

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



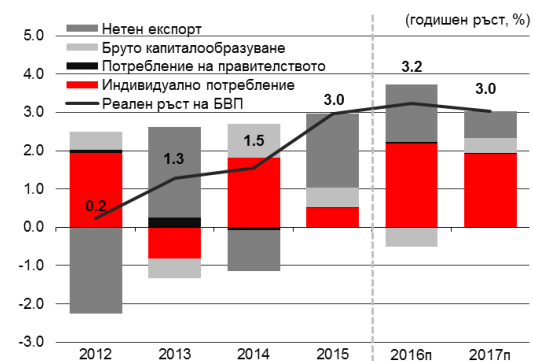
Перспективи – Значително повишение в бюджетните разходи през 2Н16, в комбинация с рекордно голяма реколта на пшеница и ръст в броя на чуждите туристи ще помогнат на ръста на БВП да се ускори до 3.2% през тази година. Растежът през следващата година се очаква да претърпи минимално забавяне, като прогнозираме ефектът от Брекзит да произведе нетен негативен шок през канала на външната търговия от порядъка на 1% от БВП, докато подкрепата от по-ниските цени на петрола започне да отшумява. Сolidното възстановяване на пазара на труда ще бъде основният двигател на растежа през следващата година, докато същевременно solidната фискална позиция ще позволи на правителството да смекчи голяма част от негативния ефект от Брекзит върху растежа. В допълнение, инвестициите също се очаква да имат положителен принос към растежа през 2017 г., със започването на строителни работи по нарастващ брой инфраструктурни проекти. Solidният растеж ще бъде придружен от рекордно висок излишък по текущата сметка, който не само сочи, че е налице значително подобрене в конкурентоспособността на икономиката, но и ще спомогне за редуциране на външната задлъжнялост до по-лесно управляеми равнища.

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

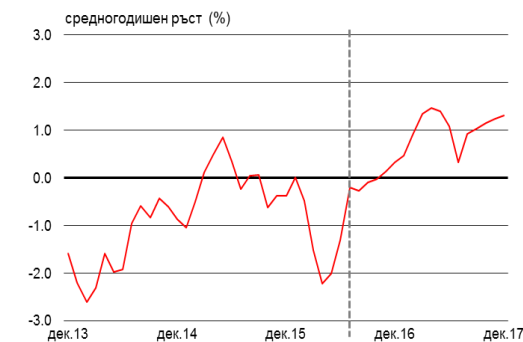
КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- 30 окт: Внасяне на Бюджет 2017 в Народното събрание
- 6 ноември: Избори за президент
- 15 ноември: Експресни оценки за БВП за 3Q 2016

