект оказват предприетите фискални мерки от страна на правителството, както и на динамиката на външното търсене. Предприетите антикризисни мерки от правителствата и централните банки на Германия, Италия, Румъния, Испания и Гърция и последващото възстановяване на икономиките повлияват пряко върху възможностите за българския износ. Провежданата фискална експанзия в страната през 2020 и 2021 г. в най-голяма степен съдейства за запазване на потреблението на домакинствата. Антикризисните мерки, например програмите „60/40“, „80/20“ и „Запази ме“, увеличаването на пенсиите и на добавките към тях, допълнителното материално стимулиране на работещите в здравни отделения и повишаването на заплатите в публичния сектор оказват положителен ефект върху потреблението на домакинствата. Във финансово изражение тези мерки се равняват на 988,7 млн. лв. за подкрепа на лекарите и администрацията на „първа“ линия, 576,9 млн. лв. финансова подкрепа за бизнеса и 1508,8 млн. лв. финансова подкрепа за домакинствата. Така основните фактори, които определят нарастването на БВП през 2021 г., са износът на стоки и услуги (реален растеж от 10%), индивидуалното потребление на домакинствата (реален растеж от 8%) и въпреки че нараства в по-малка степен спрямо 2020 г., публичното потребление (4% реален прираст през годината) (фиг. 2).



Забележка: Лявата скала показва процентното изменение на темповете на прираст на компонентите на БВП по метода на крайното използване, а дясната – процентното изменение на темповете на прираст на БВП.

Източник: НСИ.

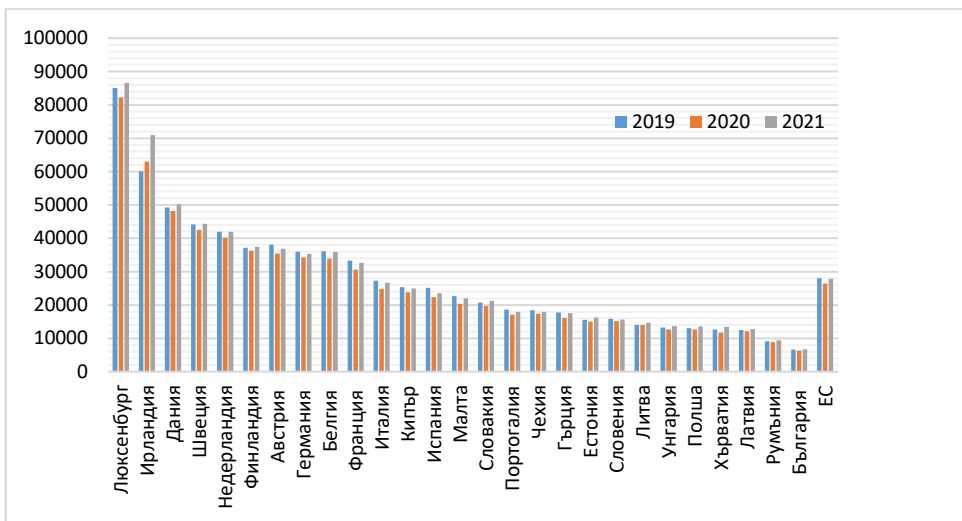
Фигура 2. Динамика на реалния БВП по компоненти на крайно използване

Брутообразуването на основен капитал през 2021 г. отбеляза реален спад от 11%. Това е неблагоприятен процес, който се подхранва от износа на доходи от българския бизнес извън България (по данни от платежния баланс на страната инвестициите на българските фирми в чужбина се увеличават с 55,5 млн. евро през декември 2021 г. спрямо същия месец на 2020 г.). Изнасянето на български капитали в чужбина е индикация, че бизнес доверието в българската икономика е свито като следствие от наслагващите се негативни шокове по линия на повишаващата се инфлация, ефектите от COVID-19 пандемията и регионалните геополитически турбуленции, които започват да се проявяват в края на 2021 г. Високата несигурност в бизнес климата като резултат от натрупване на външни и вътрешни фактори от различен характер влияе върху инвеститорските предпочитания, което води до намаляване на инвестициите в икономиката ни и по линия на чуждестранните инвеститори. През декември 2020 г. преките чуждестранни инвестиции регистрират понижение със 114,4 млн. евро, а през декември 2021 г. – със 125,2 млн. евро. Същевременно синхронният спад на спестяванията в условията на намаляваща покупателна способност при растяща инфлация и на инвестициите е индикация, че дългосрочният растеж на БВП и жизненият стандарт на населението ще претърпят свиване.

Дебалансираността на българската икономика в структурно отношение може да се проследи от последователно намаляващия дял в брутната добавена стойност (БДС) на селското стопанство (при средно 12% през периода 1998 – 2004 г. до 4% след 2018 г.) при опасения за продоволствена криза в световен план. Друг проблем, който се разкрива от структурата на БДС, е ниският дял на ИТ сектора и далекосъобщенията (средно 7%). В ИТ сферата се създава висока добавена стойност, но в българския случай този високотехнологичен сектор допринася в пъти по-малко, отколкото сектори като операции с недвижими имоти (11% дял от БДС). Причина за значителния принос на имотния сектор в БДС е инвеститорският страх, който провокира инвестициите в сигурни активи, каквито са имотите и жилищата в дългосрочен план. Здравната криза, политическата криза и високата инфлация създават несигурност, която води до повишаване на риска от инвестиции. Именно затова инвестиционните предпочитания се насочват към активи, които могат да запазят и да увеличат стойността на направената инвестиция в бъдеще. Приносът на научната, административната и спомагателните дейности в структурата на БДС също е малък (6,8% от БДС през 2020 – 2021 г.). Това е индикация за липса на ефективен механизъм за взаимодействие между сферата на науката и държавното управление, водеща до ограничено възпроизвеждане на иновационния процес, респ. до създаване на стоки и услуги с по-малка добавена стойност. Така относително ниският дял на високотехнологични производства в индустриалния и в ИТ сектори в БДС прави българската

икономика податлива на външни шокове и циклично уязвима, което предизвиква сериозни социално-икономически последици под формата на негативни демографски процеси и нарастващо неравенство.

Реалният БВП на човек от населението на България през 2021 г. възлиза на 6690 евро, което е повишение с 4,9% спрямо 2020 г. Средният реален БВП на човек от населението в ЕС през 2021 г. е 27 800 евро, което е увеличение с 5,4% спрямо 2020 г. и показва, че България изостава от средните темпове на растеж на показателя за ЕС. В същото време реалният БВП на човек от населението в Румъния е 9380 евро и нараства с 6,3% на годишна база (фиг. 3).



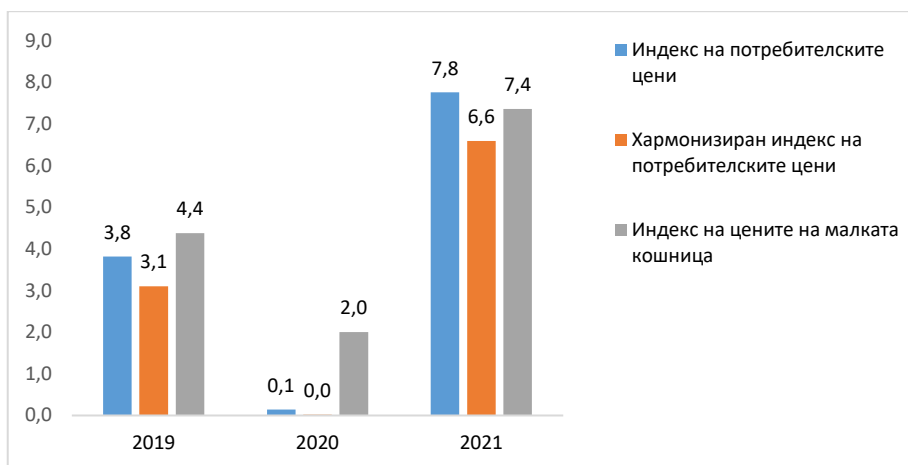
Източник: Евростат.

Фигура 3. Реален БВП на човек от населението (млн. евро)

Българската икономика се развива неустойчиво в ЕС. Причините за това са комплексни, но основните са ниските инвестиции в страната, технологичната амортизация на производствените мощности и дебалансираната структура на икономиката, които по време на здравна криза още повече се задълбочават. Друга важна причина за ограничената реална конвергенция на БВП е високото доходно неравенство в България. Коефициентът на Джини на приравнен разполагаем доход преди социалните трансфери у нас е 40 пункта през 2020 г. при средни стойности за ЕС от 30,8 пункта. Съпоставката с Румъния е важна, тъй като 15 години след присъединяването към ЕС тя ни изпреварва с 40% по размер на БВП на човек от населението.

През 2021 г. инфлацията, измерена чрез индекса на потребителските цени

(ИПЦ), на годишна база възлиза на 7,8% при 0,1% година по-рано, с което българската икономика преминава от почти дефлационно състояние към инфлационно ускорение (фиг. 4). Хармонизираният индекс на потребителските цени също се увеличава съществено през 2021 г. и в края на годината отчита инфлация от 6,6%. През 2020 г. пандемията от COVID-19 и шокът върху производството, доходите, заетостта и социалния живот създават несигурност, която се отразява в намаляване на потреблението, на частните инвестиции и на скоростта на парично обращение. Тези едновременно реализиращи се процеси създават условия за увеличаване на спестяванията на икономическите агенти в условията на физически ограничения върху производството, възможности за потребление и търговски пренос.



Източник: НСИ.

Фигура 4. Индекси на потребителските цени

През четвъртото тримесечие на 2021 г. инфлацията постепенно започва да се ускорява. По данни от НСИ на месечна база през октомври се регистрира нарастване от 1,85%, през ноември 1,35% и през декември 0,91%. Ускоряването на инфлацията води до намаляване на реалните доходи на икономическите агенти и в средносрочен план ограничава потреблението на домакинствата. Освен това високата ценова динамика се поражда, но и допълнително влияе върху цените на суровините и на материалите, както и върху тези на крайните продукти. Това прави цените като цяло силно волатилни, което създава стимули за поддържане на високи складови наличности, тъй като търговците и производителите се стремят да купуват суровините на ниска цена и да продават произведената стока на висока. Именно тези ефекти се наблюдават в българската икономика.

мика и до голяма степен са в основата на инфлационните процеси и през 2022 г. Сред изброените вътрешни причини за по-високата инфлация в България, през 2022 г. трябва да се добави и вероятната спекула с цените на горивата и на стоките от малката кошница, която се реализира вследствие на слабоконкурентния български пазар, позволяващ картелно и донякъде монополно повишаване на цените на стоките от първа необходимост. Задържащата се икономическа несигурност поради военния конфликт в Украйна създава процес на ценово презастраховане в търговските контрагенти и като предпазна мярка те увеличават допълнително цените на стоките, което отчасти обяснява по-високата инфлация в България спрямо ЕС и Еврозоната.

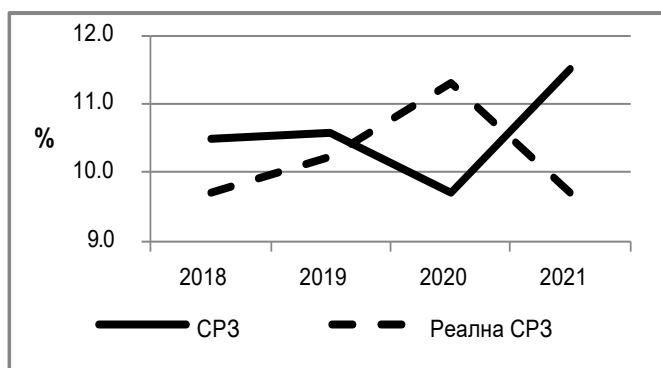
Външните фактори, които влияят върху цените в местни условия в българската икономика, са свързани с ускоряващата се инфлация в Еврозоната вследствие на експанзионистичната парична политика на Европейската централна банка (ЕЦБ) на дълго поддържани ниски лихвени проценти и неконвенционални монетарни мерки, увеличаващи парите в обращение. Допълнителен проинфлационен ефект се реализира и по линия на фискалната политика при отпуснатите фискални стимули и данъчни облекчения, които също оказват стимулиращо влияние в посока към нарастване на цените. Друг фактор, който въздейства върху повишаването на цените в Еврозоната, са покачващите се цени на горивата на международните пазари. Така увеличаването на инфлацията в Еврозоната се прехвърля и в българската икономика чрез вноса на стоки и услуги и фиксирания валутен курс на лева към еврото. До голяма степен описаните процеси се подхранват от глобалната икономическа среда при повишаването на цените на петрола и на газта на международните пазари, което се изостря след началото на военния конфликт в Украйна от началото на 2022 г.

