

## Икономиката преминава към модел на растеж, който е по-малко зависим от ръста на кредита

Автор: Кристофор Павлов, Главен икономист на УниКредит Булбанк

Българската икономика преминава към модел на растеж, който е по-малко зависим от ръста на кредита. В периода преди 2008 година, в една значителна степен ръста на БВП беше движен от изкуствени източници – прекалено голямо потребление на домакинствата и балон с цените на недвижимите имоти, които бяха финансирани с бум на кредита и задлъжнялостта. След кризата през 2009 година е в ход мащабна промяна в модела на растеж. От модел на растеж движен от вътрешното търсене, което се финансираше с прекомерно бързо нарастване на задлъжнялостта, икономиката се преориентира към такъв, който е не само по-балансиран, но и не е свързан с появата на нови или изострянето на съществуващи макроикономически дисбаланси.

В ранната фаза на процеса през периода 2011–2014 година растежът беше анемичен и движен почти изцяло от експорта, но през последните година и половина процесът на възстановяване се ускорява, като става и по-широко базиран. Икономическият растеж във все по-голяма степен се подкрепя от потребителските разходи на домакинствата, които нарастват в резултат на възстановяването на пазара на труда. Важен фактор, който подкрепя възстановяването са и по-ниските цени на енергията. При това те създават покупателна способност в сектора на домакинствата тъкмо там където тя е най нужна - сред домакинствата с по-ниски доходи, чиято склонност да спестяват е незначителна и следователно са готови да похарчат почти всеки лев добавен към доходите им. Нашите изследвания сочат, че 10 долара по-ниска цена за барел петрол на международните пазари води до увеличаване на покупателната способност на домакинствата в България идентична с намаляване на данъка върху доходите с 1 процентен пункт - от 10 на 9 процента.

2015 беше трудна година за световната икономика. Бразилия изпадна в рецесия. Русия и Украйна останаха в рецесия. В Гърция икономиката отново бе разтърсена от криза. Растежът в Китай за първи път се изправи пред сериозни спънки след почти четири десетилетия на главоломен растеж. И въпреки това българският износ се справи много

добре. Нашите оценки сочат, че икономическият растеж на двадесетте основни експортни дестинации за България, претеглен през дела на всяка една от тях от общия стоков износ, беше 1.64% през 2015 година, докато износьт на стоки и услуги нарасна с повече от 7%. Така 2015 стана първата година след началото на прехода, в която външнотърговското салдо (стоки плюс услуги) на страната беше положително. В същото време текущата сметка е с положително салдо в четири от последните пет години. Всичко това не само сочи, че е налице солидно подобряване на конкурентоспособността на българската икономика, но и че в момента е налице сериозен буфер, който може да смекчи ефекта от нови негативни шокове (в случай, че такива се материализират) - буфер, който не беше наличен в миналото.

За разлика от периода 2000-2008 година международните капиталови потоци към България в момента имат по-здравословна структура. По-голяма част от тях са инвестиции в нови производствени активи, а не спекулативен капитал, който в периода преди 2008 година в голямата си част отиваше за промяна на собствеността на вече съществуващи активи, което в крайна сметка доведе до масивен балон с цените на недвижимите имоти. Така увеличението на ликвидността, което наблюдаваме в момента не води до нови балони с цените на различните класове активи и до увеличаване на финансовото богатство, а до подсилване на реалната икономика. Всичко това се случва на фона на намаляване на външната задлъжнялост до 77% в края на 2015 година, след като през 2009 година тя надхвърли 105% от БВП. Всички показатели за уязвимост на икономика сочат, че за разлика от преди 2008 година, сега икономическият растеж не е за сметка на изостряне на стари или появата на нови дисбаланси. Все още високото ниво на безработица също намалява и с темповете, с които се създават работни места в момента, икономиката би трябвало да се върне към пълна заетост някъде през 2018 година.

