

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



**Перспективи** – Икономическият растеж продължава да бъде солиден, като индивидуалното потребление компенсира негативното влияние, което по-слабите трансфери от ЕС имаха върху ръста на БВП през 1Q16. Въпреки че оставаме оптимисти за краткосрочните и средносрочните перспективи пред икономиката направихме ограничена корекция надолу за траекторията на БВП (до 3.2% от 3.4% през 2016 г. и до 3% от 3.6% за 2017 г.), за да отразим негативното влияние от Брекзит. Най-значим ще бъде ефектът през канала на външната търговия, докато влиянието чрез нагласите и финансовия канал ще е по-ограничено. Междувременно, вътрешните рискове за нашия благоприятен основен сценарий отслабнаха, след като реструктурирането на енергийния сектор започна да дава плодове, докато потенциалните рискове, свързани с продължаващите стрес тестове и проверка на качеството на активите на банковия сектор остават управляеми.

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

### МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

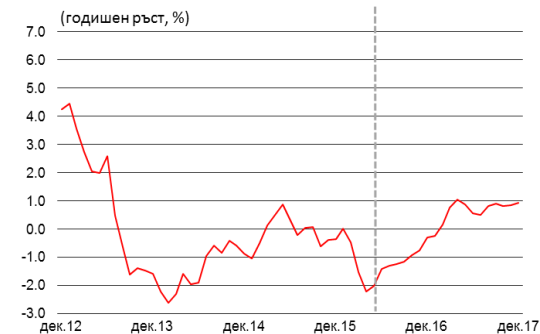
#### КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- 12 август: Експресни оценки за БВП за 2Q 2016
- 13 август: Резултати от стрес тестовете и проверката на качеството на активите на банковия сектор
- 15 август: Брой на заетите през 2Q 2016

#### РАСТЕЖЪТ НА БВП СЕ СТАБИЛИЗИРА НА 3%



#### ИНФЛАЦИЯТА СЕ ОТТЛАСКВА ОТ ДЪНОТО



Източник: НСИ, БНБ, МФ, UniCredit Research

	2013	2014	2015	2016F	2017F
Номинален БВП (млрд. евро)	41.9	42.8	44.2	45.1	46.7
Население (млн.)	7.2	7.2	7.2	7.1	7.1
БВП на глава от населението (евро)	5 784	5 936	6 173	6 336	6 603
<b>Реален годишен ръст (%)</b>					
БВП	1.3	1.5	3.0	3.2	3.0
Индивидуално потребление	-1.1	2.5	0.7	3.2	3.4
Бруто капиталонакопаване	0.3	3.4	2.5	-2.1	1.4
Потребление на правителството	3.1	-0.8	0.4	0.5	1.5
Износ	9.2	-0.1	7.6	4.6	3.4
Внос	4.9	1.5	4.4	2.4	2.5
Номинална работна заплата (евро)	396	420	458	492	529
Реална работна заплата (%)	5.1	7.4	9.0	8.6	6.8
Коефициент на безработица (%)	12.9	11.4	9.1	7.3	6.4
<b>Фискална позиция (% от БВП)</b>					
Бюджетен баланс (на касова основа)	-1.8	-3.6	-2.9	-1.8	-2.5
Първичен бюджетен баланс	-0.9	-3.0	-2.1	-1.0	-1.7
Държавен дълг	17.6	26.4	26.4	30.3	29.6
<b>Външна позиция</b>					
Салдо по текущата сметка (млрд. евро)	0.5	0.4	0.6	0.8	0.7
Салдо по текущата сметка / БВП (%)	1.3	0.9	1.4	1.7	1.4
Разширен основен баланс / БВП (%)	5.5	5.2	7.7	5.7	5.1
Нетни ПЧИ / БВП (%)	3.0	2.1	3.4	2.7	2.4
Брутен външен дълг / БВП (%)	88.1	92.1	77.2	74.0	69.8
Международни резерви (млрд. евро)	14.4	16.5	20.3	21.5	22.4
Покритие на вноса (месеци)	5.9	6.6	7.8	8.0	8.1
<b>Инфлация (ИПЦ) / Валутен курс</b>					
Инфлация (ИПЦ), средно годишна (%)	0.9	-1.4	-0.1	-1.1	0.7
Инфлация (ИПЦ), в края на периода (%)	-1.6	-0.9	-0.4	-0.3	0.9
ЛЕОНИЯ (края на периода)	0.07	0.02	0.01	0.00	0.00
USD/BGN (края на периода)	1.42	1.79	1.80	1.75	1.70
EUR/BGN (края на периода)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
USD/BGN (средногодишен)	1.47	1.47	1.76	1.76	1.72
EUR/BGN (средногодишен)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
Реален ефективен валутен курс, 2000=100	153.9	152.6	151.0	153.9	156.7
Годишна промяна (%)	0.3	-0.8	-1.0	1.9	1.8

