

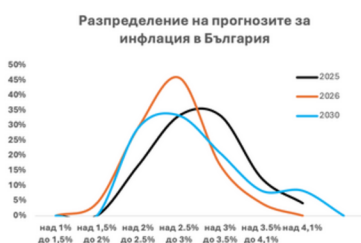
РИСКОВЕ И УЯЗВИМОСТИ

Икономическата перспектива е доминирана от по-висока несигурност, свързана с геополитическа нестабилност и протекционизъм. Конфликтът в Украйна и политиката на САЩ по отношение на търговията задълбочават низходящите рискове и застрашават световния икономически растеж. На вътрешно ниво предизвикателства представляват темповете на реализация на стратегически проекти, динамиката на публичните разходи и необходимостта от синхронизация на икономическата политика с външните ангажименти на страната. Допълнително предизвикателство представляват инфлационният натиск, високите енергийни разходи и несигурността около въвеждането на еврото и като цяло ниското одобрение от страна на населението по този въпрос. В комбинация тези фактори ограничават видимостта пред бизнеса и затрудняват дългосрочното планиране.

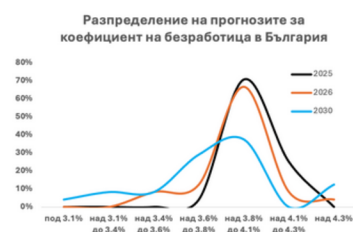
Очаквания на макроикономическите наблюдатели в България



Очакванията за темпа на прираст на БВП са 2,7% за 2025 г. и 2,7% за 2026 г. Средната оценка на макроикономическите наблюдатели за растежа в по-дългосрочен план се понижава леко спрямо предходното проучване до 2,7%. **При дългосрочните очаквания се забелязва по-висока чувствителност към сценарийно развитие**, което отразява възприемането на нови рискове, но и на потенциални възможности.



Очакванията за инфлацията са ревизирани нагоре до 3,2% за 2025 г. и 2,8% за 2026 г. Оценката на макроикономическите наблюдатели за дългосрочния темп на нарастване на националния ценови индекс е 2,5%.



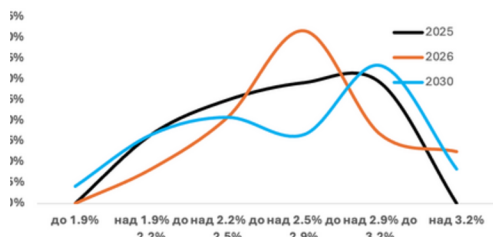
Очакванията за коефициента на безработица са 4.1% за 2025 г. и 4.0% за 2026 г. Дългосрочната очаквана стойност за коефициента на безработица е 3.8%.

ТЕМАТИЧНО ИЗСЛЕДВАНЕ

Тематичният въпрос в настоящия бюлетин се отнася до вижданията на макроикономическите наблюдатели доколко средните цени на недвижимите имоти в страната се отклоняват от своя фундамент. Резултатите от проучването показват консенсус сред участниците, че цените на жилищните имоти в страната са надценени спрямо своя фундамент. Общо 76% от отговорилите определят цените като надценени – една трета ги оценяват като значително надценени, а 43% – като слабо надценени. Само 5% смятат, че цените са близо до своята фундаментална стойност, докато подценяване не е отчетено от никого. Почти една пета от участниците изразяват допълнителни резерви чрез коментари или алтернативни оценки, което подсказва наличие на нюансирано възприемане на пазарната ситуация.

