

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



Перспективи – Повишихме прогнозата си за реалния ръст на БВП до 2.3% (от 2.1%) за тази година и 2.6% (от 2.4%) за следващата година, взимайки под внимание значителния напредък в усвояването на средства от ЕС, както и по-силното от очакваното понижение на цените на петрола, което ще има ефект подобен на намаляване на данъците и ще подкрепи вътрешното търсене. Растящите заплати, продължаващата дефлация и увеличението на работните места, при това най-вече за работещи със средно и високо ниво на квалификация ще подпомогнат растежа на потребителските разходи. Очакваме тези три фактора да са повече от достатъчни, за да балансират забавянето на ръста на износа през следващата година, когато нормализирането на монетарната политика в САЩ се очаква да ограничи търсенето в някои от основните търговски партньори на България сред развиващите се пазари. Липсата на макроикономически дисбаланси поставят българската икономика сред най-устойчивите на ефектите от затягането на паричната политика от страна на Фед. Основните рискове са свързани с възможни негативни изненади в хода на предстоящите оценки на активите и стрес тестове на банковия сектор насрочени за 2H2016.

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

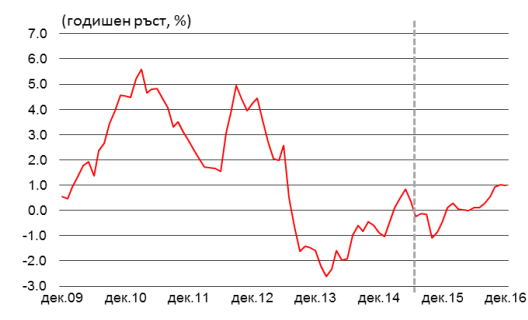
КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- 25 октомври: Местни избори
- 30 октомври: Внасяне на Бюджет 2016 в НС
- 13 ноември: Експресни оценки за БВП за 3Q 2015

РАСТЕЖЪТ НА БВП ЩЕ НАБИРА ОЩЕ СИЛА



ОЧАКВАМЕ ЗАВРЪЩАНЕ НА ИНФЛАЦИЯТА



Източник: НСИ, БНБ, МФ, UniCredit Research

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

	2012	2013	2014	2015п	2016п
Номинален БВП (в млн. евро)	40.9	41.0	42.0	42.9	44.1
Население (в млн.)	7.3	7.2	7.2	7.2	7.1
БВП на глава от населението (в евро)	5 618	5 665	5 833	5 989	6 199
Реален годишен ръст (в %)					
БВП	0.5	1.1	1.7	2.3	2.6
Индивидуално потребление	3.2	-1.8	2.4	1.1	2.4
Бруто капиталобразуване	2.0	-0.1	2.8	3.6	4.4
Потребление на правителството	0.5	3.6	1.9	0.9	0.6
Износ	0.8	9.2	2.2	7.7	3.5
Внос	4.5	4.9	3.8	6.6	3.6
Средна месечна работна заплата (в евро)	374	396	423	452	478
Равнище на безработица (в %)	12.3	12.9	11.4	9.5	8.3
Фискална позиция (в % от БВП)					
Бюджетен баланс (на касова основа) / БВП	-0.4	-1.8	-3.7	-2.2	-2.5
Първичен бюджетен баланс / БВП	0.3	-0.9	-3.0	-1.3	-1.5
Държавен дълг / БВП	17.6	17.9	26.9	26.4	28.6
Външна позиция					
Салдо по текущата сметка (в млрд. евро)	-0.1	0.8	0.4	1.8	1.1
Салдо по текущата сметка / БВП (в %)	-0.3	1.9	0.9	4.2	2.4
Основен баланс / БВП (в %)	2.3	4.9	3.1	7.2	5.6
Нетни ПЧИ (в млрд. евро)	1.1	1.2	0.9	1.3	1.4
Нетни ПЧИ / БВП (в %)	2.6	3.0	2.2	3.0	3.2
Брутен външен дълг / БВП (в млрд. евро)	37.7	36.9	39.8	39.9	40.2
Брутен външен дълг / БВП (в %)	92.2	90.0	94.7	93.1	91.2
Международни резерви на БНБ (в млрд. евро)	15.6	14.4	16.5	20.6	23.6
Инфлация (ИПЦ)					
Инфлация, средно годишна (в %)	3.0	0.9	-1.4	-0.2	0.4
Инфлация, в края на периода (в %)	4.2	-1.6	-0.9	-0.5	1.0
ЛЕОНИЯ (в края на периода)	0.04	0.07	0.02	0.02	0.03
USD/BGN (в края на периода)	1.48	1.42	1.61	1.67	1.60
EUR/BGN (в края на периода)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
USD/BGN (средногодишен)	1.52	1.47	1.47	1.72	1.63
EUR/BGN(средногодишен)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96