РАСТЕЖЪТ НА БВП Е СТАБИЛЕН ПРИ 3%



ИНФЛАЦИЯТА СЕ ЗАВРЪЩА В ПОЛОЖИТЕЛНА ТЕРИТОРИЯ



Източник: БНБ, НСИ, МФ, UniCredit Research

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

	2013	2014	2015	2016П	2017П
Номинален БВП (млрд. евро)	41.9	42.8	44.2	45.3	47.2
Население (млн.)	7.2	7.2	7.2	7.1	7.1
БВП на глава от населението (евро)	5 784	5 936	6 173	6 366	6 661
Реален годишен ръст (%)					
БВП	1.3	1.5	3.0	3.2	3.0
Индивидуално потребление	-1.1	2.5	0.7	3.1	2.7
Бруто капиталобразуване	0.3	3.4	2.5	-2.3	1.9
Потребление на правителството	3.1	-0.8	0.4	0.5	0.4
Износ	9.2	-0.1	7.6	4.6	3.5
Внос	4.9	1.5	4.4	2.3	2.5
Номинална работна заплата (евро)	396	420	458	492	528
Реална работна заплата (%)	5.1	7.4	9.0	8.0	6.3
Коефициент на безработица (%)	12.9	11.4	9.1	7.9	6.8
Фискална позиция (% от БВП)					
Бюджетен баланс (на касова основа)	-1.8	-3.6	-2.9	-1.4	-1.7
Първичен бюджетен баланс	-0.9	-3.0	-2.1	-0.6	-0.9
Държавен дълг	17.6	26.4	26.4	29.7	28.6
Външна позиция					
Салдо по текущата сметка (млрд. евро)	0.5	0.0	0.2	1.6	0.9
Салдо по текущата сметка / БВП (%)	1.3	0.1	0.4	3.6	1.9
Разширен основен баланс / БВП (%)	5.5	4.4	6.9	8.1	6.6
Нетни ПЧИ / БВП (%)	3.0	2.1	3.6	3.2	3.4
Брутен външен дълг / БВП (%)	88.1	92.1	77.2	74.3	70.7
Международни резерви (млрд. евро)	14.4	16.5	20.3	23.6	26.2
Покритие на вноса (месеци)	5.9	6.6	7.9	9.1	9.9
Инфлация (ИПЦ) / Валутен курс					
Инфлация (ИПЦ), средно годишна (%)	0.9	-1.4	-0.1	-0.6	1.1
Инфлация (ИПЦ), в края на периода (%)	-1.6	-0.9	-0.4	0.3	1.3
ЛЕОНИЯ (края на периода)	0.07	0.02	0.01	0.00	0.00
USD/BGN (края на периода)	1.42	1.79	1.76	1.76	1.72
EUR/BGN (края на периода)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
USD/BGN (средногодишен)	1.47	1.47	1.76	1.75	1.70
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	150.2	148.4
Годишна промяна (%)	0.3	-0.8	-1.0	-0.5	-1.2

Източник: Eurostat, НСИ, UniCredit Research

Растежът ще остане без значима промяна през 2017 г.

Запазваме прогнозите си за ръста на БВП за 2016-17 непроменени

Прогнозите ни за ръста на БВП от 3.2% за 2016 г. и 3.0% за 2017 г. са над консенсуса (съответно 2.5% и 2.7%)

Освен от усилващото се възстановяване на пазара на труда, растежът през 2H16 ще намери подкрепа и от солиден ръст във фискалните разходи

Индивидуалното потребление ще остане силно...

...а инвестициите ще се възстановят

...но част от положителните ефекти, които подпомага растежа през тази година започват да стихват

Негативните последици от Брекзит ще бъдат усетени в пълна степен през следващата година

Брекзит значително промени перспективите за следващата година. На фона на високата зависимост от външна търговия и дълбоката интеграция в производствените вериги на основните износители от евро зоната българската икономика ще трябва да се справи с негативен шок през търговския канал от порядъка на 1% от БВП. Но при вътрешно търсене, което остава солидно благодарение на солидното възстановяване на пазара на труда и правителство, което е в състояние да предостави значителен фискален импулс не бяхме особено притеснени през юни и заложихме само малка негативна корекция на нашата прогноза за ръста на БВП през тази и следващата година. По-важното е, че прогнозата ни за икономическия растеж за тази и следващата година остава над консенсуса.

Динамиката през последните три месеца общо взето подкрепя тази теза. През 2Q16 растежът на БВП на годишна база се запази на 3%, без промяна спрямо предходните пет тримесечия. Индивидуалното потребление продължава да е основният двигател, след като домакинствата станаха по-уверени за перспективите пред своите доходи и работни места. Макар и в по-малка степен помогна и износьт, който успя да балансира спада в инвестициите, след като усвояването на средства от ЕС очаквано се забави. Очакваме възстановяването на икономиката да се ускори през 2H16, което ще помогне на ръста на БВП да достигне до 3.2% за цялата 2016 г. От гледна точка на разходите, негативното влияние на инвестициите се очаква да отслабне, тъй като очакваме публичният сектор да произведе значителен фискален стимул в остатъка от годината (като бюджетният баланс се очаква да премине от излишък в размер от 3.7% от БВП през юли до дефицит от 1.4% през декември), след като проверката на качеството на активите на банковия сектор показва, че системата няма нужда от подкрепа от бюджета. От производствена гледна точка, растежът на БВП през 2H2016 ще бъде подхранван от благоприятната комбинация от рекордно високия ръст на приходите от морски туризъм и рекордно висока реколта от пшеница.

