

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



Перспективи – Растежът на БВП се очаква да се задържи на здравословни нива през следващите две години, след като бързо се ускори до може би 2.8% през 2015 г. Въпреки това, двигателите на растежа през 2016 и 2017 г. се очаква да се различават от тези, които наблюдавахме през 2015 г. Индивидуалното потребление ще предостави по-голямата част от подкрепата за нарастването на БВП през следващите две години, докато попътния вятър от по-ниските енергийни цени и усвояването на средства от ЕС се очаква да заглъхнат. Условието от страната на търсенето в евро зоната, за където е насочен по голямата част от износа на страната, ще остане благоприятни, но прогнозираме да се влошат през 2017 г., което ще ограничи приноса на експорта към растежа. Взимайки под внимание, че прогнозата ни за БВП предполага сравнително бавно затваряне на разликата с потенциалния растеж очакваме средногодишната инфлация да нараства постепенно до 0.5% през 2016 г. и 1.4% през 2017 г.

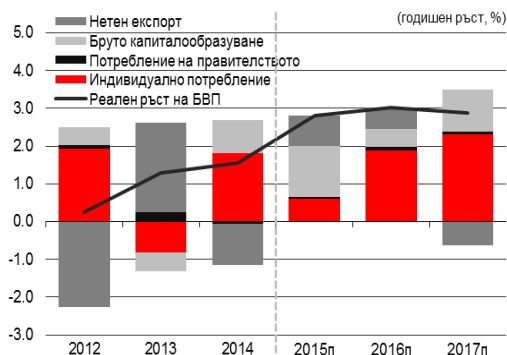
Автор: Кристофор Павлов, Главен икономист за България (+359 2 9269 390)

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

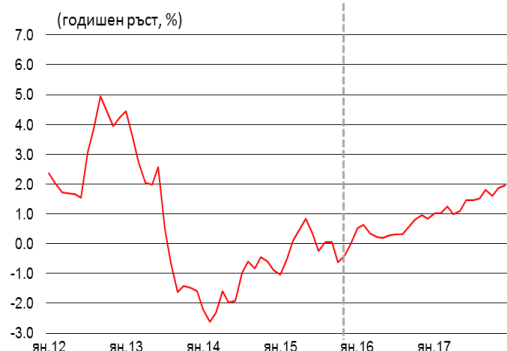
КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- Средата на февруари: Експресни оценки за БВП за 4Q 2015
- Средата на февруари: Брой на заетите през 4Q 2015
- 1Q: Емисия на нов Евробонд

РАСТЕЖЪТ НА БВП ЩЕ СЕ СТАБИЛИЗИРА НА ПО-ВИСОКО НИВО



ИНФЛАЦИЯТА ЩЕ ОСТАНЕ ПОТИСНАТА



Източник: НСИ, БНБ, МФ, UniCredit Research

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

Растежът ще се задържи на здравословни нива през 2016 и 2017 г.

Основните импулси на растежа, както през 2016 г., така и през 2017 г. се очаква да дойдат от индивидуалното потребление

След видимо 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. Прогнозираме БВП да нарасне с 3% през следващата година и 2.9% през 2017 г., ускорявайки се от 2.8%, очаквани през 2015 г. Тази прогноза за растеж, която е над консенсусното виждане, ще бъде задвижена от индивидуалното потребление, което се очаква да компенсира по-слабото представяне на износа и бруто капиталобразуване 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.

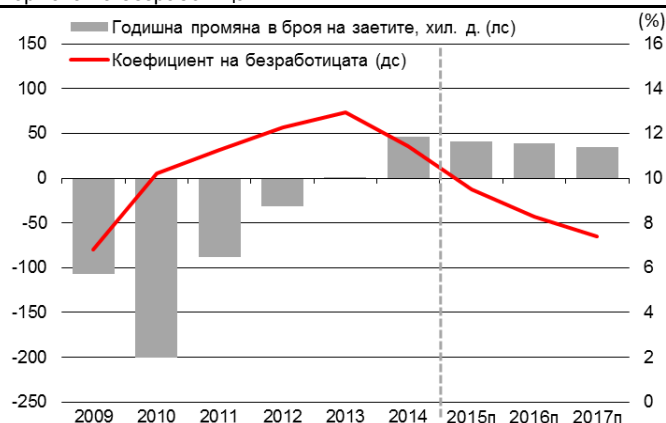
Подобряването на условията на пазара на труда се очаква да подкрепя потреблението през 2016 и 2017 г.

