

България (Ваа2 стабилна/ВВ+ стабилна/ВВВ- стабилна)



Перспективи – След като подновеният спад на цените на енергийните суровини и по-силно от очакваното възстановяване на пазара на труда вече са реалност ние се чувстваме в достатъчно комфортна позиция, за да увеличим прогнозата си за растежа на БВП до 3.4% (от 3% в момента) за настоящата година и до 3.6% (при 2.9% в момента) за 2017 г. През изминалата година растежът беше с по-балансирана структура, а продължителните излишъци по текущата сметка спомогнаха за намаляването на външния дълг до по-устойчиви нива, което беше допълнение към вече натрупаните сигнали, че икономиката преминава към модел на растеж, който е все по-малко зависим от ръста на кредита. Очакванията ни индивидуалното потребление и в по-малка степен износът да са двигателите на растежа през 2016 и 2017 г. остават непроменени. Предпазливата фискална политика ще спомогне за задържане на бюджетния дефицит на комфортни нива през 2016 и 2017 г., докато средата на конструктивни капиталови потоци допълнително ще подсили резервите на БНБ.

Автор: Кристофор Павлов, Главен икономист за България (+359 2 9269 390)

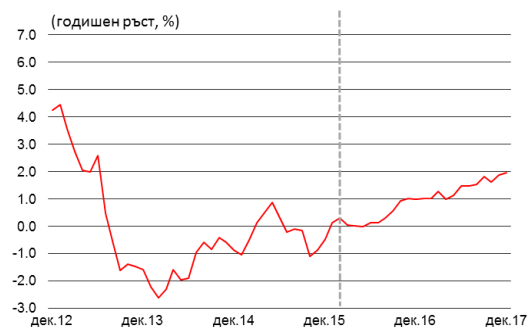
КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- 25 април: Парична статистика за 1Q 2016
- 13 май: Експресни оценки за БВП за 1Q 2016
- 16 май: Брой на заетите през 1Q 2016

РАСТЕЖЪТ НА БВП ЩЕ СЕ СТАБИЛИЗИРА НА ПО-ВИСОКО НИВО



ИНФЛАЦИЯТА ЩЕ СЕ ВЪЗСТАНОВЯВА ПОСТЕПЕННО



МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

	2013	2014	2015	2016п	2017п
Номинален БВП (млрд. евро)	41.9	42.8	44.2	45.6	47.9
Население (млн.)	7.2	7.2	7.2	7.1	7.1
БВП на глава от населението (евро)	5 784	5 936	6 171	6 406	6 760
Реален годишен ръст (%)					
БВП	1.3	1.5	3.0	3.4	3.6
Индивидуално потребление	-1.1	2.5	0.7	3.2	3.4
Бруто капиталобразуване	0.3	3.4	2.5	-1.3	2.3
Потребление на правителството	3.1	-0.8	0.4	0.6	0.6
Износ	9.2	-0.1	7.6	5.5	4.4
Внос	4.9	1.5	4.4	3.2	3.2
Номинална работна заплата (евро)	396	423	453	485	522
Реална работна заплата (%)	5.1	8.2	7.1	7.3	6.2
Коефициент на безработица (%)	12.9	11.4	9.1	7.8	6.5
Фискална позиция (% от БВП)					
Бюджетен баланс (на касова основа)	-1.8	-3.6	-2.9	-2.2	-1.8
Първичен бюджетен баланс	-0.9	-3.0	-2.1	-1.2	-0.8
Държавен дълг	17.6	26.4	26.4	29.9	29.3
Външна позиция					
Салдо по текущата сметка (млрд. евро)	0.8	0.5	0.5	0.9	0.6
Салдо по текущата сметка / БВП (%)	1.8	1.2	1.2	1.9	1.2
Разширен основен баланс / БВП (%)	6.1	5.4	7.6	6.8	6.2
Нетни ПЧИ / БВП (%)	3.0	2.0	3.4	3.6	3.7
Брутен външен дълг / БВП (%)	88.1	92.1	77.3	73.1	68.3
Международни резерви (млрд. евро)	14.4	16.5	20.3	22.1	23.9
Покритие на вноса (месеци)	5.7	6.6	7.9	8.4	8.6
Инфлация (ИПЦ) / Валутен курс					
Инфлация (ИПЦ), средно годишна (%)	0.9	-1.4	-0.1	-0.1	1.4
Инфлация (ИПЦ), в края на периода (%)	-1.6	-0.9	-0.4	0.6	1.8
ЛЕОНИЯ (края на периода)	0.07	0.02	0.01	-0.13	-0.10
USD/BGN (края на периода)	1.42	1.79	1.80	1.75	1.66
EUR/BGN (края на периода)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
USD/BGN (средногодишен)	1.47	1.47	1.76	1.81	1.68
EUR/BGN (средногодишен)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
Реален ефективен валутен курс, 2000=100	144.9	144.6	142.2	142.0	140.5
Годишна промяна (%)	-0.91	2.63	-1.66	-0.12	-1.03