България: ротация на двигателите на растежа

Нарастването на вътрешното търсене през 2Q15 беше задвижено от изменението в запасите, което увеличава шансовете за допълнителни ревизии, в които неестествено високият принос на изменението в запасите да бъде намален, за сметка на увеличаване на този на индивидуалното потребление и инвестициите

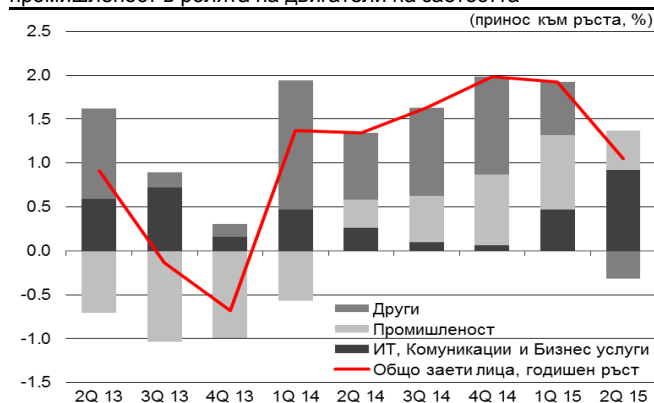
Оставаме с прогноза над тази на консенсуса и за второ поредно тримесечие повишаваме оценките си за реалния растеж на БВП от 2.1% на 2.3% за тази и от 2.4% на 2.6% за следващата година. През 2Q15, БВП нарасна с 0.5% на тримесечна база, според сезонно изгладените данни, или с 2.4% на годишна база, в унисон с нашите очаквания. Добрите новини дойдоха от вътрешното търсене (ръст от 3.9% на годишна база), докато приносът на нетния експорт отчете значителен спад.

От фундаментална гледна точка икономиката изглежда добре позиционирана, за да продължи процеса на възстановяване, задвижван от износа, който в хода на тази година получи допълнителна подкрепа от устойчивия спад на цените на петрола, по-слабото евро и продължаващото възстановяване на пазара на труда. Последните публикувани данни, особено тези за икономическите нагласи през август (където водещия съставен индекс за очакванията на бизнеса и домакинствата достигна най-високото си равнище за последните седем години) отговарят на нови 0.5% повишение на тримесечна база през 3Q15. Растежът през 2H15 ще получи нарастваща подкрепа от усвояването на средства от ЕС, което достигна до безпрецедентно високо равнище и ще подпомогне инвестиционния процес да натрупа допълнителна инерция. Това би трябвало да е повече от достатъчно да компенсира отрицателния принос, който по-ниските приходи в туризма и еднократният ефект от въвеждането на контрол върху капиталовите потоци в Гърция се очаква да имат върху данните за износа през 3Q15.