През 2021 г. за втора поредна година продължават процесите на намаление на заетите (с 1,2% спрямо 2020 г.) и увеличение на броя на безработните (с 2,5 хил. човека на годишна база) и на неактивните с желание за работа. Промените в броя и в динамиката на групата на възраст 25-34 години налагат нейното разглеждане като нова рискова група на пазара на труда у нас. Това е възможна нова черта в характеристиките на предлагания труд в условията на силно застаряващото население в България. В своята цялост наблюдаваните неблагоприятни процеси на пазара на труда са в резултат от редица фактори, по-важните сред които са демографската криза, слабата инвестиционна активност, ниският и нестабилен икономически растеж, нарастващата инфлация, все още актуалната пандемия от COVID-19, икономическите и други последици от близкия до нашата територия военен конфликт в Украйна през 2022 г. В близка перспектива очакванията са за активиране на неактивните, които искат да работят, и за реа-

лизиране на по-интензивни преходи на безработните към заетост. Те ще бъдат подпомогнати от започващото модернизиране на политиките за заетост и от по-доброто им насочване към нуждите на рисковите групи на пазара на труда.

Като положително развитие на пазара на труда може да се посочи подобряването на структурата на заетите по степен на образование, която започва да се приближава до заложените цели в Стратегията по заетостта на Р България (2021 – 2030 г.) – през 2021 г. делът на заетите с висше образование се увеличава от 32,8% през 2020 г. до 33,7%, а намалява делът на тези със средно образование (съответно от 56,2 до 55,9%), както и на заетите с основно и по-ниско образование (от 11 до 10%). През 2021 г. коефициентът на безработица в България (5,3%) остава по-нисък от този за ЕС-27 (7,0%), но забавените преходи на безработните към заетост се отразяват върху дела на продължително безработните, който остава по-висок от този общо за ЕС-27 – 49,4% в България спрямо 39,2% в ЕС-27 по данни на Евростат. Промените в коефициентите на заетост и безработица имат различно значение за достигнатите стойности на коефициента на икономическата активност у нас. Той се променя от 73,1 и 72,2% през 2019 и 2020 г. на 72,0% през 2021 г. и остава по-малък от този общо за ЕС-27 (73,6%). Така България все още не попада в групата на страните членки с най-ниска трудова активност на населението, като основно значение за запазването на заетостта през 2021 г. продължават да имат компенсациите за работодателите по мярката „60/40“, както и подпомагането им чрез проектите „Краткосрочна подкрепа за заетост“, „Запази ме“ и „Запази ме +“.

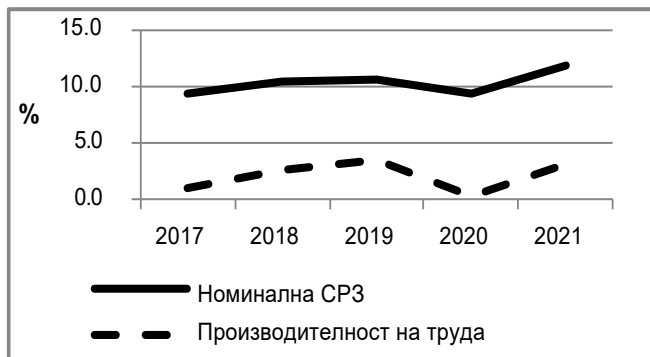
Средногодишните работни заплати (РЗ) продължават движението си нагоре в номинална и в реална стойност и през 2021 г. (фиг. 5).



Източник: НСИ.

Фигура 5. Темп на реалната и номиналната РЗ (% , предходна година = 100)

За номиналната работна заплата прирастът е от 11,8%, а за реалната – 9,7% (на годишна основа). През 2021 г. се възстановява по-високата динамика на номиналната РЗ, след като през 2020 г. реалната я изпреварва. Продължаващото увеличение на инфлацията ще стимулира процеса на „разтваряне на ножицата“ между тези две измерения на трудовите доходи у нас. Въпреки поддържането на догонващи високи темпове на номиналните работни заплати българските работници и служители все още остават с най-ниски трудови доходи в сравнение с другите страни – членки на ЕС. За техните доходи се разпределят 52,3% от БДС, което е по-малък дял спрямо общия за ЕС-27.² Все пак след 2012 г. той се увеличава и дори през последните две кризисни години запазва стойност над 52%. Тази обща промяна е основание за цялостна положителна оценка относно развитието на разпределителните отношения у нас. Посоченият резултат се формира при задържане на по-висока динамика на работните заплати от производителността на труда, т.е. при запазване на инфлационния им растеж (фиг. 6). Във връзка с това отново е необходимо да се постави изискване за определяне на работната заплата в зависимост от производителността на труда.



Забележка: Производителността на труда е измерена като темп на физическия обем на БВП на един човекочас по цени 2015 г./предходна година = 100 (%).

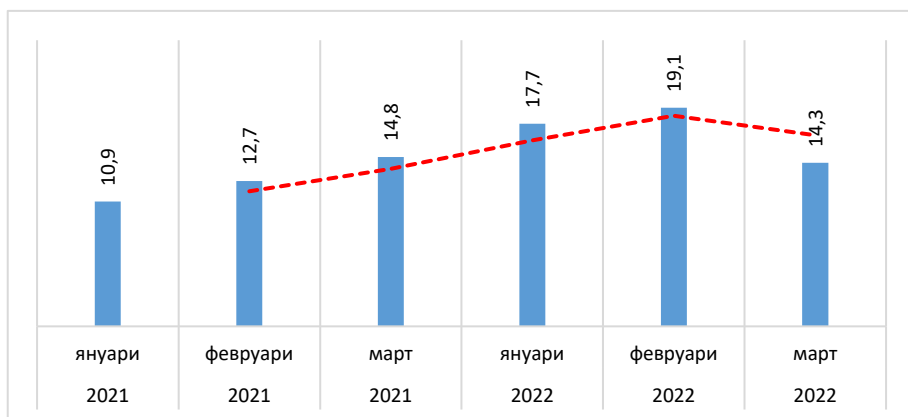
Източник: НСИ.

Фигура 6. Темп на номинална РЗ (%) и на производителност на труда (% , предходна година = 100)

² Делът на трудовите възнаграждения в брутната добавена стойност общо за ЕС-27 е 53,4%. Най-ниските стойности на този показател са регистрирани в Ирландия (27,8%), Гърция (41,9%) и Румъния (42%). Страните, постигнали най-високо равнище, са Германия и Дания (по 59,4%), Словения (58,9%), Франция (58,1%). Евростат. GDP and main components (output, expenditure and income) [NAMA_10_GDP].

Средната работна заплата се увеличава с 11,8%, като в публичния сектор расте с 16,5%, а в частния – с 9,7%.³ Забавянето на растежа на номиналната РЗ в реалния сектор през 2021 г. (както и през 2020 г.) зависи от различни фактори, сред които преди всичко са икономическият растеж и нестабилната икономическа обстановка, но и необходимостта от запазване на конкурентни позиции на местните и на външните пазари, вкл. чрез ограничаване на трудовите разходи.

Очакванията на бизнеса са в посока към намаляване на БВП и влошаване на бизнес средата при по-ниски реални фирмени приходи и растящи разходи (фиг. 7).



Източник: НСИ.

Фигура 7. Общ показател за бизнес климат

Покачването на разходите за бизнеса ще се детерминира от увеличената цена на газта и от по-високите цени на петрола, металите и промишлената електроенергия. Вследствие на инфлационния процес в българската икономика цените на основните енергийни ресурси ще нарастват, което ще води до по-големи производствени разходи. Така вероятността българската икономика да стагнира през 2022 г. е голяма. Стагфлацията е напълно възможен сценарий, ако военният конфликт в Украйна продължи, защото постоянното поскъпване на горивата ще прави едновременно цените високи и производството неконкурентоспособно поради растящите производствени разходи. Запазването на правителствените антиковид мерки и през 2022 г. ще оказва положително влияние върху икономическата динамика, но ефектът им върху реалната икономика също ще зависи от развитието на военния конфликт в Украйна и последващата инфлация, които въздействат ограничаващо върху вътрешното търсене.

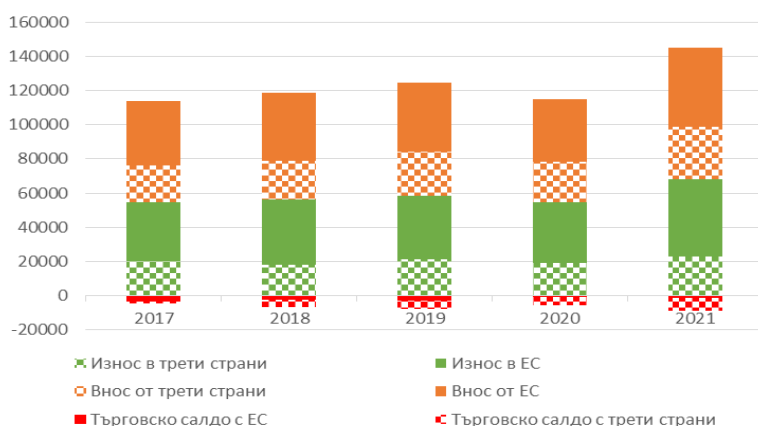
В Националния план за възстановяване и устойчивост са заложени сериозни промени в съдържанието на пакета политики на пазара на труда и тяхното мо-

³ По предварителни данни на НСИ.

дернизиране. Планира се използването на нови инструменти за подобряване на качеството на работната сила, за активиране на желаещите да работят лица, за осигуряване на подходящите хора за подходящите работни места и на условия за задържането им в заетостта. Основните вътрешни източници за повишаване на заетостта през следващите две години ще бъдат безработните и активизирани икономически неактивни лица. Значение може да има наемането с нетипични трудови договори, увеличаването на броя на самонаетите, излизането „на светло“ на работещите от сивия сектор. Въпреки това очакванията са, че заетите ще продължават да намаляват поради демографската криза и бавното възстановяване на икономиката. В условията на висока външнополитическа неопределеност, покачване на цените на енергоносителите и ограничен достъп до някои от тях се очакват и нарушени търговски връзки, което ще ограничи предлагането на нови работни места.

3. Външна търговия

През 2021 г. е преодолян спадът във външната търговия на България и са надминати предкризисните равнища. Това показва възможностите на икономиката ни да се адаптира към външните предизвикателства и да се възползва от членството в ЕС. Търговията с ЕС става почти балансирана, което се дължи на активното участие в европейските глобални стойностни вериги, и се уравновесява с внос от държавите от Централна и Източна Европа (фиг. 8). Наред с това нарастват търговските отношения с трети страни, които са основен източник на суровини и на стоки за последваща преработка, насочвани към Единния пазар. Вносът от трети страни превишава износа и формира основната част от отрицателното търговско салдо в търговията.



Източник: НСИ.

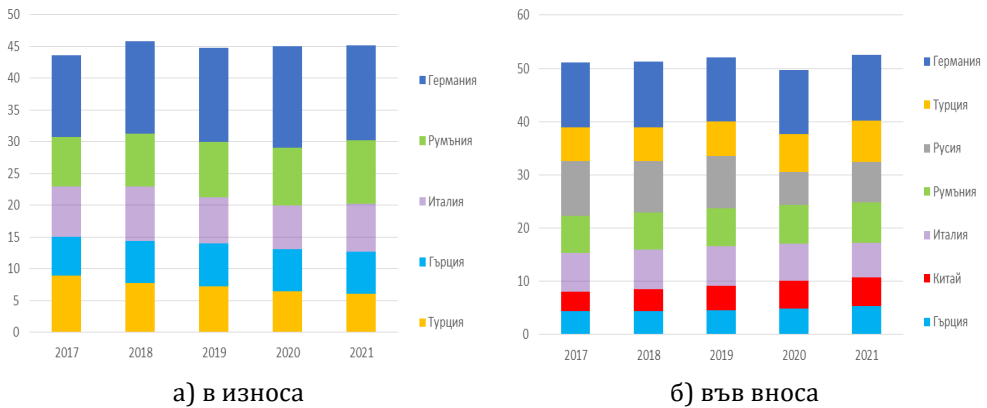
Фигура 8. Търговия на България с ЕС и с трети страни (хил. лв.)

