



ЦЕНТЪР ЗА
ИЗСЛЕДВАНЕ НА
ДЕМОКРАЦИЯТА

Инфлационни тенденции

Краткосрочни прогнози за инфлацията в
България през 2025 и 2026 г.

Инфлационни тенденции

Краткосрочни прогнози за инфлацията в
България през 2025 и 2026 г.



ЦЕНТЪР ЗА
ИЗСЛЕДВАНЕ НА
ДЕМОКРАЦИЯТА

Присъединяването на България към еврозоната изправя страната пред потенциален ценови натиск, при който бързият ръст на доходите и инфлационните очаквания взаимно се подхранват. Неутрализирането на този риск изисква поддържане на строга фискална дисциплина и антиинфлационни мерки в краткосрочен план, а в дългосрочен – преодоляване на ключови структурни дисбаланси в българската икономика, като разминаването между растежа на заплатите и този на производителността, олигополни и монополни структури, сива икономика и др.

Този качествено-количествен анализ изследва риска прогнозите на официалните институции за инфлацията в България през 2025 г. (средно 3,65%) да се окажат занижени спрямо действителното ценово развитие.

Автор:

Иван Костов, министър-председател на Република България (1997 – 2001 г.)

Редакционна колегия:

Д-р Огнян Шентов

Руслан Стефанов

Д-р Тодор Галев



Текстът е лицензиран под [Криейтив Комънс Признание-Некомерсиално-Без производни 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/)
[Международен Лиценз](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/).

Снимка на корицата: Canva

ISBN: 978-954-477-534-6

2025, Център за изследване на демокрацията

СЪДЪРЖАНИЕ

РЕЗЮМЕ	5
ЗНАЧЕНИЕ НА ТОЧНОСТТА НА ПРОГНОЗИТЕ	6
ПРОГНОЗНА ТЕОРЕТИЧНА РАМКА	8
ПРИЧИНИ И ФАКТОРИ ЗА ИНФЛАЦИЯТА В 2025 г.	10
Свърхтърсенето – по официалната статистика с неутрален ефект	10
Нетните парични потоци – неутрален ефект върху търсенето	12
Инфлационните очаквания – силен средносрочен ефект върху търсенето	13
Предлагането като основна причина за инфлацията с устойчив ефект	14
Външните ценови фактори – слабо въздействие и малък дефлационен ефект	15
Административни и фискални фактори – с еднократен ефект върху предлагането	17
АНАЛИТИЧНА ПРОГНОЗА ЗА ИНФЛАЦИЯТА В 2025 г.	20
ОЦЕНКА НА НАДЕЖДНОСТТА НА ИНФЛАЦИОННИТЕ ПРОГНОЗИ ЗА 2025 г.	21
Инерционна оценка на консолидираната и аналитичната прогноза	21
Въздействие на сивата икономика при конверсията на лева в евро	23
ПРОГНОЗА ЗА ИНФЛАЦИЯТА ПРЕЗ 2026 г. – ОЦЕНКА НА ФАКТОРИТЕ И ДОПУСКАНИЯТА	24
НЕОБХОДИМОСТ ОТ АНТИИНФЛАЦИОННА ПОЛИТИКА	25

СПИСЪК НА ФИГУРИТЕ

Фигура 1. Индекси (2019 = 100) на нарастване на реалните:
работна заплата, БВП и предлагане15

Фигура 2. ХИПЦ за 2025 г. – съответният месец на 2024 г. = 10018

Фигура 3. Прогнози за 12-месечната инфлация в края на 2025 г.22

РЕЗЮМЕ

Този качествено-количествен анализ изследва риска прогнозите на официалните институции за инфлацията в България през 2025 г. (средно 3,65%) да се окажат занижени спрямо действителното ценово развитие. Три проинфлационни фактора ще повлияят силно заради българските специфични условия.

На първо място е силната съпротива срещу въвеждането на еврото. Основният лозунг на тази съпротива – „покачването на цените“, форсира инфлационните очаквания. С увеличаването на себестойността си те образуват инфлационна спирала.

На второ място са вече натрупаната инфлация до май 2025 г. – 2,7% и инерцията от месечната ценова динамика в предишните години в летните и есенните месеци. Дори с умерени месечни темпове на **хармонизираните индекси на потребителските цени (ХИПЦ)** през втората половина на годината, инфлацията надхвърля както официалната, така и направената в статията аналитичната прогноза.

На трето място, но не по значение, е проинфлационното въздействие на българската сива икономика при конверсията ѝ от лев в евро. С дял от над 30% в БВП, тя ще бъде принудена да „осветли“ масивни налични парични потоци – както заради необходимостта от обмен в евро, така и чрез потребление и инвестиции, предизвикани от фиксирания курс. Тази репатрирана ликвидност вече се влива в пазарите на дълготрайни стоки, недвижими имоти и услуги, предизвиквайки значително, макар трудно проследимо свръхтърсене.

Официалната статистика няма да улови напълно този допълнителен натиск, което определя риска от подценяване на отчетената инфлация в края на 2025 г.

В статията се предлагат конкретни антиинфлационни политики, съобразени с особеностите на българската икономика. Сред тях са: ограничаване на ръста на заплатите в публичния сектор, временно замразяване на автоматичните индексации, демонтиране на олигополни структури, административни и фискални мерки за изсветляване на икономиката, въвеждане на лимити за кешови разплащания и засилване на пазарната дисциплина.

Анализът на консолидираната прогноза за 2026 г. на официалните институции сочи, че тя също е с висок риск да бъде надвишена.

ЗНАЧЕНИЕ НА ТОЧНОСТТА НА ПРОГНОЗИТЕ

Присъединяването на България към еврозоната изправя страната пред потенциален ценови натиск, при който бързият ръст на доходите и инфлационните очаквания взаимно се подхранват. Неутрализирането на този риск изисква поддържане на строга фискална дисциплина и антиинфлационни мерки в краткосрочен план, а в дългосрочен — преодоляване на ключови структурни дисбаланси в българската икономика, като разминаването между растежа на заплатите и този на производителността, олигополни и монополни структури, сива икономика и др. Основата за подобни политики е по-доброто познаване на факторите и прозрачност на изготвянето на прогнозите за инфлацията в България.

