

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



**Перспективи** – Решихме да оставим непроменена прогнозата си за ръста на реалния БВП за 2017 и 2018 г., като я запазим над консенсуса, но променихме прогнозата си за структурата на растежа. Следващата година има потенциала да се окаже годината, в която реалният ръст на БВП ще достигне своя пик, като индивидуалното потребление ще предостави по-голямата част от горивото нужно за ускоряването на растежа. Увеличаване на обемите в строителството, както на сгради, така и на инфраструктура, финансирана от публичния сектор, също ще бъде сред двигателите на растежа. Очакваме растежът да остане добре балансиран и да не бъде свързан с влошаване в баланса по текущата сметка или бързо натрупване на дълг в частния сектор. В случай, че е налице политическа воля, това ще създаде благоприятна среда правителството да се фокусира върху дългосрочните структурни предизвикателства, сред които номер едно остава влошаващата се демографска картина.

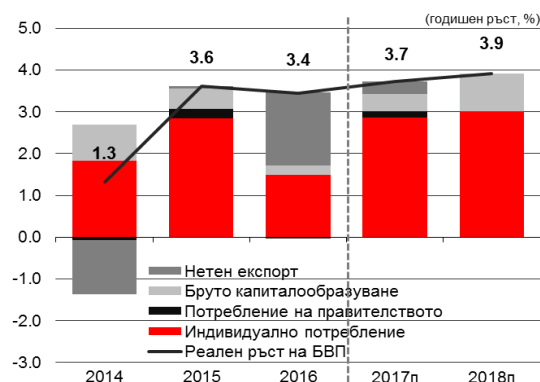
**Автор:** Кристофор Павлов, Главен икономист за България (+359 2 923 2192)

### МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

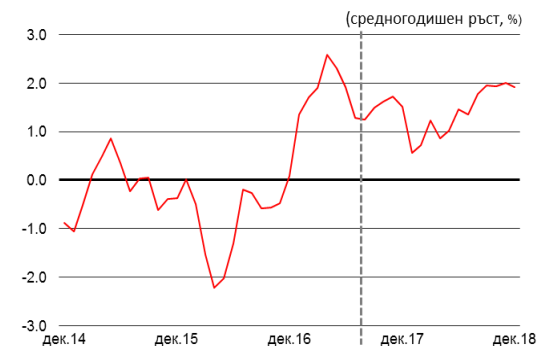
#### КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- 30 октомври: Внасяне на Бюджет 2018 в Парламента
- 14 ноември: Предварителни оценки за БВП за 3Q17
- 1 декември: Преглед на кредитния рейтинг от Fitch, S&P