Всичко това подсилва усещането, че в периода 2004-2008 година инвестирахме в грешния модел на растеж. През този период ние инвестирахме твърде много в недвижими имоти и по-голямо потребление, което се финансираше с прекомерно бързо нарастване на задлъжнялостта. Фискалното поле, което се отвори през 2004-2005 година не беше използвано по най-добрия начин. Фискалното поле, което се отвори след като през 2003-2004 година задлъжнялостта на публичния сектор се редуцира до около 20% от БВП, при близо 100% само осем години по-рано, беше използвано изцяло за намаляване на данъците, вместо част от него да се използва за увеличаване на публичните инвестиции в инфраструктура и образование. Също така част от това фискално поле трябваше да се използва за провеждането на по-активна контрациклична фискална политика, която да

поддържа уязвимостта на икономиката на по-ниски нива от тези, на които тя се оказва в навечерието на фалита на Леман, с което глобалната финансова и икономическа криза достигна и до развиващите се пазари в ЦИЕ.

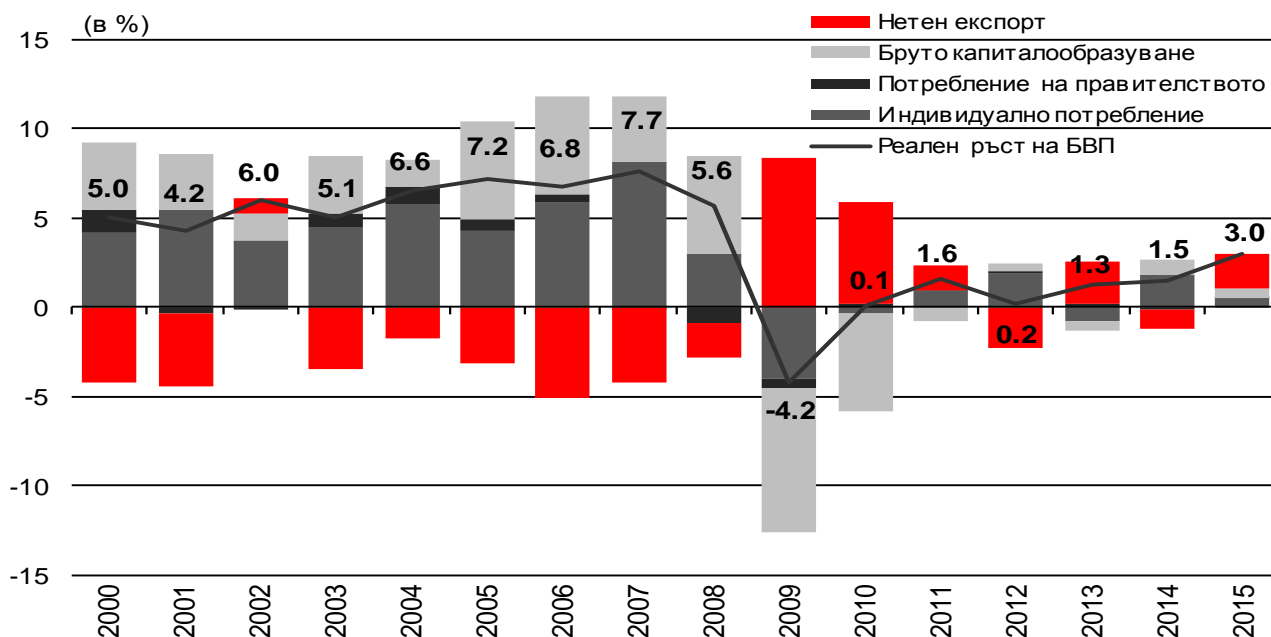
Всичко това означава нова роля за кредита. В периода 2000-2008 година растежът на икономиката беше съпътстван от бързо нарастване на банковия кредит. Средногодишно кредитът за домакинства и нефинансови корпорации нарастваше с 38%, като в същия период имахме номинален ръст на БВП от 13% годишно. Първоначално това беше част от положителен сценарий, тъй като нивото на проникване на кредит към 2000 година беше много ниско - под 20% от БВП – което на практика означаваше, че ниското проникване на кредит беше фактор ограничаващ икономическия растеж. По-късно обаче през периода 2006-2008 година същите тези темпове на растеж на кредита започнаха да се трансформират в отрицателен фактор, тъй като се случваха в контекста на вече нараснала задлъжнялост. Така към 2009 година проникването на банков кредит превишаваше 70% от БВП, а външният дълг вече беше над 100% от БВП. Със старта на глобалната криза продължаването на този модел на растеж стана невъзможно, защото капиталовите потоци преобърнаха посоката си, а всички национални спестявания вече бяха раздадени като кредити и съответно съотношението кредити депозити на банковия сектор беше над 120%.

