

Икономически проучвания

Българската икономика през 2015 година



19 Март 2015

“Идва ли краят на дефлацията?”

- Докато рискът от класическа самовъзпроизвеждаща се дефлационна спирала остава ограничен, продължаващият вече втора година спад в цените е лоша новина за българската икономика.
- Поредицата от шокове свързани с предлагането в комбинация с факта, че икономиката продължава да работи значително под пълния си потенциал са основните причини за спада в цените.
- Цените на горивата ще продължат да имат негативен принос към общото ценово равнище през оставащите месеци до края на 2015 година. Това обаче ще се промени от началото на 2016 година.
- Ако не се стигне до нов спад на външно зададените цени на основните селскостопански продукти, цените на храните би трябвало до се стабилизират и след като се движат разнопосочно през по-голямата част на 2016 г., също да започнат да отчитат положителен принос към ИПЦ.
- Базисните цени ще останат в отрицателна територия най-дълго, но към края на 2016 година, и те ще се стабилизират, в резултат на постепенното ускоряване на икономическия растеж и заетостта.
- Макар и бавно периодът на много ниска инфлация и дори на спад в цените приближава края си. След като се върнат на положителна територия в началото на 2016 година цените ще останат на подтиснати нива за период от около две години, преди в началото на 2018 година да се доближат до препоръчителните за развиваща се икономика като българската стойности от около 2.5 -3.5% ръст на годишна база.

Автор: Кристофор Павлов, Главен икономист за България (УниКредит Булбанк),
kristofor.pavlov@unicreditgroup.bg

Идва ли краят на дефлацията?

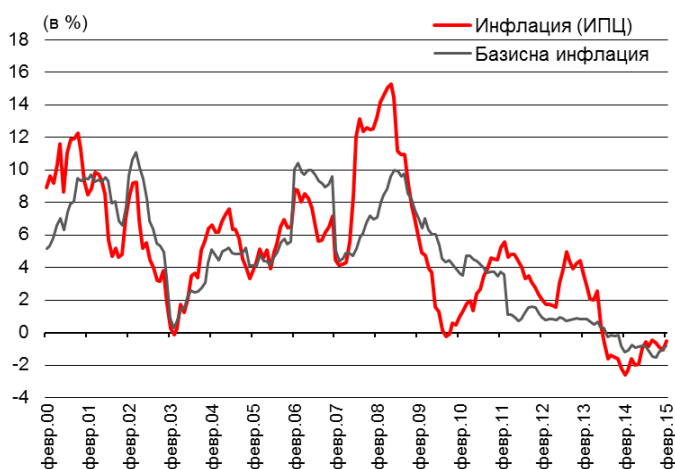
Докато рискът от класическа самовъзпроизвеждаща се дефлационна спирала остава ограничен, продължаващият вече втора година спад в цените е лоша новина за българската икономика поне поради две причини. На първо място, спадът в цените увеличава реалната тежест на съществуващия дълг и реалните лихвени проценти, които заемополучателите плащат. Това затруднява редуцирането на задлъжнялостта и се превръща във фактор, който пречи на процеса на възстановяване. На второ място, докато спадът в цените е болезнен сам по себе си, той помага за коригиране на относителните цени и по този начин за подобряване на експорта и текущата сметка. Когато, обаче инфлацията е ниска не само в България, но и в повечето страни, в които изнасяме и с които се конкурираме за едни и същи експортни пазари, то тогава корекцията в относителните цени протича по-болезнено, тъй като всяка единица корекция в относителните цени изисква по-голям спад в цените в българското стопанство.

В тази публикация, ще разгледам какво стои зад спада в цените от последните две години и ще се опитам да отговоря на въпроса кога ще видим краят на периода на дефлация в българското стопанство?

Първата особеност която заслужава внимание е, че не за първи път българската икономика преминава през период на спад в цените, в който Индекса на потребителските цени (ИПЦ) се оказва в отрицателна територия на годишна база. След като в годините на бум от 2006-08 година цените достигат неустойчиво високи нива, от септември 2008 година - когато започва спадът в агрегираното търсене предизвикан от глобалната финансова и икономическа криза - до март 2009 година цените продължават да нарастват, но темповете се забавят до около 3.6% на годишна база (виж Графика №1). След това, за кратък период от около половин година, от март до август 2009 година цените спадат с 1.8% преизчислени на годишна база. Следва продължителен период от три и половина години между септември 2009 година и февруари 2013 година, в който цените отново се връщат към ръст от 3.3% средногодишно, за да се стигне до периода на последните две години, когато от март 2013 година до сега, цените спадат с 1.5% средногодишно.