Източник: НСИ, БНБ, МФ, UniCredit Research

Растежът започва годината от силна позиция

Неочакваната слабост на пазарите в началото на годината повишиха несигурността...

...но на вътрешния фронт икономиката произведе поредица от окуражаващи данни

Балансът между очакванията да се наема и освобождава персонал на мениджърите в икономиката остава над или много близо до след-кризисен пик. Очакванията на домакинствата за заетостта също се подобряват

С доближаването на икономиката към пълна заетост, промишлеността и сектори-те за изнесени бизнес услуги се очаква да продължат да добавят работни места, но в по-малка степен от отчетените през 4Q15

Подновеният спад в цените на суровия петрол се очаква да доведе до по-силна подкрепа за покупателната способност на домакинствата през 2016 г. спрямо предишните ни очаквания

Бюджетът спечели от увеличаването на приходите в резултат от динамиката на бизнес цикъла и подобрената събираемост на данъците

Темпът на фискална консолидация се очаква да остане непроменен през следващите две години

Подготовката за отдаване на 30-годишна концесия на летище София е в напреднала фаза, с което приходите от концесии трябва да достигнат 0.8% от БВП за 2016 г.

Докато глобалните финансови пазари преминаха през период на подчертана слабост, които подклаждаха усещане за тревога и несигурност в началото на годината, то на вътрешния фронт икономиката произведе поредица от солидни резултати. Задвижван от индивидуалното потребление и инвестициите, реалният растеж на БВП за 2015 г. се ускори до 3.0% (над прогнозата ни за 2.8%). Подобна позитивна картина описаха и индикаторите за нагласите в икономиката през януари и февруари. Общият индикатор остана съвсем малко под нивото си след-кризисния пик през декември 2015 г., което допълнително подкрепи виждането ни за силен старт на икономиката през 2016 г.

Пазарът на труда, беше този, който произведе най-окуражаващите новини от последната ни СЕЕ Quarterly публикация насам. За начало, нормата на безработицата спадна до 7.9% през 4Q15 (от 8.3% през 3Q15 и 10.6% преди година), подкрепена от ръст в броя на заетите от 2.4% на годишна база. Това бе и най-силният годишен ръст в броя на заетите от началото на възстановяването на пазара на труда (виж лявата графика), което не просто е два пъти по-високо от средното за предходните две тримесечия, но и значително над нашите и на пазара очаквания. Продължи и тенденцията от последните две години основната част от новооткритите работни места да са в сектори с високо заплащане като ИТ и други изнесени бизнес услуги. Същевременно, разходите за труд нараснаха, като средният индикатор за заплатите се увеличи с 8.0% през 4Q15.

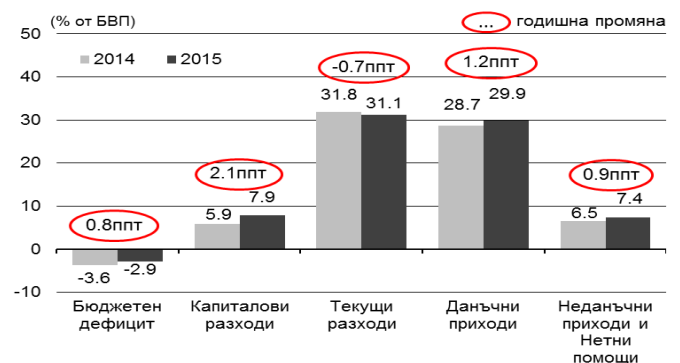
Очакваме възстановяването да продължи, въпреки че е малко вероятно темповете, с които нараства броят на заетите да се увеличат допълнително, като по-скоро ще останат на стабилни нива около 1.5% ръст на годишна база. Комбинацията от възобновен спад на цените на енергийните суровини и по-силно от очакваното възстановяване на пазара на труда би трябвало допълнително да подкрепят ръста на индивидуалното потребление. Ето защо ние повишихме прогнозата си за ръста на БВП до 3.4% през 2016 г. (от 3.0% преди това) и 3.6% за 2017 г. (при 2.9% преди това). Очакванията ни индивидуалното потребление и в по-малка степен износа да са двигателите на растежа през 2016 г. остават непроменени. Сравнително по-слабата подкрепа от външната среда през 2017 г., когато се очаква еврото да засили позициите си, а цените на енергийните суровини да започнат да се възстановяват, се очаква да ограничи темпа на растеж на износа, но това ще бъде повече от компенсирано, според нас, от засилване на инвестициите и растежа на индивидуалното потребление.

