

България

Вaa1 стабилна/BBB положителна/BBB положителна*

Перспективи

Увеличеният протестен вот доведе до още по-фрагментиран парламент след изборите през юни. Въпреки това, проевропейските партии имат силно мнозинство в националния законодателен орган и най-вероятно ще съставят правителство. Оставаме оптимисти, че България ще изпълни инфлационния критерий за приемане на еврото през последното тримесечие от настоящата година. След като инфлационният критерий бъде изпълнен, очакваме България да поиска изготвяне на извънреден конвергентен доклад, което да направи възможно влизане в еврозоната през 2025 г. На този позитивен фон, нашият основен макро сценарий предвижда ускоряване на реалния ръст на БВП до 2.5% през тази година и до 3.1% догодина, спрямо 1.8% ръст отчетен през изминалата 2023 г.

Стратегия

България вероятно ще излезе на пазара на еврооблигации през последното тримесечие от настоящата година, след като изпълни критериите за инфлация за приемане на еврото. Очакваме значително увеличение на емитираните от правителството ДЦК на вътрешен пазар през тази и следващата година, тъй като суверенът трябва да рефинансира големи обеми на падежиращ се вътрешен дълг, като същевременно вероятно ще иска да стерилизира част от допълнителната ликвидност, която ще се генерира през следващата година след намаляване на минималните задължителни резерви (до 1% след влизане в евро зоната в сравнение с 12% сега).

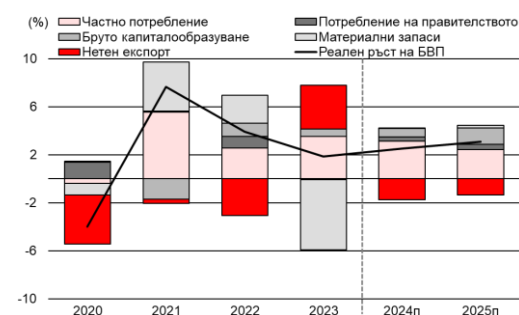
Автор: Кристофор Павлов, Главен икономист за България (УниКредит Булбанк)

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

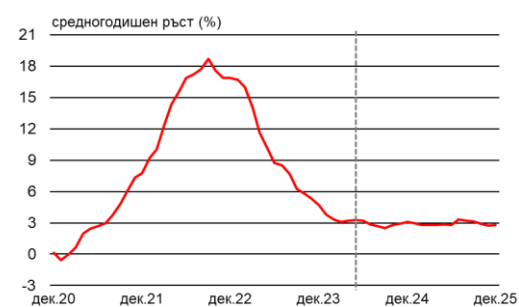
КЛЮЧОВИ ДАННИ / СЪБИТИЯ

- 26 юли: преглед на рейтинга на РБ от Moody's
- 15 юли, 16 август, 16 септември: инфлация (ИПЦ)
- 14 август, 5 септември: данни за БВП за второ тримесечие на 2024 г.
- 24 септември: индекс на цените на жилищата за второ тримесечие на 2024 г.

ПРОГНОЗА ЗА ДИНАМИКА НА БВП



ПРОГНОЗА ЗА ДИНАМИКА НА ИНФЛАЦИЯТА



Източник: HSI, UniCredit Research

* Дългосрочен кредитен рейтинг в чужда валута, отсъден съответно от Moody's, S&P и Fitch