Износът на България по стокови групи показва увеличение спрямо 2020 г. и е най-значителен в позициите „Артикули, класифицирани главно според вида на материала“ (където преобладава износът на метали) и „Машини, оборудване и превозни средства“ (където са главно компоненти за машиностроене). Наблюдава се и прираст в групите „Разнообразни готови продукти, н.д.“ и „Химични вещества и продукти“. Концентрацията в посочените стокови групи е резултат от производствената специализация на страната, определена от участието в европейските глобални стойностни вериги и експортно насочени производствени структури. Това показват и данните за износа на ЕС, където водеща е групата „Машини, оборудване и превозни средства“, както и останалите три експортни позиции.

Вносът на България през 2021 г. бележи най-значимо нарастване в стоковите групи, които са свързани с износа – „Машини, оборудване и превозни средства“, „Артикули, класифицирани според вида на материала“ и „Химични вещества и продукти“. Тази тенденция е свързана с процесите на ангажираност към Единния пазар и е сходна с водещите позиции на вноса на ЕС. Наред с останалите сектори вносът на суровини и стоки за последваща преработка ще обуславя експортната насоченост на българската икономика и възможностите ѝ за разширяване на присъствието на пазари на трети страни.

Като резултат от динамиката в износа и вноса търговското салдо на България е отрицателно, за което в най-голяма степен допринася стоковата група „Машини, оборудване и превозни средства“, както и „Минерални горива, масла и подобни продукти“ и „Химични вещества и продукти“. Това показва голямата зависимост от вноса на суровини и на стоки за по-нататъшна преработка за експортните позиции на страната и ангажиментите към глобалните стойностни вериги.

Държавите, с които България осъществява външнотърговската си дейност през периода, са сравнително постоянни за последните години. През 2021 г. нараства присъствието на Румъния и на Китай във външната търговия. В износа основни търговски партньори на България (фиг. 9а) остават традиционните Германия и Италия, а през 2021 г. се увеличава износът за Румъния наред с Гърция и с известен спад Турция. Вносът е значително по-диверсифициран, като сред основните търговски партньори (фиг. 9б) нараства вносът от Германия, Румъния, Китай, а през последните години и от Гърция. Наблюдава се и известно повишаване на вноса от Русия и от Турция, свързано със суровинната осигуреност на страната.



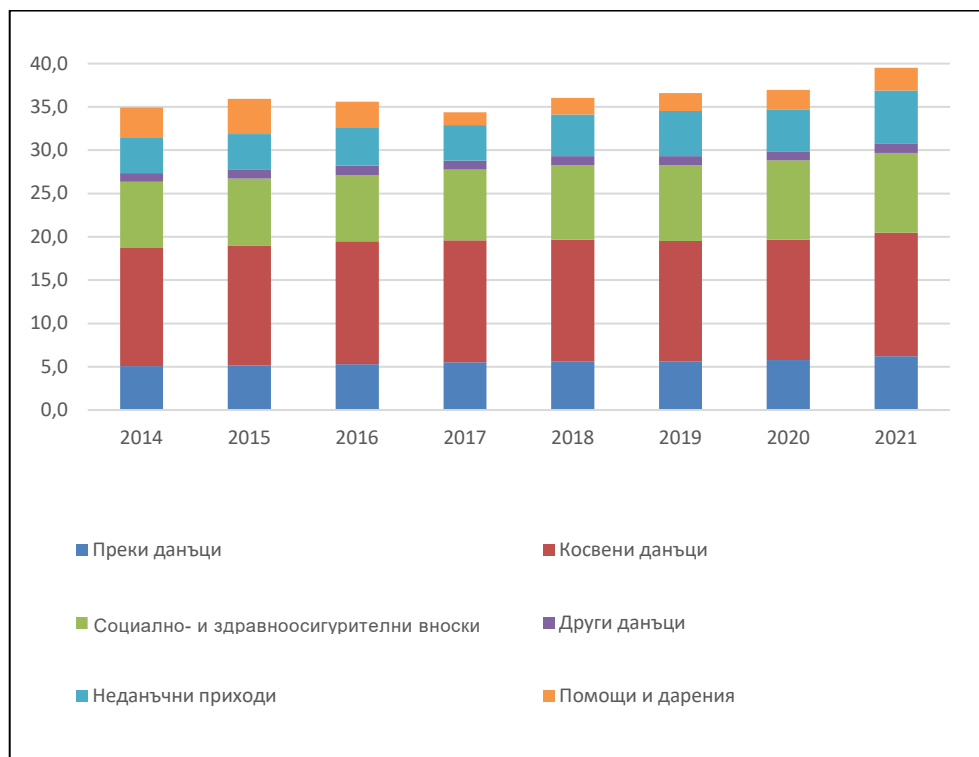
Източник: НСИ.

Фигура 9. Основни търговски партньори на България (%)

Очакванията са, че развитието на външнотърговските отношения през 2022 г. и в средносрочна перспектива ще се повлияе от две групи външни фактори. На първо място, това са цените на ресурсите, които въздействат съществено на износа и ще определят неговата ефективност и условията на търговия. Търсенето на алтернативни източници може да се отрази негативно на търговските потоци на страната. Втората група фактори са свързани с външнотърговските позиции на ЕС, в които участва и България. Присъствието в европейските глобални стойностни вериги обуславя зависимост от състоянието на икономиките на водещите търговски партньори. Предвид намаляващия дял на ЕС в световната търговия, ще се увеличи вътрешнообщественият стокообмен, в който България показва нарастващо присъствие. Това би имало положителен ефект, ако се допълни с активно участие на пазарите на трети страни, като през 2021 г. се отбелязва покачване на стокообмена със съседните държави, които са извън ЕС.

4. Държавен бюджет и фискална устойчивост. Ефекти от европейските фондове и програми

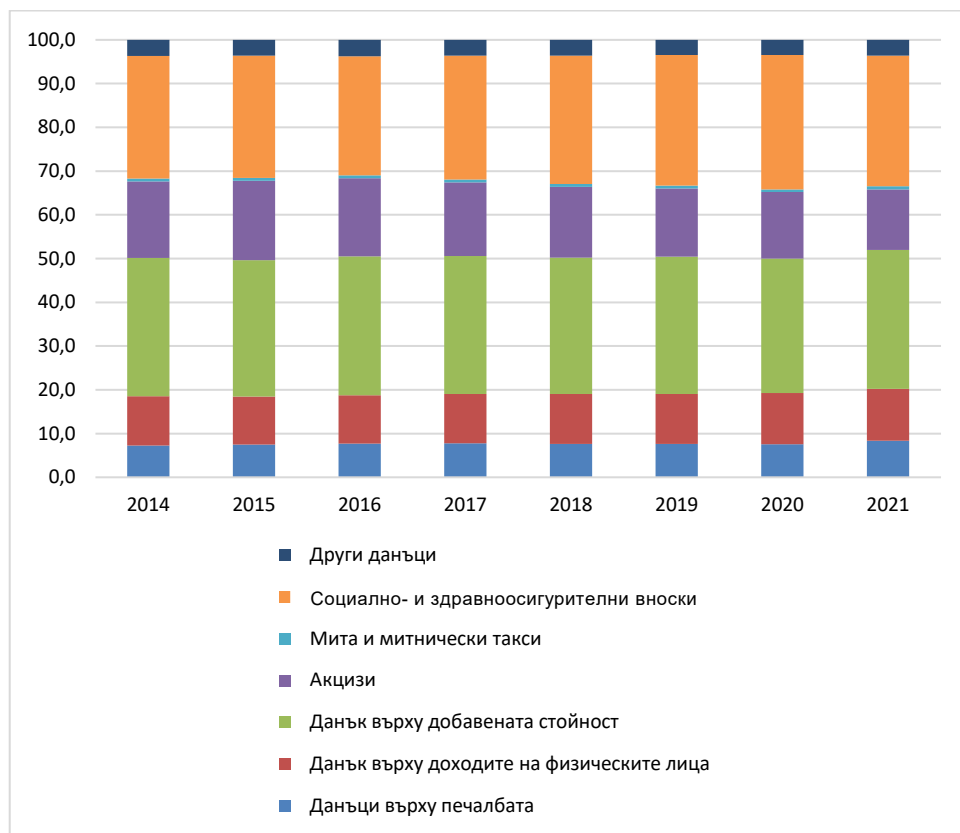
През 2021 г. бюджетните приходи и помощи възлизат на 39,5% от БВП, с което се прекъсва тенденцията, наблюдавана след 2018 г., те да се колебаят около 36-37% от БВП (фиг. 10). Регистрираният годишен растеж от 10,7% е най-висок след 2008 г., което отразява както ускоряването на икономическата активност и постепенното преодоляване на сериозното негативно отражение на здравната криза от COVID-19 през 2020 г., така и нарастващата инфлация в страната.



Източник: Министерство на финансите.

Фигура 10. Бюджетни приходи в процент от БВП, 2014 – 2021 г. (%)

Данъчните приходи също отбелязват съществен годишен растеж от 14%. Този прираст е реализиран основно по линия на по-високото потребление на домакинствата и на възстановените външнотърговски потоци след здравната криза (повишаване на приходите от косвени данъци с 2,25 млрд. лв. на годишна база), както и в резултат от предприетите дискреционни мерки от правителството в областта на социалните разходи (прираст от 1,22 млрд. лв. на приходите от социално- и здравноосигурителни вноски). Въпреки че номиналното нарастване на данъчните приходи на правителството в условията на възходяща инфлационна динамика е очаквано, то крие рискове през 2022 г. догонващият инфлацията растеж на доходите по линия на фискалната експанзия да задвижва допълнителни инфлационни процеси в България на базата именно на по-големите постъпления в държавния бюджет. Рискове са налице и по отношение на фискалната стабилност, доколкото в известна степен този висок растеж на доходите е функция на провежданата от правителството доходна и социална политика.



Източник: Министерство на финансите.

Фигура 11. Структура на данъчните приходи, 2014-2021 г. (%)

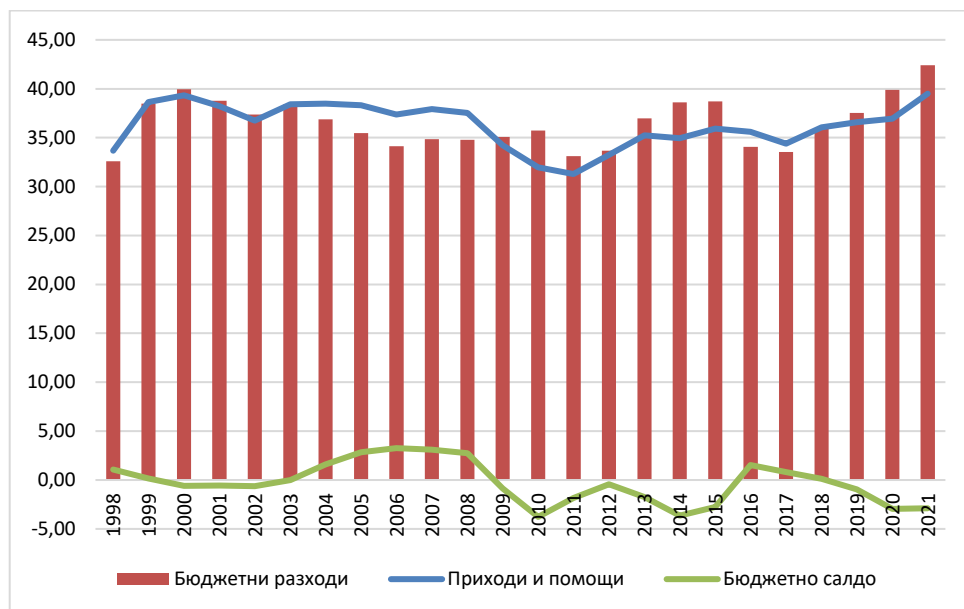
Не трябва да се пренебрегва и обстоятелството, че устойчиво в годините между 46 и 50% от общите данъчни приходи (фиг. 11) се формират от косвени данъци и тяхното манипулиране за политически или конюнктурни цели при декларирана политика за поддържане на ниски ставки по преките данъци в страната поставя правителствения капацитет за реализиране на определена разходна фискална политика в сериозно затруднение. Промените в косвеното данъчно облагане имат предимно секторни ефекти и тяхната промяна след 2019 г. не може да се разглежда като макроикономически инструмент за стимулиране на бизнеса или за запазване на покупателната способност в условията на нарастваща инфлация.