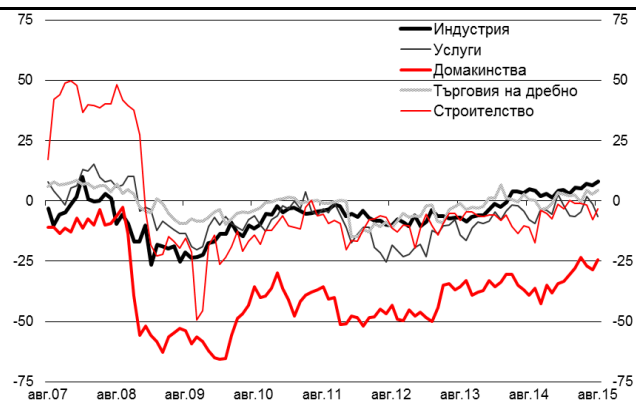
Въпреки предизвикателствата произтичащи от влошаването на перспективите пред глобалната търговия ние оставаме позитивно настроени за растежа на българската икономика и нейната устойчивост, в случай на нови негативни шокове през тази и следващата година

Процесът на ротация на двигателите на растежа, който започна през тази година ще продължи и през 2016 г. Успоредно с това, растежът на БВП ще се усили, а неговата структура ще се подобри. По-конкретно, очакваме износът да превъзмогне глобалната тенденция за забавяне на търговията и да нарасне с нови 3.5% в реално изражение през следващата година. Все пак това би означавало умерено забавяне от темпа от 7.7%, който прогнозираме за цялата 2015 г. По-голямата част от забавянето ще дойде в резултат от предстоящото нормализиране на лихвените равнища в САЩ, което очакваме да има негативно въздействие върху търсенето в някои от търговските партньори на страната, които са разглеждани като твърде уязвими, като например Сърбия, Хърватия и най-вече Турция. В същото време в обратната посока ще действат продължаващото възстановяване на пазара на труда, впечатляващият прогрес в усвояването на средствата от ЕС, изобилната вътрешна и външна ликвидност, както и бавно просмукващите се към останалата част от икономиката положителни ефекти от неотдавнашния, по-силен от очакваното спад на енергийните цени, който в комбинация ще подкрепят процеса на възстановяване на потребителските разходи и инвестициите през 2016 г.

Изнесените услуги се присъединиха към преработващата промишленост в ролята на двигатели на заетостта



Очакванията за заетостта отчитат широко базиран ръст



Източник: Eurostat, HСИ, UniCredit Research

Понататъшно увеличение на работните места, повишаване на заплатите и все още ниската инфлация ще подкрепят потребителските разходи

Повишението на заплатите през 1Q15 беше водено от ИТ услугите (10.0% на годишна база), административни и спомагателни дейности (13.1%), както и професионални дейности и научни изследвания (12.7%)

Подобряването на усвояването на средства от ЕС до 85% през юли 2015 г. е особено окуражаващо на фона на изключително слабо начало на процеса, когато за първите четири години усвоени бяха едва 15.6% от общата сума