#### ПО-СИЛНОТО ВЪТРЕШНО ТЪРСЕНЕ ЩЕ ПОДКРЕПИ РЪСТА НА БВП



#### ИНФЛАЦИЯТА ЩЕ СЕ СТАБИЛИЗИРА НА ПО-НИСКИ НИВА



Източник: НСИ, UniCredit Research

	2014	2015	2016	2017п	2018п
Номинален БВП (млрд. евро)	42.8	45.3	47.4	49.9	52.6
Население (млн.)	7.2	7.2	7.1	7.1	7.0
БВП на глава от населението (евро)	5 937	6 330	6 669	7 070	7 484
<b>Реален годишен ръст (%)</b>					
БВП	1.3	3.6	3.4	3.7	3.9
Индивидуално потребление	2.5	3.9	2.1	4.0	4.2
Бруто капиталонакопаване	3.4	2.7	-4.0	2.0	4.5
Потребление на правителството	-0.8	2.9	-0.4	2.0	0.1
Износ	3.1	5.7	5.7	6.5	5.8
Внос	5.2	5.4	2.8	6.0	5.8
Номинална работна заплата (евро)	420	449	492	538	588
Реална работна заплата (%)	7.4	7.0	10.3	7.8	7.9
Коефициент на безработица (%)	11.4	9.1	7.6	6.2	5.3
<b>Фискална позиция (% от БВП)</b>					
Бюджетен баланс (на касова основа)	-5.5	-1.6	0.0	-0.2	-0.7
Първичен бюджетен баланс	-4.6	-0.7	0.8	0.6	0.0
Държавен дълг	26.4	25.6	29.1	25.8	25.4
<b>Външна позиция</b>					
Салдо по текущата сметка (млрд. евро)	0.0	0.0	2.6	1.9	1.6
Салдо по текущата сметка / БВП (%)	0.1	0.0	5.4	3.8	3.0
Разширен основен баланс / БВП (%)	4.3	8.0	8.2	7.2	6.8
Нетни ПЧИ / БВП (%)	2.1	5.1	0.7	2.4	2.7
Брутен външен дълг / БВП (%)	92.0	75.0	73.1	67.5	62.9
Международни резерви (млрд. евро)	16.5	20.3	23.9	25.2	27.2
Покритие на вноса (месеци)	6.5	8.0	9.4	8.9	8.8
<b>Инфлация (ИПЦ) / Валутен курс</b>					
Инфлация (ИПЦ), средно годишна (%)	-1.4	-0.1	-0.8	1.7	1.4
Инфлация (ИПЦ), в края на периода (%)	-0.9	-0.4	0.1	1.5	1.9
ЛЕОНИЯ (края на периода)	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00
USD/BGN (края на периода)	1.61	1.79	1.86	1.63	1.56
EUR/BGN (края на периода)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
USD/BGN (средногодишен)	1.47	1.76	1.77	1.71	1.60
EUR/BGN (средногодишен)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
Реален ефективен валутен курс, 2000=100	139.8	136.8	136.0	137.7	138.9
Годишна промяна (%)	-1.2	-2.1	-0.6	1.3	0.9

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

## Икономиката се насочва към по-силен растеж догодина

Икономиката постепенно се доближава до пълна заетост

Растежът продължава да е широко базиран

Потвърждаваме прогнозата си за реален ръст на БВП през 2017 и 2018 г.

Натрупаната инерция при индивидуалното потребление остава значителна

На сегашния етап, недостигът на работна сила ограничава растежа в сравнително малък брой сектори

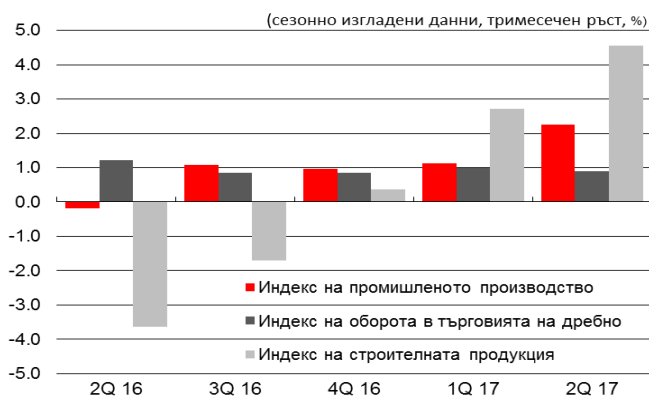
Инфлацията се очаква да има по-скромнен задържащ ефект за ръста на индивидуалното потребление през следващата година

Широк набор от индикатори сочи, че икономиката продължила да се приближава към пълна заетост през последните няколко месеца. В синхрон с нашата прогноза, реалният ръст на БВП постигна минимално ускорение до 3.6% на годишна база през 2Q17, спрямо 3.5% през 1Q17 и средно 3.4% за цялата 2016 г. За трето поредно тримесечие всички висококачествени индикатори, които позволяват да се оцени скоростта на промяна на икономическата активност (включително индустриалното производство, продажбите на дребно и произведената строителна продукция) отчетоха ръст на тримесечна база (виж лявата графика), потвърждавайки тезата, че растежът не е само солиден, но и остава широко базиран. Тази картина се допълва и от ръста на износа на стоки и услуги от 11% на годишна база през 2Q17, който спечели основно от ускоряването на глобалната търговия и засилването на растежа на БВП в ЕС, за където са насочени около 2/3 от българския износ. На този силно позитивен фон, нормата на безработицата достигна най-ниското си тримесечно равнище от преди кризата, до 6.3% през 2Q17, и петото най-ниско от въвеждането на режима на Валутен борд преди 20 години (виж дясната графика).

На този фон решихме да оставим без промяна нашата прогноза за растежа на реалния БВП за тази година (3.7% при консенсус от 3.5%) и следващата (3.9% при консенсус от 3.3%). Извън това предприехме някои промени в прогнозата си за структурата на растежа на БВП.