През 2021 г. неданъчните приходи се увеличават с 2,35 млрд. лв. (40,6% годишен растеж), с което се преодолява техният спад през 2020 г., предвид се-

риозните ограничения при използването на редица публични услуги, преустановяването на работата на различни търговски обекти и предприетите мерки във връзка с извънредното положение в страната за разсрочване и отлагане на плащания към общинските бюджети. Специфичен фактор, който през 2021 г. повлиява върху растежа на помощите и даренията в държавния бюджет с 28,5%, е прехвърлянето на 450 млн. лв. по Програмата за компенсиране на небитови крайни клиенти на електроенергия за периода след 01.10.2021 г. Усвояването на забавени плащания по европейските фондове и програми при приключването на програмния период 2014 – 2020 г., както и пренасочването на средства от бюджета на ЕС за преодоляване на последиците от здравната криза също оказват въздействие върху растящите правителствени постъпления от помощи и дарения.

През 2021 г. общите бюджетни разходи по консолидираната фискална програма (КФП) нарастват със 17,6% и възлизат на 42,4% от БВП (фиг. 12). Отбелязаният растеж на годишна база е най-високият след 2007 г., когато те се повишават с 21%, но като съотношение към БВП за първи път надхвърлят максимално допустимия размер от 40%⁴ според Закона за публичните финанси. С най-голям прираст сред бюджетните разходи през 2021 г. са отпуснатите правителствени субсидии, чийто размер само за 1 година почти се удвоява и достига 7,89 млрд. лв. (56,7% годишен растеж). От страна на потребителите съществен принос за тяхното повишение имат предприетите мерки за компенсиране на небитовите крайни клиенти на електрическа енергия на стойност 1,3 млрд. лв., от които 450 млн. лв. за компенсации за първото тримесечие на 2022 г. В резултат от здравната криза и през 2021 г. продължава допълнителното отпускане на средства за осъществяване на здравна дейност и медицинска помощ, както и във връзка с поддържането на програмите за субсидирана заетост (мерките „60/40“ и „80/20“ и програмата „Запази ме“), за които при актуализацията на държавния бюджет са заложили допълнителни 440 млн. лв. Реализирането на тези програми позволява задържане на безработицата в страната под 6% и запазване на работни места в много сектори на икономиката, но очаквано подхранва по-висока инфлационна среда.

⁴ Въпреки че в официални правителствени документи се реферира към „разходите по КФП (без разходите, извършвани от сметки за средства от ЕС и по други международни програми и договори, приравнени към тях, вкл. свързаното с тях национално съфинансиране)...“ (Средносрочна бюджетна прогноза за периода 2023 – 2025 г., с. 10), чл. 28(1) от Закона за публичните финанси гласи: „Максималният размер на разходите по КФП не може да надвишава 40% от БВП.“



Източник: Министерство на финансите.

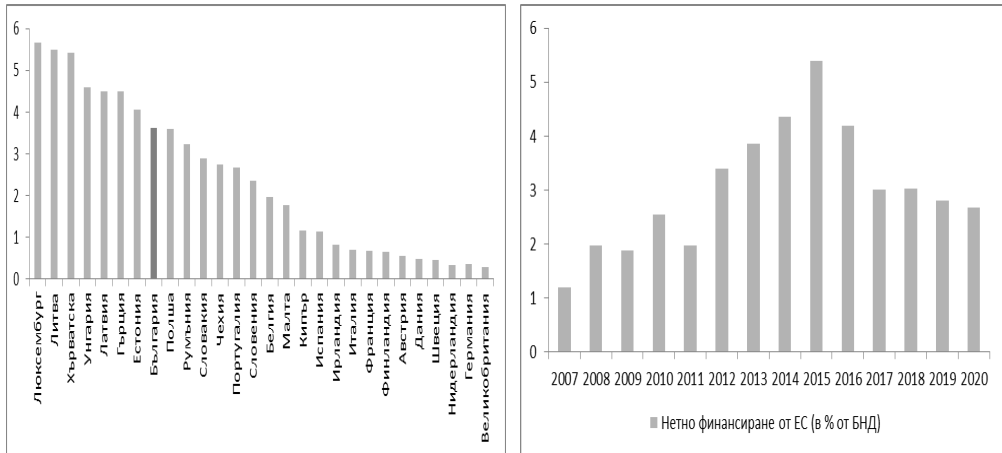
Фигура 12. Бюджетни приходи, разходи и салдо на правителството, 1998-2021 г. (% от БВП)

От една страна, фискалната експанзия през 2021 г. се насърчава по линия на допустимото според Пакта за стабилност и растеж отклонение от средносрочната бюджетна цел при прилагане на общата клауза за дерогация от 2020 до края на 2022 г. с оглед на преодоляване на извънредната икономическа и здравна ситуация, породена от пандемията от COVID-19. От друга страна обаче, над 25% от БВП през 2021 г. са изразходени от правителството за социални разходи, работни заплати и осигурителни вноски в бюджетния сектор, докато капиталовите разходи спадат с 24% на годишна база. Тези процеси задават възприетата роля на правителството като „доходен стабилизатор от последна инстанция“ в условията на политическа нестабилност, колебливо възстановяване на икономическата активност и постепенно растяща инфлация през 2021 г. И докато разхлабването на фискалните правила по линия на дерогацията на Пакта за стабилност и растеж и приемането на правила за временна държавна помощ за подпомагане на домакинствата и фирмите е общоевропейски подход за справяне с негативните последици от здравната криза, българският ракурс е ясно поставен върху наваксващата сериозното изоставане от средноевропейските равнища доходна и социална политика. Така разходната политика на правителството предизвиква натрупване на рискове за фискалната стабилност на

държавата с различен интензитет и времеви хоризонт, които към 2022 г. са допълнително изострени от военния конфликт в Украйна и от натиска върху цените на основни хранителни стоки и енергийни ресурси.

Общото бюджетно салдо по КФП през 2021 г. възлиза на -2,9% от БВП, с което за трета поредна година се реализира бюджетен дефицит. Основният фактор за това са дискреционните действия на правителството в сферата на доходната и на социалната политика и мерките за подпомагане на домакинствата и на фирмите, които са допълнително подхранени от преизпълнение на данъчните приходи спрямо първоначално очакваните бюджетни приходи през 2021 г. Първичният бюджетен дефицит е -2,4% от БВП, което показва, че натискът от страна на държавния дълг за финансиране на по-високите бюджетни разходи спрямо правителствените приходи възлиза на 0,5% от БВП и създава фискално пространство за допълнително заемане на правителствени кредити. Това често се изтъква като основание за заемане на по-експанзионистична фискална позиция. Към декември 2021 г. консолидираният дълг на сектор „Държавно управление“ възлиза на 25,1% от БВП (8,9 млрд. лв. вътрешен и 23,6 млрд. лв. външен дълг), а фискалният резерв е 10,7 млрд. лв. След средата на годината започва приоритетното емитиране на държавни ценни книжа (ДЦК) на вътрешния пазар, които възлизат на стойност 3,8 млрд. лв. От една страна, това поведение на правителството е мотивирано от политическата нестабилност и от риска от нарастване на доходността на получените заеми при външно финансиране, а от друга, правителствените действия могат да се разглеждат като квазипарична политика на частично изтегляне от банковия сектор на високата стойност от натрупани спестявания в условията на икономическа несигурност и ниско кредитиране.

През годините на членство в ЕС България заедно с други нови държави членки е нетен получател на европейско финансиране, което като дял от брутният национален доход (БНД) се утроява между 2007 и 2020 г. Оперативният бюджетен баланс на държавите от ЕС за периода след 2004 г. показва, че новите членки получават средногодишно по-голямо европейско финансиране като процент от БНД в сравнение с по-старите. С напредването на програмните периоди за някои от новоприсъединилите се страни по отношение на финансирането от европейските структурни фондове елементът на БНД прогресивно се увеличава от 0,5 до 5,7%, като за България нетното европейско финансиране достига от 1,2% през 2007 г. до 3,6% за 2020 г. През 2015 г. (последната година за плащания за предходния период и получаване на аванси за следващия период) очаквано нетното европейско финансиране достига своя пик от 6,4% от БНД (фиг. 13).



а) държави – членки на ЕС, 2020 г.

б) България, 2007 – 2020 г.

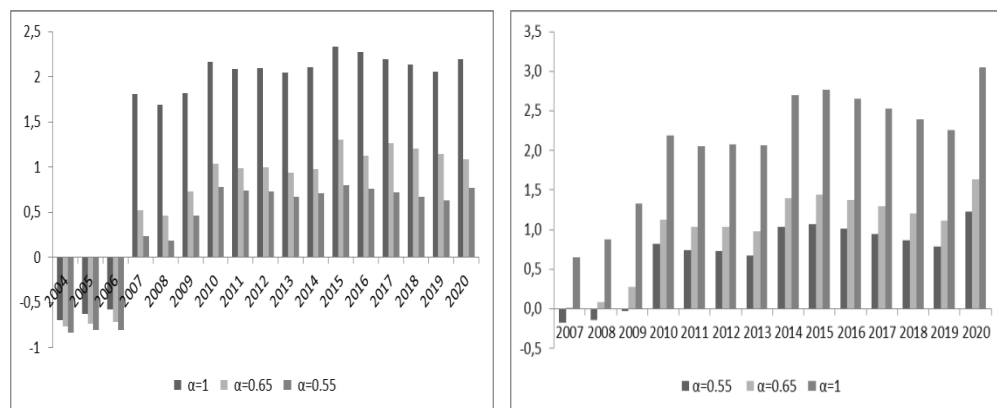
Забележка: Нетното европейско финансиране е равно на полученото европейско финансиране минус вноската в бюджета на ЕС.

Източник: Собствени изчисления, Европейска комисия (2022).

Фигура 13. Нетно европейско финансиране на държавите членки (% от БНД)

Оценките за България за генерирането на допълнителен БВП, базирани на комплексен подход като съчетание на кейнсиански модел от страна на търсене-то чрез подхода и допусканията на Rosenberg и Sierhej (2007)⁵ за „изтласкващ/усилващ“ ефект на Европейските структурни и инвестиционни фондове (ЕСИФ) върху съвкупното търсене и неокласически модел с производствена функция и макроикономическия модел на МВФ, предполагат от 1 до 3% допълнителен годишен икономически растеж и кумулативен растеж до 9-10% за целия програмен период (фиг. 146).

⁵ Методологията на Rosenberg и Sierhej (2007) използва формулата: $D = \alpha (T + NC) - C - A$, където: D е въздействието върху съвкупното търсене за всички ЕСИФ; α – заместване между европейско и вътрешно финансиране; α диапазони [0; 1]; $\alpha = 1$ (ако няма заместване); T – трансфери от ЕСИФ, A – получени авансови средства от ЕСИФ, NC – национално съфинансиране; C – вноска в бюджета на ЕС. Коефициентът на „изтласкване“ (crowding out/augmenting effect) на европейското финансиране за страните от ЦИЕ, означен с α , зависи от различните степени на заместване на финансираните от ЕС проекти с национални политики и варира между 0,55 (с ефект на „изтласкване“ от 45%) и 0,65 (с ефект на „изтласкване“ от 35%). След допълнителните изисквания ЕСИФ да допълва европейското финансиране от националните правителства (принципът на „допълнителност“ чрез национални средства) неговият принос към съвкупното търсене може да достигне 100%, а след това 1, което предполага максимално въздействие върху съвкупното търсене.