Любопитното е, че и през двата периода на спад, свиването на цените протича с приблизително идентична скорост от 1.8% годишно през първия и 1.5% до сега през втория период. Но тук приликите свършват. Спадът в цените продължава едва шест месеца през първия период, докато през втория период, без да е завършил, продължава вече две години. Втората особеност, която прави двата периода различни е, че спадът в цените през втория период е по-широко базиран. Докато през първия период делът на позициите, които влизат в кошницата от стоки и услуги използвани за измерване на ИПЦ отчитащи спад на годишна база достига максимална стойност от 57% (ноември 2009 година), то през втория период този дял достига 70% (през април 2014 година - виж Графика №2). Интересно е да се отбележи, че след първия сравнително кратък период на спад динамиката на цените бързо се нормализира, като средногодишният ръст се стабилизира на ниво от малко над 3% годишно, докато скоростта, с която ще наблюдаваме да се нормализира динамиката на цените след приключването на продължаващия и в момента период на спад, все още предстои да разберем.

Графика №1: Инфлация (ИПЦ) и базисна инфлация - промяна на годишна база



Графика №2: Относителен дял на позициите със спад в цените от кошницата от стоки и услуги на ИПЦ



Източник: НСИ, УниКредит Булбанк Икономически проучвания

Какви са причините за спада в цените през последните две години е ключов въпрос, който ще ни помогне да разберем повече за перспективата, пред която стоим от тук нататък. Графики №3 и особено Графика №4 хвърлят известна светлина върху това, като показват приноса към спада на ИПЦ на трите основни компонента – цени на енергията, цени на храните и цени на всички останали стоки и услуги, които са включени при изчисляването на ИПЦ или така наречените „базисни цени“. Данните сочат, че спадът в ценовите равнища от последните две години първоначално е предизвикан от намаляването на административно регулираните цени на електроенергията за домакинствата и от спада във външно зададените цени на храните през втората половина на 2013 година. След септември 2013 година, обаче базисните цени също навлизат в отрицателна територия, като първоначално техният принос към спада на ИПЦ е скромен, но постепенно нараства, като в края на 2014 и началото на 2015 година спадът в ИПЦ вече почти изцяло се дължи на намаляващи базисни цени. Така три-четвърти от спада в цените от последните две години се дължи на външно зададените цени на горивата и храните (по-точно 59% на енергията и 17% на храните), докато оставащата една четвърт се свързва със спада в базисните цени.

Графика №3: Базисна инфлация, енергийни и хранителни стоки и услуги (промяна на годишна база)



Графика №4: Инфлация (ИПЦ) и принос на основните групи стоки и услуги (промяна на годишна база)



Източник: НСИ, УниКредит Булбанк Икономически проучвания

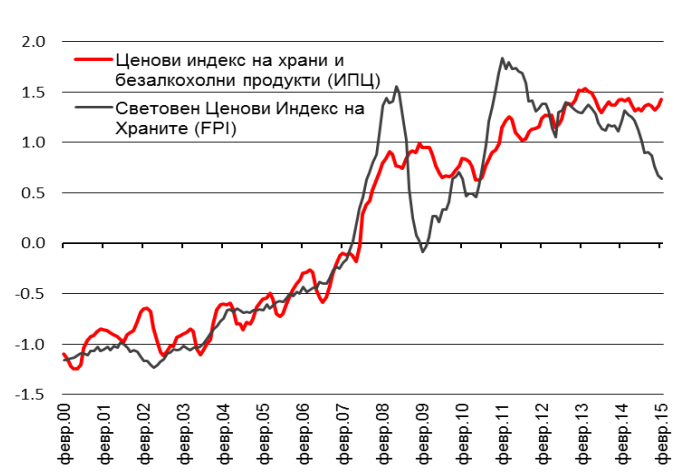
Казаното до тук позволява да се открият две основни причини за спада в цените. На първо място това са поредицата от шокове свързани с предлагането, които в случая с цените на горивата и храните са предизвикани от външни за българското стопанство обстоятелства. Постепенно обаче спадът става по-широко базиран като обхваща и една немалка част от базисните цени, които като правило се характеризират с по-ниска волатилност. От една страна това се обяснява с факта, че спадът в цените на енергията и горивата с известно забавяне се просмуква и към останалите цени в икономиката, от друга страна, обаче спадът в базисните цени, а с това и на общото ценово равнище, се дължи и на циклични фактори, или с други думи на това, че икономиката продължава да работи значително под пълния си потенциал вече седма поредна година, което е и втората същностна причина за спада на ИПЦ¹.