Спрямо прогнозата ни от юни, сега очакваме индивидуалното потребление да има по-силен принос към растежа, както през 2017 г, така и през 2018 г. Преди всичко, това ще отразява по-силното от очакваното възстановяване на пазара на труда, което се илюстрира най-добре от удвояването на скоростта, с която се разкриват нови работни места през първото полугодие на тази година, спрямо 2016 г. (1% на годишна база през 1H17, спрямо 0.5% за цялата изминала година). Докато запазването на тези темпове на увеличаване на заетостта изглежда несигурна, дори и в краткосрочен план, отчетените данни изглежда потвърждават тезата, която защитаваме от дълго време, че недостигът на кадри е концентриран предимно сред работниците с висока квалификация. Това би трябвало да означава, че недостигът на свободна работна сила ограничава скоростта на икономически растеж само в малък брой сектори, тъй като доминиращата част от икономиката продължава да разчита най-вече на средно и ниско квалифицирани работници. Нашата над-консенсусна прогноза се подкрепя и от възходящата ревизия на прогнозите ни за ръста на кредита за домакинствата през 2017 г. и 2018 г., след като кредитоспособността на домакинствата се подобри, а растящите цени на жилищата ще означават, че домакинствата ще вземат на заем по-големи суми кредити, от колкото смятахме преди три месеца. И накрая, низходящата ревизия на прогнозата ни за суровия петрол за 2018 г. се очаква да задържи инфлацията на по-ниски равнища, като по този начин води до по-скромно намаление на покупателна способност на доходите на домакинствата спрямо нивата, които очаквахме преди три месеца. Комбинацията от тези няколко фактора, според нас, ще доведе до ускоряване на растежа на индивидуалното потребление до 4.0% през 2017 г. и 4.2% през 2018 г., при 3.6% и 3.9% предвидени в предишната ни прогноза от юни.

Двигателите на растежа се движат в синхрон...



...предоставяйки гориво за спад на безработицата



Източник: HСИ, UniCredit Research

**Решиме да оставим непроменена прогнозата си за ръста в обема на износа през 2017 и 2018 г.**

**Еднократни фактори ще подкрепят ръста на износа през тази година**

**Вносът се очаква да нарасне в отговор на по-силното вътрешно търсене**

**Перспективата пред инвестиции продължава да е положителна**

**Оставяме прогнозите си за инвестициите непроменени на 2% през 2017 г. и 4.5% през 2018 г.**

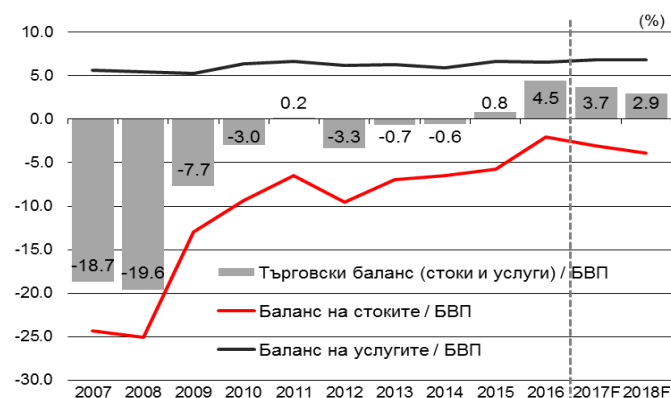
Очакваме темпът на растеж на обема на експорта да достигне 6.5% през 2017 г. спрямо 5.7% през 2016 г., след като импулсът от ускоряването на глобалната търговия повече от балансира негативния ефект от увеличаване стойността на еврото. Обемът на експорта през тази година ще получи подкрепа и от рекордната реколта на пшеница, както и от нов солиден ръст на приходите от туризъм. Следващата година очакваме известно скромно забавяне в реалния темп на ръст на износа до 5.8% годишно в резултат от прогнозата за поскъпване на еврото и индикациите, че ръста на износа в Германия може да достигне своя връх в края на 2017 г. Ние гледаме на това по-скоро като на нормализация на темповете на растеж на износа, след като вече бяха достигнати много високи равнища, а не толкова като на същинска загуба на инерция. Има две причини за това. Първо, редица експортно-ориентирани компании продължават да инвестират в разширяване на производствения си капацитет. И второ, и може би по-важното, балансът в търговията със стоки и услуги продължава да отчита излишъци за трета поредна година (виж лявата графика), предоставяйки ясни доказателства, че поне в краткосрочен план няма риск за конкурентоспособността на по-голямата част от българската икономика.