	2021	2022	2023	2024П	2025П
Номинален БВП (млрд. евро)	71.1	85.8	93.9	100.3	107.7
Население (млн.)	6.8	6.4	6.4	6.4	6.3
БВП на глава от населението (евро)	10 390	13 307	14 576	15 788	17 191
Реален годишен ръст (%)					
БВП	7.7	3.9	1.8	2.5	3.1
Частно потребление	8.5	3.9	5.4	4.6	3.5
Бруто капиталонакопаване	-8.3	6.5	3.3	3.9	7.4
Потребление на правителството	0.4	5.5	-0.4	1.9	2.5
Износ	11.2	11.6	-1.9	2.3	4.4
Внос	10.7	15.0	-6.3	4.5	5.9
Номинална работна заплата (евро)	798	905	1029	1134	1223
Реална заплата, годишна промяна (%)	9.0	-1.9	4.0	7.3	5.1
Коефициент на безработица (%)	5.3	4.1	4.3	4.3	4.0
Фискална позиция (% от БВП)					
Бюджетен баланс (начислена основа)	-3.9	-2.9	-1.9	-2.9	-3.0
Първичен бюджетен баланс	-3.5	-2.5	-1.7	-2.4	-2.5
Държавен дълг	23.4	22.1	22.5	24.5	25.9
Външна позиция					
Текуща сметка, баланс (млрд. евро)	-1.2	-1.2	-0.3	-0.6	0.1
Текуща сметка, баланс / БВП (%)	-1.7	-1.4	-0.3	-0.5	0.1
Разширен основен баланс / БВП (%)	1.1	1.9	4.4	4.4	5.5
Нетни ПЧИ / БВП (%)	1.8	2.4	3.3	3.2	3.5
Брутен външен дълг / БВП (%)	58.1	51.6	48.3	46.4	44.3
Международни резерви (млрд. евро)	34.6	38.4	41.9	43.5	46.4
Покритие на вноса (месеци)	9.4	7.4	9.0	8.7	8.5
Инфлация / Валутен курс					
Инфлация (ИПЦ), средно годишна (%)	3.3	15.3	9.6	2.9	2.8
Инфлация (ИПЦ), края на периода (%)	7.8	16.9	4.7	3.1	2.7
ЛЕОНИЯ Плюс (края на периода)	-0.53	1.82	3.80	3.10	EUR
USD-BGN (края на периода)	1.65	1.86	1.81	1.79	1.73
EUR-BGN (края на периода)	1.96	1.96	1.96	1.96	EUR
USD-BGN (средногодишен)	1.73	1.85	1.80	1.82	1.76
EUR-BGN (средногодишен)	1.96	1.96	1.96	1.96	EUR

Източник: Евростат, HSI, БНБ, МФ, UniCredit Research

Ново проевропейско правителство ще се опита да сложи край на безизходицата предизвикана от продължаващото остро политическо противопоставяне

Увеличената подкрепа за популистки партии направи парламента още по-фрагментиран

Предсрочните парламентарни избори, проведени паралелно с изборите за Европейски парламент, доведоха до увеличение на подкрепата за популистките партии. Още една националистическа, евроскептична, популистка партия, "Величие", се възползва в най-голяма степен от нарастването на протестния вот и преодоля четири процентния праг за влизане в парламента. В резултат на това, законодателният орган на България стана още по-фрагментиран, като броят на партиите в него се увеличи до седем (виж лявостоящата графика) спрямо шест преди това. Все пак, докато подкрепата за популистките партии, включително тези с проруски геополитически предпочитания, нарасна и се радикализира, проевропейските партии продължават да контролират законодателната власт. Вzeti заедно, трите най-големи проевропейски партии в България имат 154 депутати в 240-местния парламент.

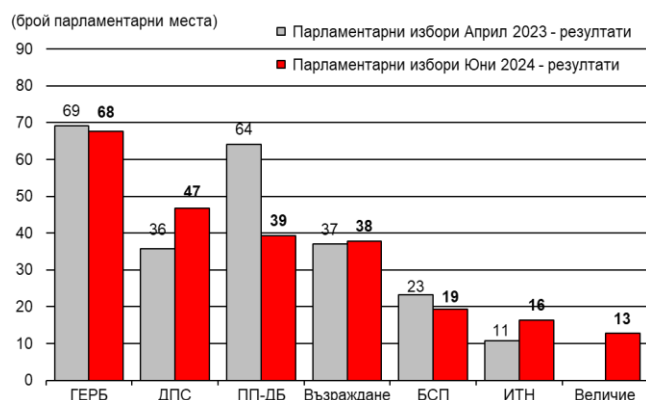
Най-вероятно изглежда проевропейското правителство