а) средно за страните от ЦИЕ

б) за България

Забележка: Двете фигури представят средния допълнителен растеж от ЕСИФ при трите коефициента на „изтласкване“ $\alpha=1$, $\alpha=0,65$ и $\alpha=0,55$.

Източник: Собствени оценки, Европейска комисия, Евростат.

Фигура 14. Фискални ефекти от европейското финансиране върху съвкупното търсене средно за ЕС и за България (% над базовия сценарий)

Инвестициите с капиталови трансфери от ЕСИФ се очаква да повишават ефективно потенциалния растеж до степен, до която се увеличава капиталообразуването с технологичните подобрения от тяхното усвояване. Въздействието върху потенциалния растеж, оценено с производствената функция, е от 0,03% в началото на програмния период до 0,79% в края му със затихващ ефект в средносрочен план, ако не се правят нови инвестиции, тъй като това допълнително капиталообразуване се обезценява във времето.⁶ Ако има слабости при изпълнението на европейските проекти, те ще попречат на приноса върху растежа от фондовете. Оценката на българското правителство чрез модела СИБИЛА е за кумулативното въздействие на ЕСИФ върху БВП над базовия сценарий за периода 2014 – 2020 г. от 9,6% върху БВП към края на 2021 г. (МФ, 2021).

В условията на пандемията от COVID-19 чрез европейско финансиране правителството подкрепя безвъзмездно бизнеса със средства в размер на 2,7% от БВП през 2020 и 2021 г. под формата на инвестиции в капитал, гаранции по заеми и инвестиционна помощ за преодоляване на текущите финансови затруднения и

⁶ Предишни оценки в Годишния доклад на Института за икономически изследвания при Българската академия на науките от 2015 г. относно въздействието на европейските структурни фондове върху дългосрочния икономически растеж в България през първия програмнен период 2007 – 2013 г. показват годишен принос към растежа на БВП от над 0,4% след 2012 г. и над 0,6% през 2014 г.

за адаптиране на дейността на МСП в контекста на кризата. За новия програмен период 2021 – 2027 г. финансовият пакет, от който България може да се възползва, е 10,9 млрд. евро. Очакванията са за забавяне на усвояването на средствата по европейските фондове и програми, предвид закъснялото одобрение на Националния план за възстановяване и устойчивост, забавянето в одобрението на Споразумението за партньорство между Република България и Европейската комисия за програмния период 2021 – 2027 г. и на програмите, насочени към изпълнение на неговите цели, както и поради ограниченията в институционалния капацитет за разработване и изпълняване на европейски проекти и вече наблюдаваната невъзможност за пълно използване на финансирането. Усвояването на средства по програмата InvestEU и Механизма за справедлив преход ще зависи и от успешното прилагане от страна на правителството на териториалните планове за справедлив преход, което, предвид показаните по-слаби резултати през програмния период 2014 – 2020 г. в сравнение с първия програмен период 2007 – 2013 г., се очаква да бъде предизвикателство.

5. Финансов сектор

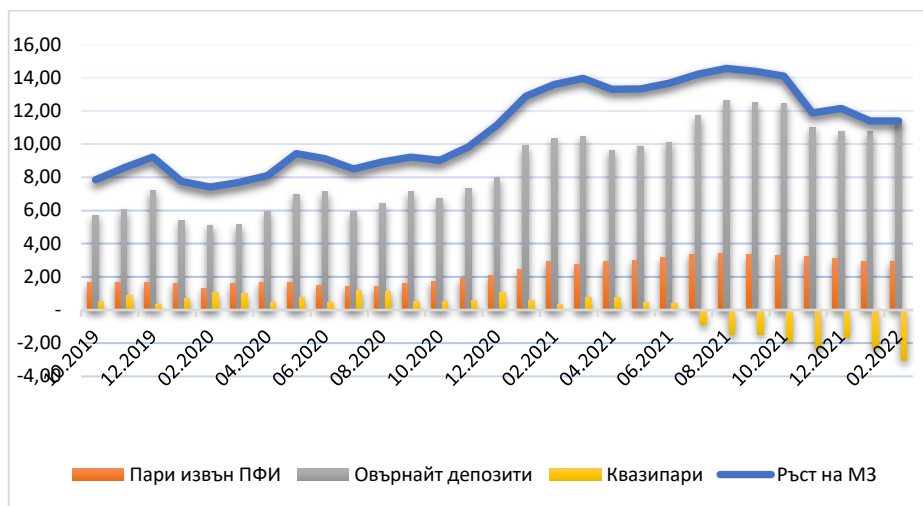
5.1. Динамика на паричните агрегати и международни валутни резерви

Промените в паричното предлагане през 2021 г. са белязани от няколко ключови фактора, сред които нарастването на парите в обращение в резултат от действието на антикризисните мерки на правителството за борба с последствията от пандемията от COVID-19, стремглаво ускоряващата се инфлация⁷ и запазващите се рекордно ниски равнища на номиналните лихвени проценти.

Паричното предлагане (паричен агрегат М3) отчита тенденция към умерена експанзия (фиг. 15), като основен двигател на създаването на пари са компонентите на паричния агрегат М1 – овърнайт депозити и пари извън парично-финансовите институции (ПФИ). Особено осезаемо е тяхното нарастване през периода юли – октомври 2021 г., като най-голям прираст и при двата компонента е отбелязан през август (овърнайт депозитите се увеличават с 12,63 млрд. лв., а парите извън ПФИ с 3,42 млрд. лв.). Една от причините за непрекъснатото нарастване на овърнайт депозитите продължава да бъде предприетата от някои търговски банки политика за преобразуване на срочните в безсрочни депозити чрез въвеждане на такса за съхранение на парични средства по разплащателни сметки, както и за преустановяване на предлагането на нови срочни депозити. До този отговор на банките се стига след година на сериозно увеличаване на спестяванията, което води до повече разходи за финансовите институ-

⁷ За периода септември 2021 г. – февруари 2022 г. инфлацията се повишава от 4,8 на 10%, което е най-високият темп на инфлация от юли 2008 г. по данни на НСИ.

ции. При квазипарите е налице устойчиво забавяне. Ускоряващата се инфлация през последните месеци на 2021 г. и първите два месеца на 2022 г. стимулира спестителите да пренасочат своите средства от банките към инвестиции в недвижими имоти и ценности, както и да държат наличности по текущи сметки.



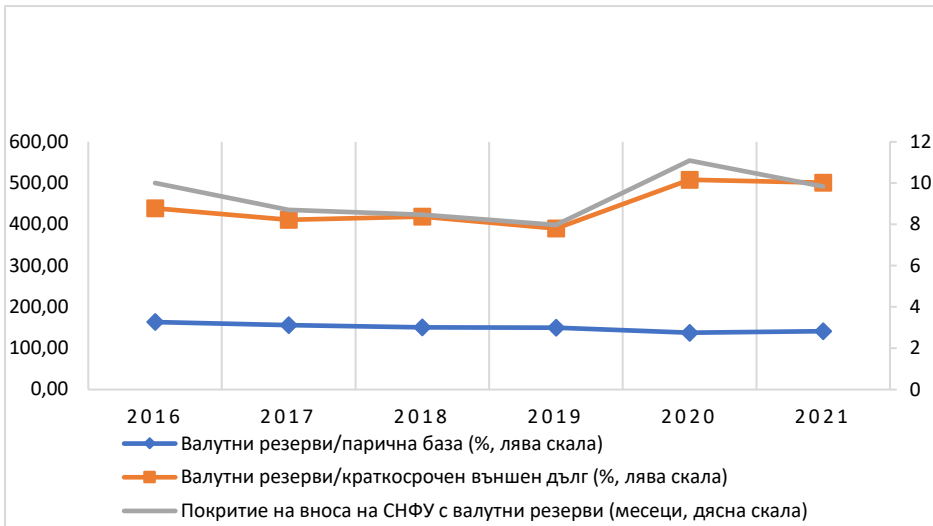
Източник: БНБ, собствени изчисления.

Фигура 15. Показатели от паричния сектор⁸ (12-месечен прираст, млрд. лв.)

Върху динамиката на компонентите на паричния агрегат МЗ влияние оказва продължаващата тенденция към изключително ниски лихвени проценти по депозитите, както и налагането на такси за депозиране парични наличности над определен праг от голяма част от българските банки, заедно с поетапното намаляване на прага, над който се начисляват такива такси. В сектора на домакинствата тези фактори в съчетание с нарастващата инфлация оказват влияние за пренасочване на част от свободните средства от спестявания към потребление или към търсене на алтернативни на депозитите възможности за инвестиране или съхранение. Същевременно през последното тримесечие на 2021 г. се наблюдава значително пренасочване на средства от бюджета към неправителствения небанков сектор. Те отразяват главно действието на антикризисните програми на правителството, извършваните по план в края на годината

⁸ Във връзка с извършен анализ на банковите продукти и в съответствие с методологическите изисквания с данните към януари 2020 г. са прекласифицирани прехвърляеми спестовни депозити от показател „депозити“, договорени за ползване след предизвестие до 3 месеца, в показател „овърнайт депозити“ на сектор „Домакинства“. Направените методологически промени са отразени в предходните години.

авансови плащания по програмите на Общата селскостопанска политика на ЕС и значителните разплащания на разпоредители с бюджетни средства, които по традиция се осъществяват в края на годината. Това е и причината за регистрираните исторически високи темпове на растеж на парите в обращение (16,27%) през периода септември 2020 г. – септември 2021 г.



Източник: БНБ, собствени изчисления.

Фигура 16. Ключови отношения за паричния съвет

В края на 2021 г. пазарната стойност на международните валутни резерви⁹ достига до 34,6 млрд. евро (67,67 млрд. лв.), т.е. повишение с 3,75 млрд. евро (7,3 млрд. лв.) в сравнение с 2020 г., като това нарастване се дължи най-вече на увеличаването на банкнотите и на монетите в обращение (фиг. 16). Следващи по принос в стойността на валутните резерви са по-големите размери на депозита на управление „Банково“ в резултат от разпределените допълнителни специални права на тираж (СПТ)¹⁰, както и на депозита на правителството в БНБ. След значителното увеличение на показателя „покритие на вноса на стоки и нефакторни услуги с валутни резерви“ през 2020 г. (11,1 месеца), дължащо се на на-

⁹ Размерът на брутните международни валутни резерви показва динамиката на финансовите потоци, реализирани при взаимодействието на външни и вътрешни икономически фактори, и според принципите на функциониране на паричния съвет е равен на балансовата стойност на пасивите на управление „Емисионно“ на БНБ.

¹⁰ През август 2021 г. БНБ получава транш от 859 млн. СПТ от МВФ. Равностойността им е около 2 млрд. лв., с които се увеличават международните валутни резерви на БНБ. С това общият размер на СПТ на БНБ възлиза на около 1,5 млрд. СПТ, или около 3,5 млрд. лв. (при 1 СПТ приблизително 2,49 лв.).

малената външна търговия на страната вследствие на ограниченията, наложени заради пандемията от COVID-19, през 2021 г. показателят регистрира стойност 9,8 месеца (фиг. 16). Покритието на паричната база с резерви се подобрява спрямо предходната година и достига 141,6%.

