

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



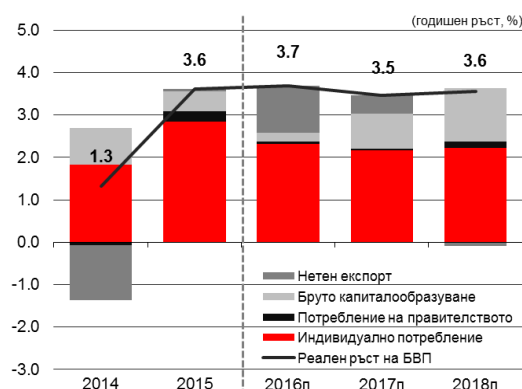
Перспективи – На фона на много силната позиция на страната – солидна инерция при растежа, двойни излишъци в бюджета и по текущата сметка и значителни по размер фискален и валутен резерви – непосредствените последици от оставката на правителството на ГЕРБ върху растежа и провежданите политики ще останат ограничени. Растежът се очаква да остане силен в началото на 2017 г. и ако парламентарните избори не произведат ясно изразен завой в посока подисфункционални политики, икономиката се очаква да достигне цикличния си пик в края на 2017 г. или в началото на 2018 г. – приблизително две години след останалите държави от ЦИЕ-ЕС. Междувременно, негативните рискове нараснаха, след като вероятността популистко-националистическа коалиция да спечели парламентарните избори се увеличи. При материализирането на подобен сценарий, трудно-извоюваната стабилизация на сектор „Енергетика“ е изложена на най-голям риск.

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

КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- февруари: Експресни оценки за БВП за 4Q 2016
- февруари: Брой на заетите през 4Q 2016
- март/април: Парламентарни избори

РАСТЕЖЪТ НА БВП СЕ СТАБИЛИЗИРА



ИПЦ ЩЕ ПРОДЪЛЖИ ДА СЕ УСКОРЯВА



Източник: HСИ, UniCredit Research

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

	2014	2015	2016П	2017П	2018П
Номинален БВП (млрд. евро)	42.8	45.3	46.5	48.6	51.1
Население (млн.)	7.2	7.2	7.1	7.1	7.0
БВП на глава от населението (евро)	5 937	6 330	6 528	6 871	7 252
Реален годишен ръст (%)					
БВП	1.3	3.6	3.4	3.6	3.4
Индивидуално потребление	2.5	3.9	3.4	3.2	3.3
Бруто капиталонакопаване	3.4	2.7	0.2	3.5	4.5
Потребление на правителството	-0.8	2.9	-2.1	2.5	4.0
Износ	3.1	5.7	5.4	4.8	4.9
Внос	5.2	5.4	3.8	4.2	5.2
Номинална работна заплата (евро)	420	458	493	533	577
Реална работна заплата (%)	7.4	9.0	8.6	6.9	6.7
Коефициент на безработица (%)	11.4	9.1	7.7	6.8	6.0
Фискална позиция (% от БВП)					
Бюджетен баланс (на касова основа)	-3.6	-2.9	1.7	-1.7	-2.3
Първичен бюджетен баланс	-3.0	-2.0	2.5	-0.9	-1.5
Държавен дълг	26.4	25.6	28.7	25.2	25.3
Външна позиция					
Салдо по текущата сметка (млрд. евро)	0.0	0.2	1.7	1.2	0.4
Салдо по текущата сметка / БВП (%)	0.1	0.4	3.7	2.4	0.8
Разширен основен баланс / БВП (%)	4.4	6.8	8.0	7.0	5.6
Нетни ПЧИ / БВП (%)	2.1	3.5	3.0	3.3	3.5
Брутен външен дълг / БВП (%)	92.0	75.3	72.8	67.9	63.8
Международни резерви (млрд. евро)	16.5	20.3	22.7	24.3	26.2
Покритие на вноса (месеци)	6.5	8.0	9.2	9.2	9.2
Инфлация (ИПЦ) / Валутен курс					
Инфлация (ИПЦ), средно годишна (%)	-1.4	-0.1	-0.8	1.1	1.6
Инфлация (ИПЦ), в края на периода (%)	-0.9	-0.4	-0.2	1.8	1.9
ЛЕОНИЯ (края на периода)	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00
USD/BGN (края на периода)	1.79	1.76	1.77	1.81	1.71
EUR/BGN (края на периода)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
USD/BGN (средногодишен)	1.47	1.76	1.83	1.78	1.69
EUR/BGN (средногодишен)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
Реален ефективен валутен курс, 2000=100	139.8	136.9	136.0	135.4	136.1
Годишна промяна (%)	-1.1	-2.1	-0.6	-0.5	0.6