Точността на прогнозите за инфлацията на официалните институции имат своето значение. Вредата от невярната прогноза е провеждане на проциклична и дестабилизираща фискална и парична политика¹. От друга страна, точните прогнози имат широко приложение като:

1. **Инструмент за фискално планиране.** За бюджетното консолидиране очакваната инфлация определя реалното бреме на планираните разходи и събираемостта на приходите. Автоматичните корекции като индексацията на пенсиите, социалните трансфери, границата на бедността и други нееластични разходни пера се предвиждат спрямо по-ускорения темп на инфлация.
2. **За монетарната рамка и паричната политика на БНБ и търговските банки.** Прогнозите задават граници за ликвидните буфери, за оперативните резерви и за рисковете за кредитирането. Лихвената политика следва да съобразява, че бъдещото ниво на реалните лихви влияят върху банковия ресурс и решенията на банковите клиенти за депозирание и кредитиране.
3. **За бизнес-планове и бюджетите.** Фирмите формират ценовите си стратегии (пазарни цени, договори, запаси) спрямо прогнозирания темп на инфлация. Изследването на инвестиционните алтернативи се съобразява с очакваната реална доходност (номинална лихва – инфлация), а тя оказва влияние върху решения за дългосрочно финансиране и капиталови разходи.
4. **За потребителското поведение и социалните очаквания.** Домкинствата адаптират своето потребление и спестявания, като вземат предвид очакваната инфлация. По-високата от очакваното инфлация ги стимулира за по-ранно усвояване на кредити и за преосмисляне на покупката на дълготрайни стоки.

¹ Orphanides, A., and Norden, S., "The Reliability of Inflation Forecasts Based on Output Gap Estimates in Real Time", *Journal of Money, Credit and Banking*, 37(3), 2005, pp. 583–601.

Точността на прогнозите е особено важна при подготовката на България за еврозоната. Еднократният ефект при конверсията от лев към евро върху инфлацията влиза в моделите за паричните агрегати и резервите. Вярната оценка на рисковете от по-висока инфлация може да наложи допълнителни фискални мерки или корекции при разработването на бюджета.

Прогнозите не са само числов ориентир. Коректното им изготвяне, възприемане и съобразяване гарантира, че икономическите политики и частният сектор действат проактивно, а не реактивно, спрямо променящата се ценова среда.

ПРОГНОЗНА ТЕОРЕТИЧНА РАМКА

Точността на прогнозите зависи от пълния и внимателен анализ на процесите, които предизвикват инфлацията. В научната литература има парични и непарични обяснения за динамиката на цените:

- 1. Свръхтърсенето.** Когато търсенето на стоки и услуги нараства по-бързо от предлагането, или казано по друг начин – когато реалните парични доходи (номиналните, коригирани с инфлацията) превишават предлагането на стоки и услуги, цените се повишават. Обратното – намаленото предлагане (при рецесия) при неизменно търсене също води до инфлация.
- 2. Повишаване стойността на предлаганите стоки и услуги.** Нарастването на производствените разходи и при съответни изменения в структурата на цените, като увеличаването на цените на суровини (нефт, газ, храни), на заплатите, без ръст на производителността и въвеждането на по-високи данъци, мита и регулации се пренасят в крайните цени на продуктите.
- 3. Паричната динамика.** Ако предлагането на пари расте устойчиво по-бързо от реалния БВП, се създава натиск върху цените. Очакванията за бъдеща инфлация (напр. заради фискален дефицит, външна нестабилност) могат да ускорят инфлационен процес, дори при отсъствие на моментни шокове.
- 4. Инфлационните очаквания.** Очакванията на потребителите за нарастване на цените ги карат да осъществяват планирани за по-късно покупки на почти всички видове стоки и услуги. Това увеличава паричното търсене и когато то изпревари предлагането се стига до инфлация на свръхтърсенето. Същевременно, вследствие на този ефект, ускоряването на инфлацията засилва натиска за покачване и на работната заплата и повишената себестойност предизвиква инфлация на предлагането. Затова най-често именно тези очаквания предизвикват инфлационна спирала.
- 5. Външни фактори и последици от глобалната свързаност.** В условията на глобализация, за малка отворена икономика като българската, външните фактори (изпреварващ растеж на вносните стоки, енергийни шокове, военни конфликти) оказват силно влияние върху вътрешните цени. Други взаимовръзки със световните пазари, като валутните курсове, усилват тези ефекти. Външните фактори проявяват въздействието си през инфлацията на предлагането.
- 6. Структурни неравновесия в икономиката.** Произтичат от неефективност на пазарите (монополи, ниска конкуренция, слаба продуктивност), от липсата на институционален капацитет за регулиране на цените, от бюджетния дефицит и паричната политика.

Въздействието на посочените процеси е различно. Съотношението между търсенето и предлагането е механизмът – пазарните сили, които определят цените. Затова първите два процеса могат да се определят като причини за инфлацията. Останалите влияят на цените чрез своето въздействие върху търсенето или върху предлагането, като в зависимост от своята посока могат да въздействат на едната или на другата пазарна сила. Това пряко или опосредствано влияние има значение за моделирането на инфлацията и за качествено-количествения ѝ анализ, какъвто е предложен тук.

ПРИЧИНИ И ФАКТОРИ ЗА ИНФЛАЦИЯТА В 2025 г.

Таблица 1. Прогнози за инфлацията в България за 2025 г.

Източник	Прогноза за ХИПЦ 2025
БНБ ²	3,80%
МФ ³	3,60%
ЕЦБ ⁴	3,60%
ЕК ⁵	3,60%
МВФ ⁶	3,70%
СБ ⁷	3,60%
Консолидирана прогноза	3,65%

Видно от данните, институциите са удивително единодушни в прогнозите си за българската инфлация. Следващият анализ е мотивиран от наличието на основания, които изискват оценка на верността на тези прогнози.

Причините и факторите за българската инфлацията в 2025 г. ще бъдат анализирани съобразно механиката на действието на двете пазарни сили. Тук ще бъде направена собствена аналитична прогноза за тази година. И двете прогнози ще бъдат изследвани за достоверност.

Свръхтърсенето – по официалната статистика с неутрален ефект

Свръхтърсенето е една от двете основни причини, въздейства върху инфлацията.⁸ По-високата динамика на реалните доходи от тази на реалното предлагане повишава непосредствено цените. Когато това е налице ускорява покачването на цените. Това се случва и шоково, когато рязко и значително нарастването на разполагаемите доходи, например двуцифрено вдигане на минималната работна заплата, води до скок на вътрешно търсене, без съответно разширение на предлагането. Това поражда инфлационен импулс.

² Българска народна банка, [Макроикономическата прогноза на БНБ](#), март 2025.
³ Министерство на финансите на Република България, [Пролетната макроикономическа прогноза на МФ](#), март-април 2025.
⁴ European Central Bank, [Macroeconomic projections for the Eurosystem](#), March 2025.
⁵ Европейска комисия, [Пролетен икономически доклад на ЕК за България](#), май 2025.
⁶ International Monetary Fund, [World Economic Outlook](#), April 2025.
⁷ World bank, [Global Economic Prospects](#), June 2025.
⁸ Dornbusch, R., Fischer, S., and Startz, R., *Macroeconomics*, McGraw-Hill Education, 2014.