## Запазихме прогнозата си за растежа над консенсусната, отчитайки отслабването на някои вътрешни рискове

Ръста в цените на жилищата имаше благоприятен ефект върху богатството на домакинствата, докато по-ниската енергийна инфлация подкрепи покупателната им способност

Освен от по-силния пазар на труда, ръста на БВП през 2H16 ще получи подкрепа и от увеличената преразпределение на ресурси през бюджета и еднократен стимул през приходите от летен туризъм

Но ръста на приходите от летен туризъм едва ли ще се повтори през 2017 г., след като напрежението между Турция и Русия изглежда е на път да затихне

Създаването на нови работни места отчете най-слабия си ръст на годишна база през първите три месеца на настоящата година, но други важни индикатори за пазара на труда бяха с по-добри резултати

Както и очаквахме, икономиката се отърси от неблагоприятната комбинация от висока турбуленция на финансовите пазари и забавяне на усвояването на средства от ЕС. Реалният ръст на БВП достигна солидните 2.9% на годишна база през 1Q16 и 0.7% на тримесечна при сезонно изгладените данни. Това беше и петото поредно тримесечие с растеж на годишна база от около 3% независимо от значителния спад от 3.9% в бруто образуване на основен капитал, след като усвояването на средства от ЕС очаквано загуби инерция. Независимо от това, този спад беше повече от компенсиран от солидното нарастване на индивидуалното потребление (с 3.7% годишно), след като домакинствата станаха по-уверени за перспективата пред работните места и доходите им.

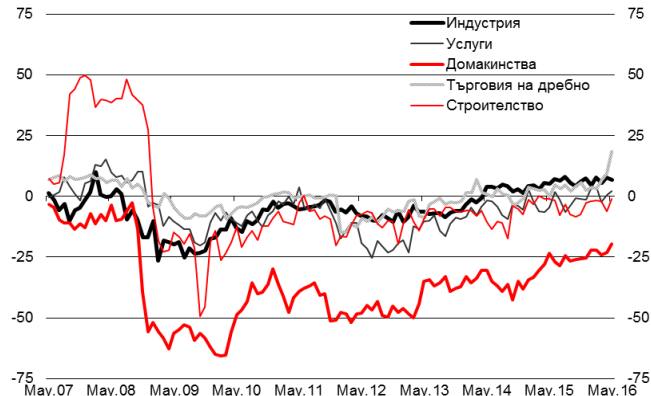
В краткосрочен и средносрочен план оставаме оптимисти за перспективата пред икономиката. Независимо от това, направихме корекция надолу в прогнозата си за ръста на БВП до 3.2% (от 3.4%) през тази година и 3.0% (от 3.6%) през следващата, за да отчетем негативните последици от Брекзит. Ефектът ще се материализира основно през три канала, като този през канала на външната търговия ще бъде с най-голяма тежест. В голямата си част обаче, този ефект ще бъде индиректен, тъй като Великобритания съставлява едва 2.5% от общия стоков износ на България. Забавянето на износа ще започне да се усеща в последните месеци на 2016 г., но ще придобие сила през 2017 г., когато глобалният ни сценарий предвижда забавяне на ръста на БВП в основния ни търговски партньор - еврозоната до 1.0% от 1.6%, в предишната ни прогноза. Влиянието през канала на очакванията ще бъде по-скоро ограничено. Във всеки случай, решението на Великобритания да напусне ЕС ще доведе до увеличаване на несигурността, което ще добави към трудностите, пред които възстановяването на бизнес инвестициите вече се изправя. За България това означава забавяне на потоците от ПЧИ, спрямо предишния ни сценарий (особено в контекста на еднократните фактори, които спомогнаха за увеличаване на потока от ПЧИ през 2015 г. до най-високото им равнище от 2008 г. насам) и на средствата изпращани от българските емигранти у дома. Очакваме спада в частните инвестиции да бъде компенсиран в голяма степен от публичните инвестиции догодина, като прогнозата ни е правителството да използва значителния прогрес във фискалната консолидация, който беше постигнат през 2015 г. и в началото на 2016 г. и да предприеме промени в посока фискална политика, която в по-голяма степен подкрепя растежа. Последствията през финансовия канал се очаква да бъдат най-ограничени по мащаб, тъй като България се радва на благоприятна комбинация от силни фискални показатели, големи международни резерви и липса на макроикономически дисбаланси, което означава, че икономиката е добре защитена в случай на допълнителна ескалация на турбуленцията на финансовите пазари.