Източник: Eurostat, HСИ, БНБ, МФ, UniCredit Research

Непосредствената перспектива остава благоприятна, но негативните рискове нарастват

Значителния тласък за растежа, който публичният сектор се очакваше да произведе в последните месеци на 2016 г., не се материализира

Ускоряването на растежа на БВП през втората половина на 2016 г. (спомагайки ръста на БВП за цялата 2016 г. да достигне 3.7% при 3.5% през първото полугодие), което очаквахме през септември не се материализира. На годишно база реалният ръст на БВП достигна 3.4% през третото тримесечие, което беше по-слабо както от резултата от 3.6% през второто тримесечие на 2016г., така и от нашата прогноза за 3.7% ръст. Докато очакванията ни, че рекордните туристически потоци и реколтата от пшеница ще подпомогнат растежа през третото и допълнително през четвъртото тримесечие на 2016 г. се сбъднаха, то прогнозата ни от преди три месеца за ръст във фискалните разходи не се материализира. През септември бяхме на мнение, че негативните ефекти от забавянето в инвестициите ще намалеят, след като бюджетният баланс беше планиран да премине от излишък от 3.7% от БВП през юли до дефицит от 1.6% през декември, но неочакваната загуба на президентските избори принуди правителството на ГЕРБ да подаде оставка, променяйки фискалните планове за остатъка от годината. Сега очакваме бюджетен излишък в размер от 1.7% от БВП през декември, което ако се окаже вярно ще означава, че е налице значително фискално затягане от порядъка на 4.6% от БВП в хода на 2016 г.

Резултатите от проучвания на нагласите сочат за значителна инерция в растежа през 4Q16

Междувременно, нагласите на бизнеса и потребителите се оказаха много устойчиви в периода между първия и втория тур на президентските избори, което предполага, че като изключим преминаването към фискална политика, която има негативно влияние върху растежа през втората половина на 2016 г., краткосрочните перспективи пред икономиката остават без значима промяна. Основният индикатор за нагласите в икономиката нарасна до най-високото си ниво от седем години през ноември (виж лявата графика), като компонентът, отразяващ нагласите на пазара на труда, се представи особено добре сред всички сектори. Предвид на всичко това, решихме да ревизираме надолу прогнозата си за растежа през 2016 г. до 3.4% от 3.7% през септември.

Ръст, движен от потреблението ще остане на лице през 2017 и 2018 г...

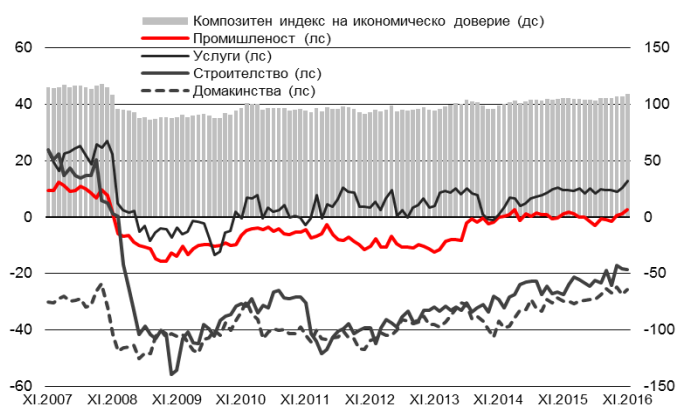
Очакваме минимално ускоряване на растежа през 2017 г. до 3.6% - едва с 0.1% над предходната ни прогноза. Както и преди, прогнозираме вътрешното търсене и индивидуалното потребление в частност да бъде основния двигател на растежа. Очакваме индивидуалното потребление да получи подкрепа от солидното повишение на заплатите, докато темповете, с които се създават нови работни места ще преминат на по-ниска предавка, тъй като недостигът на работна ръка вече ограничава увеличаването на икономическата активност в някои сектори. Същевременно, са налице индикации за сравнително по-силно възстановяване на глобалната икономика. Това най-вече следва да бъде отдадено на възходящата ни ревизия на очаквания растеж в еврозоната (до 1.5% от 1% преди три месеца), която отразява промяната във виждането ни за ефекта от Брекзит - събитие, което сега очакваме да се развива по начин, който генерира ограничени негативни ефекти в краткосрочен план, но носи значителна несигурност в дългосрочен план. Така, при наличието на по-малък търговски шок от Брекзит, очакваме реален ръст на износа от близо 5% през 2017 г., значително над предишната ни прогноза от септември за увеличение от 3.5%.