Данните за март 2025 г.⁹ показват, че номиналният ръст на средната брутна работна заплата възлиза на 11,1% спрямо същия месец на 2024 г. При отчетена инфлация за същия период от приблизително 2,9%, това означава ръст на реалната покупателна способност на заплатите от около 8,0%. За същия период на сравнение средната пенсия нарасна с 10,4%, или нарастването на покупателната ѝ способност е с 6,8%. Средно претеглената величина на реалното нарастване на заплатите и пенсиите е 7,9%. В същия период реалният БВП нараства само с около 2,85%, което може да подведе към прибързан извод, че е налице много значим макроикономически дисбаланс между реалния доход и реалното предлагане в размер на 5,1%. Такъв, който може да предизвика значителна инфлация по линията на свръхтърсенето.

Само че анализът на баланса между търсене, определено от нарастването на доходите и предлагането предполага да се вземат предвид данните за следната маса от страна на предлагането в национален мащаб, така както предлагането е представено в Националните сметки¹⁰:

$$\Delta S = \Delta C + \Delta I + \Delta Im - \Delta Ex$$

Където ΔS е реалното нарастване на предлагането; ΔC – на общото потребление; ΔI на капиталобразуването; ΔIm – на вноса; и ΔEx – на износа, за първото тримесечие на 2025 г. спрямо същото на 2024 г. Така изчислена стойността на ΔS е 5,9% срещу нарастването на реалната покупателна сила на доходите от 5,1%. Тук не е взето предвид нарастването на другите компоненти на паричното търсене, но вероятно според официалната статистика въздействието на свръхтърсенето е близко до неутралното.

Това е напълно обяснимо. В малка, отворена и интегрирана в европейския пазар икономика винаги могат да се внесат необходимите стоки и услуги, щом е налице увеличено реално потребление на домакинствата. Този принцип със сигурност ще остане валиден и за втората половина на годината.

Негативната последица от анализирания макроикономически съотношение е увеличаването на търговския дефицит на страната. Когато в дълги периоди растежът на реалните доходи изпреварва растежа на реалния БВП се формира силна зависимост от вноса. Това е отговорът на въпроса, защо потребяваме толкова много вносни стоки. Не само заради разделението и диференциалните преимущества на всяка страна участник на европейския пазар, а и защото не произвеждаме достатъчно конкурентоспособни блага сами за собствения си пазар.

⁹ Всички данни, за които не е посочен източник, са от НСИ.

¹⁰ United Nations Statistical Commission, [System of National Accounts 2008 \(SNA 2008\)](#), 2009.

Нетните парични потоци – неутрален ефект върху търсенето

Динамиката на кредитите и спестяванията, от която се формират нетните парични потоци¹¹, зависи на първо място от реалните лихви.

Реалните лихви (номиналните, коригирани с инфлацията) по депозитите остават силно отрицателни; отрицателни са и по ипотечните кредити (средният процент по тях е 2,77%)¹²; такъв е и лихвеният процент по кредити на междубанковия пазар – в началото на юли ЛЕОНИЯ Плюс¹³ дори се понижи до 1,82% от 2,86% през януари, докато инфлацията от началото на годината е 2,8%. Това прави кредитите привлекателни и паричното предлагане – стимулативно, независимо от политиката на БНБ за ограничаване нарастването на паричната маса. Въпреки това въздействието на нетните парични потоци върху инфлацията е неутрално.

Когато се опитваме да разграничим въздействието на динамиката на кредитите и депозитите не може да се основаваме само и единствено на процентни темпове. Данните за динамиката на тези агрегати в абсолютни суми показват важно разминаване с процентния им растеж. Това води до различни икономически изводи.

В първото тримесечие на 2025 г. срещу съответния период на 2024 г. нарастването на кредитите към нефинансовите предприятия е 9,7%, а на внесените от тях депозити е 8,0%. В същия период нетният паричен поток към нефинансовите предприятия се формира от разликата между нарастването на кредитите (4 421 447 хил. лв.) и на депозитите (3 473 116 хил. лв.). Той е 948 331 хил. лв. и няма потенциал да формира значително допълнително парично търсене.

За същият период кредитите към домакинствата нарастват с 20,7%, внесените от тях депозити с 11,3%. В същия период нетният паричен поток към тях се формира от разликата между нарастването на домакинските кредити (8 301 118 хил. лв.) и депозитите (9 275 114 хил. лв.). Той е отрицателен в размер на -973 996 хил. лв.; формира известно нетно спестяване, което ограничава в същия размер паричното търсене на домакинствата. Тяхното „отложено потребление“ се добавя към паричното търсене на нефинансовите предприятия.

Общият ефект от казаното дотук е, че общото парично търсене на нефинансовите предприятия и на домакинствата не се усилява и не намалява. Крайното му влияние върху инфлацията е неутрално.

¹¹ Friedman, M., „The Quantity Theory of Money – A Restatement“, In: - Studies in the Quantity Theory of Money, ed. by Milton Friedman, University of Chicago Press, 1956. Mishkin, F. S., „The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy“, NBER Working Paper No. 8617, 2001.

¹² Всички цитирани данни в тази част са от БНБ.

¹³ ЛЕОНИЯ Плюс е среднопретеглена стойност на лихвените проценти по всички сделки за предоставяне на необезпечени депозити овърнайт в български левове на междубанковия пазар в България.

Нетните парични потоци до края на 2025 г.

Според редица анализи, ако ЕЦБ продължи с редовните намаления на основните ставки, лихвите в еврозоната могат да спаднат от 3,4% на 3,0%. Вероятно под влиянието на политиките на ЕЦБ и стабилността на еврото у нас може да се очаква повишение на ипотечните лихви (до 0,2–0,3 п.п.), но това въздействие ще закъснее. Ако настъпи във втората половина на 2025 г., то ще ограничава кредитирането и ще има слаб дефлационен ефект. Най-вероятно този ефект ще настъпи късно в края на годината и ще бъде много ограничен.

Инфлационните очаквания – силен средносрочен ефект върху търсенето

В зависимост от посоката си очакванията за инфлация водят до рязко ускорение или до спад на търсенето¹⁴. Те играят съществена роля в процеса на **пренасяне на ценови сигнали** в икономиката, особено в секторите с бърза адаптация на договорни цени (услуги, наеми, транспорт, хранене)¹⁵. В началото на тази година инфлационните очаквания са **на сравнително повишено равнище**, но се стабилизират спрямо нивата от 2022 – 2023 г. Според данните на НСИ¹⁶:

В първото тримесечие делът на потребителите, очакващи повишение на цените през следващите 12 месеца е 25,7%, което е значително над историческата база, докато във второто тримесечие е 18,8% – показател за умерено успокояване на очакванията. При това индексът на доверие на потребителите, оставайки в **отрицателна зона**, отразява **предпазливо потребителско поведение**, въпреки повишението на доходите.