Данните за заетостта през 1Q16 бяха разочаровачни, но ние смятаме, че ситуацията на пазара на труда остава като цяло позитивна. Икономиката добави едва 25 хил. нови работни места през 1Q16, което е и най-слабият ръст на годишна база от началото на възстановяването на заетостта преди две години. Но има поне две причини, заради които не трябва да придаваме прекалена важност на този резултат. Първо, слабите данни за 1Q16 идват след рекордно-високо повишение в броя на заетите от 72 хил. души през 4Q15, което означава, че средният ръст за последните две тримесечия е близък до нивото от предходните четири тримесечия. Второ и по-важно, тези новосъздадени работни места идват на фона на стабилното подобряване на баланса между нагласите на мениджърите за назначаване и освобождаване (виж дясната графика), които в различните сектори на икономиката са или близо до или на най-високото си ниво от 2008 г. насам.

Растежът на БВП се стабилизира на 3% на годишна база



Очакванията за заетостта достигнаха нови след-кризисни върхове



Източник: Eurostat, HСI, UniCredit Research

Очакваме създаването на нови работни места да набере скорост в оставащите тримесечия на 2016 г. и да се доближи до ръста на заетостта от 46 хил., който отчетохме през 2015 г.

Има позитивни новини и във факта, че МФ внесе за обсъждане в парламента нов пакет от мерки в посока по-ефективна превенция на ДДС измамите при търговията на едро с горива

Поради притеснения за свивания ефект върху БВП на фискалната консолидация управляващите едва ли ще спестят очертаващото се преизпълнение на приходите за тази година в целия му размер

Друга позитивна новина е, че солидното подобрене на събираемостта на приходите ще отвори фискално пространство за увеличаване на някои разходи, започвайки може би с опасно недофинансираното образование

Успешното реструктуриране на енергийния сектор започна да дава резултати

БЕХ (холдинговата компания, която контролира всички държавни активи в енергетиката, включително и НЕК) успя да набере 535 млн. евро без държавни гаранции

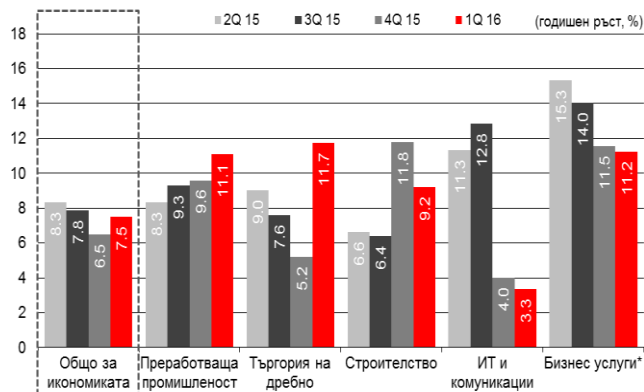
Силната профитабилност на местните банки увеличава вероятността потенциален недостиг на капитал, който най-вероятно ще бъде разкрит от провежданите стрес тестове, да бъде покрит изключително от частния сектор

Друга положителна новина е, че нормата на безработица спадна до 7.1% през април (спрямо 7.7% през декември 2015 г. и 10.0% през април 2015 г.), което предполага, че икономиката е на път да достигне пълна заетост по-бързо отколкото очаквахме преди три месеца. Тези развиятия не само направиха домакинствата по-сигурни за перспективите пред техните работни места, но и спомогнаха за солидното нарастване от 7.5% в индекса на разходите за труд през 1Q16 (ръст от 6.5% през 4Q15 – виж лявата графика).