...но ще се забави след това, ако не бъдат добавени още подкрепящи растежа политики

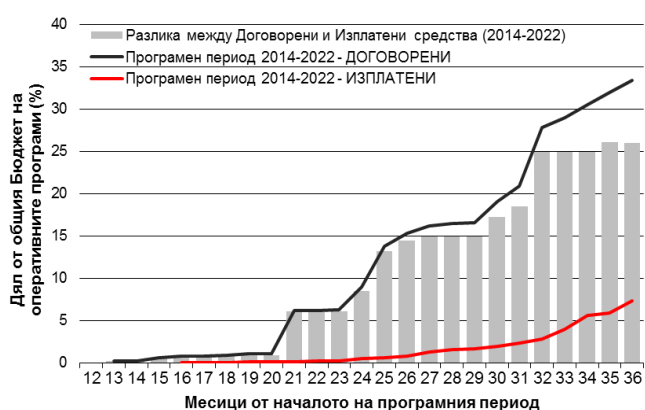
До сега, негативният ефект от Брекзит се оказва по-малък от очакваното...

...но ще продължи да създава дългосрочна несигурност в отношенията между Великобритания и ЕС

Възстановяването на нагласите до нови пост-кризисни пикове продължава



Усвояването на средства от ЕС ще премине на по-висока предавка



Източник: Eurostat, ИСУН, UniCredit Research

Възходящата ни ревизия на растежа през 2017 г. отразява и по-силните инвестиции

Стабилизирането на ПЧИ близо до 3% от БВП, на фона на по-силни потоци от ЕС и нарастващо кредитиране сочат към повече инвестиции...

...което допълнително ще подпомогне производителността и износа

Понижението в броя на заетите през 3Q16 изглежда е техническа корекция...

...тъй като идва на фона на изключително силни резултати в предходните две тримесечия

Междувременно, разликата между договорените и усвоени средства от ЕС нарасна до 27% (виж дясната графика), което сочи, че голям брой инфраструктурни проекти скоро ще навлязат във фаза на изпълнение. Така, след сравнително бавния старт на проектите финансирани със средства от ЕС от новия бюджетен период през изминалата година, публичните инвестиции се очаква да получат значителна подкрепа от 2017 г. нататък. Солидните корпоративни печалби и подобряващата се производителност, в комбинация със все по-ясните индикации, че наличния производствен капацитет не е достатъчен да посрещне очакваното увеличение на търсене в редица сектори също са добри сигнали за перспективата, пред която се изправя търсенето на инвестиционни стоки.

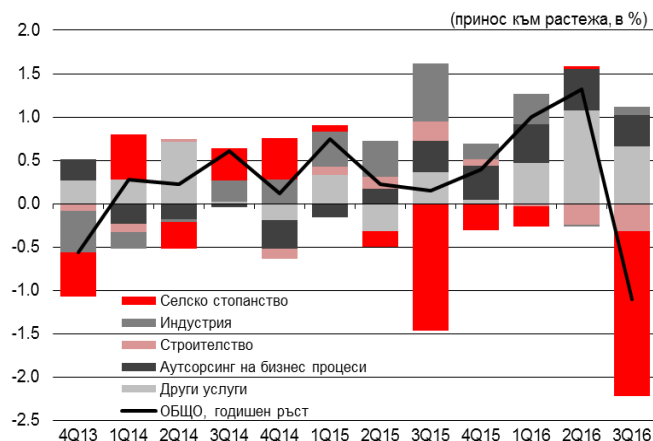
Монетарните условия също се подобряват благодарение на благоприятната комбинация от изобилна ликвидност, по-ниска цена на кредита и по-голяма ангажираност със заеми от страна на международни институции, като ЕИБ, които се фокусират върху сегмента на МСП, където местните банки имат по-малко желание да разширяват експозициите си. Като се има предвид, че домакинствата са по-уверени за стабилността на своите доходи и работни места, а банките имат по-голямо желание да кредитират, то перспективите пред сектора на жилищното строителство също се подобряват (виж лявата графика), което би трябвало да произведе както по-висока строителна активност, така и умерено по-високи цени на жилищата през 2017 и 2018 г.