Какво означава всичко това за динамиката на ИПЦ от тук нататък? Що се отнася до цените на горивата, нашият основен сценарий предвижда цените на суровия петрол тип брент да се възстановят постепенно в хода на годината до около 65 щатски долара за барел в края на 2015 година и по-нататък до около 75 щатски долара за барел в края на 2016 година (виж Графика №5). При курс от 1.05 щатски долара за едно евро в края на тази и 1.10 съответно в края на следващата година, цените на горивата ще продължат да имат негативен принос към общото ценово равнище през голямата част от оставащите месеци до края на 2015 година. Те обаче ще започнат да имат умерен положителен принос на годишна база към общото ценово равнище от началото на 2016 година².

Графика №5: Цена на суровия петрол и принос на горивата към ИПЦ (промяна на годишна база)



Графика №6: Световен ценови индекс на храните FPI и Храни и безалкохолни напитки (ИПЦ), нормализирани



Източник: FAO, EIA, НСИ, УниКредит Булбанк Икономически проучвания

Ако не се стигне до нов спад на външно зададените цени на основните селскостопански продукти, което не е част от нашия основен сценарий, и след известен спад в цените през следващите няколко месеца в резултат на сезонни фактори, цените на храните (виж Графика №6) също би трябвало да се стабилизират и след като се движат разнопосочно през по-голямата част на следващата година, също ще започнат да имат положителен принос към общото ценово равнище към края на 2016 година.

¹ Наличието на слаба инерция в икономиката се потвърждава от широк набор от други статистически данни, като се започне с данните за БВП и се стигне до тези за пазара на труда и ръста на паричните и кредитните агрегати.

² В централния ни сценарий залагаме и ръст от 4% и от 7% в цените на електроенергията за домакинствата през тази и следващата година.

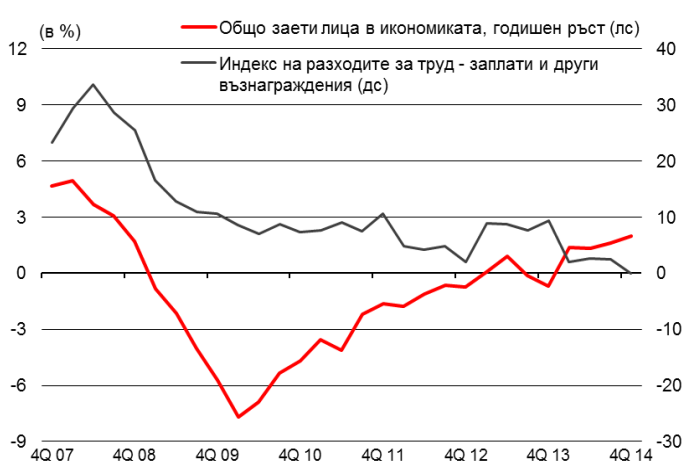
Промяната в базисните цени ще зависи от комбинираното въздействие на няколко фактора, които в периода на прогнозата често ще имат поведение различно от това наблюдавано в миналото.

Един такъв фактор е ценовият натиск, който се материализира в хода на производствения процес. Графика №7 дава индикации как работи това, като сравнява промените в общото ценово равнище, измерено чрез ИПЦ, и промените в цените на производител, които отчитат цените, на които производителите продават продуктите си на търговците на дребно и едро. Както Графика №7 сочи исторически цените на производител се движат в много по-широки граници спрямо потребителските цени, като връзката по никакъв начин не е механична. Все пак, като се има предвид спадът в цените на производител от последните няколко месеца, изглежда ще бъдем свидетели на известно пренасяне на този спад и върху потребителските цени, поне през първата половина на текущата година.