Очакваме индивидуалното потребление да се ускори от 0.9% ръст през 2015 до 2.7% през 2016 г. Най-голяма роля за това ще има по-добрите резултати на пазара на труда, което ще помогне на домакинствата да станат по-сигурни за перспективите пред работните места и доходите им. След като през 2014 г. бяха създадени нови 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 се очаква да е другият подкрепящ фактор за пазара на труда през следващата година, особено след като основната част от новосъздадените работни места през последните две години дойде от сравнително добре платени позиции в секторите на изнесените услуги. В среда на продължаващ спад на несигурността за работните места, ние очакваме домакинствата да увеличат използването на кредити за закупуването на стоки за дълготрайна употреба. Според нас, достъпът и цената на кредита за домакинствата се очаква да се подобрят, 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 ще бъде друг фактор, който също ще подкрепя кредитирането на дребно, тъй като икономиката постепенно излиза от продължителен период от близо осем години на оздравяване на балансите на домакинствата. Все още ниската инфлация, от друга страна, също ще подкрепя нарастването на покупателната способност на дохода на домакинствата, макар не и в мащабите, които наблюдавахме през настоящата година, тъй като попътният вятър, идващ от спада в цевните на енергията се очаква да започне да заглъхва през втората половина на следващата година.

По-стабилният пазар на труда и по-благоприятните достъп и цена на кредита през следващата година се очаква да са повече от достатъчни, за да заместят подкрепата на разполагаемия доход от ниските цени на енергийните суровини през тази година

Инфлацията се очаква да започне да се промъква през следващата година, което ще подрие част от покупателната способност на домакинствата

Увеличаването на заетостта ще допринесе за намаляване на нормата на безработица...



...докато постепенното намаляване на лихвите ще подкрепи раста на кредита за домакинствата



Източници: НСИ, БНБ, UniCredit Research

Не само растежът на БВП в еврозоната се очаква да се ускори през следващата година, но и разширяването на програмата на ЕЦБ за изкупуване на активи, както и последващото обезценяване на еврото би трябвало до подкрепят българския износ

Но затягането от страна на Фед ще навреди на развиващите се пазари чрез преоценка на активи, преориентиране на капиталови потоци и влошаване на ликвидността в много от тях

Смятаме, че структурното забавяне в инвестициите в жилищно строителство, което беше и една от основните причини за цялостната слабост на инвестициите е в голяма степен на път да бъде преодоляно

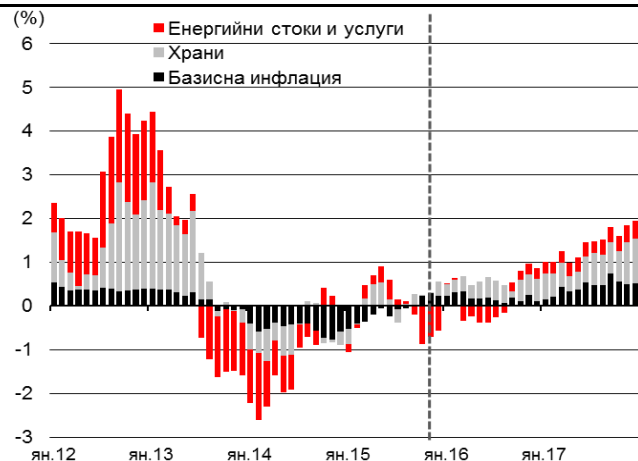
Рязкото нарастване на обемите на износа до може би 6.7% през тази година ще бъде последвано от умерено забавяне до ръст от 4.5% през следващата година. Условието от страната на търсенето в евро зоната, за където е насочена основната част на българския износ, ще продължат да са благоприятни. Експортно-ориентираните компании в страната ще бъдат подкрепени и от разширяването на програмата за изкупуване на активи от ЕЦБ и последващото обезценяване на еврото през 2016 г. Но на други места ситуацията е по-малко окуражаваща, тъй като очакваното 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. Базисният ни макроикономически сценарий предвижда допълнително забавяне на ръста на износа до 2.4% през 2017 г., на фона на известно забавяне на икономическия растеж в ЕС, стабилизирането на еврото на по-високи равнища и постепенно увеличаване на цените на енергийните суровини.