Според нас, двете най-големи проевропейски партии ще формират правителство, може би подкрепени от по-умерената националистическо-консервативна партия "Има такъв народ" (ИТН). При този сценарий, приемането на еврото и пълноправното членство в Шенгенското пространство ще останат ключови приоритети на провежданата стопанска политика. Подобряването на усвояването на средствата от ЕС по Плана за възстановяване и устойчивост (ПВУ) също ще бъде важен приоритет, защото процесът навлиза в критична фаза, когато всяко по-нататъшно забавяне на прилагането на структурните мерки, необходими за усвояване на следващите траншове, ще бъде невъзможно да се компенсира. Ангажимента за продължаване на благоразумната фискална политика е друг приоритет, който очакваме да бъде потвърден, въпреки че не е ясно дали правителството ще успее да освободи повече пространство за увеличаване на публичните капиталови разходи през 2025 г., докато в същото време не позволи дефицита да превиши изискваните с Пакта за стабилност и растеж 3% от БВП.

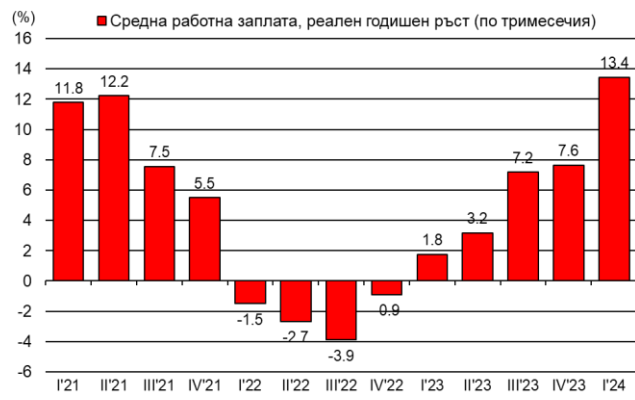
Запазихме нашата прогноза за растеж на БВП за 2024 г. непроменена

Запазихме прогнозата си за ускоряване на растежа на БВП до 2.5% през 2024 г. (от 1.8% през 2023 г.), като направихме някои промени в компонентите на растежа. Сега очакваме по-силен ръст на частното потребление, на фона на по-силното от очакваното преди три месеца нарастване на реалния ръст на заплатите и кредитирането на домакинствата. Последното ще бъде компенсирано от по-слаб положителен принос към растежа на БВП от инвестициите. Смятаме, че политическата несигурност ще натежи върху инвестициите в частния сектор, като в същото време ще забави прилагането на структурните мерки, необходими за усвояването на средствата предвидени в ПВУ на страната.

НОВИЯ ПАРЛАМЕНТ Е ПО-ФРАГМЕНТИРАН ОТ ПРЕДИШНИЯ, КАТО СЕ ИМА ПРЕДВИД БРОЯ НА ПРЕДСТАВЕНИТЕ ПАРТИИ



КОМБИНАЦИЯ ОТ ФАКТОРИ ДОВЕДОХА ДО РЕКОРДНО ВИСОК РЪСТ НА РЕАЛНИТЕ ЗАПЛАТИ ПРЕЗ ПЪРВОТО ТРИМЕСЕЧИЕ НА 2024 Г.



Източник: Национален Статистически Институт, Централна избирателна комисия, UniCredit Research

По-конкретно, смятаме, че България ще получи три транша от ПВУ до края на следващата година, в сравнение с четирите, които предвиждахме преди три месеца. Реалният ръст на БВП вероятно ще се ускори до 3.1% на годишна база през 2025 г., тъй като подобреното усвояване на средства от ЕС и по-силното външно търсене ще помогнат на износа и растежа на инвестициите да наберат скорост догодина.