В момента ръста на кредита е близо до нулата, докато в същото време икономиката нараства с малко над 3% номинално. Ако по подобие на годините преди кризата от 2008 година икономиката се завърне към темпове на ръст на кредита, които значително изпреварват номиналния ръст на БВП, има опасност бързо да се стигне до увеличаване на задлъжнялостта до неустойчиво високи нива, което ще ни доведе до нова финансова криза, нова рецесия и нов продължителен период на болезнена дефлация. Този сценарий е нежелателен и е съмнително, че регулаторите биха го позволили сега, когато проникването на кредит в икономиката е вече на по-високи нива, когато имаме опита от последната криза, и когато дори МВФ, които безрезервно подкрепяха свободното движение на капитала само допреди няколко години, вече сочат, че при определени обстоятелства икономиките са в правото си да се предпазят от негативните ефекти от бързото навлизане на големи количества капитал (които след също толкова бързото си изтегляне могат да изпратят икономиката в рецесия), като използват различни инструменти като по-високи данъци върху недвижимите имоти или по-активно използване на макропруденциални мерки (като например по-рестриктивни съотношения кредит-към-стойност на закупувания имот и разходи по обслужване на кредита към общо доходи), за да се ограничи опасно нарастване на задлъжнялостта.

С колко точно трябва ръста на кредита да изпреварва номиналния ръст на БВП, за да не се стигне отново до повторение на цикъла, който вече наблюдавахме не се наемам да отговоря. Ясно е обаче, че завръщане към темповете на растеж наблюдавани преди 2008 година е не малко вероятно, но и нежелателно. Нашият основен сценарий за развитието на банковия сектор предвижда ръста на кредита в дългосрочен план да не надвишава номиналния ръст на БВП с повече от 2-3 п.п. Това вероятно ще е достатъчно, за да се предотврати натрупването на нови дисбаланси, които рано или късно да изпратят икономиката в нова рецесия. В същото време, нашият основен сценарий предвижда ръст на кредита от едва 2% средногодишно за следващите три години, което е по-ниско от номиналния ръст на БВП, и следователно в краткосрочен план ще води до ново намаляване на финансовата задлъжнялост измерена чрез съотношението кредит към БВП.

Последиците за банките от тази нова роля на кредита са далече стигащи. Дори да се материализира някакъв сценарий за по-висок ръст на кредита в сравнение с основния ни сценарий, може да се каже, че ръста на кредита като двигател на създаването на стойност (двигател на профитабилността) ще бъде скромно от тук нататък. Банките ще трябва да намерят други начини за подобряване на профитабилността. За мен на първо място това трябва да бъде по-доброто управление на риска. Ако банките успеят да намалят лошите кредити, да речем до около 7-8% в дългосрочен план и след като настоящия кредитен цикъл приключи, те ще са свършили работата си. Други такива източници ще бъдат консолидацията и разбира се дигитализацията. Струва ми се, че когато банките разберат, че не могат да разчитат на завръщане на ръста на кредита към стойностите наблюдавани преди 2008 година, вероятно ще започнат да гледат на консолидацията с повече интерес и желание да участват, особено ако междуременно секторът продължи да запазва и дори леко подобри профитабилността си. Разбира се важна роля ще играе увеличаването на кредита за някои сегменти, които продължават да се характеризират с по-ниска проникване, като МСП и може би дори някои домакинствата с малко по-рисков профил.

Графика: Реален годишен ръст на БВП и компоненти на растежа, сезонно изгладени данни



Източник: НСИ, УниКредит Булбанк

Графика: Кредити за нефинансови компании и домакинства и номинален ръст на БВП



Източник: БНБ, НСИ, УниКредит Булбанк

Графика: Годишен ръст и проникване на кредита за нефинансови компании и домакинства, в %



