

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



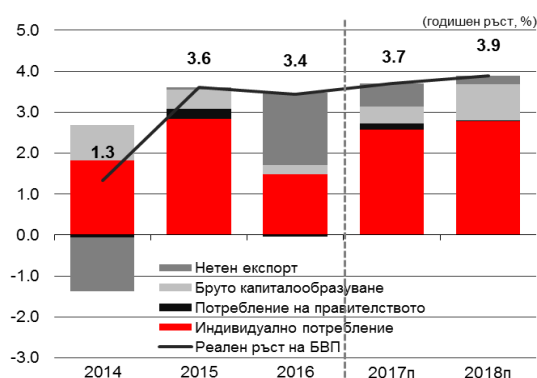
Перспективи – Завръщането в управлението на поредната коалиция, водена от ГЕРБ, доведе до понижаване на политическите рискове. Въпреки това, поради ограничения мандат на служебното правителство се стигна до забавяне на инфраструктурните проекти, финансирани със средства от ЕС. Това, от своя страна, предизвика необходимост от ребалансиране на прогнозата ни за растежа за 2017 и 2018 г. Сега очакваме реалният ръст на БВП да достигне своя пик през следващата година, подкрепян от силните перспективи пред износа и вътрешното търсене. В сравнение с останалите икономики от ЦИЕ5 възстановяването на България продължава да е в по-малко напреднала фаза. Независимо от това, растежът в България е по-добре балансиран и не е за сметка на влошаване на баланса по текущата сметка или нивата на задлъжнялост, което предполага, че възстановяването протича по-бавно, но за сметка на това е по-устойчиво в сравнение с останалите страни членки на ЕС от ЦИЕ.

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

КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- 9 юли: Падеж на евробондове за 950 млн. евро
- 14 август: Брой на заетите през 2Q17
- 16 август: Експресни оценки за БВП за 2Q17

РЪСТА НА БВП ЩЕ СЕ УСКОРИ В СРЕДНОСРОЧЕН ПЛАН



ВЪЗСТАНОВЯВАНЕТО НА ИНФЛАЦИЯТА ЩЕ ПРОДЪЛЖИ ДА Е НЕРАВНОМЕРНО



Източник: НСИ, UniCredit Research

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

	2014	2015	2016	2017П	2018П
Номинален БВП (млрд. евро)	42.8	45.3	47.4	49.9	52.7
Население (млн.)	7.2	7.2	7.1	7.1	7.0
БВП на глава от населението (евро)	5 937	6 330	6 669	7 069	7 495
Реален годишен ръст (%)					
БВП	1.3	3.6	3.4	3.7	3.9
Индивидуално потребление	2.5	3.9	2.1	3.6	3.9
Бруто капиталобразуване	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	5.6	5.5
Номинална работна заплата (евро)	420	449	492	537	588
Реална работна заплата (%)	7.4	7.0	10.3	7.6	7.9
Коефициент на безработица (%)	11.4	9.1	7.6	6.5	5.8
Фискална позиция (% от БВП)					
Бюджетен баланс	-5.5	-1.6	0.0	-0.9	-0.8
Първичен бюджетен баланс	-4.6	-0.7	0.8	-0.1	-0.1
Държавен дълг	26.4	25.6	29.1	25.9	25.5
Външна позиция					
Салдо по текущата сметка (млрд. евро)	0.0	-0.1	2.0	1.8	1.8
Салдо по текущата сметка / БВП (%)	0.1	-0.1	4.2	3.6	3.4
Разширен основен баланс / БВП (%)	4.4	8.0	7.4	8.0	7.9
Нетни ПЧИ / БВП (%)	2.1	5.3	1.1	2.4	2.6
Брутен външен дълг / БВП (%)	92.0	75.3	73.3	69.9	66.1
Международни резерви (млрд. евро)	16.5	20.3	23.9	26.2	28.8
Покритие на вноса (месеци)	6.5	8.0	9.5	9.5	9.6
Инфлация (ИПЦ) / Валутен курс					
Инфлация (ИПЦ), средно годишна (%)	-1.4	-0.1	-0.8	1.7	1.6
Инфлация (ИПЦ), в края на периода (%)	-0.9	-0.4	0.1	1.7	2.2
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	1.77	1.68
EUR/BGN (края на периода)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
USD/BGN (средногодишен)	1.47	1.76	1.77	1.72	1.66
EUR/BGN (средногодишен)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
Реален ефективен валутен курс, 2000=100	139.8	136.9	136.1	135.4	136.1
Годишна промяна (%)	-1.1	-2.1	-0.6	-0.5	0.6