Графика №7: Индекс на потребителските цени (ИПЦ) и Индекс на цени на производител (промяна на годишна база)



Графика №8: Годишна промяна на броя на заетите и Индекса на разходите за работна сила



Източник: Евростат, НСИ, УниКредит Булбанк Икономически проучвания

Списъкът с фактори, които ще действат в противоположната посока, обаче е далеч по-дълъг. За начало, понижението в стойността на еврото измерена в други твърди валути и най-вече в щатски долари ще води до по-високи цени на редица вносни стоки през тази година, като тук се включват не само електрониката и стоките за бита, които идват от Азия и традиционно се заплащат в щатски долари, но и цените на редица базисни суровини, които се влагат в процеса на производство, което, от своя страна, ще помогне за пречупването на настоящата тенденция на спад в цените на производител.

Случващото се на пазара на труда също сочи, че ИПЦ скоро може отново да започне да нараства, като се има предвид, че възстановяването на заетостта, на което бяхме свидетели през изминалата година, се очаква да продължи и през тази, макар и с малко по-скромни темпове (виж Графика №8). Забавящите се темпове на нарастване на разходите за работна сила (виж Графика №8), които наблюдавахме през последните две години и особено през 2014 година бяха консистентни със забавяне на ръста и дори спад в ИПЦ. Но тази тенденция вероятно ще започне да се преобръща в период на прогнозата, тъй като макар и със значително забавяне увеличаването на заетостта, което е в ход вече повече от година, би трябвало да доведе и до натиск за увеличаване на разходите за труд.

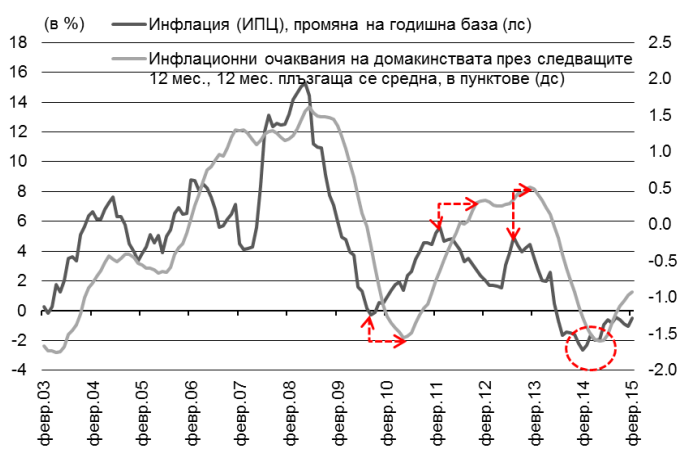
Четвърти фактор, който вероятно ще действа в същата посока са инфлационните очаквания. Както показват Графики №9 и №10 очакванията както на стопанските ръководители, така и на домакинствата са

за постепенно отслабване на дефлационния натиск и за преобръщане на тренда. Графики №9 и №10 също така сочат, че предсказващата сила на инфлационните очаквания в България е доста голяма. Все пак трябва да сме предпазливи, не само защото връзката между очаквания и цени не е механична, но и защото за бъдещите ценови равнища най-важни са средносрочните очаквания - тоест тези за следващите две до четири години, с които са свързани и повечето важни решения за покупка на домакинствата – докато ние разполагаме единствено с оценки за очакванията на стопанските ръководители за следващите три месеца и за тези на домакинствата за следващите дванадесет месеца.

