

Нужни са допълнителни мерки за ускоряване на растежа, за да се върне бързо икономиката към пълна заетост

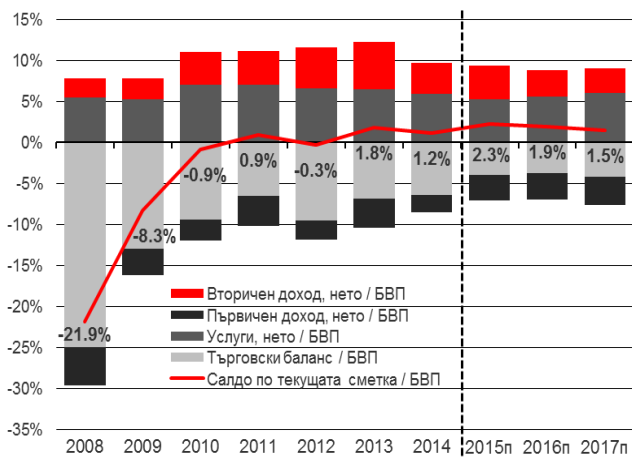
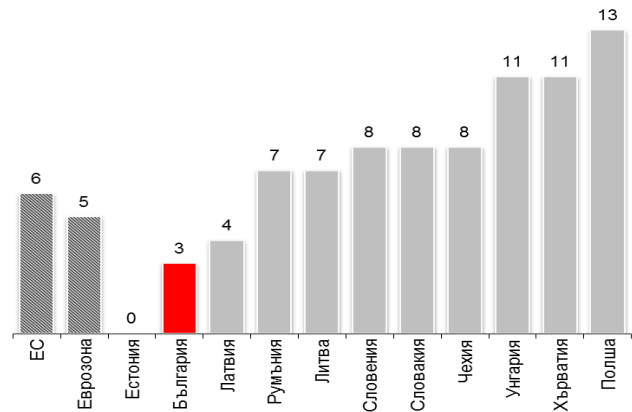
Автор: Кристофор Павлов, Главен икономист на УниКредит Булбанк*

От гледна точка на фундамента на икономиката България изглежда добре позиционирана да продължи с процеса на възстановяване. Към момента, като се изключи все още високата безработица и завишените нива на дълг в частния корпоративен сектор, българската икономика, на практика няма други макроикономически дисбаланси. По подобен начин повечето показатели, които позволяват да се съди за уязвимостта на икономиките от първите две вълни на разширяване на ЕС на изток са на много комфортни нива. Показателите за уязвимост на икономиките от ЦИЕ обаче са в ярък контраст с тези на повечето развиващите се пазари в Латинска Америка, Африка и Азия. В резултат на това все повече инвеститори в държавни ценни книжа гледат на развиващите се пазари от ЦИЕ, включително и на България, като на новото „сигурно убежище“, което е важно, като се има предвид задаващата се по-висока турбулентност, която започналото увеличаване на лихвите в САЩ е на път да генерира.

Текущата сметка е с положително салдо, което се очаква да превиши 2% от БВП в края на 2015 г. (виж Графика №1). Това не само сочи, че българската икономика е конкурентоспособна, но и че е налице значителен буфер, който не беше на разположение преди това, и който може да помогне да се абсорбират нови външни шокове, в случай че такива се материализират в хода на следващата година. Впечатляващото възстановяване на износа от последните 7 г. доведе до значително подобрене на индикаторите за задлъжнялост и устойчивост на дълга. Нуждите от външно финансиране, като дял от БВП, днес са почти наполовина спрямо неустойчиво високите нива наблюдавани в годините на бум на кредита и недвижимите имоти преди 2008 г.

Въпреки по-високата стойност през 2014 г. България отчита дефицит по-висок от изисквания от Пакта за стабилност и растеж праг от 3% от БВП само три пъти през последните 14 г. Това поставя България на второ място след Естония сред страните в ЦИЕ с най-малко нарушения на изискването за нисък дефицит в публичните финанси (виж Графика №2).

* Публикацията е изготвена на база публикувани статистически данни до 15 декември 2015 г.