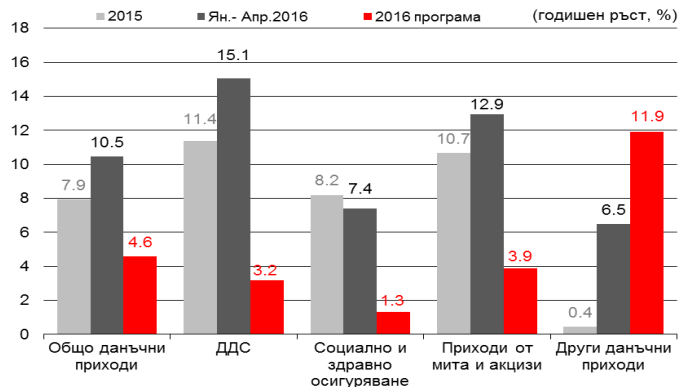
Ускоряващия се ръст на вътрешното търсене способства за увеличаване на бюджетните приходи, които получиха подкрепа и от подобрената данъчна събираемост. Комбинацията от тези два фактора доведе до ръст на приходите в консолидираната фискална програма от 7.4% на годишна база за периода януари-април, въпреки значителният спад (11%) на грантовете, тъй като трансферите на средства от ЕС спаднаха от рекордно високите нива на усвояване отчетени през изминалата година. Докато на този етап не може да се направи ясно разграничение между тази част от преизпълнението на приходната част, която може да се смята за устойчива и тази част, която е свързана с еднократни фактори е много окуражаващо, че почти всички категории на данъчните приходи нарастват с двуцифрени темпове (виж дясната графика), в сравнение с целта от 4.6% ръст, заложена за цялата 2016 г. Разходите, от друга страна, спаднаха с 3.7% на годишна база поради значителното понижение от 55% на годишна база в капиталовите разходи, след като управляващите прекратиха обществените поръчки за няколко инфраструктурни проекта с европейско финансиране през януари. На този фон бюджетът постигна рекорден излишък за периода януари-април (2.7% от БВП), който нарасна допълнително до 3% през май, според предварителните оценки на МФ. Взимайки под внимание сравнително напредналата фаза на фискална консолидация, правителството едва ли ще се опита да постигне по-агресивно затягане на дефицита от това, което вече е заложено като цел за тази година. Ето защо очакваме дефицитът да се свие до 1.8% от БВП през 2016 г., една стъпка под целта от 1.9% и 1.1 п.п. под резултата от миналата година (2.9%). Друга положителна новина е, че увеличеното преразпределение на ресурси през бюджета (от поне 0.5% от БВП спрямо плана) се очаква (в контекста на все още слабите разходи на частния сектор) на подпомогнат растежа на БВП през 2Н16. Дефицитът ще нарасне през следващата година (до 2.5%) от БВП, тъй като част от свободното фискално пространство създадено през последната година и половина ще се използва за смекчаване на отрицателните ефекти, които по-ниският растеж в еврозоната ще има върху износа.

Докато негативните рискове на външния фронт остават изобилни, то вътрешните рискове изглеждат утихват. Въпреки че все още не е изцяло въвн от опасност успешното реструктуриране на енергийния сектор доведе до свиването на дефицита в НЕК до 0.2 млрд. лв. към края на 2015 г. от 0.6 млрд. лв. през 2014 г. и дори до излишък от 39 млн. лв. към март тази година. Това не остана незабелязано от инвеститорите, които през април осигуриха временно финансиране до издаване на облигации в размер на 535 млн. лв. без държавни гаранции – нещо, което много инвеститори и енергийни експерти смятаха за непостижимо само преди половин година. Междувременно, прегледа на качеството на активите и стрес тестовете на банковия сектор навлязоха във финалната си фаза. Въпреки че очакваме прегледа на качеството на активите да разкрие известен недостиг на капитал и провизии, те вероятно ще бъдат адресирани без намеса на публичния сектор, тъй като солидната профитабилност на местния банков сектор (със средна възвращаемост на активите близна до 10% и достигаща над 15% за добре-установените и управлявани играчи) би трябвало да направи възможно мобилизирането на допълнителен капитал и ликвидност от частния сектор.

Разходите за труд се повишиха



Преизпълнението на приходната страна на бюджета продължи и в началото на 2016 г.



Източник: Eurostat, НСИ, МФ, UniCredit Research

\*Бизнес услуги вкл. Административни и спомагателни дейности и Професионални дейности и научни изследвания

## Стратегия: Българските активи изглеждат като добър избор във времена на волатилност

Българските книжа пострадаха минимално от пазарната несигурност свързана с Брекзит

Българските еврови облигации успяха да възстановят по-голямата част от незначителните загуби, регистрирани по време на позиционирането след британския референдум. Краткосрочните книжа все още изостават, докато доходността по средносрочните и дългосрочни вече е близо до нивата от преди референдума. Последните събития спомогнаха за това българските еврови книжа да изглеждат по-атрактивни на фона на продължаващата силна подкрепа от фундаменталните фактори.