Графика №9: Инфлация (ИПЦ) и инфлационни очаквания (среднопретеглени според ESI)



Графика №10: ИПЦ и инфлационни очаквания на домакинствата (нормализирани, 12 мес. плъзгаща средна)



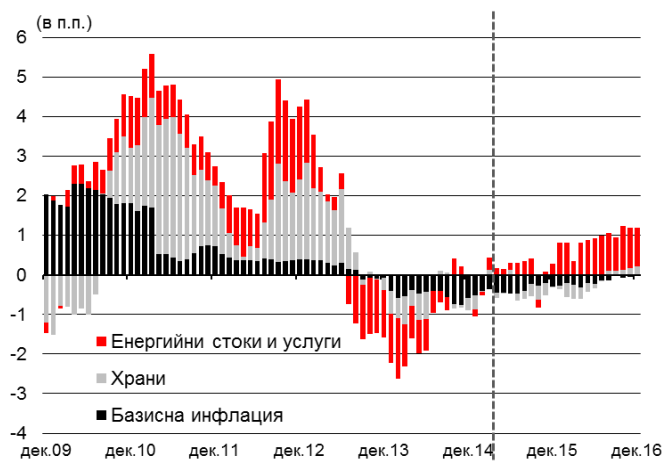
Източник: Евростат, НСИ, УниКредит Булбанк Икономически проучвания

И накрая, ускоряване на ръстът на БВП до 1.9% и 2.3% през тази и следващата година, също би трябвало да помогне за редуциране на дефлационният натиск върху базисните цени в периода на прогнозата.

Графика №11: Индекс на потребителските цени (ИПЦ) и базисна инфлация (промяна на годишна база)



Графика №12: Принос на основните групи стоки и услуги към ИПЦ (промяна на годишна база)



Източник: НСИ, УниКредит Булбанк Икономически проучвания

От всичко казано дотук следва, че ще бъде необходимо още време преди да можем да обявим края на периодът на дефлация в българското стопанство. В Приложение №1 в края на текста е представена прогнозата на УниКредит Булбанк за динамиката на ИПЦ до края на 2016 година, включително и приносът

на основните компоненти – енергия, храни и базисни цени за динамиката на общото ценово равнище. Тази прогноза (виж Графики № 11 и 12) сочи, че изменението на ИПЦ ще остане в отрицателна територия през по-голямата част от тази година, преди да започне да нараства отново, като достигне ръст на годишна база от 1.2% в края на 2016 годината. Прогнозираната средногодишната стойност на инфлацията е съответно - 0.3% и 0.7% за 2015 и 2016 година. Макар и много бавно, базисните цени също ще се стабилизират, като очакваме трайно установяване на положителна динамика в цените на годишна база едва през втората половина на 2016 година. Това сочи, че макар и много бавно периодът на много ниска инфлация и дори на спад в цените наближава края си. Според нашия основен сценарии, след като се върне на положителна територия в началото на 2016 година ИПЦ ще остане на подтиснати нива за период от около две години, преди в началото на 2018 година да се доближи до препоръчителните за развиваща се икономика като българската стойности от около 2.5 - 3.5% ръст на годишна база.