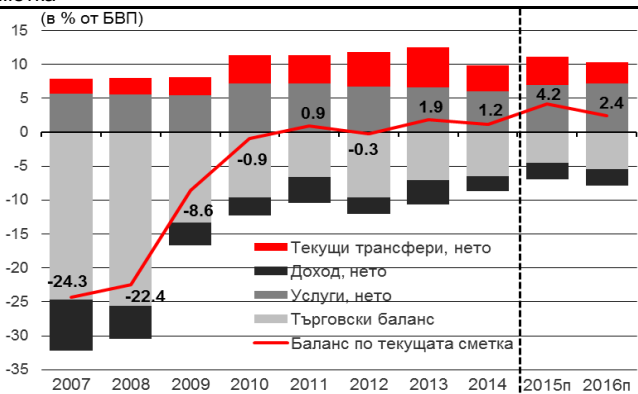
Устойчивото възстановяване на пазара на труда ще играе все по-ключово значение за увеличаване на потребителските разходи в периода на прогнозата. Нормата на безработицата намалю до 9.7% през 2Q15 (от 9.9% през 1Q15 и 11.5% преди година), подкрепена от ръст в заетостта от 1.1% на годишна база. Това представлява забавяне спрямо приблизително 2% ръст, отчетен през предходните две тримесечия, но според нас не представлява повод за притеснение, тъй като най-вече се дължи на факта, че възстановяването на заетостта е навлязло в по-напреднала фаза, след лесния прогрес отчетен в първите няколко тримесечия от началото на процеса. Особено окуражаващ е факта, че 2/3 от новооткритите работни места са регистрирани в някои от секторите с най-високи средни възнаграждения, като този на изнесените услуги (предимно ИТ, но също така и редица други услуги поддържащи бизнеса – виж лявата графика на предходната страница). На този фон ускоряването на темпа на растеж на реалните заплати до впечатляващите 7.2% през 1Q15 не бива да се разглежда като изненада. В резултат на всичко това, очакванията за заетостта се повишиха значително през август (виж дясната графика на предходната страница), особено в преработващата промишленост и търговията на дребно, сочейки към допълнително подобряване на ситуацията на пазара на труда в периода на прогнозата.

Впечатляващо подобряване в усвояването на средства от ЕС, до 85% през юли, също допринесе за ускоряването на растежа досега през тази година. В допълнение, всички седем оперативни програми, които ще дадат възможност на страната да получи 7.4 млрд. евро през следващия програмен период (2014-2020) са съгласувани и одобрени от ЕК. Усилията за усвояване на повече средства от ЕС ще бъдат подпомогнати и от много силната фискална позиция през тази година, която ще позволи не само да се осигури национално съфинансиране на всички проекти от първия програмен период, които трябва да бъдат приключени до края на годината, но и да се започнат някои инфраструктурни проекти от новия програмен период, като първоначално се финансират изцяло със средства от бюджета. Това означава, че въпреки, че трансферите от ЕС ще достигнат своя пик през 2015 г., след което ще намалют в хода на 2016 г., съответстващите им строителни дейности ще бъдат много по-равномерно разпределени, което ще подкрепи растежа на БВП както през тази, така и през следващата година.

При преобладаващите в момента нива на потребление на първични енергийни ресурси понижение в цените на петрола от 10 долара прехвърля около 460 млн. долара годишно от външните производители на първични енергийни ресурси към местните потребители. Дори да предположим, че само половината от този ефект ще се материализира и ще достигне до крайните потребители размерът на съответния стимул може да достигне

Максимизирането на усвояването на средства от ЕС спомага за достигане на нов връх в капиталовите разходи на правителството

Солидният ръст на износа, увеличаващите се трансфери от ЕС и по-ниските цени на петрола подкрепиха излишъка по текущата сметка



Източник: БНБ, НСИ, Министерство на финансите, UniCredit Research
 *Капиталовите разходи на правителството за 2015 г. са базирани на прогноза на UniCredit Bulbank

България внася около 30 млн. барела суров петрол за нуждите на рафинерията в Бургас, като половината от продукцията отива за износ. За да покрие собствените си нужди България внася и около 2.7 млрд. м³ природен газ. Цените на природния газ са свързани с котировките на суровия петрол, като обаче следват динамиката им със значително забавяне от порядъка на 6 до 9 месеца

Силният икономически растеж, увеличените трансфери от ЕС и повишената събираемост на данъците спомогнаха за значително подобряване на бюджетната позиция

Липсата на макроикономически дисбаланси позволява да не се бърза с понататъшното намаляване на дефицита в консолидираната фискална програма

Солидното подобряване на външната позиция прави българската икономика една от най-устойчивите на ефектите от предстоящото затягане на лихвените равнища от Фед

сума от порядъка на 0.5% от БВП на страната. Така 10 долара спад в цените на петрола би имал същият ефект за консолидираните баланси на домакинствата и корпоративния сектор, какъвто би имало 1 п.п. понижение в ставката на плоския данък до 9%. Като взимаме предвид значителното забавяне, с което понижението в глобалните цени на петрола се пренася в българската икономика очакваме, че кореспондиращите положителни ефекти ще продължат да се материализира поне до края на 1H16.