ОЧАКВАНИЯ НА МАКРОИКОНОМИЧЕСКИТЕ НАБЛЮДАТЕЛИ В БЪЛГАРИЯ

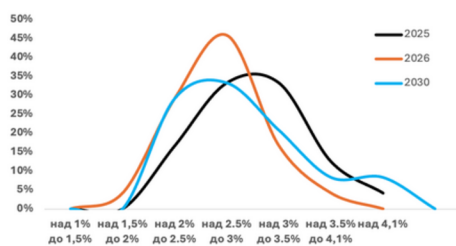
Разпределение на прогнозите за икономически растеж на България



Очакванията за темпа на прираст на БВП са **2,7% за 2025 г. и 2,7% за 2026 г.** Средната оценка на макроикономическите наблюдатели за растежа в по-дългосрочен план се се понижава леко спрямо предходното проучване до **2,7%**. За 2025 г. (оранжева линия) се наблюдава най-ясно изразена модалност с пик около интервала 2.5%-2.9%, където се концентрират около 40% от очакванията. Това сочи към сравнително консенсусна оценка за стабилен, но не висок растеж. Данните от бюлетина потвърждават това – средната прогноза за 2025 г. е 2,7%, с балансираните към леко низходящи рискове.

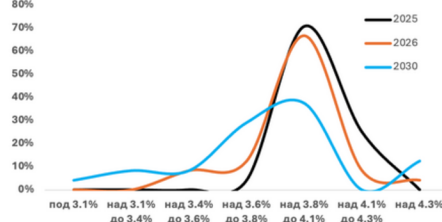
Сравнението между текущото разпределение на прогнозите за дългосрочния растеж и това, публикувано през октомври 2024 г., показва нарастваща разнопосочност и известна поляризация на очакванията. Докато в предходния бюлетин мнозинството от участниците бяха концентрирани около умерен темп на растеж от 2.8-3.2%, сегашното разпределение е значително по-разтеглено: част от прогнозите са изместени в посока под 2.5%, докато други очакват ръст над 3.0%. Тази разширена дисперсия ясно отразява нарасналата несигурност в дългосрочен план, като в основата ѝ стоят структурни и външни фактори, които през последната година се засилиха. Сред тях са нестабилната търговска и геополитическа среда, продължаващото пренастройване на глобалните вериги за доставки, дългосрочните енергийни предизвикателства и демографският натиск. Интерпретацията на участниците в изследването е двупосочна. От една страна, част от тях очакват, че тези фактори ще имат преобладаващо негативен ефект – ще ограничат международната търговия, ще задържат инвестициите и ще повишат несигурността, което ще доведе до понисък потенциален растеж. От друга страна, друга група анализатори възприема настоящата трансформационна среда като възможност за мобилизиране на ресурси – както вътрешни, така и чрез механизми на ЕС. Според тази гледна точка, шоковете ще имат катализираща роля, която може да доведе до по-висок растеж в дългосрочен план.

Разпределение на прогнозите за инфлация в България



Средните стойности на очакваната инфлацията в България са **3,2% за 2025 г. и 2,8% за 2026 г.** Оценката на макроикономическите наблюдатели за дългосрочния темп на нарастване на националния ценови индекс е **2,5%**. Прогнозите за 2025 и 2026 г. са концентрирани между 2.0% и 3.0%, като най-голяма част от тях попадат в диапазона 2.5%-3.0% – над 50% за 2026 г. В сравнение с разпределението, представено в макроикономическия бюлетин от 2024 г., се забелязва значително изместване на модата вдясно и актуализиране на средната стойност за 2025 г. от 2.6% на 3.2%. Това показва промяна в нагласите на прогнозиращите, които сега очакват по-висока устойчива инфлация, отколкото преди шест месеца. Влияние върху тези очаквания вероятно оказват оценките за по-слабо от очакваното успокоение на инфлацията при услугите, продължаващото пренасяне на разходи върху крайните цени, както и силен вътрешен натиск чрез работни заплати. В допълнение, намалена вяра в преноса на дефлационен импулс от еврозоната и ограничен ефект от паричната политика при фиксирания валутен курс допринасят за умерен песимизъм по отношение на пълното завръщане към целевата инфлация в краткосрочен план. За дългосрочния хоризонт (синя линия) разпределението е по-широко и по-плоско. Макар най-голяма част от очакванията да остават между 2.0% и 3.0%, значителен дял от участниците очакват инфлация над 3.5%, дори над 4.1%, което не се наблюдава в краткосрочните прогнози. За момента това може да е спорадична реакция върху решенията на администрацията на САЩ за налагане на високи търговски мита, но също може да е и белег за по-трайно отместване в прогнозите с оглед реализиране на шокове в алтернативните сценарии на анкетираните.