Графика 1: Динамика и структура на текущата сметка, в % от БВП

Графика 2: Брой години с бюджетен дефицит от над 3% от БВП за периода 2000–2014 г. в страните от ЦИЕ (на начислена основа)


Източник: Евростат, НСИ, БНБ, УниКредит Булбанк

От решаващо значение за по-добрата перспектива пред икономиката в момента е и факта, че ускоряването на темповете на възстановяване през отминаващата година се дължеше не само на по-благоприятната външна среда, от която българското стопанство успя да се възползва, но и на по-добрата стопанска политика на правителството.

Като говоря за по-добра стопанска политика на правителството, имам предвид най-вече две неща. На първо място, усвояването на средства от ЕС беше изведено на ново, много по-високо ниво, което вероятно ще постави България сред десетте най-добри страни в ЕС, когато бъдат отчетени крайните резултати за усвояването на средствата от програмния период 2007-2013 г. На второ място, по-добрата данъчна събираемост е на път да добави към бюджетните приходи през 2015 г. сума, която съответства поне на около 1% от БВП. По-важното, обаче е, че тези две неща направиха възможно капиталовите разходи на правителството да достигнат 7.3% от БВП през 2015 г. (виж Графика №3), което е и най-високото им ниво от началото на прехода и почти два пъти по-голямо от средното отчетено в годините на стопански бум.

Това е нещо ново за начина, по който се прави фискална политика, което е показател и за промяна на разбирането за ролята на инвестициите в инфраструктура. Изследванията на МВФ¹ сочат, че увеличението на инвестициите в инфраструктура с 1% от БВП в развиващите се икономики води до нарастване на БВП в следващите четири години със сума между 0.7% и 1.7%. Ката се има предвид, че България е сред развиващите се икономики, където недостигът на публична инфраструктура е по-значителен и следователно действа по-силно като фактор задържащ растежа и икономическото развитие, ефектът от увеличаване на инвестициите в

¹ Изследване на МВФ, публикуван като част от редовния доклад World Economic Outlook от октомври, 2014 г., което може да бъде намерено тук: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/pdf/c3.pdf>

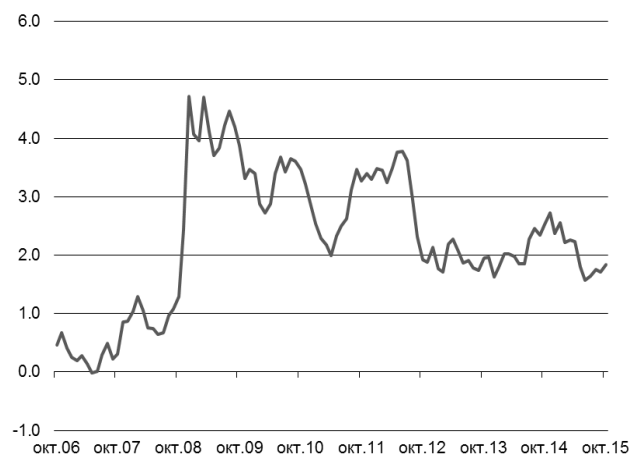
инфраструктура следва да е по-скоро в горния край на този диапазон. Освен това, в периоди на анемичен растеж, когато потребителските разходи на домакинствата и особено бруто капиталобразуването на частните компании намаляват, инвестициите в инфраструктура придобиват още по-голяма важност. В такива моменти те не само способстват икономиката да подсили потенциала си да произвежда повече в дългосрочен план, но и създават нови работни места и търсене, които са необходими за процеса на възстановяване. При това, БВП нараства без да се увеличава съотношението публичен дълг към БВП, защото – ако се вярва на анализите на МВФ - инвестициите в инфраструктура² водят до по-голям ръст на БВП, отколкото те самите струват. Макар и бавно всичко това доведе до промяна на разбирането за ролята на капиталовите разходи, която доскоро, едва ли не се свеждаше до това да действат като основен буфер на бюджета – в началото на годината се залагаха високи, а понякога и нереалистично високи, целеви нива, а впоследствие в хода на годината неизбежно повтарящото се превишение на заложените в бюджета тавани за заплати, пенсии и издръжка на администрацията се компенсираше с орязване на капиталови разходи. Днес все повече на капиталовите разходи се гледа като на най-важния инструмент за ускоряване на растежа, докато фокусът при намаляване на дефицита се измества към мерки за подобряване на събираемостта и усилия за намаляване на текущите разходи, там където това е все още необходимо.