Предпазливата фискална политика помогна за ограничаване на бюджетния дефицит до 2.9% от БВП през изминалата година (малко под заложената цел от 3%), спрямо 3.6% през 2014 г. (виж дясната графика). Комбинацията от подобрена данъчна събираемост и циклични фактори спомогнаха за ръст на данъчните приходи от 7.9% на годишна база, което се оказа достатъчно за увеличаване на публичните инвестиции до 7.9% от БВП при 5.9% през 2014 г., на фона на рекордно-високото усвояване на средства от ЕС. Разходите останаха под контрол, като текущите разходи (без вноската в общия бюджет на ЕС) спаднаха до 31.1% от БВП, при 31.8% през 2014 г. През настоящата година очакваме правителството да не успее да изпълни целта за бюджетния дефицит (заложена на 2% от БВП) с минимална разлика. Рисковете за изпълнението, свързани с приходната част на бюджета изглеждат ограничени, тъй като е предвидено данъчните приходи да нараснат с едва 4.5% номинално. Приоритизирането на разходите се очаква да е по-предизвикателно, тъй като за текущите разходи е заложен ръст от едва 1.5% годишно.

Ръстът на заетостта се ускори, което натисна нормата на безработицата надолу...



...докато фискалната позиция се подобри



ПЧИ нараснаха до 3.4% от БВП през изминалата година при 2.0% през 2014 г. на фона на постепенно увеличаване на експортния потенциал на икономиката

Понижението на цените на суровия петрол доведе до рекордно подобрение в нетните енергийни разходи на икономиката

В ярък контраст с годините на бума увеличените капиталови потоци през 2015 г. не бяха свързани с ръст на външната задлъжнялост

Продължават да са на лице редица негативни рискове пред нашия основен сценарий

Потенциалните негативни последици от скандала с VW не изглеждат притеснителни, тъй като българската икономика има ограничена експозиция към автомобилната индустрия

Успешното реструктуриране на енергийния сектор помогна за финансовото стабилизиране на НЕК (компанията, която контролира активите с държавно участие в енергетиката), което направи възможно един от основните негативни рискове на вътрешния фронт да намалее

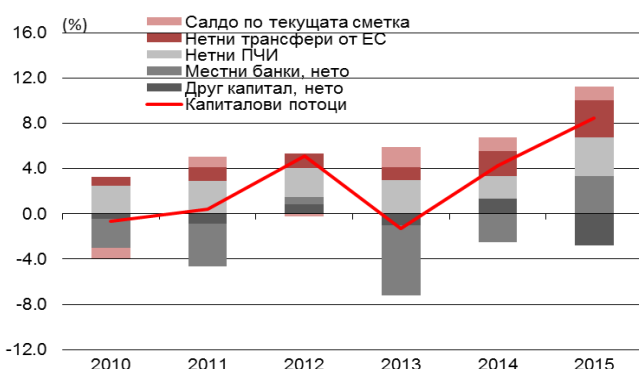
Значимия ръст на входящите капиталови потоци (виж лявата графика) увеличи резервите на БНБ с еквивалента на 8.4% от БВП през изминалата година, съвсем малко под рекордните 8.9%, достигнати в периода на пред-кризисния бум през 2007 г. Това стана възможно благодарение на комбинация от значителен ръст на износа и по-ниски цени на енергийните суровини, които спомогнаха за преминаване на баланса по търговията със стоки и услуги в излишък от 1.5% от БВП спрямо дефицит от 0.5% през 2014 г. Входящите капиталови потоци получиха допълнителна подкрепа от увеличавания приток на средства от ЕС, както и по-силните ПЧИ. И все пак, с най-голям принос беше банковият сектор, който репатрира част от ликвидните си резерви, държани в чужбина, за да ограничи загубите от задълбочаващи се отрицателни лихви в евро зоната. Тези входящи потоци бяха повече от достатъчни, за да компенсират значителното погасяване на външен дълг в хода на изминалата година.