След като натрупа инерция през изминалата година, благодарение на стабилното усвояване на средства от ЕС, очакваме инвестициите да се забавят през следващата година. 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, според нас, строителните дейности, с които те са свързани ще бъдат разпределени значително по-равномерно, което ще окаже значителна подкрепа за ръста на БВП и създаването на работни места не само през тази, но и през следващата година. В допълнителна подкрепа на тази теза е и факта че съотношението на капиталовите разходи на правителството към БВП от 7% за 2016 г. ще са съвсем малко под нивото за 2015 г. (7.3%), записано в ревизираната консолидирана фискална програма. Също така, очакваме частните инвестиции да се ускорят, както през 2016 г., така и през 2017 г., след като отчетоха минимално понижение през по-голямата част от тази година. 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. Очакваме инвестициите в жилищно строителство да се завърнат към положителен растеж в някакъв момент през следващата година. Увеличеният брой на разрешителните за строеж, по-добрите цена и условия за ипотечни кредити и по-добрите перспективи пред доходите на домакинствата, според нас, ще са достатъчни за премахването на останалите препятствия пред възстановяването на инвестициите в жилищно строителство.

Капиталовите разходи на публичния сектор ще достигнат исторически връх през тази година



Нормализацията на инфлацията ще протича постепенно



Източници: НСИ, МФ, UniCredit Research

На фона на прогнозата ни за бавно затваряне на разликата с потенциалния БВП очакваме инфлацията да се възстановява постепенно

Значителното подобрене във външната позиция направи България един от най-устойчивите развиващи се пазари що се отнася до рисковете произтичащи от затягането на монетарните условия от страна на Фед...

...но индиректните последици през канала на външната търговия с някои развиващи се пазари със завишена външна уязвимост трябва да бъдат следени от близо.

Инфлацията се очаква да остане силно потисната и да се ускори до едва 0.5% средно за следващата година. Това в голяма степен ще отразява значителния базисен ефект в цените на енергийните суровини. Базисната инфлация ще нараства бавно на фона на прогнозата ни 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 много динамичен и ръста на заплащането се ускорява. На фона на прогнозата ни за ръст на цените на енергийните суровини през 2017 г. очакваме средногодишната инфлация да се ускори до 1.4% през 2017 г.

Независимо от благоприятните перспективи налице са и значителни рискове. Видимо забавяне в евро зоната е основният риск на външния фронт, на фона на 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 прекалено малка част от външните пасиви на страната, а текущата сметка е на излишък от над 2% от БВП в края на 2015 г. Независимо от това, индиректният ефект ще е значителен, тъй като някои от ключовите търговски партньори на страната са развиващи се пазари с висока зависимост от приток на чуждестранни спестявания и високи нужди от финансиране като Хърватия, Сърбия и особено Турция. Внимание заслужава и възможността за по-значително 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.

Стратегия: В очакване на новия евробонд

Емисионната политика през 2016 г. ще следва от близко динамиката от 2015 г.

Очакваме предлагането на облигации през 2016 г. да наподобява това от 2015 г., но с малки изключения. Брутното емитиране на ДЦК на вътрешния пазар се очаква да спадне минимално до около 1.1 млрд. лв. от 1.35 млрд. лв., прогнозирани за 2015 г. Така, нетната емисия ще остане близка до нулата, за разлика от отрицателна в размер на 665 млрд. лв. (0.8% от БВП) за 2015 г. Средно-претегленият матуритет е планиран да остане непроменен на малко под 4.5 години, което е и третата най-ниска стойност за последните 12 години. По-голямата част от финансирането се очаква да дойде от пазара на евробондове. През 1Q16, увеличаването на монетарното разхлабване от ЕЦБ се очаква да доведе до още по-ниски лихви (които е вероятно да достигнат дъното си в рамките на тримесечието), което ще доведе и до успешно излизане на евробонд пазара. Очакваме търсенето на доходност в Европа, реалокацията на портфейли и затягането на спредовете спрямо тези на държавите от сърцевината на еврозоната да продължат да натискат доходността на българския евробонд пазар надолу.

Планираното излизане на евробонд пазара допълнително ще подсили вече стабилните фискални буфери.