Това не остава незабелязано от чуждестранните инвеститори. Макар бавно и от ниска база, ПЧИ нарастват и са на път да достигнат най-високата си стойност за последните 6 г., ликвидността е изобилна, а разходите за финансиране намаляват не само за правителството (виж Графика №4), но и за частните компании, което е важно като се има предвид, че все още има сектори на икономиката, в които нивата на задлъжнялост остават високи за стандартите на развиващите се пазари.

Графика 3: Планирани и отчетени капиталови разходи на правителството (като % от БВП)



Графика 4: Спред между българските и германските 10-годишни ДЦК (п.п.)



Източник: ЕЦБ, НСИ, МФ, УниКредит Булбанк

² Тук става въпрос за инвестициите в инфраструктура, които са финансирани само с дълг.

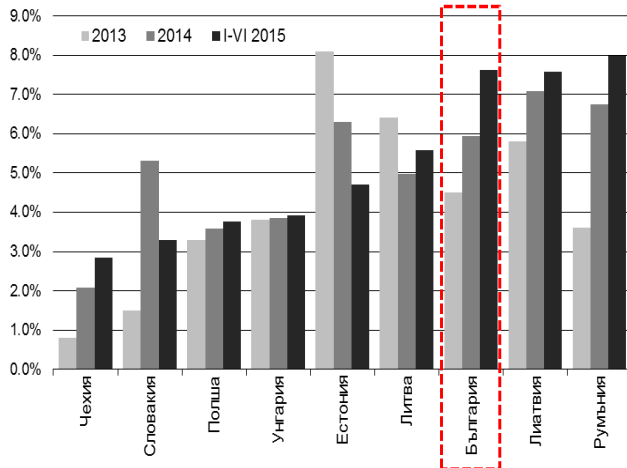
На този фон, смятам, че след видимото ускоряване на растежа през 2015 г., нарастването на БВП ще се задържи на сравнително здравословни нива, както през 2016 г., така и през 2017 г. Очаквам БВП да нарасне с 3% през следващата година и 2.9% през 2017 г., ускорявайки се от 2.8%, очертаващи се през 2015 г. Тази прогноза за растеж, която е над консенсусното виждане, ще бъде задвижена от индивидуалното потребление, което очаквам да компенсира по-слабото представяне на износа и бруто капиталонакопаване в основен капитал през 2016 г.

Индивидуалното потребление, също така, ще бъде в основата на процеса на възстановяване и през 2017 г. Но по-слабо подкрепящата растежа външна среда през 2017 г., поради забавянето на растежа в ЕС, стабилизиране на еврото на по-високи равнища и увеличаването на цените на енергийните суровини ще ограничат растежа на БВП до 2.9% на годишна база.

Очаквам индивидуалното потребление да се ускори от 0.9% ръст през 2015 до 2.7% през 2016 г. Най-голяма роля за това ще имат по-добрите резултати на пазара на труда, което ще направи домакинствата по-сигурни за перспективите пред работните места и доходите им. След като през 2014 г. бяха създадени 46 хил. работни места, икономиката е на път да добави приблизително толкова и през 2015 г., както вероятно и през 2016 г. Увеличението на заплащането (виж Графика №5) се очаква да е другият фактор, подкрепящ пазара на труда през 2016 г., особено след като основната част от новосъздадените работни места през 2014 г. и 2015 г. дойде от сравнително добре платени позиции в секторите на изнесените услуги.

В среда на продължаващ спад на несигурността за работните места и доходите, очаквам домакинствата да увеличат използването на кредит за закупуването на стоки за дълготрайна употреба. Смятам, че достъпът и цената на кредита за домакинствата ще продължат да се подобряват, на фона на съотношение на кредити към депозити на банковата система от 79.9% през октомври 2015 г., което е едно от най-ниските в региона на ЦИЕ и предполага, че банките са под все по-голям натиск да увличат клиентите си от страната на кредитирането. Решението на БНБ да въведе отрицателни лихвени проценти по свръхрезервите би трябвало да представлява допълнителен стимул за нарастване на кредитирането. Немалкото натрупано отложено търсене също ще бъде сред факторите, подкрепящи кредита на дребно, тъй като икономиката постепенно излиза от продължителен период от близо осем години на оздравяване на балансите на домакинствата (виж Графика №6). В същото време, все още ниската инфлация ще продължи да подкрепя покупателната способност на доходите на домакинствата, макар не и в мащабите, които наблюдавахме през 2015 г., тъй като попътният вятър, идващ от спада в цените на енергията ще започне да заглъхва през втората половина на 2016 г.