5.2. Състояние и развитие на банковия сектор

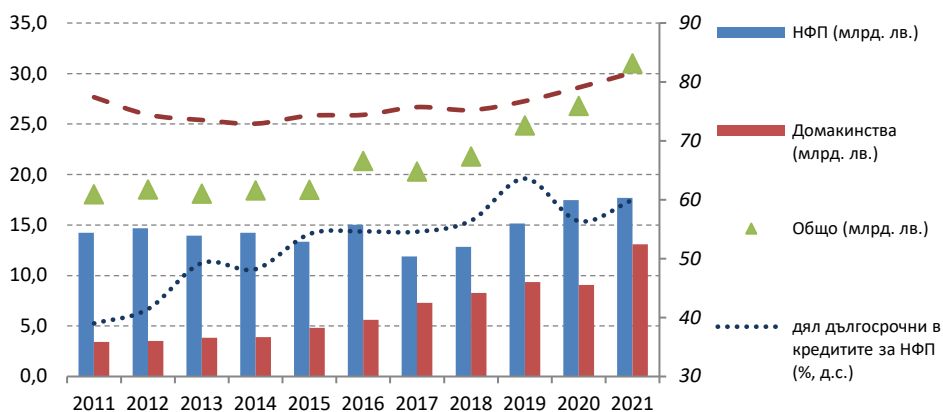
През 2021 г. банковият сектор функционира в относително устойчива среда, обусловена преди всичко от постепенното преодоляване на ефектите от пандемията. Неувереното възстановяване обаче не може да доведе до съществена промяна на нагласите на местните стопански агенти и те като цяло се запазват в преобладаващо негативна посока. В резултат от засилващата се вътрешнополитическа и външнополитическа нестабилност рискът на средата нараства и съответно предизвиква забавяне на инвестиционната активност. Военният конфликт в Украйна в началото на 2022 г. и преустановеното производство на някои базови продукти вследствие от рязкото поскъпване на енергоизточниците водят до резки колебания на борсовите котировки на суровините, както и до ускоряване на ценовите индекси, а оттам и до засилване на инфлационните очаквания и до промяна на поведението на предприятията и на населението.

Банковата система се адаптира към предизвикателствата на средата, като в условията на продължаващо понижение на лихвите компенсира свитите лихвени маржове с увеличение на таксите, както и с ограничаване на общите административни разходи, а шокът върху показателите за качество на кредитните портфейли (след падежирането на предоговорените в рамките на последното удължение на мораториума кредити) се компенсира частично от разходите за провизии. Спестяванията продължават да нарастват независимо от наложените санкции в тарифите на повечето местни банки (под формата на различни такси за наличност), които, успоредно с високите темпове на цените, извеждат на отрицателна територия реалната доходност от всички депозитни продукти. Повишаващият се риск на средата създава сериозни затруднения с пласмента на излишния ресурс и въпреки ускорената динамика на кредитирането на домакинствата ликвидните остатъци в системата продължават да нарастват. Трябва да се има предвид обаче, че делът на малките депозити не престава да се свива като израз на понижената склонност към спестяване при лицата с ограничени доходи, а активите на компаниите за бързи кредити се увеличават в резултат от миграцията на онази част от клиентската маса, чиято кредитна оценка е недостатъчна за получаване на банкови кредити.

Като цяло 2021 г. се характеризира с ускорени темпове на кредитиране на фона на все още ниските лихвени проценти (които в някои сегменти на високата ликвидност достигат отрицателни стойности), с по-малки разходи за обезценка

и начислени провизии и най-вече с подобряване на отчетените финансови резултати на банковия сектор. В условията на сериозни предизвикателства в икономическата и регулаторната среда секторът продължава да бъде устойчив, рентабилен, запазващ високи нива на капиталова адекватност и ликвидност. В непосредствен план основните тенденции в него се определят от ускорените процеси по дигитална трансформация, осигуряване на адекватна киберсигурност на фона на нарастващите заплахи, повишение на ефективността и гарантиране на необходимата база при управление на процесите и процедурите, насочени към прехода към и постигането на зелена и устойчива икономика.

Анализът на данните от паричната статистика обаче показва, че през 2021 г. тенденцията към покачване на номиналния обем кредити по нов бизнес за нефинансови предприятия (НФП) е на път да се промени (фиг. 17). След три последователни години на увеличение на обемите в сегмента с над 1 млрд. лв. статистиката отчита съвсем слаб прираст – от 17,5 млрд. лв. за 2020 г. до 17,7 млрд. лв. за 2021 г. Този обем е по-голям от отчетения през предпандемичната 2019 г. (15,2 млрд. лв.) както в абсолютно, така и в относително изражение, доколкото съотношението между обемите по нов бизнес за НФП и отчетената стойност на brutните кредити и аванси в сегмента към края на декември 2021 г. достига 43,91% при 41,53% към края на 2019 г. Незначителното нарастване може да се възприеме като признак за отслабване на досегашния тренд. Успоредно със съдържаните нагласи на бизнеса принос за отслабването на кредитната активност в корпоративния сегмент има затягането на кредитната политика на търговските банки.



Източник: БНБ, собствени изчисления.

Фигура 17. Годишни обемии на кредити по нов бизнес

Особено благоприятни тенденции се наблюдават при кредитирането на дребно (фиг. 17). Сегментът демонстрира висока активност и общият обем по нов бизнес продължава възходящата си тенденция (след нейното прекъсване през 2020 г.), достигайки 13,084 млрд. лв. за годината, което е с 4,001 млрд. лв. (или 44,2%) повече от отчетеното за 2020 г. Описаната тенденция проявява добра устойчивост във времето – на практика обемите по нов бизнес в този сегмент се увеличават постоянно от 2010 г. насам с изключение на 2020 г., когато е отчетен отрицателен прираст на стойност 277 млн. лв. Доста устойчива е и тенденцията при изменението на дела на дългосрочните кредити за домакинствата. След достигнатия минимум от 72,9% през 2014 г. това съотношение нараства ежегодно с над 1 пр.п. и през 2021 г. е 81,57% срещу 79,05% за предшестващата година. Изключение се наблюдава само през 2018 г., когато този дял намалява с 51 б.п. до 75,22% заради съкращаването на сроковете при част от сключените нови договори с граждани и домакинства в резултат от увеличението на доходите и натрупването на позитивни очаквания, но и заради частичното понижение на дела на ипотечните кредити.

През 2020 и 2021 г. жилищното кредитиране се засилва, заемайки съответно 43,38 и 44,81% срещу 37,49% за предпандемичната 2019 г. Това може да се обясни не толкова с ефектите на самата пандемия, колкото с повишаването на инфлационните очаквания вследствие не само на продължаващата политика на количествени улеснения, но и на намаляването на лихвите по спестяванията и въвеждането на санкции под формата на допълнителни такси (обикновено за поддържане на остатъци над определено ниво) по разплащателните сметки. Засилващата се активност при гражданите и домакинствата може да се обясни и със запазването на сравнително устойчиви показатели при доходите, доколкото през целия период от началото на пандемията реалният темп на разходите за възнаграждение на наетите остава положителен, а след достигнатия пик от 6,7% през 2020 г. безработицата намалява до 4,8% в края на 2021 г.

Основен принос за поддържането на високи темпове при кредитирането на дребно има интензивното нарастване на новия бизнес, който за 2021 г. достига четирикратно по-голям обем, отколкото за първите години след началото на световната финансова и икономическа криза (през 2009-2012 г. новият бизнес се движи в тесни граници – между 2,9 и 3,5 млрд. лв.). Изоставащото нарастване на брутните кредити за домакинствата с 3,586 млрд. лв. при 4,009 млрд. лв. (близо 1/5 по-голям) абсолютен прираст на обемите по нов бизнес се дължи, от една страна, на засилващото се рефинансиране, свързано с предсрочно погашение на съществуващи кредити и отпускането на съпоставима сума по „нов“ кредит от друга банка при по-изгодни условия, а от друга, на изтичането на немал-

ка част от споразуменията за около 2 млрд. лв., сключени по реда на отсрочване и уреждане на изискуеми задължения (със срок до 9 месеца след крайния срок за кандидатстване 31.03.2021 г.).

Предвижданото съществено ускоряване на инфлацията ще окаже негативно въздействие върху жизнения стандарт, особено при домакинствата с ниски доходи, при което се очаква да се създадат условия за нарастване на дела на необслужваните кредити, а оттам и за увеличаване на провизиите и понижение на показателите за рентабилност в банковия сектор. Доколкото пряката експозиция към страните, обект на санкции поради военния конфликт в Украйна, е ограничена, България не е особено застрашена от непосредствените ефекти на конфликта по отношение на банковия сектор (блокиране на трансфери, преустановяване на обслужването на кредити, запори по сметки и др.). Една от определящите тенденции през 2022 г. ще бъде увеличението на рисковата премия, което ще доведе до бързо нарастване на лихвения спред. Концентрацията в банковия сектор вероятно ще продължи да нараства, както и през целия период от началото на пандемията. Въздействие върху развитието на банковия сектор в средносрочен план ще оказва реализацията на Националния план за възстановяване и устойчивост. Очаква се българските банки да ограничат експозицията си към уязвимите отрасли, в резултат от което кредитният импулс в икономиката да отслабне и да се повиши рискът от концентрация в някои от предпочитаните (и субсидирани) сектори, например ВЕИ, информационни технологии, образование и др.

5.3. Състояние на капиталовия пазар в България

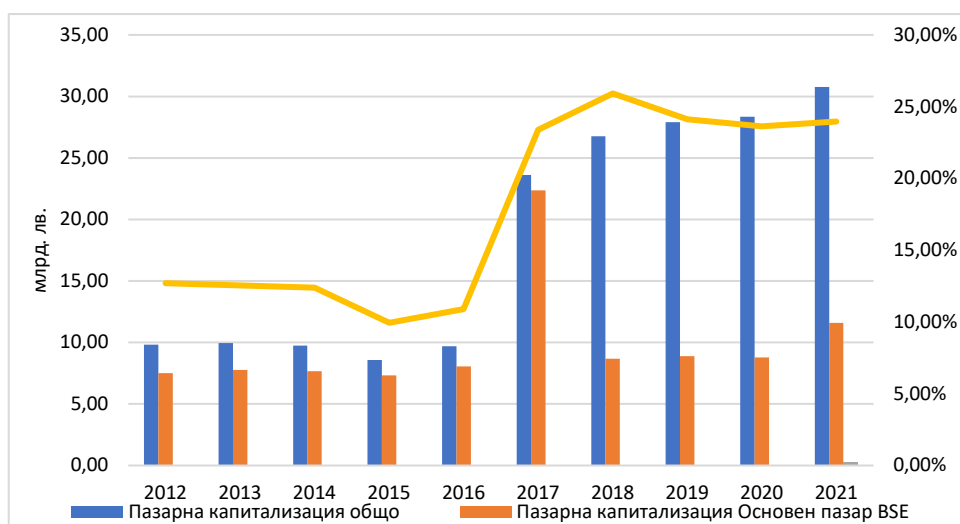
През 2021 г. Българската фондовата борса (БФБ) отбеляза една от най-успешните години в своята история, като реализираните стойности на индексите са най-високите от 8 години насам¹¹. Фиг. 18 ясно показва, че максимумът на пазарната капитализация¹² на всички изследвани пазари е достигнат през 2021 г. (30,78 млрд. лв., или 23,97% от БВП) след 4 години непрекъснат растеж.

Прави впечатление обаче, че ако до 2017 г. пазарната капитализация на основния пазар Bulgarian Stock Exchange (BSE) заема съществен дял от общата пазарна капитализация, от 2018 г. тя бележи съществен спад – непрекъснатият прираст на пазарната капитализация се дължи по-скоро на нарастването на пазарната капитализация на алтернативния пазар Bulgarian Alternative Stocks Exchange (BaSE). Историческата причина за този факт е, че от 01.11.2017 г. на

¹¹ SOFIX достига 635,68 б.п., широките BGBX40 и BGTR30 нарастват до съответно 143,68 и 682,96 б.п., а секторният BGREIT се покачва до 163,98 б.п. към края на 2021 г.

¹² Пазарната капитализация се изчислява, като общият брой акции, разпределени от компанията, се умножи по текущата пазарна цена на всяка акция.

пода на Българската фондова борса са качени 20 броя емисии ДЦК с общ номинал 5,5 млрд. лв., което прави правителството най-големия емитент на БФБ. В началото на 2021 г. на БФБ се появява пазарът за растеж Bulgarian Enterprise Accelerator Market (BEAM), който се радва на нестихващ интерес през цялата година и отбелязва пазарна капитализация от 280 млн. лв.



Източник: БФБ, собствени изчисления.