Източник: БНБ, НСИ, УниКредит Булбанк

**Таблица: Показатели за уязвимост на икономиката**

Показатели за уязвимост (2015)		България (2008)	България (2015)	Полша	Румъния	Унгария	Хърватия	Чехия	Сърбия	Турция	Китай
<b>Структурни</b>											
Коефициент на безработица	% от работната сила	5.6%	9.1%	6.9%	4.9%	6.2%	16.5%	4.5%	18.5%	10.4%	4.1%
Инфлация (ИПЦ)	% на годишна база	12.4%	-0.1%	-0.8%	-0.9%	0.5%	-0.6%	0.1%	1.4%	8.2%	1.8%
Базисна инфлация (ИПЦ)	% на годишна база	8.7%	-0.1%	0.2%	0.2%	1.4%	0.0%	0.0%	2.4%	9.1%	1.6%
Бюджетен баланс (касова основа)	% от БВП	3.0%	-2.9%	-2.8%	-1.1%	-2.0%	-4.0%	-1.8%	-3.9%	-1.9%	-1.7%
Първичен бюджетен баланс (касова основа)	% от БВП	3.5%	-2.1%	-1.0%	-0.1%	1.6%	-0.6%	-0.9%	-0.6%	0.5%	-1.1%
Държавен дълг	% от БВП	14.2%	26.4%	51.1%	38.5%	75.2%	86.9%	40.6%	76.7%	34.6%	51.4%
<b>Външна позиция</b>											
Баланс по текущата сметка	% от БВП	-21.9%	1.2%	-0.2%	-1.1%	4.0%	4.7%	0.9%	-4.8%	-4.3%	2.7%
Разширен основен баланс <sup>1</sup>	% от БВП	-5.2%	7.7%	3.0%	3.0%	7.9%	6.4%	2.7%	0.6%	-2.8%	3.2%
Международни валутни резерви <sup>2</sup>	месеци внос	5.1	8.0	5.1	5.8	4.5	8.2	4.3	7.6	5.4	21.7
Външен дълг <sup>3</sup>	% от БВП	64.9%	46.5%	72.8%	56.9%	76.5%	105.9%	71.7%	76.3%	55.8%	13.9%
Краткосрочен външен дълг	% от БВП	35.5%	17.8%	9.0%	12.4%	16.6%	6.4%	32.0%	0.7%	16.3%	11.0%
<b>Местно финансиране</b>											
Дълг на Корпоративен сектор <sup>4</sup>	% от БВП	76.6%	63.3%	46.5%	42.2%	66.0%	78.8%	54.7%	44.6%	90.2%	160.0%
Дълг на сектор Домакинства <sup>5</sup>	% от БВП	25.4%	22.0%	37.3%	n.a.	24.5%	41.3%	34.1%	19.1%	18.5%	36.2%
<b>Банков сектор</b>											
Ръст на кредита	% на годишна база	32.2%	-2.6%	6.8%	3.0%	-11.2%	-2.1%	6.3%	2.2%	21.0%	14.3%
Съотношение кредити / депозити	%	123.2%	77.0%	107.1%	85.7%	96.2%	100.0%	79.0%	104.8%	124.4%	65.1%
Необслужвани кредити	% от общо кредитите	3.2%	15.4%	4.7%	13.6%	11.4%	16.6%	5.6%	22.0%	3.0%	1.2%
Обща капиталова адекватност (CAR)	%	14.9%	22.2%	15.3%	17.5%	19.7%	21.0%	16.7%	21.2%	13.3%	13.2%
Възвръщаемост на капитала (ROE), преди данъци	%	21.8%	9.1%	11.2%	12.8%	-0.1%	-8.1%	17.4%	5.6%	11.3%	17.6%

Източник: БНБ, МФ, НСИ, TradingEconomics, УниКредит Булбанк

<sup>1</sup>Разширеният основен баланс включва - баланс по текущата сметка; нетна позиция по преките чуждестранни инвестиции; нетна позиция по европейските средства от капиталовата сметка; <sup>2</sup>Резерви на Управление "Емисионно", без монетарно злато, измерени в месеци внос на стоки и услуги; <sup>3</sup>Размер на brutния външен дълг без сектор "Преки инвестиции: Вътрешнофирмено кредитиране"; <sup>4</sup>Дълг на Корпоративния сектор включва кредити отпуснати от местни банки, външен дълг и лизингови договори; <sup>5</sup>Дълг на сектор Домакинства включва кредити отпуснати на домакинства и НТООД (Парична статистика).

## 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 времевия 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.