Консолидираната фискална програма за периода януари-август отчете излишък от 0.7% от БВП след сходен по размер дефицит преди година, което отваря значително пространство за повече разходи до края на 2015 г. По-голямата част от тези разходи се очаква да отидат за кофинансиране на инфраструктурни проекти, които са нужни за максимизиране на усвояването на средства от ЕС от програмния период, който приключи през 2013 г. Това се очаква да увеличи капиталовите разходи на публичния сектор до най-високото им ниво от 2006 г. насам (виж лявата графика на предходната страница) като по този начин ще осигури значителна подкрепа за икономическия растеж, както в краткосрочен, така и в дългосрочен план, като спомогне за преодоляване на недостига на инфраструктура, който в момента пречи на конкурентоспособността. Междувременно, повишението в приходната част на бюджета може да ограничи натиска за намаляване на разходите по други пера и особено що се отнася до разходите за заплати и издръжка в прекомерно раздутия сектор сигурност. Повече успех на този фронт се очаква да бъде постигнат следващата година, когато като част от подготовката на Закона за Бюджет 2016 г. Министерството на финансите (МФ) се очаква да прекласифицира 6 хил. служители, които заемат предимно административни позиции в МВР в трета категория труд, което ще доведе до известно понижение на разходите за осигуровки. Това е стъпка в правилната посока. Все пак, още много ще трябва да бъде направено, ако България иска да ограничи разходите си за заплати в публичния сектор, достигащи 9.7% от БВП през 2014 г., до стойности близки до тези на отличниците в ЕС, а именно Румъния, Германия и особено Чехия, където те достигат съответно 7.7%, 7.7% и 7.1% от БВП.

Солидният ръст на износа, подкрепен от подобряващата се конкурентоспособност и подобрите условия на търговия, свързани с по-ниските цени на петрола, спомогна за увеличаване на излишъка по текущата сметка до 0.8% от БВП за първото полугодие на 2015 г. спрямо дефицит от 0.4% преди година. Това е силно позитивно развитие, което ще играе ролята на важен допълнителен буфер, когато Фед започне да вдига лихвените проценти (виж дясната графика на предходната страница). Независимо от благоприятните перспективи пред растежа в периода на прогнозата остават и редица рискове, сред които водещ е рискът от потенциални негативни изненадани в хода на предстоящия преглед на качеството на активите и стрес тестовете на банките планирани за 2H16.

Стратегия: Българските активи все още предлагат добри възможности

По-добрата събираемост на данъците ще способства за намаляване на нуждите от финансиране на правителството, а Министерството на финансите (МФ) най-вероятно ще постигне по-добра от заложената цел за бюджетния дефицит през тази година, подпомогнато от по-добрата от очакваното макроикономическа рамка.

Нуждите от външно финансиране за 2015 г. вече са покрити и МФ ще се завърне на вътрешния пазар на ДЦК през септември след поредица от три месеца без никакви емисии – постижимо благодарение на завишения фискален резерв в резултат от по-силно от очакваното представяне на консолидираната фискална програма и изпреварващо осигуряване на 2/3 от нуждите за финансиране за цялата година още през първото тримесечие. Емисиите на ДЦК през септември са планирани за 300 млн. лв. в 3, 5 и 10-годишните сегменти, като очакванията за емитирането през четвъртото тримесечие са да се забави до около 300 млн. лв. Търсенето на ДЦК се очаква да е високо, тъй като 1.865 млрд. лв. вътрешен дълг се падежират до края на годината. Очакваме, че високото ниво на отрицателно предлагане ще задържи доходността ниска и ще благоприятства ротацията в портфейлите на местни инвеститори от книжа на вътрешния пазар в лева, в облигации на евробонд пазара в твърда валута. Средно-претегленият дял от външния дълг, държан от резиденти е във възходящ тренд от януари, като нарасна от 24% до 40% до края на юни. Очакванията ни са тази тенденция да продължи, тъй като показателят все още е под средното ниво за периода 2013-1Н2014 от 47%, а има възможност това равнище да бъде надскочено, особено като се има предвид, че финансовата система продължава да трупа свръхликвидност.