Очакваме умерен ръст на реалните заплати през 2025 г.

През първото тримесечие на 2024 г. реалните заплати отчетоха най-силния си ръст на годишна база за период от близо петнадесет години (спрямо последното тримесечие на 2008 г. - виж дясностоящата графика горе). Това едва ли може да се смята за изненада, тъй като колективното договаряне на заплатите в повечето икономически сектори се провежда в края на годината, което означава, че последният такъв цикъл се реализира в контекста на много висока инфлация. Според нас, ръстът на заплатите ще се успокои догодина, тъй като предстоящият цикъл на преговори за заплатите ще се проведе през ноември и декември, когато инфлацията на потребителските цени вероятно ще достигне най-ниските си нива в хода на настоящия низходящ тренд от около 2.5% на годишна база.

Дезинфлационния натиск отслабна, но инфлацията все още не е достигнала най-ниската си точка

Очакваме средната инфлация на потребителските цени да спадне до 2.9% през 2024 г., което е с 0.2 процентни пункта по-ниско от прогнозата, която направихме преди три месеца. По-ниските цени на храните и енергията отчетени през последните три месеца са основната причина за понижаването на прогнозата ни за инфлацията. От друга страна, рекордният ръст на заплатите през първото тримесечие на настоящата година, който вероятно ще продължи през по-голямата част от 2024 г., преди да се забави постепенно през 2025 г., предполага, че базисната инфлация ще остане на сравнително висока траектория през тази и следващата година.

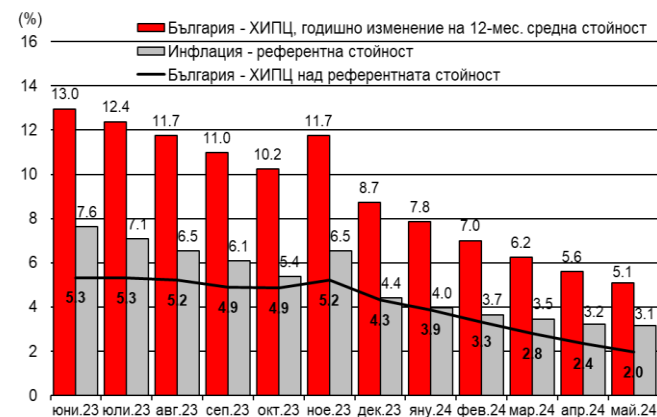
България вероятно ще изпълни критерия за ценова стабилност през четвъртото тримесечие на 2024 г.

Оставаме оптимисти за изпълнението на критерия за инфлация от България за влизане в еврозоната през последните три месеца от настоящата година, след като 12-месечният среден хармонизиран индекс на потребителските цени (ХИПЦ) на страната спадна през май до 5.1%, или с 2.0 процентни пункта над референтната стойност (изчислена като средната стойност на трите страни от ЕС с най-ниска инфлация, плюс 1.5 процентни пункта, виж лявостоящата графика).

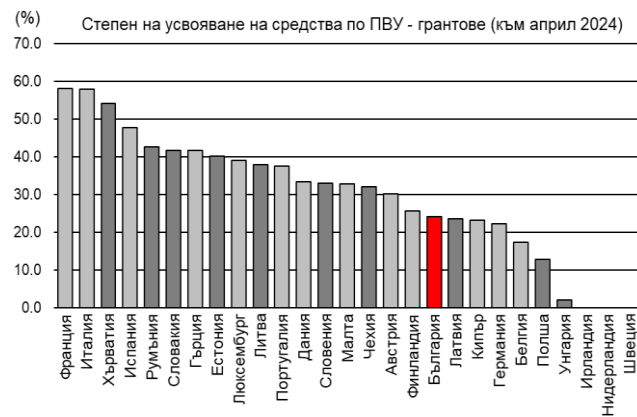
Подкрепата за влизане на страната в еврозоната е стабилна както на местно ниво, така и на ниво ЕС

Приемането на еврото остава приоритет за основните политически партии в страната. Подготовката за пълноправното членство на България в еврозоната по отношение на законодателството, свързаността на ИТ системите и логистиката на прехода към банкноти и монети в евро е в своята финална фаза. В същото време, политическата и институционална подкрепа за влизането на България в еврозоната остава много солидна на ниво ЕС.