Очакваме растежът на БВП да се забави минимално до 3% през следващата година. Индивидуалното потребление ще остане водещия двигател на икономическото възстановяване. При норма на безработицата от 8.1% през 2Q16 икономиката изглежда далече от пълна заетост, което сочи, че в средносрочен план възстановяването на пазара на труда ще продължи с неотслабваща сила. Същевременно, при излишък по текущата сметка от над 2% от БВП изглежда, че разходите са под контрол и има свободно пространство за увеличение на заплащането в най-добре представящите се, експортно-ориентирани сектори на икономиката, без това да застраши тяхната конкурентоспособност. Макар и в по-малка степен инвестициите се очаква също да окажат положителен принос към нарастването на вътрешното търсене през 2017 г. Стабилните печалби и нарастващата производителност, в комбинация със сигнали, че компаниите разполагат с ограничен свободен производствен капацитет за посрещането на нов ръст в търсенето (виж лявата графика) вещаят ръст на инвестициите. Перспективите пред сектора на жилищното строителство също изглеждат малко по-обнадеждаващи. Продажбите на жилища достигнаха до най-високото си равнище от 2008 г. насам, докато бавното нарастване на разрешенията за строителство и ипотечния кредит (виж дясната графика) сочат, че в периода на поргнозата се очертава по-висока активност в строителния сектор и умерен ръст на цените на жилищата. От друга страна, външната среда се очаква да окаже по-малко подкрепа за растежа на БВП през следващата година, тъй като освен негативния ефект от Брекзит върху темпа на нарастване на износа, положителния принос от по-ниските енергийни цени и по-слабото евро също се очаква да стихнат.

Наличният производствен капацитет изглежда недостатъчен за посрещането на очакваното търсене



Падащите лихвени проценти бавно изтласкват ипотечното кредитиране нагоре



Източник: Eurostat, БНБ, UniCredit Research

Продължителният период на неесетствено ниска инфлация е към своя край

Основният индекс на инфлацията (-0.3% на годишна база през август 2016 г.) бързо напуска негативната територия, след като достигна дъното през април (-2.2%) тази година. Ключов принос за това имаше ясно изразената сезонност при непреработените храни, както и цените на голяма част от услугите свързани с отдиha и свободното време. Очакваме инфлацията на потребителските цени да нарасне в умерена степен през следващите месеци (до 0.3% през декември 2016 г.) преди постепенно да се ускори през следващата година (до 1.3% през декември 2017 г.)

Растежът на броя на заетите в частния сектор продължава с добро темпо...

Последните данни за пазара на труда бяха смесени, но цялостната тенденция остава възходяща. Данните за работните места за 2Q16 не успяха да впечатлят, след като бяха създадени едва 22 хил. работни места – по-ниско от очакванията, и близо до нивото от 25 хил. през 1Q16, но значително под средната стойност от 50 хил. от 2015 г. По-задълбочено вглеждане сочи, че по-слабите данни за първото полугодие се дължат почти изцяло на еднократни спадове в заетостта в публичния сектор, докато в по-жизнения частен сектор скоростта на създаване на нови работни места отстива почти без промяна спрямо нивата от 2015 г. Други показатели за пазара на труда са по-позитивни. Нормата на безработицата спадна до 8.1% през 2Q16, спрямо 8.6% през 1Q16 и 9.9% през 2Q15, докато балансът между нагласите за увеличаване и намаляване на заетостта сред мениджърите в различни сектори на икономиката продължи да се подобрява (виж лявата графика). Друга добра новина е, че средните заплати се повишиха с 6.6% на годишна база през 2Q16, подкрепяйки индивидуалното потребление и агрегираното търсене като цяло. В крайна сметка изглежда, че възстановяването на пазара на труда протича с добри темпове през 2Q16, като в същото време наличието на 266 хил. безработни сочи, че икономиката продължава да е далече от достигането на пълна заетост.