Наличието на **положителни инфлационни очаквания** води до: **индексиране на дългосрочни договори (наеми, услуги); предварително прехвърляне на очакваната инфлация върху цените от страна на търговци и доставчици; и до повишена склонност за скорошно потребление**, особено при трайни стоки – „поведение на ускорение на покупките“.

Инфлационните очаквания през 2025 г. играят двуфазна роля.

В първата половина на годината те отразяват нормализиране на потребителската увереност и отслабване на инфлационната инерция от предходни години. В този период влиянието им върху общото ценово равнище може да се определи като умерено и непряко.

¹⁴ Sargent, T. J., „The Ends of Four Big Inflation“ – In: *Inflation: Causes and Effects*, ed. by Robert E. Hall, University of Chicago Press, 1982.

¹⁵ Galí, J., *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework*, Princeton University Press, 2008.

¹⁶ НСИ, Бизнес статистика, *Наблюдение на потребителите* – април 2025.

Във втората половина на годината очакваното въвеждане на еврото от 1 януари 2026 г. формира нов инфлационен вектор в нагласите на икономическите субекти.¹⁷ Международният и националният опит показват, че преди влизането в еврозоната се наблюдават: усиляване на инфлационните очаквания в секторите с чести транзакции (услуги, търговия на дребно) при недвижимите имоти; прехвърляне на очаквания за бъдещо закръгляване на цени в настоящите решения за ценообразуване; и ускоряване на потреблението, мотивирано от предпазната логика да се купува сега, защото след това ще бъде по-скъпо. Затова във второто полугодие на 2025 г. инфлационните очаквания вероятно ще имат проинфлационно въздействие, дори при отсъствие на реален ценови шок.

Въпреки липсата на механизъм за автоматична индексация на работните заплати, инфлационните очаквания в България могат да предизвикат инфлационна спирача¹⁸, тоест да усилят последователно въздействието и на търсенето, и на предлагането поради това, че:

1. Предизвиканата от очакванията инфлация увеличава натиска за повишаване на работните заплати, а те оскъпяват предлагането. Поради специфичната структура на пазара на труда този растеж на заплатите има собствен ускорител – хроничният недостиг на работна сила и необходимостта от внос на трудови ресурси създават траен натиск за номинално повишение на възнагражденията за труд.
2. В закона е нормативно заложена индексация на пенсиите по „швейцарското правило“, което зависи от отчетената инфлация и от средния осигурителен доход.

Това създава положителна обратна връзка между инфлационните очаквания и растежа на доходите на домакинствата. Очакванията вдигат цените, а вдигнатите цени предизвикват повишаване на доходите. Това генерира постоянен инфлационен натиск. Формира се потенциал за частично самоподдържащ се инфлационен процес, дори при отсъствие на формализирана индексация на заплатите.

Предлагането като основна причина за инфлацията с устойчив ефект

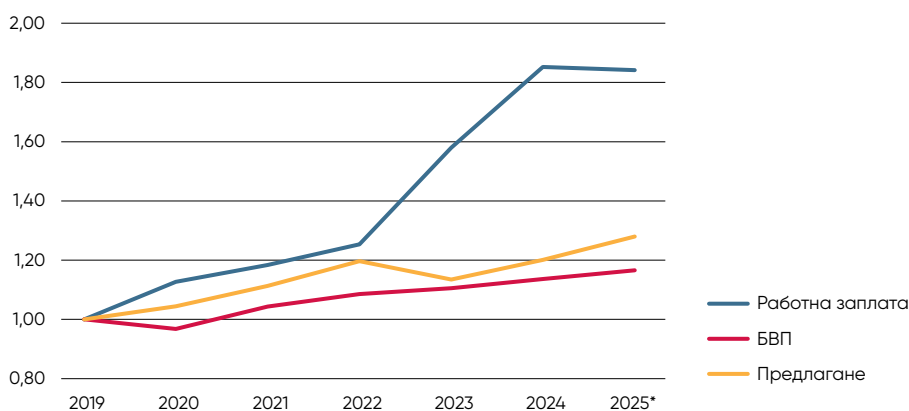
Както вече бе посочено, за първото тримесечие на 2025 г. в сравнение със същия период на 2024 г. показват, че реалната покупателна способност на заплатите¹⁹ се е увеличила около 8,0%. За същия период растежът на БВП е 2,9%, а отработените часове общо за икономиката са се увеличили само с 0,05%. Производителността на труда е нараснала с 2,85%. Това означава, че увеличението на реалната работна заплата е изпреварило това на производителността на труда с 5,15%. Това въздействие се ограничава от дела на работната заплата в себестойността, но е основната причина за нарастването на цените.

¹⁷ Carroll, Ch. D., „Macroeconomic Expectations of Households and Professional Forecasters“, *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 2003, pp. 269–298.

¹⁸ Friedman, M., „The Role of Monetary Policy“, *American Economic Review*, 58(1), 1968, pp. 1–17.

¹⁹ Blanchard, O., and Gali, J., „Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model“, *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(s1), 2007, pp. 35–65.

Фигура 1. Индекси (2019 = 100) на нарастване на реалните: работна заплата, БВП и предлагане



Източник: Данни на НСИ.

Следователно разминаването между темпа на нарастване на реалните доходи и растежа на производителността²⁰ е основна структурна причина за инфлацията в България през 2025 г. Ефектът от тази причина върху инфлацията е устойчив и кумулативен, като вероятно ще се прояви и в следващата половин година.

Самата висока инфлация саботира икономическия растеж.²¹ Повишаването на себестойността, поради изпреварването на растежа на заплатите пред производителността на труда, нанася своя тежка макроикономическа вреда върху този растеж, защото намалява конкурентоспособността на вътрешния и на външния пазар на произведените в България стоки и услуги, а това ограничава растежа на БВП и води в перспектива до намаляване на реалната работна заплата; във всички случаи забавя динамиката на растежа на благосъстоянието в страната.

Във втората половина на 2025 г. вдигането на заплатите в много сектори, без да бъде съпроводено със съответен реален растеж на производителността, ще продължи да повишава себестойността и да транслира повишените разходи към потребителските цени.

Външните ценови фактори – слабо въздействие и малък дефлационен ефект

Тази група фактори²² влияе на инфлацията посредством своето пряко въздействие върху себестойността на стоките и услугите и оттам – върху стойността на тяхното предлагане на пазара. Влиянието им е по няколко линии: през цените на вносните стоки, през валутните курсове, прекъс-

²⁰ Gordon, R. J., „The Role of Wages in the Inflation Process“, *American Economic Review*, 78(2), 1988, pp. 276–283.