БЪЛГАРИЯ ИЗГЛЕЖДА БЛИЗО ДО ИЗПЪЛНЕНИЕТО НА ИНФЛАЦИОННИЯ КРИТЕРИЙ ЗА ЧЛЕНСТВО В ЕВРОЗОНАТА



УСВОЯВАНЕТО НА ЕВРОПЕЙСКОТО ФИНАНСИРАНЕ ПО ЛИНИЯ НА ПВУ ПРОТИЧА ПО-БАВНО ОТ ОЧАКВАНЕТО



Източник: Евростат, Европейската Комисия, UniCredit Bulbank

Бележка: Референтната стойност е изчислена като 1.5% плюс средната стойност на трите най-добре представящи се по отношение на ценова стабилност страни от ЕС, с изключение на страните, които в момента са в дефлация.

Нашият основен сценарий предвижда влизане в еврозоната в хода на 2025 г.

Нови избори за парламент по-късно тази година не бива да се изключват

Нови избори могат да повлияят негативно на ръста на БВП

Несигурността би се увеличила значително, ако евраоскептичните партии съставят правителство, след евентуални нови предсрочни избори през септември

Смятаме, че България ще поиска изготвяне на извънреден конвергентен доклад през последното тримесечие от настоящата година, след като изпълни критерия за инфлация, което трябва да отвори пътя за влизане в еврозоната през следващата година. Според местните и европейските власти, приемането на еврото по-късно през следващата година е технически възможно, въпреки че никога не е правено досега.

Ако не се преодолее тежкото политическо противопоставяне между лидерите на трите най-големи проевропейски партии може да стигне до нови предсрочни избори по-късно тази година. При такъв сценарий компаниите вероятно ще възприемат подход на изчакване, което би се отразило негативно на частните инвестиции. Публичните инвестиции също ще пострадат, тъй като и без това бавното усвояване на средствата по ПБУ (виж дяснотоящата графика горе) ще се забави още повече през третото тримесечие на годината. Домакинствата вероятно ще станат по-предпазливи в разходите си, което ще доведе до по-слабо потребление от това, предвидено в нашия основен сценарий. Всички тези фактори, взети заедно, вероятно ще попречат на реалния ръст на БВП да надхвърли 2.0% през 2024 г., в случай на още едни избори за парламент.

При този сценарий рисковете за изпълнението на бюджета ще нараснат, което, от своя страна, може да доведе до ново забавяне в процеса на приемане на еврото. Големите инфраструктурни проекти и структурните мерки, необходими за постигане на по-приобщаващ растеж и намаляване на бедността, също ще трябва да изчакат.

В най-лошия сценарий, нови предсрочни избори биха довели до парламент, в който популистките и евраоскептичните партии имат мнозинство и формират правителство. При такъв сценарий е възможно страната временно да се отклони от курса на провежданата през последните две десетилетия стопанска политика, която имаше за основна цел задълбочаване на интеграцията в ЕС и продължаване на свързаните с това структурни реформи. От днешна гледна точка е трудно да се каже как точно би изглеждала стопанската политиката при този сценарий, тъй като популистките и евраоскептичните партии, които протягат ръце към властта, досега не успяха да формулират някаква ясна алтернативна визия за бъдещето социално-икономическо развитие на страната.