...като по-голямата част от новосъздадените работни места са от добре платения сектор на бизнес услугите...

...където се намират голяма част от компаниите, свързани с аутсорсинг

Разширяващият се излишък по текущата сметка предполага, че конкурентоспособността се подобрява

Очакваме рекорден излишък по текущата сметка през тази година. Ускореният ръст на износа имаше значителен положителен принос към баланса по текущата сметка през миналата година, която беше подпомогната и от по-ниските цени на петрола и ръст на трансферите от ЕС. Всичко това спомогна за регистрирането на минимален излишък от 0.4% през 2015 г. (виж дясната графика), въпреки значимо влошаване в условията на търговия, след като цените на износа спаднаха с 2.5% на годишна база при понижение от 1.4% в цените на вноса. Но условията на търговия се подобриха в началото на тази година и излишъкът набъбна до 2.4% на 12-месечна база през юли, независимо от очаквания спад в трансферите от ЕС от началото на годината. Особено окуражително беше отчетеното свиване на търговския дефицит до 4.6% от БВП на 12-месечна база през юли 2016 г. при 5.9% през декември 2015 г., независимо от по-високото вътрешно търсене през тази година. Очакваме излишъкът по текущата сметка да достигне своя пик от 3.6% в края на 2016 г., преди да спадне минимално до 1.9% през 2017 г., когато очакваме по-високото потребление и инвестиции да подкрепят вноса. Рекордният излишък през тази година ще получи подкрепа и от исторически най-високата реколта от пшеница, която се очаква изцяло да компенсира негативния ефект от по-ниските цени на зърнените култури, както и скока на приходите от туризъм, след като нарастването на геополитическото напрежение пренасочи туристически поток към България за сметка на по-традиционни дестинации като Турция.

Очакваме излишъкът по текущата сметка да продължи да чупи рекорди

Не се очаква президентските избори да произведат значителна промяна в баланса на политическите сили...

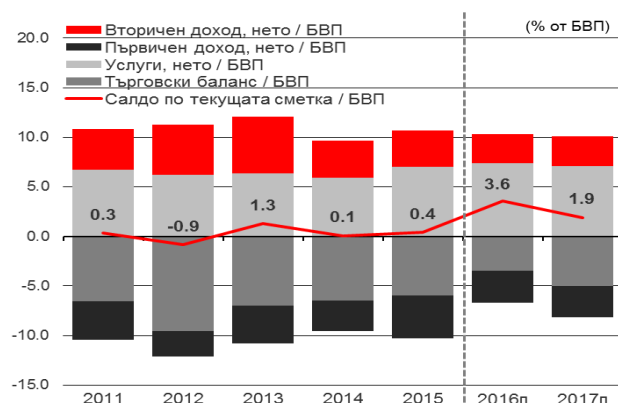
Дясната, про-европейска партия ГЕРБ води в анкетите за следващите президентски избори, които ще се проведат на 6 ноември. От днешна гледна точка е малко вероятно предстоящите избори да произведат значителна промяна в баланса на политическите сили, което е и нашият основен сценарий. До тук, фокусът беше върху номинациите за кандидати, но след като ГЕРБ все още не са номинирали своя кандидат-президент времето, което остава за смислен дебат за бъдещата политика ще бъде съкратено до по-малко от месец. Това повдига съмнения, че изборната кампания ще се ограничи до размяната на лични обвинения и повторението на изтъркани лозунги и догми, което рискува допълнително да обезкуражи вече разочарованите гласоподаватели вместо да спомогне за изграждането на по-силна обществена подкрепа за ускоряване на все още липсващите ключови реформи.