Графика 5: Индекс на разходите за труд в ЦИЕ, годишна промяна, сезонно изгладени данни



Графика 6: Приложими лихвени проценти и годишен ръст на кредита за домакинствата



Източник: Евростат, БНБ, УниКредит Булбанк

Рязкото нарастване на обемите на износа до може би 6.7% през 2015 г. ще бъде последвано от умерено забавяне до ръст от 4.5% през 2016 г. (виж Графика №7). Условието от страната на търсенето в евро зоната, за където е насочена основната част на българския износ, ще продължат да са благоприятни. Експортно-ориентираните компании ще бъдат подкрепени и от разширяването на програмата за изкупуване на активи от ЕЦБ и последващото обезценяване на еврото в хода на 2016 г. Но на други места ситуацията е по-малко обещаваща, тъй като започналото повишаване на лихвите от Федералния резерв ще доведе до влошаване на търсенето в много развиващи се пазари извън евро зоната. Макар и индиректно, забавянето на китайската икономика също ще задържа износа. Основният макроикономически сценарий на УниКредит Булбанк предвижда допълнително забавяне на ръста на износа до 2.4% през 2017 г. поради известно забавяне на икономическия растеж в ЕС, стабилизирането на еврото на по-високи равнища и постепенно увеличаване на цените на енергийните суровини.

След като набра скорост през 2015 г. благодарение на солидното усвояване на средства от ЕС, очаквам инвестициите да се забавят през 2016 г. На начислена база средствата от ЕС се очаква да достигнат своя пик през последните месеци на 2015 г., след което значително да спаднат през 2016 г. Въпреки това, съответстващите им строителни дейности ще бъдат разпределени значително по-равномерно, което ще окаже солидна подкрепа за ръста на БВП и създаването на работни места не само през тази, но и през 2016 г. В допълнителна подкрепа на тази теза е и факта, че съотношението капиталови разходи на правителството към БВП от 7% за 2016 г. ще е само малко под нивото за 2015 г. (7.3%), записано в ревизираната консолидирана фискална програма. Също така, очаквам частните инвестиции да се ускорят, през следващите две години, след като продължиха да отчитат понижението през по-голямата част от изминаващата 2015 г.

Последните данни за новоиздадените разрешения за строителство предполагат, че свиването на инвестициите в жилищно строителство, което беше в значителна тежест на бруто капиталобразуването през последните години е достигнало дъното. Очаквам инвестициите в жилищно строителство да се завърнат към положителен растеж в някакъв момент през 2016 г. Увеличеният брой на разрешителните за строеж, по-добрите цени и условия за ипотечни кредити и по-добрите перспективи пред доходите на домакинствата, според мен, ще са достатъчни за премахването на повечето от оставащите пречки пред възстановяването на инвестициите в жилищно строителство.

Очаквам инфлацията да остане силно потисната и да достигне едва 0.5% средно през 2016 г. (виж Графика №8). Това в голяма степен ще отразява значителния базисен ефект в цените на енергийните суровини. В същото време базисната инфлация ще нараства бавно на фона на прогнозата за бавно затваряне на разликата между отчетения ръст на БВП и потенциалния растеж. По-голямата част от ускоряването на базисната инфлация най-вероятно ще дойде от сектора на услугите, където пазарът на труда вече е доста динамичен и ръстът на заплащането се ускорява. На фона на прогнозата за ново покачване на цените на енергийните суровини през 2017 г. очаквам средногодишната инфлация да се ускори до 1.4% през 2017 г.