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

Растежът ще достигне своя пик през следващата година

Не очакваме значителни промени в провежданата икономическа политика след изборите

Победата на ГЕРБ на предсрочните парламентарни избори, проведени през март и съставянето на ново коалиционно правителство с подкрепата на националистите от Обединени патриоти помогна за ограничаването на политическата несигурност. Новото правителство, водено от ГЕРБ, потвърди ангажимента си за запазване на финансовата дисциплина и макроикономическата стабилност. Продължаването на политиката на благоприятно данъчно облагане на бизнеса и ускорено доизграждане на липсващата базисна инфраструктура също са сред приоритетите на новата администрация.

Правителството планира да увеличи инвестициите в подобряване качеството на човешкия капитал

Очакваме напредък и по отношение на някои структурни мерки. Новото правителство планира да повиши пенсиите и заплащането в някои части на публичния сектор, което ще подсили доходите и ще окаже умерена подкрепа за индивидуалното потребление. Важно е да се отбележи, че в опита си да се справи с дълго-отлаганите проблеми с ниското заплащане и дефицит на учители в образованието, правителството се ангажира да удвои заплатите на преподавателите в рамките на своя мандат. Ние гледаме на този ход като на положителна първа стъпка, която не трябва да се приема като заместител на изчерпателна програма за реформа на образованието, от каквато икономиката има остра нужда, за да подобри качеството на човешкия капитал и да подкрепи конкурентоспособността на страната. За да бъде подобна реформа успешна, тя трябва да бъде изградена на базата на широко съгласие сред собствениците на интереси, включително и опозицията в Народното събрание, тъй като ще изисква мерки, които значително надхвърлят мандата на сегашното правителство. Подобно съгласие трябва да се търси по широк кръг от теми, който далеч надхвърля въпросите свързани с пропорциите и точния момент на повишение на учителските заплати.

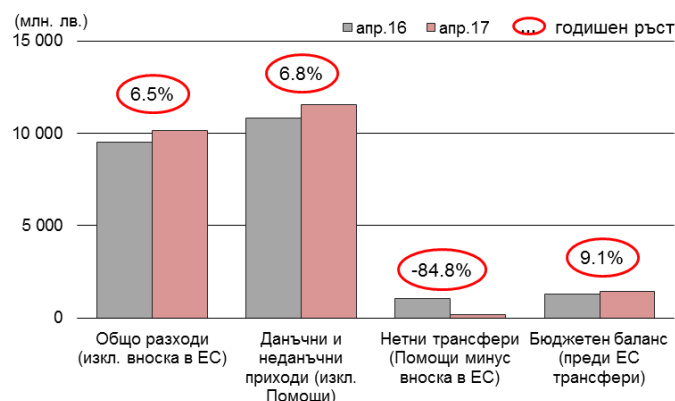
Реформата на съдебната система остава ключова сфера, която трябва да се наблюдава

В чувствителната сфера на намаляване на корупцията и реформиране на съдебната система, новото правителство се ангажира да приложи всичките 17 препоръки, формулирани в последния доклад на ЕК по темата. И докато няма съмнение, че изпълнението на тези препоръки ще спомогне за повишаването на ефективността на съдебната система, предстои да разберем дали те ще са достатъчни, за да се гарантира безпристрастността на съдиите и за да се намали усещането за корупция сред българското общество. Смесените резултати на ГЕРБ досега, както и липсата на конкретен фокус върху правната реформа в програмата на основния коалиционен партньор от Обединените патриоти предполага, че едва ли можем скоро да очакваме някакъв значителен напредък в тази толкова важна сфера.

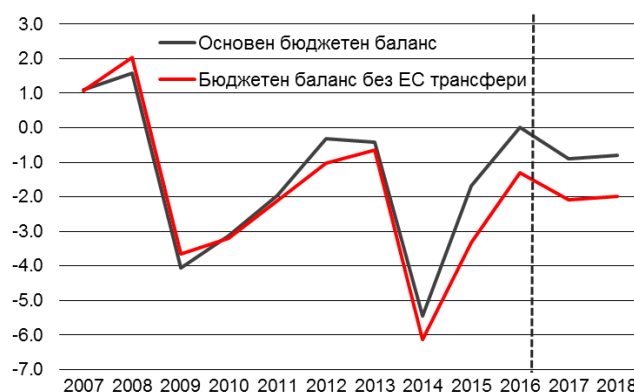
Възможностите да се използва фиска в подкрепа на растежа през тази година нараснаха, след като растежът и инфлацията най-вероятно ще се окажат по-силни от очакваното и ще способстват за по-голям ръст на приходите