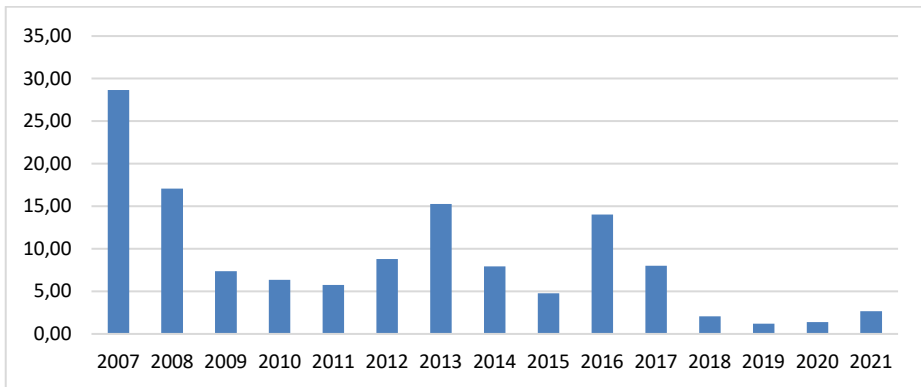
Фигура 18. Пазарна капитализация по видове пазари

През първото тримесечие на 2022 г. се наблюдава тенденция към повишение с над 50% на оборота с чужди акции на БФБ над оборота с български акции в резултат от новия сегмент MTF BSE International, който тръгва през юли 2021 г. Традиционно, българските инвеститори купуват значителен брой чуждестранни ценни книжа, но вече имат възможност да го правят на българската борса през българските инвестиционни посредници. Тъй като част от икономическите сектори са слабо представени на фондовия пазар, а други отсъстват изцяло, капиталовият пазар в страната остава недостатъчно развит.

Важен показател, характеризиращ активността на търговията на фондовия пазар, е коефициентът на ликвидност.¹³ Периодът 2012 – 2017 г. може да се определи като сравнително добър за търговската активност (фиг. 19). Тогава оборотът се движи от 5 до 15% от пазарната капитализация, а най-високите стойности са реализирани през 2013 г. (15,28%) и през 2016 г. (14,02%). След

¹³ Коефициентът на ликвидност е изчислен като съотношение между годишния оборот и пазарната капитализация.

2017 г. оборотите драстично се свиват, като през 2018 – 2021 г. стойностите се стопяват до нива 1-2%. Симеонов и Тодоров (2018) са на мнение, че пазарната ликвидност се очертава като основен проблем за развиващите се капиталови пазари, към които се отнася и българският, за разлика от големите световни борси, където пазарната ликвидност се приема за даденост. Според Йорданов (2020) липсата на ликвидност на капиталовия пазар в България е свързана с факта, че дребните инвеститори и инвестиционните посредници продават своите акции под натиска на вложителите си. Това означава, че ако не се регистрира повишение на оборота на фондовата борса, пазарът не може да предостави ликвидност на инвеститорите. Дори пазарът на недвижими имоти вероятно би предложил по-висока обращаемост, най-малкото заради естествената продължителност на живота на собствениците.



Източник: БФБ, собствени изчисления.

Фигура 19. Пазарна ликвидност на БФБ, 2012 – 2021 г. (%)

От гледна точка на реализирания оборот на основния пазар BSE водещо място сред секторите на икономиката заема „Финансови и застрахователни дейности“ с реализиран оборот от 291 млн. лв. (57% от целия реализиран оборот за 2021 г.). На следващо място е преработващата промишленост с оборот от 76 млн. лв., а след него се нарежда „Производство и разпределение на електрическа и топлинна енергия и на газообразни горива“ с реализиран оборот от 38 млн. лв. (7,47% от общия дял). Една от основните критики към БФБ през последните години е, че няма достатъчно предлагане, което да позволи разрастване на инвеститорския интерес. Част от секторите на икономиката са слабо представени на фондовия пазар, а други отсъстват изцяло. Това, от една страна, прави борсата ни непривлекателна за пенсионните фондове и за големите чуждестранни търговци, които

предпочитат да работят с големи портфейли от активи, но от друга, малките капиталови обмени са спасение за заинтересованите малки търговци.

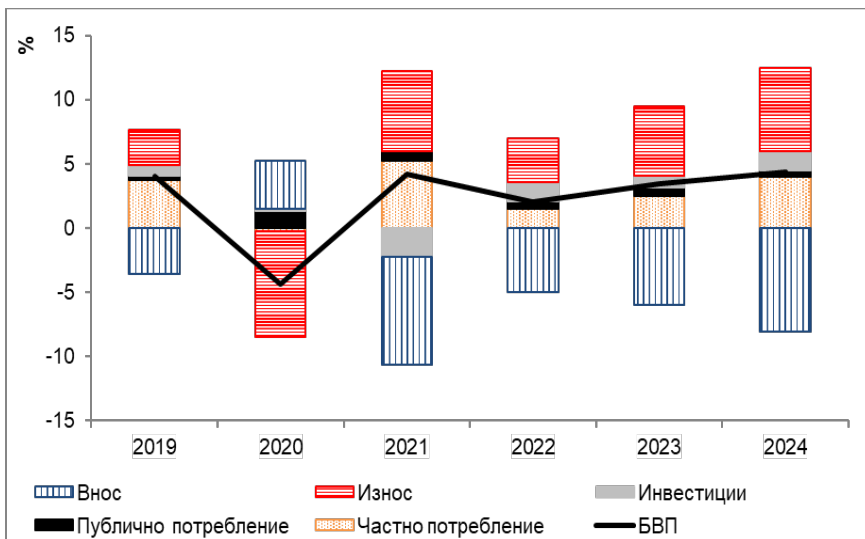
6. Макроикономически прогнози за развитието на България до 2024 г.

Разработената прогноза чрез структурен макроикономически модел се основава на допускания относно развитието в средносрочен план (до 2024 г.) по отношение на международните цени и външното търсене, както и на заложените икономически политики на правителството, очертани в Закона за държавния бюджет за 2022 г. и в средносрочната бюджетна прогноза за периода 2023 – 2025 г. Макроикономическата прогноза на Института за икономически изследвания при Българската академия на науките е изготвена въз основа на макроикономическа информация, налична към 30 април 2022 г. Прогнозните международни цени и очакванията за външното търсене се основават на доклада на МВФ за световните икономически перспективи (International Monetary Fund, 2022), публикуван през април 2022 г. Факторите, които ще оказват влияние по време на прогнозния период, могат да се обобщят в няколко направления:

- изчерпване на ефектите от експанзионистичната политика, свързана с преодоляване на последствията от пандемията. През прогнозния период динамиката на европейската и на американската икономика ще се забави. Китайската икономика също се забавя, но запазва относително високи темпове на растеж;
- изостряне на търговските отношения между основните икономически сили вследствие на военните действия в Украйна и влошаването на международната политическа обстановка;
- финансова нестабилност в развиващите се страни, дължаща се на големите обеми дълг и на политически и военни сблъсъци в много райони на света;
- финансовите потоци към страната ще се определят основно от средствата по оперативните програми и от пакета програми, свързани с европейските фондове за възстановяване и устойчивост;
- относително безпроблемно преодоляване на спирането или на съществено намаление на доставките на природен газ, суров петрол и ядрено гориво от Русия към България;
- запазване на заложените в средносрочната фискална рамка параметри и политики, по-конкретно за:
 - липса на съществени промени в данъчната система;

- по-експанзионистичен характер на фискалната политика, предвид последиците от пандемията и ефектите от военните действия в Украйна.

Предвид неблагоприятната външна и вътрешна икономическа обстановка, в средносрочен план очакваме, че икономическият растеж в България ще остане около 3,5 – 4,5% годишно и плавно ще се възстанови до средните нива отпреди пандемията (фиг. 20). Вероятно е вътрешното търсене да намалее в началото на прогнозния период, но постепенно ще се възстановява. Динамиката на потреблението ще се определя от нарастването на работните заплати, от умереното повишение на заетостта и от слабия, но все пак положителен растеж на кредитната активност в страната. Инвестициите от своя страна ще се влияят основно от напредването на програмния период и от очакванията за ускорено усвояване на европейски средства в България по Националния план за възстановяване и устойчивост. За целия прогнозен период очакваме приносът на външното търсене в икономическия растеж да остане отрицателен.



Източник: НСИ, собствени изчисления.

Фигура 20. Приноси към икономическия растеж по компоненти на крайното потребление

За целия прогнозен период очакваме инфлацията да бъде по-голяма от обичайната през последните години. Причините са предимно външни и имат слаба връзка с провежданата икономическа политика в страната, която разполага с ограничени инструменти да противодейства на инфлационния натиск. В също-

то време повишението на инфлацията би се отразило негативно върху покупателната способност на домакинствата, което ще доведе и до по-слаб растеж на потреблението. Инфлацията води и до по-високи производствени разходи, което в съчетание с общата икономическа несигурност, причинена от външната среда, ще предизвика намаление на инвестиционната активност, чиято динамика ще се определя до голяма степен от публичните капиталови разходи. През втората половина на прогнозния период се очаква възстановяване на вътрешното търсене, основаващо се на реално повишение на доходите и на намаляване на инфлационния натиск.

През прогнозния период предвиждаме заетостта в страната да продължи да се определя от темпа на икономически растеж при ограниченията, зададени от демографската ситуация. На този етап не се отчита промяна в предлагането на труд, породена от бежанската вълна от Украйна. Основанията са свързани с това, че близо 1/3 от бежанците са под трудоспособна възраст, а останалите (поне засега) не демонстрират желание за трайно установяване в България. Безработицата вероятно леко ще нарасне през първата година на прогнозния период, но ще спадне до обичайните си нива от около 5% до края му. Очакванията за динамиката на заплащането на труда са тя да остане положителна в реално изражение, но по-ниска от предходните години.

Не прогнозираме външният сектор да има съществен принос към икономическия растеж през следващите години. До края на прогнозния период обаче се предвижда подобряване на тези показатели, което изцяло ще зависи от условията на търговията, отчитащи динамиката на износните и на вносните цени.

Очакванията са, че бюджетните приходи през периода 2022 – 2024 г. ще се запазят около 39% от БВП вследствие на растящата инфлация и предприетите дискреционни мерки в областта на социалната и на доходната политика, осигуряващи по-високи постъпления по данъците върху доходите и социалните осигуровки. Предвид текущите параметри и заявки за провеждане на разходна политика на правителството, много е вероятно делът на бюджетните разходи по консолидираната фискална програма да продължава да расте. Очаква се бюджетният дефицит да продължи да се увеличава като процент от БВП и постепенно да се свива до 3% от БВП до 2024 г. При подобно развитие на бюджетните показатели присъединяването на България към Евроразоната през 2025 г. изглежда силно затруднено, ако се запазят сегашните параметри на Маастрихтските критерии.

Предвид цялостната макроикономическа картина, кредитирането в икономиката (по отношение както на домакинствата, така и на фирмите) ще се забави в началото на прогнозния период, с тенденция към плавно покачване по-нататък.

Влияние за това оказват и решенията на Българската народна банка за поетапно увеличение на нивото на антицикличния капиталов буфер.

Рисковете и последиците от възможна ескалация на конфликта между Русия и Украйна и евентуалното му прерастване от локален в глобален ще бъдат от такова естество, че ще обезсмислят всякакви прогнози и затова няма да бъдат разглеждани. Глобалните рискове, свързани с инфлацията, са несиметрични и определено са във възходяща посока, а България ще е по-скоро „вносител на инфлация“. Тук влияние ще оказва не само нестабилната икономическа среда, но и натрупаната през предишните години огромна ликвидност и значителните нива на публична задлъжнялост, водещи до високи инфлационни очаквания. Рисковете конкретно в България се увеличават от липсата на парични инструменти за противодействие. В по-оптимистичен план бързото разрешаване на конфликта в Украйна и активизирането на програмите, свързани с европейските фондове, могат допълнително да ускорят икономическия растеж, но вероятността на практика е малка.