На годишна база броят на заетите спадна през третото тримесечие на 2016 г. за първи път от четвъртото тримесечие на 2014 г., но, според нас, голямата картина остава окуражителна. Този спад е резултат от понижение в броя на самонаетите в селското стопанство, което е в ход от години, тъй като работните места мигрират към сектори с по-висока производителност, както и загуба на работни места в строителството поради по-бавния старт на европейски проекти от новия бюджетен период. Тъй като споменатите тенденции не са новост, то изглежда, че спадът през третото тримесечие на 2016 г. е движението и от по-бавния темп на създаване на нови работни места в останалата част от икономиката, включително и в ограничен брой сектори, които вече се изправят пред недостиг на квалифицирана работна ръка. Ние не сме особено притеснени, тъй като очакваме загубите на работни места в строителството скоро да приключат с навлизането на повече европейски проекти във фаза на изпълнение. Също така, този спад идва след две поредни тримесечия на много силни резултати при създаването на работни места (довели до ръст от 1.2% за първото полугодие на 2016 г. фона на едва 0.4% ръст, през 2014 и 2015 г.), което дава основания резултатът от третото тримесечие на изминалата година да се определи като техническа корекция. Растежът на заплатите продължава да е силен, докато рисковете през ценовата конкурентоспособност на българското стопанство остават ограничени на фона на рекордно високия излишък по текущата сметка, който очакваме да достигне 3.7% от БВП в края на 2016 г.

Търсенето на жилища е във възходяща тенденция



Понижението на отработените часове през 3Q16 изглежда движено от технически фактори



Източник: НСИ, Агенция по вписванията, UniCredit Research

Изходът от извънредните парламентарни избори изглежда много несигурен...

...като вероятността за съставянето на популистка-националистическа коалиция е висока

Потенциален завой към популистки политики (сходни с периода 2013-2014 г.) могат да имат далече стигащ неблагоприятен ефект

Трудно-извоюваната стабилност на сектор „Енергетика“ може да бъде застрашена, ако популисти се върнат на власт

Забавянето на реформите, подкрепящи растежа, е най-сериозният негативен риск, пред който стои нашият основен сценарий. Подобно развитие би добавило към пречките пред растежа, особено като се има предвид, че дългосрочната перспектива е помрачена от влошаващата се демографска среда. Усилията в посока ограничаване на корупцията и реформиране на прокуратурата остават от основна важност на фона на все още ограничения прогрес, що се отнася до идентифицирането на политики, нужни за създаването не само на по-висок растеж, но и на такъв, който води до бързо намаляване на броя на хората изложени на риск от бедност и социално изключване. С оглед на много силната позиция на страната – солидна инерция при растежа, двойни излишъци в бюджета и по текущата сметка и значителни по размер фискален и валутен резерви – рисковете за рязко забавяне на растежа през следващата година са малки. Очакваме, че което и да е следващото правителство то ще поддържа бюджетния дефицит под прага от 3%, за да предотврати сблъсък с ЕК, който би могъл да подложи на риск достъпа до средства от ЕС. Съдейки по миналия опит, рисковете пред изпълнението на бюджета може да се увеличат, ако социалистите спечелят изборите, поради исторически по-слабите им резултати при подобряването на данъчната събираемост. Предишни правителства, водени от социалисти също са показали, че предпочитат социалните разходи пред инвестициите, ограничавайки инфраструктурните разходи и кофинансирането на средства от ЕС. В случай на значителна по мащабите си отмяна на регулациите, приети от отиващата си администрация, рисковете пред стабилността на сектор „Енергетика“ могат отново да се изострят. Склонността на минали социалистически правителства да се ангажират с мащабни проекти за енергийна инфраструктура с висок корупционен потенциал, които в същото време често се оказват лишени от икономически смисъл, също представлява риск, който трябва да се наблюдава.