...но няма да имат особено въздействие и върху провежданите реформи

Очакванията за заетостта са във възходящ тренд



Излишъкът по текущата сметка чупи рекорди



Стратегия: Българските активи все още предлагат потенциал за поскъпване

Цените на българските ДЦК деноминирани в евро продължават да предлагат потенциал за покачване независимо от факта, че кривата на доходността се придвижи на значително по-ниско равнище, в унисон с тенденцията в ЦИЕ през летните месеци. Увеличените покупки през 3Q допълнително изглади кривата, но предлаганата доходност остава атрактивна спрямо други държави от региона със сходен рейтинг, както и спрямо перспективата за допълнителен натиск в идващите месеци.

Нуждите от финансиране ще бъдат значително затегнати

Комбинацията от по-ниски нужди от финансиране на суверена и изобилната ликвидност в банковия сектор ще бъдат основните двигатели напред. Слаб ръст на кредита на фона на солидно увеличение на депозитите натиснаха съотношението кредити към депозити допълнително надолу (прогнозирано на 73% в края на 2016 г.), което принуди банките и други местни институционални инвеститори да търсят увеличаване на своите експозиции в ДЦК. Същевременно, бюджетът получи значителна подкрепа от циклични фактори, както и от подобрена данъчна събираемост, които ще продължат да подкрепят приходите в краткосрочен и средносрочен план.

Не очакваме завръщане на външен пазар преди 2019 г.

Ето защо, ревизирахме допълнително надолу оценките си за емисиите на нов суверенен дълг, още повече след като негативните рискове от прегледа на качеството на активите и стрес тестовете на банковия сектор не се материализираха. Вече натрупаните буфери ще бъдат използвани за покриване на предстоящите падежи през 2017 г. – единствената година със завишен профил на предстоящите матуритети до 2022 г. Дори и при сценарий със значително по-високи дефицити от тези, заложили от МФ, не очакваме емитента да се завърне на външния пазар преди 2019 г., което ще доведе до покачване на стойността на българските ДЦК деноминирани в евро. В резултат на това очакваме предлагането на ДЦК на вътрешен пазар да се повиши минимално, но да остане близко до исторически наблюдаваните нива и да не представлява трудност от гледна точка на усвояването му от пазара.

BGRIA EUR 2023 и BGRIA EUR 2028 изглеждат подценени

Това би трябвало да натисне цялата крива на доходността на българските ДЦК деноминирани в евро още надолу, което предоставя възможности за удължаване на матуритета на портфейлите, тъй като BGRIA EUR 2028 изглежда особено атрактивна на фона на сходни емисии на Румъния, която е със сходен рейтинг. В по-късия край, BGRIA EUR 2023, според нас, изглежда подценена на фона на останалата част от кривата и алтернативите на вътрешния пазар.

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

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

(млрд. евро)	2015	2016П	2017П
Нужди от финансиране, бруто	4.9	1.4	2.4
Бюджетен дефицит	1.3	0.6	0.8
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
Финансиране	4.9	1.4	2.4
Вътрешни вземания	0.7	0.3	1.4
Облигации	0.6	0.3	1.4
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	0.8

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА

(млрд. евро)	2015	2016П	2017П
Нужди от финансиране, бруто	16.8	10.2	10.8
Баланс по текущата сметка	-0.2	-1.6	-0.9
Амортизация на средно до дългосрочен дълг	7.0	3.9	4.7
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	7.0
Финансиране	16.8	10.2	10.8
ПЧИ	1.6	1.4	1.6
Портфейлни инвестиции, поток	0.6	0.9	-0.5
Вземания	4.0	5.0	3.7
Правителство / БНБ	3.3	2.1	0.1
Банки	0.5	0.6	0.5
Корпорации	0.2	2.3	3.1
Краткосрочно финансиране	7.9	7.0	6.7
Трансфери от ЕС	1.9	1.0	1.2
Друго финансиране	4.7	-1.8	0.7
Промяна на валутните резерви	3.8	3.3	2.7
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 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.