Така значителното увеличение на входящите потоци беше съпроводено от спад на brutния външен дълг, който достигна 77.3% от БВП в края на 2015 г., при 92.1% преди година (виж дясната графика). Тази промяна към модел на растежа, който е значително по-малко зависим от ръста на кредита се очаква да продължи и през следващата година, когато прогнозираме brutния външен дълг да спадне до 73.1% от БВП.

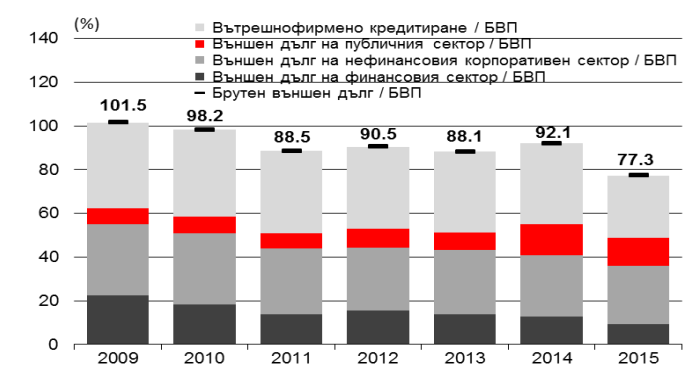
Значително забавяне на икономиката на евро зоната остава основният негативен риск пред нашия благоприятен сценарий за малка и зависима от износа икономика като българската. По-остро от очакваното забавяне на китайската икономика е вторият по значимост външен риск, не само заради големия индиректен ефект през веригите на доставка за износителите от Западна Европа, но и заради негативния натиск върху цените на суровините, които продължават да представляват повече от една трета от българския износ на стоки. Ограничената експозиция към инвеститори от САЩ предполага, че негативното влияние от процеса по нормализация на лихвите на Фед остава ограничено. То се очаква да е по-скоро индиректно, през търговските връзки с икономики като Хърватия, Сърбия и особено Турция, които остават уязвими поради високата си зависимост от външно финансиране. Геополитическите събития отново излязоха на преден фронт през последните месеци, като конфликтът в Сирия изглежда далече от своя край, а ЕС продължава да се затруднява да изработи съгласуван отговор на увеличените миграционни потоци. За сега България остава встрани от основните миграционни маршрути, което означава, че ако този риск се материализира директният ефект вероятно ще бъде ограничен. Все пак, икономиката ще бъде отслабена индиректно през канали на влошените нагласи в съседните страни и Европа като цяло.

Два са основните негативни рискове на вътрешния фронт. Първо, оставката на правосъдния министър през декември миналата година подсили усещането в обществото, че усилията за ограничаване на корупцията остават заложенник на силните и добре обвързани политически интереси на местните олигарси. Второ, ако различията в нивата на провизиране на отделните банки могат да служат за отправна точка, то изглежда предстоящите стрес-тестове и преглед на качеството на активите ще покажат недостатъчно провизиране и капитал в ограничен брой второразредни банки с българска собственост. Очакваме справянето с тези дефицити на капитал и провизии да бъде сравнително лесно, като се има предвид профитабилността на банковия сектор и солидния фискални резерв, който е на ниво от 7.3 млрд. лв. или 8.2% от БВП в края на януари, в допълнение към 5.6 млрд. лв. (6.3% от БВП), които БНБ може да използва в качеството си на кредитор от последна инстанция.

Широко-базираният ръст на входящите потоци набра скорост...



...подпомагайки понижението на външната задлъжнялост



Източници: Eurostat, НСИ, UniCredit Research

Стратегия: Новоемитираните книжа имат потенциал за ръст на цените

Министерството на финансите пласира 2 млрд. евро в 7 и 12-годишни книжа по Глобалната си средносрочна програма за издаване на облигации

Местните инвеститори се очаква да подкрепят търсенето...

...което трябва да доведе до силно начало на търговията на вторичен пазар ...