²¹ Fischer, S., „The Role of Macroeconomic Factors in Growth“, *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 1993, pp. 485–512.

²² Ball, L., and Mankiw, G., „Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks“, *Quarterly Journal of Economics*, 110(1), 1995, pp. 161–193.

ването на линиите на доставки (особено силно по време на пандемията Ковид-19) и геополитически събития като войните.²³

През тази година международната ценова среда оказва ограничаващо влияние върху българската инфлация. Най-съществена е динамиката на цените на енергоносителите и на обменния курс. През периода януари–юни 2025 г.:

- Суровият петрол (Brent) поевтинява от 79,27 USD/барел (януари) до 63,12 USD/барел (юни), т.е. намалението е с -20,0%;
- Цената на природния газ спада с кумулативен темп от приблизително -27,0% за първите пет месеца, отчитайки най-голям спад през април и май (-7,6% на месец);
- Обменният курс USD/BGN се понижава от 1,88 (януари) до 1,66 (юни), т.е. поскъпване на лева спрямо долара с около 11,7%, което допълнително намалява вносните цени в лева.

Проинфлационно действат остатъчните ефекти от енергийни договори, сключени по дългосрочни цени през 2024 г.²⁴ Така че, успоредно с началния дефлационен ефект от спада на международните цени на Brent и на природния газ през януари–май 2025 г., в някои сектори все още действа по-висок натиск на предлагането, дължащ се на сключени по-високи дългосрочни енергийни и вносни договори. Тези остатъчни разходи повишават себестойността на продукцията и услугите, особено в индустрията и енергийния сектор.

Тези досегашни динамики оказват слабо дефлационно или неутрално въздействие върху вътрешните цени на горива и транспорт, както и върху цените на индустриалните стоки с висок вносен компонент. Ефектът от намалените суровинни цени се реализира с кратко закъснение и бе по-силен през второто тримесечие. Външните ценови фактори действат в посочените посоки през първата половина на годината, но с ограничена сила, тъй като по-ниските вносни цени се неутрализират частично от другите фактори. Анализираното влияние е преходно и отслабващо, но видимо в слабото забавяне на темпа на ХИПЦ спрямо предходните две години.

Оценка на въздействието на външните ценови фактори през втората половина на годината

Крайната прогноза за инфлацията през 2025 г. следва да отчете не само реализираните тенденции през първото полугодие, но и очакваната динамика на външните ценови фактори през втората половина на годината. С оглед на това бяха събрани и сравнени международни прогнози за четири ключови външнотърговски и суровинни индикатора: валутен курс EUR/USD, цена на петрола Brent, цена на природния газ и цена на пшеницата.

²³ Obstfeld, M., and Rogoff, K., *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press, 1996.

²⁴ В частност такава е въздействието на договора на основния доставчик на газ на българския пазар „Булгаргаз“ с турското държавно предприятие за транспорт и търговия с петрол и природен газ БОТАШ за ползването на терминала в Мраморно море за доставка на втечнен природен газ. Договорът не се ползва от българската фирма, но разходът на доставчика за него се прехвърля върху потребителите.

Съгласно оценките на изследователски институти, пазарни участници и международни организации:

- Валутният курс EUR/USD се очаква да остане стабилен в диапазона 1,18–1,20 – вероятността от по-нататъшно укрепване на еврото е висока. Това предполага ограничен дефлационен ефект за България чрез по-евтин внос в левови цени заради фиксирания курс.
- Цената на петрола Brent се прогнозира в интервал \$60–66 за барел, което представлява продължение на текущия низходящ тренд. Основни институции като Goldman Sachs, J.P. Morgan и S&P Global²⁵ очакват стойности между \$58 и \$63 до края на 2025 г. Това обуславя устойчив дефлационен натиск, особено върху транспортния и енергийен компонент на ИПЦ.
- Цената на природния газ показва по-нееднозначна динамика. Очакванията варират от \$3,5 до \$5/MMBtu, с възможни сезонни колебания през зимните месеци. Това предполага лек проинфлационен ефект, ограничен по обхват и с преходен характер.
- Цените на пшеницата, според прогнозите на USDA и други аграрни пазари, се очаква да останат стабилни или леко понижаващи се в интервал \$5,20–\$5,85 за бушел, без сериозни отклонения от настоящите равнища. Това предполага неутрално до слабо дефлационно влияние върху цените на храните.

Съпоставката на тези очаквания с базовия сценарий на инфлационния анализ води до извода, че през втората половина на настоящата година външните ценови фактори ще продължат да действат неутрално или в слабо дефлационна посока. Очакванията за по-благоприятен валутен курс, понижаващи се цени на петрола и стабилни аграрни пазари ограничават риска от външен натиск върху потребителските цени в България. Единственото потенциално изключение е свързано с природния газ, чийто сезонен ръст и предишна ценова обремененост, както и войната в Украйна, могат да окажат ограничено въздействие с тесен секторен обхват.

Административни и фискални фактори²⁶ – с еднократен ефект върху предлагането

През 2025 г. правителството въведе серия от административни и фискални мерки, които повишиха потребителските цени по нормативен път, а не в резултат от действието на пазарни сили. Тези интервенции имат еднократен ефект, концентриран основно през първото тримесечие. Най-съществените от тях са:

1. Възстановен бе стандартния ДДС (20%) за хляба, считано от 1 януари 2025 г., след период на освобождаване от данъка (0%) и ДДС за ресторантьорския и хотелиерския сектор – от преференциална ставка 9% на 20%.

²⁵ Goldman Sachs, J.P. Morgan и S&P Global.

²⁶ Barro, R. J., „Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth“, *Journal of Political Economy*, 1990, 98(5), pp. S103–S125. Alesina, A. et al., „Fiscal Policy, Profits, and Investment“, *American Economic Review*, 92(3), 2002, pp. 571–589.