След като растежът на индивидуалното потребление беше ревизиран нагоре през тази и в по-малка степен през следващата година се наложи да преразгледаме и прогнозата си за вноса. Сега очакваме нарастването на обема на вноса да се ускори до 6% през 2017 г. от 5.6% на годишна база, които бяхме заложили преди, и до 5.8% през 2018 г., спрямо 5.5%, които очаквахме в предишната си публикация преди три месеца.

В същото време, инвестициите ще продължат да печелят подкрепа от подобряващите се корпоративни печалби, ръста на входящите капиталови потоци, насочени към региона на ЦИЕ и значителния размер на нетните спестявания на корпоративния сектор, както и от все още много благоприятните условия, при които компаниите получават достъп до финансиране. Прогнозираме реален ръст на инвестициите от 2% през тази година, което според нас представлява сравнително добър резултат на фона на прекалено бавния старт на инвестициите в инфраструктура, финансирани със средства от ЕС от новия бюджетен период.

През 2018 г. скоростта на нарастване на инвестициите се очаква да се ускори до 4.5%, основно поради оживление в строителния сектор. Очакваме този фактор да продължи да получава подкрепа от благоприятните перспективи за доходите и работните места на домакинствата, които в комбинация с нарастващите цени на жилищата ще придвижат строителството на жилища към солиден ръст. Все пак, по-голямата част от растежа на строителството през следващата година се очаква да дойде от публичния сектор. Както споменахме и през юни, тласъкът, който очакваме да получи строителството от старта на инфраструктурните проекти финансирани от ЕС със средства от новия бюджетен период, ще изисква повече време, за да се материализира. Причините за това не изглеждат напълно ясни към днешна дата, но поне частично отразяват множеството обжалвания в съда и в Комисията за защита на конкуренцията на вече възложени договори за строителство на пътна инфраструктура, след като предишното редовно правителство подаде оставка и бяха обявени предсрочни избори.

**Не виждаме рискове за ценовата конкурентоспособност на икономиката**



**Слабата същинска инфлация ще закотви динамиката на цените**



След като новата администрация вече работи, а съда и Комисията за защита на конкуренцията вече се произнесоха по повечето обжалвани процедури, очакваме започване на строително монтажните работи по значителен брой инфраструктурни проекти, финансирани със средства от новия бюджетен период, което ще способства за ускоряване на инвестициите в хода на тази и особено през следващата година.

Както прогнозирахме в предишната си публикация преди три месеца, инфлацията забави своя ръст през летните месеци, след като достигна връх през април поради базисния ефект, свързан с по-високите цени в енергетиката и сезонния ръст на непреработените храни. Ако очакваното от нас стабилизиране на цените на суровия петрол през 2018 г. се материализира, прогнозираме забавяне на инфлацията през следващата година (1.4%, спрямо 1.6% преди, но оставяме вижданията си за тази година непроменени на 1.7% - виж дясната графика горе).