Това, което изглежда сигурно обаче, е, че подкрепата за Украйна ще спре, тъй като един от важните приоритети на едно такова правителство ще бъде да се промени геополитическата ориентация на страната повече в посока към Русия за сметка на по-малка тежест на Западна Европа и ограничаване на сътрудничеството в рамките на евроатлантическата общност. Освен това, завършването на процеса на присъединяване на България към еврозоната може да се окаже, че временно ще отпадне от списъка с приоритетите на правителството. Последните две неща, вероятно ще подкопаят доверието към страната, най-вече във външен план, което би се отразило негативно на инвестициите, които, според нас, продължават да са от решаваща важност за усилията за модернизиране на икономиката и повишаване на жизнения стандарт.

Емисията на вътрешен дълг ще нарасне значително през тази и следващата година

Липсата на стабилно правителство не повлия негативно върху фискалните резултати досега през годината

Политическата нестабилност, която предизвика още един извънреден вот през юни, засега не повлия негативно на фиска. Държавният бюджет отбеляза излишък от 0.1% от БВП за януари-май 2024 г., в сравнение с дефицит от 0.6% за същия период година по-рано. По-силният резултат през 2024 г. до голяма степен отразява трансфера обратно в бюджета на 1.2 млрд. лв., които бяха заделени в специален фонд за финансиране на малки общински инфраструктурни проекти от преизпълнението на фискалните приходи през 2023 г.. Когато тази операция се извади, бюджетното салдо отчетено до сега през 2024 г. е равно на миналогодишното, което е добра новина поради две причини. Първо, защото не се наблюдава някакво значително увеличение на разходите, въпреки намаления контрол върху фискалните разходи, който обикновено съпътства провеждането на избори, още повече като вземем предвид допълнителните разходи по организацията на извънредния вот. Второ, и по-важно, защото рискът липсата на стабилно правителство да създаде допълнителни стимули за укриване на данъци и по този начин да подкопае фискалната позиция не се материализира, поне според наличните данни за изпълнението на консолидираната фискална програма към момента на изготвяне на тази публикация.

Поддържането на фискалната дисциплина ще остане приоритет

Очакваме поддържането на фискална дисциплина да остане приоритет, при нашия основен сценарий. Не виждаме големи рискове за изпълнението на бюджета през настоящата година. Това е така, защото всички партии, които вероятно ще формират следващото правителство, изглеждат ангажирани с продължаването на благоразумното управление на публичните финанси. В същото време, рекордно високия ръст на заплатите тази година вероятно ще повиши приходите от данък върху личните доходи и социално-осигурителните плащания до малко по-високи нива от първоначално очакваните, докато постепенното възстановяване на основните търговски партньори на България, което нашият глобален макро сценарий предвижда през втората половина на 2024 г., вероятно ще предостави допълнителна подкрепа за фискалните приходи през оставащите месеци от годината. През 2025 г. виждаме по-малко пространство за фискалната политика да стимулира потреблението, защото публичните капиталови разходи ще трябва да се увеличат, тъй като усвояването на средствата по ПВУ навлиза в решаваща фаза.

Вътрешното финансиране нарасна до 1.1 млрд. лв.

От месец април досега бяха проведени четири аукциона, което увеличи кумулативния обем на вътрешното финансиране до 1.1 млрд. лв. досега през годината. В допълнение, министърът на финансите в служебното правителство заяви планове за издаване на 1.75 млрд. лв. облигации на вътрешния пазар през останалата част от 2024 г. Ако емисията на вътрешни облигации достигне общо 2.85 млрд. лв. тази година, очакваме 3.8 млрд. евро ДЦК да бъдат емитирани на външен пазар. Смятаме, че суверенът ще излезе на пазара на еврооблигации през последното тримесечие от годината, след като България изпълни числовата стойност на критерия за инфлация за влизане в еврозоната.