Графика 7: Нетен експорт, износ и внос на стоки и услуги, в %



Графика 8: Приноса на основните групи стоки и услуги и базисната инфлация към ръста на ИПЦ (в п.п. на годишна база)



Източник: НСИ, УниКредит Булбанк

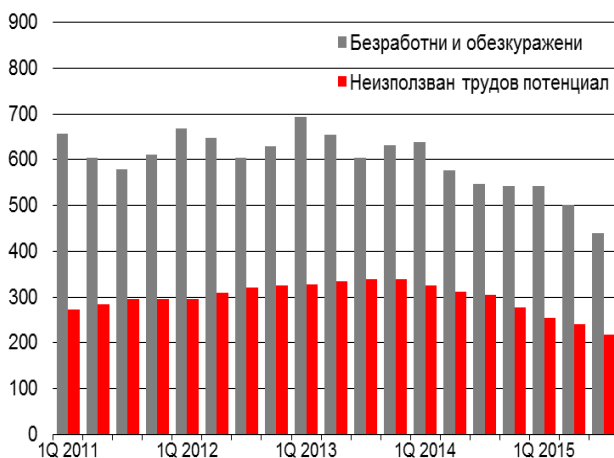
Независимо от благоприятните перспективи пред растежа налице са и значителни рискове. По-голямо от очакваното забавяне в евро зоната е основният риск на външния фронт, като се има предвид силната интеграция на страната с икономиките на държавите от Западна Европа. От друга страна, последиците от потенциалното затягане на монетарните условия от страна на Фед едва ли ще засегне България директно, тъй като американските инвеститори притежават малка

част от външните пасиви на страната, а текущата сметка е на излишък от повече от 2% от БВП в края на 2015 г. Независимо от това, индиректният ефект ще е значителен, тъй като някои важни търговски партньори на страната са развиващи се пазари с висока зависимост от приток на чуждестранни спестявания и високи нужди от финансиране като например Хърватия, Сърбия и особено Турция. Внимание заслужава и възможността за по-значимо от очакваното забавяне на китайската икономика на фона на големия индиректен ефект, тъй като България участва в същите производствени вериги, в които са и страните износителки от Западна Европа. На вътрешния фронт основният риск е свързан с възможните негативни изненади от предстоящите стрес-тестове и оценка на качеството на активите на банковата система. Потенциално високите условни пасиви на публичния сектор, които са следствие от все още неразрешените финансови затруднения на НЕК и БДЖ, също трябва да бъдат следени много внимателно.

Всичко това, обаче не бива да ни прави самодоволни, тъй като случващото се на пазара на труда ясно сочи, че икономиката продължава да функционира под пълния си потенциал като остават значителни неизползвани ресурси (виж Графики №9 и №10). Ако приемем, че естественото ниво на безработица в България е 6% - тоест, че това е минималното ниво на безработица, което икономиката може да поддържа устойчиво в дългосрочен план без да се стигне до прегряване, надигане на инфлацията и формирането на нови балони - това означава, че има още 219 хил. работни места, които могат да бъдат добавени към съществуващия брой заети без рискове за макроикономическата стабилност. При 3.104 млн. работни места в момента това се равнява на неизползван ресурс на пазара на труда от около 7%.

Какво означава за икономиката тези 219 хил. души да бъдат върнати отново към заетост? Това, например означава, че при равни други условия, икономическият растеж може да се повиши с около 7% за следващите 12 месеца, а хората изложени на риск от бедност, които в момента са над 1.5 мил. души, могат да намалееят вероятно с повече от една четвърт. Също така това означава, че публичните финанси ще се разтоварят от бремето да осигуряват помощи за безработица и други социални плащания за тези 220 хил. души. Бизнеса, и особено онази част от него, която е ориентирана към вътрешното търсене, също ще спечели, тъй като съвкупното търсене ще се увеличи.

Графика 9: Неизползван потенциал на пазара на труда (в хил. д.)



Графика 10: Динамика на броя на заетите и нормата на безработица



Източник: НСИ, УниКредит Булбанк

Забележка: Неизползваният трудов потенциал представлява броя на хората, които могат да бъдат върнати на пазара на труда без рискове за макроикономическата стабилност. При изчислението на техния брой сме използвали т.н. „разширена работна сила“, която освен заетите и безработните включва и половината от трайно обезкуражените. Използваме половината от трайно обезкуражените, защото допускаме, че останалите не могат да бъдат върнати към заетост, тъй като е налице трайна загуба на трудови навици и умения. Използвани са 12-месечни плъзгащи се средни, за да се изчисти влиянието на сезонни фактори.

В случай, че тези 219 хил. души останат без работа твърде дълго, основният риск е емиграцията да получи допълнителен тласък, подкопавайки потенциала на икономиката да произвежда повече стоки и услуги в дългосрочен план, и изостряйки още повече, негативните последици за българското стопанство от бързото застаряване на населението³.