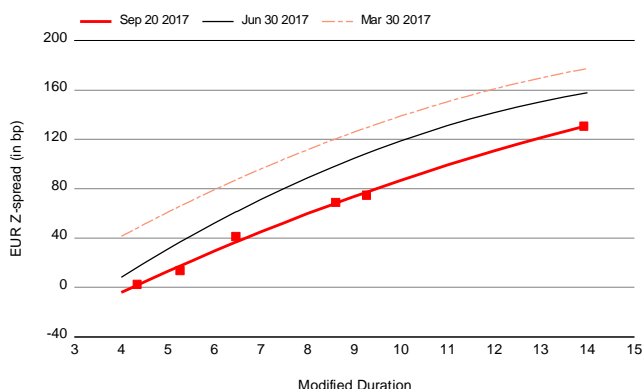
## Стратегия: солидни фундаменти

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

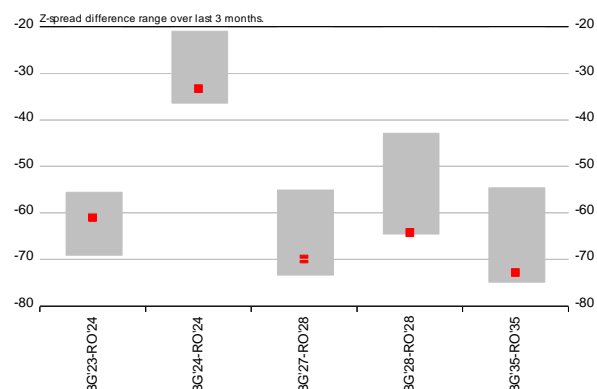
Българските еврови книжа продължиха своето забележително представяне и през 3Q2017, с възвращаемост, която надхвърли 4% при матуритетите над 10 години, докато книгата с падеж 2035 г., донесе повече от 9%. Оскъдността на книгата се влоши допълнително след падежа на 950 млн. евро през юли, която не беше балансирана с нужното допълнително предлагане, както на вътрешния, така и на външния пазар. Банките остават наводнени с ликвидност и ограниченият набор от инвестиционни алтернативи на вътрешния пазар води до силно търсене на пазара на евробондове и силно ограничена ликвидността на вторичния пазар. Търсенето и предлагането на книжа не са балансирани и ще продължат да се намират в тази ситуация и през 2018 г., когато очакваме първичният бюджетен баланс да се доближи до нула, при липса на външни емисии и ограничено предлагане на вътрешния пазар.

Оценките на книгата могат да бъдат допълнително повишени, ако S&P изравни оценката си за кредитния рейтинг на суверена с тази на останалите две големи агенции и повиши рейтинга до инвестиционен клас. На фона на показателите за външната позиция и фиска на България очакваме това разминаване да бъде коригирано в близкото бъдеще.

Кривата на доходността се придвижи на долу по цялата си дължина...



... а книгата се представиха по-добре от региона през тримесечието



Източник: Bloomberg, UniCredit Research

### БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

млрд. евро	2016	2017П	2018П
<b>Нужди от финансиране, бруто</b>	<b>0.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.3</b>
Бюджетен дефицит	-0.8	0.5	0.6
Амортизация на публичния дълг	0.7	1.5	0.7
Вътрешен дълг	0.5	0.4	0.5
Облигации	0.5	0.4	0.5
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
<b>Финансиране</b>	<b>0.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.3</b>
Вътрешни вземания	0.3	0.5	1.0
Облигации	0.3	0.5	1.0
Бонове	0.0	0.0	0.0
Кредити	0.0	0.0	0.0
Външни вземания	2.4	0.1	0.1
Облигации	2.3	0.0	0.0
МВФ/ЕС/Други	0.1	0.1	0.1
Приватизация	0.0	0.0	0.0
Промяна на фискалния резерв (- = ръст)	-2.6	1.5	0.2

### БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА

млрд. евро	2016	2017П	2018П
<b>Нужди от финансиране, бруто</b>	<b>9.2</b>	<b>10.7</b>	<b>9.5</b>
Баланс по текущата сметка	-2.6	-1.9	-1.6
Амортизация на средно до дългосрочен дълг	3.9	4.6	3.5
Правителство / БНБ	0.2	1.1	0.2
Банки	0.5	0.4	0.4
Корпорации	3.2	3.1	2.9
Амортизация на краткосрочен дълг	7.9	8.0	7.6
<b>Финансиране</b>	<b>9.2</b>	<b>10.7</b>	<b>9.5</b>
ПЧИ	0.3	1.2	1.4
Портфейлни инвестиции, поток	0.6	-0.4	0.1
Вземания	5.4	3.2	2.4
Правителство / БНБ	2.4	0.1	0.1
Банки	0.3	0.4	0.5
Корпорации	2.8	2.7	1.9
Краткосрочно финансиране	8.0	7.6	7.3
Трансфери от ЕС	1.0	0.5	0.6
Друго финансиране	-2.6	-0.1	-0.3
Промяна на валутните резерви (- = ръст)	-3.6	-1.3	-2.0
Допълнителни показатели:			
Притежавани от нерезиденти ДЦК	0.0	0.0	0.0
Облигации емитирани на МКП, нетни	2.3	-1.0	0.0

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 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 настоящият 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.