Препоръки

При така очертаните процеси и тенденции в българската икономика могат да се отправят следните препоръки към икономическата политика в страната:

Относно овладяване на ценовата динамика:

- Върху вътрешно обусловените фактори за високата ценова динамика може да се въздейства чрез ефективно използване на финансовите средства по линия на Националния план за възстановяване и устойчивост за реформиране на енергийния сектор в България, както и чрез ефективен институционален контрол върху цените на горивата, енергийните ресурси, стоките от малката потребителска кошница и медицинските услуги при съмнения за ценова спекула. Трябва да се приоритизират усилията за диверсификация на доставчиците на газ и на петрол, както и възможността да се правят общи доставки за целия ЕС.
- Използването на промените в косвеното данъчно облагане (ДДС и акцизи) като антиинфлационен инструмент зависи от механизмите на правителството да контролира цените, които с изключение на административно определяните са почти нулеви. Промени в данъчните ставки трябва да се основават на цялостна визия за структурата на данъчната система в страната и не може да се използват като антиинфлационен инструмент, чиито ефекти са ограничени и до голяма степен зависят от наличието на „сиви практики“ в съответните сектори на икономиката.

Относно запазване на доходите и на заетостта:

- Покупателната способност на домакинствата може да се подкрепи чрез въвеждане на необлагаем данъчен минимум върху доходите на физическите лица, както и чрез ускорено усвояване на средствата от Националния план за възстановяване и устойчивост, което ще позволи разкриването на нови работни места. В тази насока са необходими специални мерки за активизиране на инвестиционната среда в страната, което може да се осъществи и чрез увеличаване на капиталовите разходи на правителството.
- Важно значение за възходящото развитие на икономиката имат мерките за предотвратяване на поредна вълна от COVID-19, което може да бъде постигнато чрез реална и ефективна подготовка на здравната система и въвеждане на превенция на вирусната инфекция чрез ваксинация на населението. Ограничаването на пандемичните процеси изисква осигуряване на най-новите медикаменти за лечение на COVID-19.
- При постепенно прекратяване на действието на антикризисните програми („60/40“, „80/20“ и „Запази ме“) трябва да се намери механизъм за подкрепа на активните политики на пазара на труда за сметка на схемите за субсидирана заетост, чиято ефективност е много по-ограничена. Акцентът на политиките на пазара на труда трябва да е върху програми за наемане на младежи и на продължително безработни лица, вкл. по линия на активно използване на европейско финансиране.
- Споделената отговорност между частния сектор и правителството за работните места е по-добрият вариант за провеждане на фискална политика спрямо директното отпускане на обезщетения и социални помощи, които в краткосрочен план поддържат покупателната способност на домакинствата, но нямат капацитета за динамизиране на вътрешното търсене и осигуряване на бюджетни приходи.
- Високата степен на отвореност на българската икономика обуславя предприемането на активни действия в подкрепа на международната конкурентоспособност на българските фирми чрез засилване на експортното кредитиране и застраховането, вкл. чрез финансовите инструменти на ЕС. Това ще способства за въвеждането на климатичните изисквания на Зеления пакт при осъществяването на външнотърговските дейности и за постигането на климатична неутралност, като същевременно, предвид високата обвързаност с европейските вериги за доставки, ще осигури необходимата подкрепа за технологичното обновяване в рам-

ките на вътрешния инвестиционен процес.

- Препоръчват се целенасочени действия за утвърждаване на капиталовия пазар като канал за привличане на инвестиции чрез използването на възможностите на дигитализацията и новите финансови технологии за оптимизиране на създадените бизнес модели. Трябва да бъдат предприети мерки за повишаване на инвестиционния интерес на участниците на капиталовия пазар към сегментите, свързани с устойчивите финанси, енергийната ефективност, възобновяемата енергия, чистия транспорт, зелените сгради и продукти, създадени от кръговата икономика.
- Необходимо е да се предприемат активни действия за стимулиране на набирането на капитал от МСП чрез активното им участие на капиталовия пазар. Може да се използва възможността „Фонд мениджър на финансови инструменти в България“ да извършва своите инвестиции през ВЕАМ пазара, което ще създаде предпоставки за ограничаване на инвестициите на фонда и за привличане на обществено финансиране.

Относно запазване на фискалната стабилност:

- Необходимо е да се осигурят устойчиви приходоизточници с ниска циклична зависимост, което изисква мерки за развиване на бизнес средата, реципрочни на социалните, например: създаване на условия за по-широко кредитиране на малките и средните предприятия, издаване на държавни гаранции по инвестиционни проекти и държавногарантирано кредитиране, осъществяване на публично-частни партньорства, както и успешно реализиране на проекти с европейско финансиране и по линия на Механизма за възстановяване и устойчивост на ЕС.
- Предвид растящите цени и очакваното повишаване на лихвените проценти, неяснотите относно развитието на военния конфликт в Украйна, евентуалното разрастване на бежанската криза или необходимостта от допълнителни разходи за отбрана, се препоръчва подкрепата от страна на фиска по отношение на доходите в България да бъде в по-голяма степен диференцирана и основана на ясни критерии за компенсиране на покупателната способност на определени групи от населението, което ще позволи осигуряването на достатъчно бюджетни буфери.
- При актуализацията на държавния бюджет трябва да се заложи на по-предпазлива разходна политика, която да е в състояние с акумулираните средства от приходи да покрие непредвидени разходи – както по линия на усложнената международна обстановка и на неяснотите относно окончателното преодоляване на пандемията от COVID-19, така и пред-

вид необходимостта от стимулиране на инвестиционната активност в страната. При регистрираното забавено приемане на Националния план за възстановяване и устойчивост може да се наложи осигуряване на бюджетни средства за предотвратяване на съществено забавяне при реализацията на планираните проекти.

- Силно ограниченото влияние на правителствените инвестиции върху реалната икономика не съдейства за изграждането на производствен капацитет за догонващо развитие и за сближаване с държавите – членки на ЕС и на Еврозоната. Осигуряването на прозрачно използване на публичния ресурс и ускореното усвояване на средствата по Националния план за възстановяване и устойчивост са ключови предпоставки за динамизиране на инвестициите в България, които съществено изостават през последните години.
- Разработването на университетски и други програми, насочени към подобряване на административния капацитет на публичния и на частния сектор, би подобрило подготовката на кадри за изпълнение на проекти с европейско финансиране. Това е ключово за преодоляване на все още ограничения капацитет за предлагане на добри проекти и за постигане на съгласуваност в действията на публичния и на частния сектор като бенефициенти и на националните органи за управление на средствата от европейските структурни и инвестиционни фондове.
- Въпреки че при съпоставка с останалите държави от ЕС и Еврозоната правителственият дълг остава нисък, не бива да се пренебрегват неблагоприятните демографски тенденции в страната и очакваното постепенно свиване на броя на работната сила, които в дългосрочна перспектива ограничават възможностите за понасяне на по-висока дългова тежест.

Конфликт на интереси

Авторите декларират липса на конфликт на интереси.

Използвана литература:

- International Monetary Fund. (2022). *War Sets Back the Global Recovery*. World Economic Outlook. Available at <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022>.
- Rosenberg, Ch., Sierhej, R. (2007). Interpreting EU Funds Data for Macroeconomic Analysis in the New Member States. *IMF Working Paper WP/07/77*. International Monetary Fund, Washington DC.
- Simeonov, S., Todorov, T. (2018). Formirane na investitsionen profil za aktsii, targuvani na Balgarskata fondova borsa za perioda avgust 2016 – dekemvri 2017. *Ikonomika* 21, 8(1), 86-116. [Симеонов, С., Тодоров, Т. (2018). Формиране на инвестиционен профил за акции, търгувани на Българската фондова борса за периода август 2016 – декември 2017. *Икономика* 21, 8(1), 86-116] (*in Bulgarian*).
- Yordanov, Y. (2020). Razvitie i sastoyanie na balgarskiya kapitalov pazar. V: *Godishnik na Stopanska akademiya „D. A. Tsenov“*, T. SHXIII. Svishtov, 7-56. [Йорданов, Й. (2020). Развитие и състояние на българския капиталов пазар. В: *Годишник на Стопанска академия „Д. А. Ценов“*, Т. СХХIII. Свищов, 7-56] (*in Bulgarian*).

Димитър Златинов е доктор по икономика, доцент в Института за икономически изследвания при Българската академия на науките и преподавател в катедра „Икономика“ на Стопанския факултет на СУ „Св. Климент Охридски“, d.zlatinov@iki.bas.bg (автор за кореспонденция).

Искра Христова-Балканска е доктор по икономика, професор в Института за икономически изследвания при Българската академия на науките.

Победа Луканова е доктор по икономика, професор в Института за икономически изследвания при Българската академия на науките.

Емил Панушев е доктор по икономика, професор в Института за икономически изследвания при Българската академия на науките.

Виктор Йоцов е доктор по икономика, доцент в Института за икономически изследвания при Българската академия на науките.

Григор Сарийски е доктор по икономика, доцент в Института за икономически изследвания при Българската академия на науките.

Соня Георгиева е доктор по икономика, главен асистент в Института за икономически изследвания при Българската академия на науките.

Яна Пальова е доктор по икономика, главен асистент в Института за икономически изследвания при Българската академия на науките.

Цветомир Цветков е доктор по икономика, главен асистент във Философския факултет на СУ „Св. Климент Охридски“.

Dimitar Zlatinov, PhD, is an Associate Professor at the Economic Research Institute at the Bulgarian Academy of Sciences, and a lecturer at the Department of Economics, Faculty of Economics and Business Administration, Sofia University St. Kliment Ohridski, d.zlatinov@iki.bas.bg (corresponding author).

Iskra Christova-Balkanska, PhD, is Professor at the Economic Research Institute, Bulgarian Academy of Sciences.

Pobeda Loukanova, PhD, is Professor at the Economic Research Institute, Bulgarian Academy of Sciences.

Emil Panusheff, PhD, is Professor at the Economic Research Institute, Bulgarian Academy of Sciences.

Viktor Yotzov, PhD, is Associate Professor at the Economic Research Institute, Bulgarian Academy of Sciences.

Grigor Sariisky, PhD, is Associate Professor at the Economic Research Institute, Bulgarian Academy of Sciences.

Sonya Georgieva, PhD, is Chief Assistant Professor at the Economic Research Institute, Bulgarian Academy of Sciences.

Yana Paliova, PhD, is Chief Assistant Professor at the Economic Research Institute, Bulgarian Academy of Sciences.

Tsvetomir Tsvetkov, PhD, is Chief Assistant Professor at the Faculty of Philosophy, Sofia University St. Kliment Ohridski.

THE BULGARIAN ECONOMY IN 2021 – 2022 – BETWEEN ECONOMIC RECOVERY AND STAGFLATION CONCERNS

Abstract: The paper examines the current state and development of the Bulgarian economy in 2021 and early 2022. The main sectors of the economy (real, fiscal, foreign, and financial) are examined, and the labour market is analysed. We assess the current policies being implemented in Bulgaria, considering regional and global developments and trends. Based on specific conclusions, we make recommendations for mitigating high-risk price dynamics, preserving incomes and employment, and ensuring fiscal stability. Employing a structural macroeconomic model, a reasoned medium-run macroeconomic scenario is proposed, reflecting different assumptions about both the dynamics of the external economic environment and the expected economic policies. The analysis of the macroeconomic situation and projections for the development of the Bulgarian economy are based on key factors such as accelerating inflation, uncertainties surrounding the epidemic situation caused by COVID-19, geopolitical turbulences in the region, and the expected acceleration of investment activity through the implementation of the projects of the National Recovery and Resilience Plan.

Keywords: economic dynamics; labour market; fiscal sustainability; EU funds and programmes; foreign trade; banking sector; capital market

JEL codes: E2; E44; E47; E60

Как да се цитира тази статия:

How to cite this article:

Zlatinov, D. et al. (2023). Balgarskata ikonomika prez 2021 – 2022 g. – mezhdu ikonomicheskoto vazstanovyavane i opasniyata za stagflatsiya. (The Bulgarian economy in 2021 – 2022 – between economic recovery and stagflation concerns). *Economic Thought Journal*, 68(2), 123-162 (in Bulgarian).
<https://doi.org/10.56497/etj2368201>