Разпределение на прогнозите за коефициент на безработица в България



Очакванията за коефициента на безработица са **4.1% за 2025 г. и 4.0% за 2026 г.** Дългосрочната очаквана стойност за коефициента на безработица е **3.8%**. Разпределението на прогнозите за 2025 г. показва отчетлива концентрация в диапазона между 3.8% и 4.1%, където попадат 74% от очакванията. Това ясно потвърждава преобладаващото мнение сред макроикономическите анализатори, че безработицата през тази година ще остане в близост до текущите равнища, но с лека тенденция към спад спрямо 2024 г. Средните очаквани стойности за 2025 г., 2026 г. и за дългосрочен хоризонт потвърждават наличието на умерен оптимизъм в средносрочен и дългосрочен план. Анализаторите допускат постепенно намаление на безработицата с времето, като най-ниски стойности се очакват в дългосрочен аспект. Такава динамика отразява предположението, че икономиката ще се доближава до потенциалния си растеж и ще се засили търсенето на труд, особено в контекста на демографски ограничения и нуждата от по-пълноценно използване на работната сила. Въпреки това, дългосрочното разпределение включва и известен дял прогнози за по-високи нива на безработица (13% очакват стойности над 4.3%), което подчертава съществуването на несигурност относно устойчивостта на пазара на труда в перспектива. Тези очаквания може да се свържат с потенциални структурни предизвикателства и икономически сътресения, които биха могли да възникнат след 2026 г.

ТЕМАТИЧНО ИЗСЛЕДВАНЕ

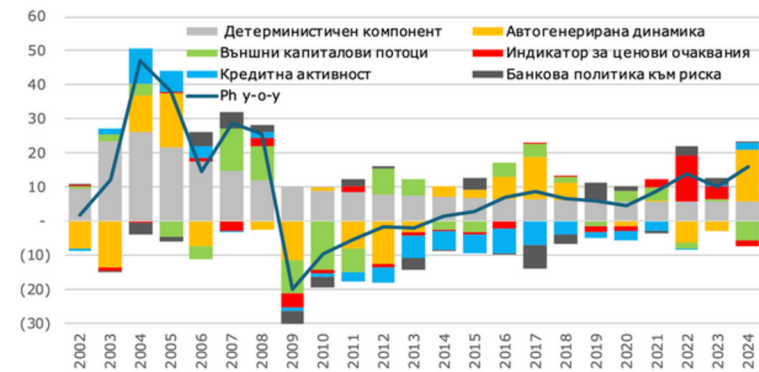
Динамика на цените на жилищния пазар в България

През последните две години динамиката на жилищния пазар в България е нестабилна, което поражда въпроси относно устойчивостта на цените на недвижимите имоти. Настоящата част цели да идентифицира ключовите двигатели на цените на жилищата. Използваният модел стъпва върху теоретичната рамка, изложена в Carlin and Soskice (2024), както и върху емпирични изследвания, прилагащи подобни методи за анализ положителната обратна връзка към жилищата. Основната спецификация включва предположението за нееластично предлагане на жилища и взаимозависимости между реалния и финансовия сектор.

Фигурата илюстрира резултатите от историческата декомпозиция на изменението на цените на жилищата в България в периода 2002–2024 г., получени чрез SVAR модел с рекурсивна идентификация. Всеки от компонентите представя приноса на различен структурен шок, докато синята линия изобразява действителното изменение на цените на жилищата на годишна база.