Нуждите от финансиране за 2016 г. вече са покрити

Местните инвеститори, особено свръх-ликвидните банки, оказаха значителна подкрепа на цените през последните месеци, след като МФ покри преобладаващата част от нуждите си от финансиране за 2016 г. с излизане на пазара на евробондове. Успешните действия по управление на дълга на суверена и доброто представяне на бюджета спомогнаха за повишаване на цените на бондовете, тъй като завишените фискални буфери спомогнаха за подобряване на рисковия профил на суверена, предполагайки и силно ограничено предлагане до края на годината.

Предлагането на суверенен дълг ще спадне през 2017 и 2018 г.

Фискалното разхлабване, което сме предвидили за 2017 г. ще има непропорционално малък ефект върху дълга и нуждите от финансиране, тъй като идва от много комфортна стартова позиция на фискалния резерв. Очакваме МФ да се обърне в сравнително по-голяма степен към местния пазар на ДЦК през 2017 г., като използва и натрупаната излишна ликвидност, за да финансира по-високите дефицити. В резултат от това занижихме прогнозите си за емитиране през 2017 и 2018 г. в сравнение с 2016 г.

Местните инвеститори ще са нетърпеливи да увеличат притежавания от тях външен дълг

Това би трябвало да означава по-високо вътрешно търсене на вече силно ограниченото предлагане на външни книжа, тъй като ликвидността в месния финансов сектор продължава да расте. Последните данни сочат, че български инвеститори държат 47.4% от търгувания на международните пазари суверенен дълг в обращение. Очакваме местните инвеститори да преминат последния пик от 51.2% и да се доближат 60%, тъй като вътрешното предлагане също остава ограничено.

BGRIA EUR 2028 изглежда ще спечелят най-много

Това би трябвало да доведе до по-високи цени на българските активи във всички матуритети щом първоначалният негативен шок от Брекзит за активите на развиващите се пазари намалее и инвеститорите станат по-селективни в своите покупки. Виждаме потенциал за придвижване нагоре по кривата на доходността, тъй като BGRIA EUR 2022 изглежда надценена, докато BGRIA EUR 2028 изглежда предлага стойност. Този потенциал се подкрепя от факта че едва 33.4% от тази емисия се държат от местни инвеститори.

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

### БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

(млрд. евро)	2015	2016п	2017п
<b>Нужди от финансиране, бруто</b>	<b>4.9</b>	<b>1.5</b>	<b>2.7</b>
Бюджетен дефицит	1.3	0.8	1.2
Амортизация на публичния дълг	3.6	0.7	1.6
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
<b>Финансиране</b>	<b>4.9</b>	<b>1.5</b>	<b>2.7</b>
Вътрешни вземания	0.7	0.6	1.5
Облигации	0.6	0.6	1.5
Бонове	0.1	0.0	0.0
Кредити	0.0	0.0	0.0
Външни вземания	3.3	2.1	0.1
Облигации	3.2	2.0	0.0
МВФ/ЕС/Други	0.1	0.1	0.1
Приватизация	0.0	0.0	0.0
Промяна на фискалния резерв (- = увеличение)	1.0	-1.1	1.1

### БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА

(млрд. евро)	2015	2016п	2017п
<b>Нужди от финансиране, бруто</b>	<b>16.4</b>	<b>11.1</b>	<b>10.7</b>
Баланс по текущата сметка	-0.6	-0.8	-0.7
Амортизация на средно до дългосрочен дълг	7.0	3.9	4.6
Правителство / БНБ	2.6	0.2	1.1
Банки	0.6	0.5	0.5
Корпорации	3.8	3.2	3.0
Амортизация на краткосрочен дълг	10.0	7.9	6.9
<b>Финансиране</b>	<b>16.4</b>	<b>11.1</b>	<b>10.8</b>
ПЧИ	1.5	1.2	1.1
Портфейлни инвестиции, поток	0.6	0.4	0.2
Вземания	4.0	4.8	3.4
Правителство / БНБ	3.3	2.1	0.1
Банки	0.5	0.5	0.5
Корпорации	0.2	2.3	2.8
Краткосрочно финансиране	7.9	6.9	6.6
Трансфери от ЕС	1.9	1.0	1.2
Друго финансиране	4.3	-2.0	-0.7
Промяна на валутните резерви	3.8	1.2	1.1
Допълнителни показатели:			
Притежавани от нерезиденти ДЦК	0.0	0.0	0.0
Облигации емитирани на МКП, нетни	2.2	2.0	-1.0

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 инвестирани. 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.