ПРИЛОЖЕНИЕ: Прогноза на УниКредит Булбанк за ИПЦ и приноса по компоненти

	Индекс на потребителските цени						
	Хранителни стоки		Енергийни стоки		Базисна инфлация		Общ ИПЦ
	промяна на годишна база (%)	принос към ръста на ИПЦ (п.п.)	промяна на годишна база (%)	принос към ръста на ИПЦ (п.п.)	промяна на годишна база (%)	принос към ръста на ИПЦ (п.п.)	промяна на годишна база (%)
2014							
I	-1.8	-0.6	-7.0	-1.2	-0.8	-0.4	-2.2
II	-1.5	-0.5	-8.8	-1.5	-1.2	-0.6	-2.6
III	-2.2	-0.7	-6.1	-1.1	-1.1	-0.5	-2.3
IV	-1.2	-0.4	-4.6	-0.8	-0.8	-0.4	-1.6
V	-2.0	-0.7	-4.8	-0.8	-0.9	-0.5	-2.0
VI	-2.0	-0.7	-4.6	-0.8	-0.9	-0.4	-1.9
VII	0.0	0.0	-3.2	-0.5	-0.8	-0.4	-1.0
VIII	0.3	0.1	-1.8	-0.3	-0.8	-0.4	-0.6
IX	0.2	0.1	-2.0	-0.3	-1.1	-0.6	-0.8
X	-0.3	-0.1	2.3	0.4	-1.5	-0.7	-0.4
XI	-0.2	-0.1	1.3	0.2	-1.6	-0.8	-0.6
XII	-0.9	-0.3	0.1	0.0	-1.2	-0.6	-0.9
2015							
I	-1.0	-0.3	-1.1	-0.2	-1.1	-0.5	-1.0
II	0.0	0.0	-0.5	-0.1	-0.8	-0.4	-0.5
III	0.4	0.1	1.7	0.3	-0.7	-0.4	0.1
IV	-0.5	-0.1	1.0	0.2	-0.9	-0.4	-0.4
V	-0.1	0.0	0.9	0.2	-0.9	-0.4	-0.3
VI	0.4	0.1	1.1	0.2	-0.9	-0.5	-0.2
VII	-0.5	-0.2	1.8	0.3	-0.9	-0.5	-0.3
VIII	-0.6	-0.2	2.0	0.3	-0.8	-0.4	-0.3
IX	-0.9	-0.3	2.4	0.4	-0.5	-0.2	-0.1
X	-1.0	-0.3	-1.2	-0.2	-0.6	-0.3	-0.8
XI	-0.9	-0.3	0.5	0.1	-0.4	-0.2	-0.4
XII	0.0	0.0	1.7	0.3	-0.6	-0.3	0.0
2016							
I	-0.3	-0.1	4.8	0.8	-0.5	-0.3	0.5
II	-1.1	-0.3	4.8	0.8	-0.4	-0.2	0.3
III	-1.1	-0.3	2.0	0.3	-0.5	-0.3	-0.3
IV	-0.9	-0.3	4.7	0.8	-0.6	-0.3	0.2
V	-0.7	-0.2	5.2	0.9	-0.4	-0.2	0.5
VI	-0.3	-0.1	5.4	0.9	-0.5	-0.2	0.6
VII	0.0	0.0	5.8	1.0	-0.3	-0.1	0.8
VIII	0.3	0.1	5.5	0.9	-0.3	-0.1	0.9
IX	0.3	0.1	5.1	0.9	-0.1	0.0	0.9
X	0.4	0.1	6.5	1.1	-0.2	-0.1	1.2
XI	0.5	0.2	6.1	1.0	-0.1	0.0	1.2
XII	0.6	0.2	5.8	1.0	0.0	0.0	1.2

Източник: НСИ, УниКредит Булбанк Икономически проучвания

ДИСКЛЕЙМЪР

Настоящият документ е изготвен на базата на обществено достъпна информация от източници, които се считат за надеждни, но за пълнотата или точността на тази информация не носим отговорност. Всички оценки и мнения, включени в този документ представляват независима преценка на анализатора към момента на неговото публикуване. Ние си запазваме правото да променим изразеното в документа мнение по всяко време, без предварително уведомление, както и да не актуализираме тази информация или да я оттеглим, без предварително уведомление.

Този документ е изготвен само с информационна цел, не е предназначен и (i) не съставлява, както и не е част от предложение или покана за продажба, отправяне на предложение за закупуване или записване на финансови инструменти (ii) не представлява съвет за отправяне на предложение за закупуване или записване на финансови инструменти, или какъвто и да е съвет за вземане на инвестиционно решение.

Съдържащата се в този документ информация се отнася за момента, към който е предоставена, и не може да замести получаването на индивидуален инвестиционен съвет. Инвеститорите трябва да вземат свое собствено решение относно това дали инвестициите, които се реферират в документа са подходящи, с оглед на съответните рискове, своята инвестиционна стратегия и своя правен, данъчен и финансов статус.

Тъй като настоящия документ не представлява пряка или косвена инвестиционна препоръка или инвестиционен съвет, нито целия документ, нито част от него може да се счита за основа или мотив или обосновка за сключване на договор или поемане на какъвто и да е ангажимент.

УниКредит Булбанк и/или неговите директори, мениджъри и служители не носят каквато и да е отговорност към получателите на този документ и/или към трети лица за каквито и да е загуби, произхождащи от ползването на настоящия документ или неговото съдържание.

Този документ не е предназначен за частни инвеститори, и информацията, съдържаща се в него, не може да бъде разкривана, разпространявана, възпроизвеждана или публикувана по каквато и да е причина без предварителното съгласие на УниКредит Булбанк.