Стратегия: Стойност в оскъдността

Javier Sánchez, CFA
 EM Fixed Income Strategist
 (UniCredit Bank London)
 +44 207 826-6077
 Javier.SanchezBarrueco@unicredit.eu

Българските книжа ще продължат да предлагат стойност предвид оскъдността си през 2017 г. при лек календар на емисиите за обратно изкупуване, бюджетен баланс, който премина в излишък през 2016 г. и очертаващи се малко на брой нови емисии на вътрешния пазар до 2019 г. Местните банки продължават да разполагат със значителна ликвидност и ще останат силен играч на пазара от страна на търсенето.

През 2015 и 2016 г., суверенът се обърна към 7, 12 и 20-годишните матуритети на международния пазар на два пъти, наберайки 3.1 млрд. евро през 2015 и 2 млрд. евро през 2016 г. Падежите през 2017 г. са много малки, като финансирането за 1 млрд. евро падеж през юли вече е набрано, а следващият е чак през 2022 г. Така, кривата в USD ще остане празна, а тази в EUR – сравнително олекотена.

Българските емисии в EUR са с размер под този на сходни емитенти от региона, а липсата на емисии в USD ще продължи да ограничава международните портфейлни инвестиции, особено от САЩ. Американски инвеститори притежават едва около 8% от общия обем от чужди инвестиции, което е около 1/3 от нивото за Унгария и Словения и половината на това в Румъния. Евробондовете се притежават основно от местни банки, които разполагат с изобилна ликвидност; и държат най-големите си позиции в близкия край и сравнително по-малко от дългия край на кривата.

Оскъдността на дълговите книжа на българския суверен продължава да създава стойност и вече възнагради инвеститорите с по-добро представяне през 2016 г. спрямо държави със сходен рейтинг като Унгария и Румъния, като книгата с матуритет 2023 г. и 2028 г., емитирани през първото тримесечие на 2016 г. се представят изключително добре. Продължаваме да харесваме българските книжа заради тяхната дефицитност и добрите много силните фискални параметри, като предпочитаме средата на кривата, където в момента има по-ограничено присъствие на местните банки.

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

(млрд. евро)	2016П	2017П	2018П
Нужди от финансиране, бруто	-0.1	2.4	2.0
Бюджетен дефицит	-0.8	0.8	1.2
Амортизация на публичния дълг	0.7	1.5	0.8
Вътрешен дълг	0.5	0.4	0.6
Облигации	0.5	0.4	0.6
Бонове	0.0	0.0	0.0
Кредити	0.0	0.0	0.0
Външен дълг	0.2	1.1	0.2
Облигации и кредити	0.0	1.0	0.0
МВФ/ЕС/Други	0.2	0.2	0.2
Финансиране	-0.1	2.4	2.0
Вътрешни вземания	0.3	0.3	1.3
Облигации	0.3	0.3	1.3
Бонове	0.0	0.0	0.0
Кредити	0.0	0.0	0.0
Външни вземания	2.1	0.1	0.1
Облигации	2.0	0.0	0.0
МВФ/ЕС/Други	0.1	0.1	0.1
Приватизация	0.0	0.0	0.0
Промяна на фискалния резерв	-2.4	1.9	0.6

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА

(млрд. евро)	2016П	2017П	2018П
Нужди от финансиране, бруто	10.1	11.1	10.7
Баланс по текущата сметка	-1.7	-1.2	-0.4
Амортизация на средно до дългосрочен дълг	3.9	4.7	3.7
Правителство / БНБ	0.2	1.1	0.2
Банки	0.5	0.4	0.4
Корпорации	3.2	3.1	3.0
Амортизация на краткосрочен дълг	7.9	7.7	7.4
Финансиране	10.1	11.1	10.7
ПЧИ	1.4	1.6	1.8
Портфейлни инвестиции, поток	0.9	-0.7	-0.2
Вземания	5.4	3.3	2.8
Правителство / БНБ	2.1	0.1	0.1
Банки	0.3	0.4	0.5
Корпорации	3.0	2.7	2.2
Краткосрочно финансиране	7.7	7.4	7.2
Трансфери от ЕС	1.4	1.5	1.6
Друго финансиране	-4.3	-0.4	-0.6
Промяна на валутните резерви	2.4	1.6	1.9
Допълнителни показатели:			
Притежавани от нерезиденти ДЦК	0.0	0.0	0.0
Облигации емитирани на МКП, нетни	2.0	-1.0	0.0

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.