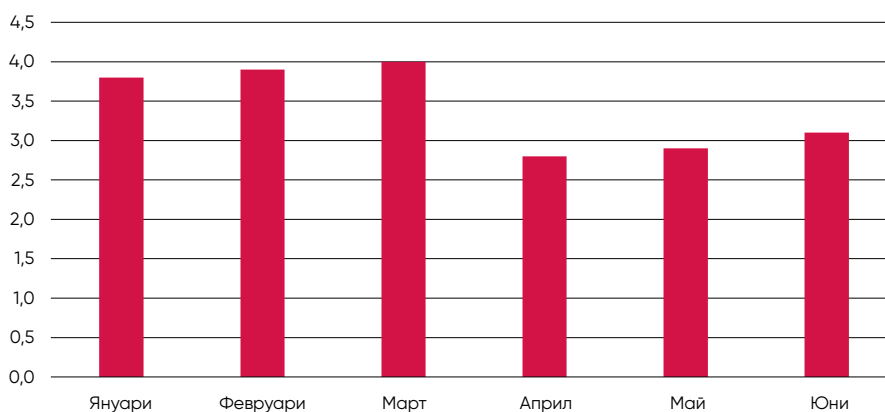
2. Повишени бяха тол таксите, което създава косвен ценови натиск чрез транспортния компонент на крайните стоки.
3. Прекратени бяха компенсаторните механизми за електроенергия, използвани в периода 2022–2024 г., като защита срещу високите цени на пазара на едро.
4. Въведените бяха необходимите законодателни и регулаторни изменения за преминаване към еврото, сред които са разходи за преизчисляване на данъчни основи, цени на услугите и обновяване на счетоводни системи.

Част от тези мерки вече доведоха до еднократно покачване на цените, особено в сектори като хранене, хотелиерство, хляб и транспорт. Други еднократни административни интервенции ще предизвикат временно, но слабо покачване на цените на стоки и услуги в месеците на прехода към замяната на лева с евро. По-голяма част от отчетеното влияние се прояви най-силно през първото тримесечие, а впоследствие отслабна, тъй като новото ценово равнище се интернализира. Това се вижда емпирично, през януари-март 2025 г. ХИПЦ в сравнение със същите месеци на 2024 г. е 3,9-4% – временен пик на инфлацията, свързан именно с административни промени, а през следващите два месеца се стабилизира на нива 2,8-2,9%, което показва еднократния характер на ефекта.

Административните мерки през тази година имат ограничено, но ясно различимо въздействие върху инфлацията, концентрирано през първото тримесечие. Те не създават инфлационна инерция и не водят до самоподдържаща се инфлационна спирала. Ефектът им е еднократен и краткосрочен.

През втората половина на годината няма възможност за ускоряващи инфлацията фискални и административни мерки, освен остатъчното въздействие на пренасянето на фирмените разходи за въвеждането на еврото върху предлаганите от тях цени. Тук е мястото да се припомни оценката на риска от ЕЦБ и ЕК, че по-високите разходи за подготовка на

Фигура 2. ХИПЦ за 2025 г. – съответният месец на 2024 г. = 100



Източник: Данни на НСИ.

конверсия (за информационни кампании, административни промени и прехвърляне на цени към евро) могат да генерират еднократен слаб инфлационен импулс в периода до приемането на еврото.

На Фигура 2 се виждат ясно временното въздействие на административните и фискални фактори в първото тримесечие; отслабването им през април и нарастването на инфлацията след форсирането на инфлационните очаквания от опозицията срещу влизането на България в еврозоната.

АНАЛИТИЧНА ПРОГНОЗА ЗА ИНФЛАЦИЯТА В 2025 г.

На основата на извършения интегриран анализ на факторите, влияещи върху инфлацията в България през 2025 г., се налага изводът, че средната прогноза на официалните институции, възлизаща на 3,65%, ще бъде надвишена. Последните прогнози на официалните институции са от пролетта. Тогава още не са били известни положителните доклади на ЕК и на ЕЦБ, че България изпълнява всички изисквания, за да влезе в еврозоната. Поради това тези институции не са могли да отразят всички фактори за инфлацията през тази година. Аргументите за това са следните:

Първо, инфлационните очаквания се засилват от самото окончателно решение за въвеждането на еврото от 1 януари 2026 г. И това ще повлияе проинфлационно през цялата втора половина на 2025 г. Това е още по-вярно в условията на остро политическо противопоставяне, в което институцията с най-висок кредит на доверие, президентството, открито разпалва проинфлационни очаквания сред населението.

Второ, официалните институции не са прогнозирали, че масираната политическа кампания срещу въвеждането на еврото ще форсира допълнително инфлационните очаквания. Основен аргумент на тази кампания е, че еврото ще повиши потребителските цени. Тези инфлационни очаквания ще се усилят до края на годината от взаимодействието с действителното нарастване на разходите и ще предизвикват нов натиск за увеличаване на заплатите, а оттам и на всички доходи.

Трето, наличните монополни и олигополни структури на българския пазар сами по себе си са проинфлационен фактор, който действа с повишена сила заради слабостите на регулаторите. Тези структури няма да бъдат възпрени да се възползват от засилените инфлационни очаквания и на свой ред ще ги усилят.

Тези съображения, добавени към анализа на причините и факторите за инфлацията, дават основание да се обоснове аналитична прогноза за ХИПЦ през 2025 г. в диапазона 4,0% – 4,2% или 4,1%, като е минимална вероятността инфлацията да остане под или около консолидирана прогноза на институциите от 3,65%.

ОЦЕНКА НА НАДЕЖДНОСТТА НА ИНФЛАЦИОННИТЕ ПРОГНОЗИ ЗА 2025 г.

Повечето авторитетни институции сами анализират точността на своите прогнози. Това правят например ЕК, ЕЦБ и МВФ.²⁷ Те стигат до извода, че точността на прогнозите им е уязвима за шокове и структурни промени. Тук се прави опит за оценка почти в реално време на направените предвиждания за инфлацията на авторитетните институции заради шока от преминаването на лева към еврото.

Инфлационната динамика през 2025 г. следва да бъде оценена и съобразно отчетената до май инфлация и едно важно за България специфично условие.

Инерционна оценка на консолидираната и аналитичната прогноза

НСИ отчита до юни годишна инфлация от 3,1%. За да изчислим, какъв средно месечен темп на инфлацията трябва да се поддържа, за да се повиши тази 12-месечна инфлация до консолидираната прогноза от 3,65% в края на декември 2025 г., трябва да се състави и реши следното уравнение за средната месечна инфлация за I_{25}^m юли – декември 2025 г.:

$$\frac{I_{25}^{dec}}{I_{24}^{dec}} = \frac{I_{25}^{june} \times (1 + I_{25}^m)^6}{I_{24}^{dec}} = 1,0365$$

Където I_{25}^{dec} , I_{24}^{dec} и I_{25}^{june} са 12-месечни ХИПЦ в посочените месеци и години, а I_{25}^m е дискретната равномерно растяща месечна стойност на ХИПЦ през оставащите 7 месеца на 2025 година.

$\frac{I_{25}^{june}}{I_{24}^{dec}} = 1,018$ е годишната инфлация от декември 2024 до май 2025 г. според ХИПЦ на НСИ.