В исторически аспект възходящата фаза на жилищните цени в България, започнала около 2002–2005 г., не стартира като спекулативен бум, а по-скоро като реакция на фундаментални структурни промени, т.е. детерминистични фактори. Това включва: макроикономическа стабилизация след периода на преход, ускоряване на икономическия растеж, демографска концентрация в градовете, подобрение в очакванията, свързани с членството в ЕС, навлизане на международни инвеститори и повишено доверие в банковата система. Впоследствие значителният ръст в цените на жилищата до 2007 г. е движени от комбинация от силни капиталови потоци, кредитна експанзия и самоподдържащи се ценови очаквания. Финансовата криза от 2008 г. води до срив, като почти всички компоненти допринасят негативно в средносрочен план. След 2012 г. по-високото възприемане на риск от финансовите институции и потиснатите нива на кредитиране рефлектират върху бавното възстановяване на цените. От 2017г. се забелязват първите натрупани и отложени покупки след стабилизирането на дохода и липсата на достатъчно предлагане в този период.

Оценка на факторите за ценова динамика – резултати от SVAR модел



Източник: Собствени изчисления

Периодът 2022–2024 представлява особено интересен етап в динамиката на цените на жилищата в България, защото съчетава характеристики на фундаментално обоснован ръст с прояви на кумулативен и спекулативен ефект. Той следва фазата на възстановяване от COVID-19, но е белаязан и от сериозни макроикономически сътресения – глобална инфлационна вълна, геополитическа несигурност и продължително нарастване на търсенето на активи със сравнително нисък риск. През този период **ценовите очаквания се засилват чувствително**, особено в строителния сектор. Това вероятно е свързано с повишени на цените на строителните материали и логистиката (инфлационно натоварване), убеждението, че инвестицията в имот е защитена от обезценка на спестяванията, спекулативни очаквания за допълнително покачване на цените, особено в контекста на предстоящото влизане в еврозоната. Наблюдава се изразена самостоятелна динамика на цените, това подсказва наличие на пазарно поведение, в което цените растат поради психологически очаквания, което подчертава спекулативния елемент в последните години.

Растежът на кредита следва нарастването на номиналните доходи, но това не отменя факта на значителна кредитна експанзия и променено банково поведение, което предполага необходимост от повишено внимание към дългосрочната устойчивост на пазара.

Детерминистичният компонент в модела предоставя важна информация, която отразява дългосрочните фактори, формиращи устойчивия темп на нарастване на цените на жилищата при отсъствие на шокове. Анализът показва, че **без допълнителни шокове годишният ръст би бил около 5-6%**, което осигурява възобновяването на нормалната амортизация на жилищния фонд, ликвидния риск, демографския натиск и ефекти от нееластичното предлагане. При тези обстоятелства сегашните темпове изглеждат надценяват жилищата и са влошили достъпността им. В дългосрочен план достъпността ще зависи от номиналното нарастване на възнагражденията от работна заплата и еластичността на предлагане на жилища. Предвид елементите на спекулативна инерция, рязка корекция в очакванията, ограничаване на вътрешната ликвидност или външен макрофинансов шок биха направили корекцията в ценовата достъпност доста по-бърза спрямо детерминистичния вариант без шокове.

Променлива	Уравнение
Цени на жилищата	$\Delta P_{H,1} = \alpha \Delta H^D_{1} + \beta \Delta P^e_{H,1}$
Очаквани бъдещи цени	$\Delta P^e_{H,1} = \gamma \Delta P_{H,1}$
Търсене на жилища	$\Delta H^D_{1} = \delta \Delta L_{1}$
Обем на новите заеми	$\Delta L_{1} = \eta \lambda \Delta P_{H,0} H_0 - \alpha \Delta z_{,1}$
където:	
λ е LTV - loan-to-value,	
P _{H,0} H ₀ е обезпечението,	
Δz промяна на възприетия риск.	



УНИВЕРСИТЕТ ЗА
НАЦИОНАЛНО И
СВЕТОВНО СТОПАНСТВО

○○○○

2025/1

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ БЮЛЕТИН

Център за изследване и развитие на икономическата теория

ДИСКЛЕЙМЪР

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. 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 автора и редакторите 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.