Вътрешният пазар би трябвало да се справи лесно с нови евробонд емисии. Ликвидността в банковия сектор се очаква да нарасне над вече високите равнища, които са налице, а предлагането на дълг през 2016 г. се очаква да е по-ниско поради по-ограничените нужди от финансиране на суверена спрямо 2015 г. Ето защо очакваме емисията на евробонд да е в долния край на диапазона от 1.25-1.5 млрд. евро и допълнително да подсили ликвидните буфери включително и като част от процеса на подготовка за оценка на качеството на активите и стрес-тестове на банковия сектор.

Силното търсене от страна на местните инвеститори ще натисне доходността надолу...

Според нас 12-годишният сегмент е подходящ за излизане на пазара през 1Q16 и смятаме, че 1.25 млрд. евро ще могат да бъдат абсорбирани лесно. Според нас, близкият (7-годишен) и далечният край (20-годишни), които Министерството на финансите също използва през 2015 г., могат да бъдат избегнати. Завръщането на пазара ще бъде посрещнато от значителна подкрепа от местните инвеститори, тъй като изобилната ликвидност в банковия сектор, в комбинация със слабо търсене на кредити и съществуващите лимити по инвестиционните портфейли на институционалните инвеститори преследва силно ограничено предлагане. Допълнително търсене се очаква да дойде и от европейски инвеститори, които търсят по-висока доходност и повече диверсификация.

... като предоставя отлична възможност за позициониране на първичния пазар

На този фон, очакваме българските книжа да се движат в пакет с останалите представители от региона до излизането на евробонд пазара. Препоръката ни е за закупуване на BGARIA EUR 24, които се търгуват прекалено ниско спрямо ROMANI EUR 24. Все пак, според нас местните инвеститори ще са в изчаквателна позиция преди да се включат агресивно на пазара и увеличат вече големите си позиции в BGARIA EUR (43% от всички книжа в обращение и в силна възходяща тенденция след януари, когато достигнаха 24%). Препоръката ни е за закупуване на BGARIA EUR на първичния пазар, тъй като местните инвеститори най-вероятно ще натиснат доходността на вторичния пазар в първите седмици на активна търговия.

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

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

млрд. евро	2015п	2016п	2017п
Нужди от финансиране, бруто	5.1	2.0	2.8
Бюджетен дефицит	1.3	1.2	1.2
Амортизация на публичния дълг	3.6	0.6	1.4
Вътрешен дълг	1.1	0.6	0.4
Облигации	0.1	0.6	0.4
Бонове	1.1	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
Финансиране	5.1	2.0	2.8
Вътрешни вземания	0.8	0.6	0.5
Облигации	0.7	0.6	0.5
Бонове	0.1	0.0	0.0
Кредити	0.0	0.0	0.0
Външни вземания	3.3	1.4	1.6
Облигации	3.2	1.3	1.5
МВФ/ЕС/Други	0.1	0.1	0.1
Приватизация	0.0	0.0	0.0
Промяна на фискалния резерв (- = увеличение)	1.0	0.0	0.6

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА

млрд. евро	2015п	2016п	2017п
Нужди от финансиране, бруто	16.1	10.9	11.6
Баланс по текущата сметка	-1.0	-0.9	-0.7
Амортизация на средно до дългосрочен дълг	7.2	4.0	4.7
Правителство / БНБ	2.6	0.2	1.1
Банки	0.8	0.7	0.6
Корпорации	3.7	3.2	2.9
Амортизация на краткосрочен дълг	10.0	7.7	7.6
Финансиране	16.1	10.9	11.6
ПЧИ	1.5	1.6	1.8
Портфейлни инвестиции, поток	0.4	0.6	0.3
Вземания	7.5	5.0	4.9
Правителство / БНБ	3.3	1.4	1.6
Банки	0.5	0.5	0.4
Корпорации	3.7	3.1	2.9
Краткосрочно финансиране	7.7	7.6	7.7
Трансфери от ЕС	1.7	1.3	1.3
Друго финансиране	0.0	-3.2	-2.3
Промяна на валутните резерви	2.7	2.1	2.1
Допълнителни показатели:			
Притежавани от нерезиденти ДЦК	0.0	0.0	0.0
Облигации емитирани на МКП, нетни	2.2	1.8	0.5

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 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 каквото 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.