Може би най-важното обаче е, че ако българското стопанство продължи да създава работни места с темповете наблюдавани до сега, тоест около 45 хил. годишно, ще бъдат необходими още почти пет години, преди икономиката да започне да работи с пълния капацитет на пазара на труда, тоест преди да се върне към пълна заетост някъде през втората половина на 2020 г.

Всичко това сочи, че въпреки ускоряването на растежа до около 3% годишно, което без съмнение е сериозен успех, особено като се има предвид къде беше икономиката само една година по-рано, наблюдаваните в момента темпове на ръст на БВП не са достатъчни, за да се постигне бързо и безболезнено възстановяване на заетостта и следователно е необходимо правителството да предприеме допълнителни мерки за ускоряване на растежа.

³ Средната възраст на населението в България вече е втората най-висока в Европа, след тази на Германия.

Таблица 1: Макроикономически сценарий

	2012	2013	2014	2015п	2016п	2017п
Номинален БВП (млрд. евро)	41.7	41.9	42.8	43.9	45.5	47.4
Население (млн.)	7.3	7.2	7.2	7.2	7.1	7.1
БВП на глава от населението (евро)	5 723	5 784	5 936	6 138	6 387	6 697
Реален годишен ръст (%)						
БВП	0.2	1.3	1.5	2.8	3.0	2.9
Индивидуално потребление	2.7	-1.1	2.5	0.9	2.7	3.3
Бруто капиталообразуване	1.8	0.3	3.4	5.5	1.8	5.0
Потребление на правителството	1.0	3.1	-0.8	0.4	1.4	0.9
Износ	0.8	9.2	-0.1	6.7	4.5	2.4
Внос	4.5	4.9	1.5	5.1	3.5	3.3
Номинална работна заплата (евро)	374	396	423	452	478	507
Реална работна заплата	3.6	5.1	8.2	6.9	5.2	4.8
Коефициент на безработица (%)	12.3	12.9	11.4	9.5	8.3	7.4
Фискална позиция (% от БВП)						
Бюджетен баланс (на касова основа)	-0.4	-1.8	-3.6	-3.0	-2.7	-2.5
Първичен бюджетен баланс	0.3	-0.9	-3.0	-2.1	-1.7	-1.5
Държавен дълг	17.6	17.9	26.4	26.3	28.8	28.9
Външна позиция						
Салдо по текущата сметка (млрд. евро)	-0.1	0.8	0.5	1.0	0.9	0.7
Салдо по текущата сметка / БВП (%)	-0.3	1.8	1.2	2.3	1.9	1.5
Разширен основен баланс* / БВП (%)	2.3	4.8	3.1	5.7	5.5	5.2
Нетни ПЧИ / БВП (%)	2.6	3.0	2.0	3.4	3.6	3.7
Брутен външен дълг / БВП (%)	90.5	88.1	92.1	80.6	76.3	72.6
Международни резерви (млрд. евро)	15.6	14.4	16.5	18.9	20.9	23.2
Покритие на вноса (месеци)	6.3	5.7	6.6	7.5	7.8	8.2
Инфлация (ИПЦ) / Валутен курс						
Инфлация (ИПЦ), средно годишна (%)	3.0	0.9	-1.4	-0.1	0.5	1.4
Инфлация (ИПЦ), в края на периода (%)	4.2	-1.6	-0.9	0.0	0.9	1.9
ЛЕОНИА (края на периода)	0.04	0.07	0.02	0.01	-0.13	-0.10
USD/BGN (края на периода)	1.48	1.42	1.61	1.86	1.75	1.66
EUR/BGN (края на периода)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
USD/BGN (средногодишен)	1.52	1.47	1.47	1.78	1.81	1.68
EUR/BGN (средногодишен)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
Реален ефективен валутен курс, 2000=100	143.8	143.8	139.6	144.8	143.3	143.8
Реален ефективен валутен курс, год. промяна (%)	0.3	0.3	-3.0	3.7	-1.0	0.4

Източник: БНБ, МФ, НСИ, УниКредит Булбанк

* Разширеният основен баланс включва следните данни от платежния баланс - баланс по текущата сметка; нетна позиция по преките чуждестранни инвестиции; нетна позиция по европейските средства от капиталовата сметка.

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 каквато 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.