... като 12-годишните книжа изглеждат евтини и се очаква да спечелят най-много

Министерството на финансите се завърна успешно на външните пазари след обявените от ЕЦБ нови мерки за парично разхлабване, като успя да пласира 1.994 млрд. евро по Глобалната средносрочна програма на Република България за издаване на облигации. Този ход допълнително подсили фискалните буфери и представлява по-голямата част от нуждите по финансиране на правителството за годината (виж таблицата долу) преди стрес тестовете и прегледа на качеството на активите на банковия сектор, които се очаква да продължат до средата на август. Двата транша бяха пласирани точно година след предишното излизане на външен пазар за 3.1 млрд. евро по Глобалната средносрочна програма за издаване на облигации, която трябва да продължи до края на 2017 г.

Книжата с матуритет от 7 и 12 години, които най-вероятно ще започнат търговията си на вторичен пазар на 21 март постигнаха добро презаписване, особено в късия край, където съотношението търсене-предлагане достигна 1.84 при 1.76 за по-дългосрочната облигация. Това се съотнася добре спрямо резултатите от преди година, когато книжа със сходен матуритет и обем бяха посрещнати от търсене съответно 1.76 и 1.5 над предлагането. Сходно с излизането на пазара през 2015 г. местните инвеститори бяха солидно представени, закупувайки съответно 33% и 25% от продадените книжа, на фона на резултати от 35% и 26% за 7-годишните и 12-годишните облигации преди година. Българските инвеститори, основно от банковия сектор, допълнително разшириха своя портфейл от миналогодишната емисия до близо две трети към края на 2015 г. Това, в комбинация с минимално завишените цени на двата транша (с доходности от съответно 2.16% и 3.18%), ни дава достатъчно увереност да смятаме, че търговията с тях на вторичен пазар ще започне с приличен натиск върху доходността, докато местните инвеститори се опитат да използват очертаващата се единствена възможност да се запасят с повече български ДЦК през 2016 г. и да насочат повече от излишната си ликвидност към активи, носещи приемлива доходност.

Смятаме, че има повече място за понижение на доходността в 12-годишния сегмент, където ще бъде насочено по-голямата част от търсенето на пенсионните фондове, докато търсенето от страна на банките се очаква да е разпределено по-равномерно.

Автор: Никола Георгиев, икономист (Nikola.R.Georgiev@UniCreditGroup.bg)

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

млрд. евро	2015	2016п	2017п
Нужди от финансиране, бруто	4.9	1.7	2.4
Бюджетен дефицит	1.3	1.0	0.9
Амортизация на публичния дълг	3.5	0.5	1.4
Вътрешен дълг	1.0	0.5	0.4
Облигации	0.1	0.5	0.4
Бонове	1.0	0.0	0.0
Кредити	0.0	0.0	0.0
Външен дълг	2.6	0.2	1.1
Облигации и кредити	2.4	0.0	1.0
МВФ/ЕС/Други	0.2	0.2	0.2
Финансиране	4.9	1.7	2.4
Вътрешни вземания	0.7	0.6	0.5
Облигации	0.6	0.6	0.5
Бонове	0.1	0.0	0.0
Кредити	0.0	0.0	0.0
Външни вземания	3.3	1.9	1.4
Облигации	3.2	1.8	1.3
МВФ/ЕС/Други	0.1	0.1	0.1
Приватизация	0.0	0.0	0.0
Промяна на фискалния резерв (- = увеличение)	1.0	-0.7	0.5

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА

млрд. евро	2015	2016п	2017п
Нужди от финансиране, бруто	16.4	11.0	11.3
Баланс по текущата сметка	-0.5	-0.9	-0.6
Амортизация на средно до дългосрочен дълг	7.0	4.0	4.7
Правителство / БНБ	2.6	0.2	1.1
Банки	0.6	0.5	0.5
Корпорации	3.8	3.2	3.1
Амортизация на краткосрочен дълг	10.0	7.9	7.2
Финансиране	16.4	11.0	11.3
ПЧИ	1.5	1.6	1.8
Портфейлни инвестиции, поток	1.0	0.5	0.4
Вземания	4.8	5.7	4.8
Правителство / БНБ	3.3	1.9	1.4
Банки	0.5	0.4	0.4
Корпорации	3.8	3.2	3.1
Краткосрочно финансиране	7.9	7.2	6.8
Трансфери от ЕС	1.9	1.0	1.2
Друго финансиране	0.4	-3.0	-2.0
Промяна на валутните резерви	3.8	1.8	1.8
Допълнителни показатели:			
Притежавани от нерезиденти ДЦК	0.0	0.0	0.0
Облигации емитирани на МКП, нетни	2.2	1.8	0.3

Източници: 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 настоящия 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.