На този фон, виждаме пространство за допълнително затягане на доходността по българските книжа, търгувани на външен пазар, особено в дългия край на кривата, където банките са по-малко активни. Препоръчваме купуването на BGARIA EUR 27 и BGARIA 35, които предлагат най-добра стойност на българската евро крива. В резултат от турболенцията около Гърция през летните месеци спредовете между BGARIA EUR 35 и сходни полски книжа се увеличиха с 10 базисни пункта (б.п.) спрямо нивата от края на май. Очакваме този спред да се затвори и даже да слезе в отрицателна територия, каквато тенденция вече се наблюдава в други сегменти на кривата на доходността.

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

Отрицателното предлагане на вътрешния пазар се очаква да достигне 1.265 млрд. лв. до края на годината...

... което трябва да подкрепи продължаващия процес по ротация в книжа на Евробонд пазара от страна на местните инвеститори...

...и да натисне доходността надолу, особено в дългия край на кривата

БРУТНИ НУЖДЫ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

(млрд. евро)	2014	2015п	2016п
Нужди от финансиране, бруто	2.3	4.7	1.8
Бюджетен дефицит	1.6	0.9	1.1
Амортизация на публичния дълг	0.5	3.6	0.6
Вътрешен дълг	0.5	1.1	0.6
Облигации	0.4	0.1	0.6
Бонове	0.2	1.1	0.0
Външен дълг	0.0	2.4	0.0
МВФ/ЕС/Други	0.2	0.2	0.2
Финансиране	2.3	4.7	1.8
Вътрешни вземания	1.6	0.5	0.5
Облигации	0.6	0.4	0.5
Бонове	1.0	0.1	0.0
Външни вземания	2.5	3.2	1.5
Облигации	1.8	3.1	1.4
МВФ/ЕС/Други	0.7	0.1	0.1
Приватизация	0.0	0.0	0.0
Промяна на фискалния резерв (- = увеличение)	-1.8	1.0	-0.2

БРУТНИ НУЖДЫ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА

(млрд. евро)	2014	2015п	2016п
Нужди от финансиране, бруто	14.0	15.7	13.2
Баланс по текущата сметка	-0.4	-1.8	-1.1
Амортизация на средно до дългосрочен дълг	4.8	7.1	4.4
Правителство / БНБ	0.2	2.6	0.2
Банки	0.8	0.8	0.6
Корпорации	3.9	3.7	3.6
Амортизация на краткосрочен дълг	9.5	10.4	9.9
Финансиране	14.0	15.7	13.2
ПЧИ	0.9	1.3	1.4
Портфейлни инвестиции, поток	1.2	2.2	1.2
Вземания	7.2	7.4	5.4
Правителство / БНБ	2.5	3.2	1.5
Банки	0.8	0.4	0.3
Корпорации	3.9	3.7	3.6
Краткосрочно финансиране	10.4	9.9	9.0
Трансфери от ЕС	1.5	1.7	1.3
Друго финансиране	-5.0	-2.6	-2.0
Промяна на валутните резерви (- = увеличение)	2.1	4.0	3.0

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 анализатора 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 съвет за отправяне на предложение за закупуване или записване на финансови инструменти, или какъвто и да е съвет за вземане на инвестиционно решение.

Съдържащата се в този документ информация се отнася за момента, към който е предоставена, и не може да замести получаването на индивидуален инвестиционен 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 или инвестиционен съвет, 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.

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 частни 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.