Решаваме за I_{25}^m :

$$(1 + I_{25}^m)^6 = \frac{1,0365}{1,018}; 1 + I_{25}^m = \left(\frac{1,0365}{1,018}\right)^{1/6} \approx 1,00299;$$

$I_{25}^m \approx 0,3\%$ месечен ХИПЦ за всеки от месеците юли – декември на 2025 г. Това е среден темп, който може да варира от месец до месец, но като сумарен ефект трябва да дава 0,3% средно месечно. Решението на същото уравнение за аналитичната прогноза за инфлацията от 4,1% е около 0,37%.

Средният месечен ХИПЦ за месеците юни – декември в годините 2022 – 2024 г. е 0,42%. Ако от юли до декември 2025 г. месечният темп на ХИПЦ

²⁷ European Commission, „Forecast Errors in the European Commission’s Forecasts: An Evaluation of the Track Record“, European Economy Discussion Paper 125, 2020; European Central Bank, *Forecasting Performance of the Eurosystem and ECB Staff Macroeconomic Projections*, ECB Occasional Paper Series No. 269, 2021; Topalova, P., „Evaluation of Inflation Forecasts in IMF-Supported Programs“, International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/08/48, 2008.

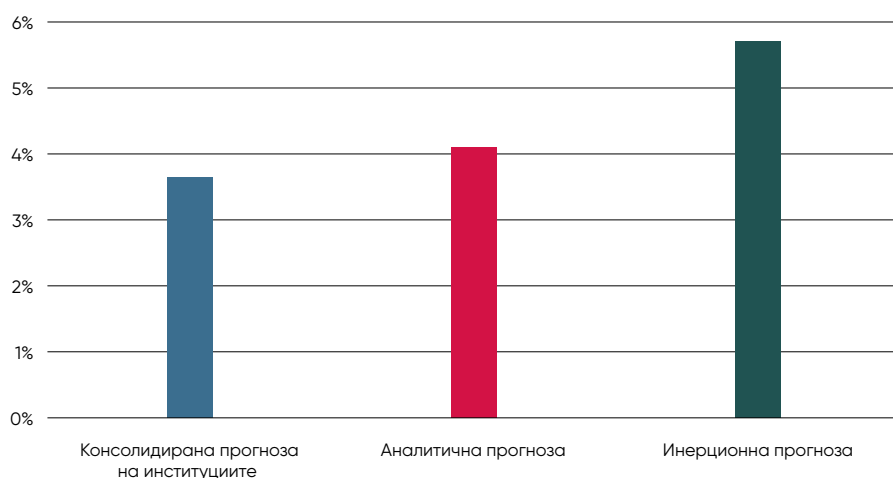
се повтаря със средната стойност на ХИПЦ за месеците юли – декември в 2022 – 2024 г. от 0,42%, тогава:

$$\frac{I_{25}^{dec}}{I_{24}^{dec}} \approx 1,031 \times (1,0042)^6 \approx 1,057$$

Тоест годишната инфлация към декември 2025 г. би била около 5,7%. Натрупаната инфлация от декември 2024 до юни 2025 г., заедно с въздействието на инерцията през оставащите летни и есенни месеци от миналата година, създава силен допълнителен натиск, който води до по-висока годишна стойност на ХИПЦ от анализиранияте прогнози.

От историческата средна за юни – декември съдим за рамковите сезонни навици на ценообразуване и структурни въздействия върху инфлацията в топлия и преходния период. Тези ефекти не са напълно заложени в двете оценявани прогнози. Ако тези ефекти се повторят ще подкопаят силно както консолидираната прогноза от 3,65%, така и собствената ни оценка от 4,1%, дори при един смесен сценарий (с не толкова силни инерционни ефекти), в който месечните темпове плавно спадат от 0,229% към 0,135%, резултатът ще надвиши 4,1%.

Фигура 3. Прогнози за 12-месечната инфлация в края на 2025 г.



Източник: Изчисления на автора.

Заключението е, че консолидираната прогноза не отчита натрупаната в първата половина на 2025 г. инфлация и пълния сезонен натиск във втората половина. Аналитичната прогноза също следва да бъде оценена като оптимистична.

Въздействие на сивата икономика при конверсията на лева в евро

Включването на сивата икономика като фактор в анализа променя оценката за паричното търсене по два ключови канала:

- 1. Парични наличности на сивия сектор.** При дял от 31-32%²⁸ в БВП една много масивна част не внасяща данъци и не отчитана от статистиката икономика също ще замени лева с евро. Тя осъществява значителен обем трансакции и доходи, които се движат в налични пари. Значителна част от тези скрити парични наличности (пари „под дюшека“ и в т. нар. „черни каси“) предстои масово да се преместят от левове в евро и по-някакъв начин макар и временно да излязат на светло.
- 2. Подем на търсенето преди смяната на лева.** Фиксирането на обменния курс (1 EUR = 1,95583 BGN) стимулира притежателите на налични пари да ги преобразуват в реални активи с цел „парично убежище“: Закупуват се много повече от нормалното дълготрайни потребителски стоки (автомобили, техника, обзавеждане); недвижими имоти (жилища, парцели, търговски площи), където парите лесно се „паркират“ в актив с очакване да запазят стойността си. Този „спринт“ към консумация и инвестиции засилва паричното търсене извън официалните канали и създава натиск върху цените в тези сегменти.

Това ще въздейства върху общото парично търсене през 2025 г. по посока на неочаквано, защото е непрогнозируемо, нарастване. Вероятно, както в Хърватия, ще се наблюдава краткосрочен връх в периода юни – декември заради рязкото нарастване на агрегираното парично търсене и то ще бъде отразено в статистиката на потреблението на устойчиви стоки и пазара на имоти. Това ще причини допълнително проинфлационно ускорение, над рамката на банковото кредитиране и официалните разполагаеми доходи.

Официалните парични агрегати и кредитните данни няма да уловят напълно това свръхтърсене, тъй като част от трансакциите ще останат извън регистрирането им. Още преди самото преминаване към евро, значителни скрити обеми налични пари внезапно ще се „освободят“ в пазара на стоки и услуги. Тези процеси ще бъдат „маскирани“ и едва ли ще се отразят от официалните данни:

Сивата икономика в своя преход към еврото е със значителен потенциал да предизвика допълнителна инфлация във втората половина на 2025 г., защото е с твърде големи размери и може значително да усилва търсенето, и ще го направи отчасти непроследимо от официалните статистики.

Изводът, че инфлацията най-вероятно ще надхвърли официалните прогнози следва да се отчете при формулиране на фискалната и паричната рамка в края на 2025 г. и при подготовката за въвеждане на еврото.

²⁸ Според публикувани оценки на Подкомисията по данъчни въпроси (FISC) към Европейския парламент делът на сивата икономика в България се оценява на около 30–32% от БВП, като през последните години задържа най-високите нива в ЕС. Минева, Д., „Как скритата икономика да излезе на светло?“, Блог пост, София: Център за изследване на демокрацията, август 2024.