Вероятно догодина ще има рекордно количество на емисии на вътрешен пазар

Според нас, обемът на емитираните ДЦК на вътрешен пазар ще се увеличи до рекордно високо ниво от 4.5 млрд. лв. догодина. Това изглежда оправдано, защото България ще трябва да рефинансира вътрешен дълг на стойност 3.4 млрд. лв. през 2025 г. От друга страна, това ще помогне да се стерилизира част от допълнителната ликвидност, която следващата година ще се генерира след намаляване на минималните задължителни резерви (до 1% при влизане в еврозоната от 12% сега) на местния банков сектор, който отчита рекордно високи нива на ликвидност още преди влизането в еврозоната.

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

млрд. евро	2023	2024П	2025П
Нужди от финансиране, бруто	4.2	5.0	5.6
Бюджетен дефицит	2.8	3.0	3.2
Амортизация на публичния дълг	1.4	2.0	2.4
Вътрешен дълг	0.0	0.3	2.2
Облигации	0.0	0.3	2.2
Бонове	0.0	0.0	0.0
Кредити	0.0	0.0	0.0
Външен дълг	1.4	1.7	0.2
Облигации и кредити	1.2	1.5	0.0
МВФ/ЕС/Други	0.2	0.2	0.2
Финансиране	4.2	5.0	5.6
Вътрешни вземания	0.0	1.4	2.3
Облигации	0.0	1.4	2.3
Бонове	0.0	0.0	0.0
Кредити	0.0	0.0	0.0
Външни вземания	4.2	3.8	3.2
Облигации	3.8	3.8	3.2
МВФ/ЕС/Други	0.4	0.0	0.0
Приватизация	0.0	0.0	0.0
Промяна на фискалния резерв (- = ръст)	0.0	-0.2	0.1

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА

млрд. евро	2023	2024П	2025П
Нужди от финансиране, бруто	23.5	23.7	21.8
Баланс по текущата сметка	0.3	0.6	-0.1
Амортизация на средно до дългосрочен дълг	6.1	5.9	4.3
Правителство / БНБ	1.4	1.7	0.2
Банки	1.1	1.4	1.5
Корпорации	3.6	2.8	2.6
Амортизация на краткосрочен дълг	17.2	17.2	17.7
Финансиране	23.5	23.7	21.8
ПЧИ	3.1	3.2	3.8
Портфейлни инвестиции, поток	-1.2	-2.4	-2.4
Вземания	8.6	6.5	5.0
Правителство / БНБ	4.2	3.8	3.2
Банки	1.8	1.5	1.5
Корпорации	2.6	1.2	0.3
Краткосрочно финансиране	17.2	17.7	18.1
Трансфери от ЕС	1.3	1.7	2.0
Друго финансиране	-2.0	-1.3	-1.9
Промяна на валутните резерви (- = ръст)	-3.5	-1.6	-2.9
Допълнителни показатели:			
Притежавани от нерезиденти ДЦК	0.0	0.0	0.0
Облигации емитирани на МКП, нетни	2.6	2.3	3.2

Източник: БНБ, МФ, UniCredit Research

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 екип „Икономически проучвания“ 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 предложение за закупуване или записване на финансови инструменти, (iii) за реклама. Инвестиционните възможности, дискутирани в този доклад могат да се окажат неподходящи за някои инвеститори в зависимост от техните специфични инвестиционни цели и времеви хоризонт или в контекста на тяхното цялостно финансово състояние. Дискутираните инвестиции могат да се колебаят в цената или стойността. Инвеститорите могат да получат по – малко отколкото са инвестирали. Промените в обменните курсове могат да окажат неблагоприятен ефект върху стойността на инвестициите. Освен това, минало изпълнение не е непременно показател за бъдещи резултати. В частност, рисковете, свързани с инвестиции във финансови инструменти в процес на обсъждане, не са обяснени в тяхната цялост.

Съдържащата се в този документ информация се отнася за момента, към който е предоставена, и не може да замести получаването на индивидуален 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 настоящият документ не представлява пряка или косвена инвестиционна препоръка, 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. Инвеститорите се призовават да се свържат със своя външен инвестиционен консултант за индивидуални обяснения и съвет.

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 конкретни 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.