ПРОГНОЗА ЗА ИНФЛАЦИЯТА ПРЕЗ 2026 г. – ОЦЕНКА НА ФАКТОРИТЕ И ДОПУСКАНИЯТА

Прогнозата за инфлацията в България през 2026 г. следва да бъде направена с оглед на консолидираните оценки на водещите институции и идентифицираните структурни и преходни фактори, действащи през периода. Средната прогнозна стойност, изведена от официалните прогнози за инфлацията на авторитетните институции възлиза на 2,56%.

Тук подходът ни ще бъде различен. За следващата година няма да бъде формирана аналитична прогноза. Само ще бъде изследвана консолидираната прогноза на институциите. Тази прогноза за инфлацията в България през 2026 г. следва да бъде отчетена, заедно с въздействието на ключовите структурни причини и на факторите, анализирани тук. Освен това трябва да се съобрази, че тя вече включва въздействието на някои от факторите в 2026 г., които бяха анализирани (главно външни ценови движения и административни мерки). Затова, за да се избегне двойно отчитане, ще бъде приложен следният подход:

1. За отправна база се приема консолидираната прогноза от 2,56%;
2. Коригиращите про-/дефлационни компоненти следва да бъдат оценени така:
 - Продължаващи въздействие на инфлационните очаквания +0,2 п.п.;
 - Взаимодействие „Доходи↔Очаквания“ +0,2-0,3 п. п.;
 - Въздействие на конверсията на сивата икономика върху свръхтърсенето +0,3 п.п.

Коригираната консолидирана прогноза е в диапазона:

$$2,56\% + (0,2\%) + (0,2\% \text{ U } 0,3\%) + 0,3\% = 3,26\% - 3,36\%$$

Такава, по-висока от прогнозираната инфлация през 2026 г. – около 3,3%, ще изисква от институциите продължителна предпазлива фискална и монетарна политика.

НЕОБХОДИМОСТ ОТ АНТИИНФЛАЦИОННА ПОЛИТИКА

За да се предотврати прекомерно раздуване на вътрешното търсене и свързаната с това инфлация, е нужна целенасочена политика – фискални, административни, институционални и поведенчески мерки, които да намалят стимулите за избягване на данъци, укриване на доходи и използване на недекларирана заетост.

Следва ускорено да се въведат мерки за отчитане и проявяване на сенчестата икономика в официалния сектор. Тези мерки могат да бъдат финансови и фискални стимули за деклариране на доходи и сделки, например отстъпки за плащане по банков път, включително за потребителите; облекчени осигурителни режими за микро и малки фирми при преход от сивия към официалния сектор; по-ниски административни такси при регистрация на договори, търговски обекти и получаване на публични услуги.

Необходимо е да се въведе задължителна електронизация на плащанията и отчетността: издаване на електронни касови бележки и фактури при всяка продажба над определена сума с връзка в реално време с НАП; обвързване на даването на лицензи, на разрешителни и на обществени поръчки със задължително деклариране на обороти, труд и ДДС; интеграция на данъчната и осигурителната отчетност с търговския регистър и трудовата инспекция.

Трябва да се намали прагът за разплащания в брой (напр. от 10 000 лв. на 2000 лв.), мярка приложена успешно във Франция, Гърция и Италия; да се въведат лимити за внасяне на кеш в банки, при които се изисква доказване на произход; да се стимулира депозирането на свободните парични средства и да се проведе кампания за увеличаване доверието към банките; да се забранят всякакви плащания в брой при сделки с имоти, автомобили, скъпи стоки.

Да започне борба с недекларираната заетост със засилени инспекции върху строителство, услуги, селско стопанство и търговия; да бъде обвързан достъпът до публични услуги и фондове с доказателства за деклариран доход и внесени осигуровки; да бъдат поощрявани сигналите от граждани за нередности, включително с финансови стимули или защита; да се въведат ваучерни системи за домашни услуги – позволяващи проследимо наемане на лица.

Публичният контрол и културната промяна трябва да започнат с кампании за потребителска отговорност: „Искай касова бележка“, „Работиш ли на светло?“; с публично обявяване на некоректни работодатели и големите данъчни нарушители; с популяризиране на дигитални приложения и портали за граждански сигнали за укриване на оборот, труд и ДДС; с въвеждане в училище на образование по финансова грамотност и данъчна етика.

Особено важна е ролята на институционалните механизми. Затова трябва да се укрепи капацитетът на НАП, Агенция „Митници“, Дирекцията за финансово разузнаване и останалите контролни органи за проследяване на съмнителни трансакции; да се създаде координация между тях и МВР, прокуратурата и съда; да се използва изкуствен интелект и големи бази данни за кръстосана проверка на обороти, трафик и декларации.

Проявяването на сивата икономика изисква комбинация от позитивни стимули, технологична модернизация, административен контрол и културна трансформация. Най-успешни са страните, които съчетават принуда с доверие – т.е. улесняват излизането „на светло“, без да наказват всички изначално.

Нужна е сериозна промяна в структурата на ценообразуване през оставащите месеци, за да се намали автоматичната ценова реакция на бизнеса при разходни и инфлационни шокове, чрез засилване на конкуренцията, подобряване на ефективността, временно намаляване на административни и данъчни тежести и въздействие върху пазарната дисциплина. Това е съществено условие, за да бъде ограничен преносът на външни и очаквани фактори към действителната инфлация. За целта следва да се използват известните лостове за въздействие върху: дела на преките разходи, определян от динамиката на цените на суровините, енергията и особено на труда (редно е да се забави силно ръстът на заплатите в държавния сектор, не само заради инфлацията, но и за предотвратяване на прекомерния дефицит); маржа на печалбата; влиянието на акцизите и ДДС, и на регулаторните и административни такси. Особено важно е засилването на конкурентната среда и оттам на ценовата еластичност. Трябва да бъдат демонтирани временно всички автоматични индексации на доходите и пенсиите.

Лостовете за въздействие са: отстраняване или силно пресиране на монополните и олигополните структури от пазара за по-ефективна конкуренция; увеличаване дела на пазара на местното производство с по-ниска себестойност; въвеждане на временни тавани върху надценките за хранителните стоки и лекарствата (това не е въвеждане на контрол върху цените, а временна мярка при прехода, която е прилагана в повечето страни при приемането на еврото). Следва да бъде временно отложено повишаването на акцизите. Да се засили конкуренцията на трудовия пазар чрез улесняване наемането на чуждестранни работници.

Без ефективни допълнителни антиинфлационни политики, които да неутрализират инерцията на месечната инфлация и въздействието на конверсията на сивата икономика в евро в оставащата част от годината, реалната инфлация за 2025 г. ще надскочи консолидираната и аналитичната прогнози.