Изпълнението на консолидираната фискална програма от началото на годината изненада положително. Подобрената данъчна събираемост и ускоряването на номиналния ръст на БВП над предвидения в прогнозата на правителството, в допълнение към увеличената с 1 пр.п. вноска за социално осигуряване доведоха до ръст на приходите на касова основа от 6.8% на годишна база за първите четири месеца на годината. Всичко това, в комбинация с по-ниския ръст на разходите направиха възможно да се стигне до излишък на касова основа (без трансферите) от 1.5% от БВП в периода януари-април (виж графиките).

Фискалната политика продължи да се затяга през 4М 2017...



... но все пак очакваме умерена подкрепа през 2Н 2017



Източник: Eurostat, HСИ, МФ, UniCredit Research

Фискалната политика ще бъде умерено стимулираща растежа през 2017 г., възползвайки се от достигането на балансиран бюджет през изминалата година

Ускоряването на инфлацията през тази година беше движено от небазисните компоненти

Базисните цени се очаква да останат силно потиснати, което предполага, че възстановяването на пазара на труда не е приключило

Нарастването на растежа на БВП продължава да е не само силно, но и добре балансирано

Проблемите със сигурността в някои курорти в Турция ще пренасочи туристически поток към България и през тази година, по подобие на случилото се през 2016 г.

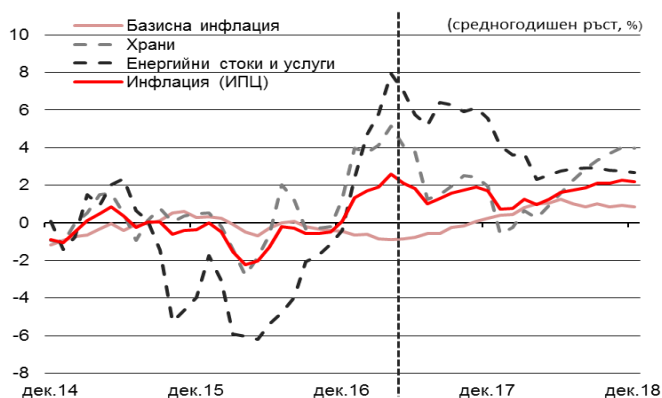
Очакванията ни са, че преизпълнението на приходната част през тази година ще е достатъчно, за да финансира обещаните повишения на учителските заплати с 15% и минималната пенсия (от 161 лв. на 200 лв.). И двете мерки бяха част от основните предизборни обещания на коалиционните партньори от новото правителство и се очаква да добавят общо 0.3% от БВП към разходната част на бюджета за тази година. В крайна сметка очакваме балансът на правителството по ESA 2010 да достигне дефицит от 0.9% от БВП за тази година, малко над заложената цел от 0.6% от БВП, което като се има предвид балансираният бюджет отчетен през миналата година би трябвало да произведе умерен стимул в подкрепа на реалния растеж на БВП през настоящата година.

Ускоряването на инфлацията през април (до 2.6% на годишна база – виж лявата графика) беше изцяло предизвикано от по-високите цени на храните (5.1% на годишна база) и особено енергийните цени (7.9% на годишна база). Същевременно, базисната инфлация (устойчивият компонент на потребителските цени, който изключва силно волатилните цени на храните и енергията) задълбочи своя спад до -0.9% на годишна база, което предполага, че въпреки че процесът на икономическо възстановяване е в ход вече четвърта поредна година, той далеч не е приключил. Смятаме, че отчетеният ръст от 2.6% на годишна база през април най-вероятно ще представлява пик на инфлацията през двугодишния хоризонт на прогнозата ни поради две причини. Първо, базисният ефект от енергийните цени най-вероятно вече е достигнал своя пик. Второ, и може би по-важно, скорошният ръст на цените на храните беше свързан основно с поскъпване на непреработените храни, което, ако може да се вярва на случилото се в предишни години, сочи, че е налице значителна вероятност да се пренесе само частично в цените на преработените храни, и така общата динамика в цените на храните да се преобърне в следващите месеци. Очакванията ни са, макар и много бавно, негативната тенденция зад базисната инфлация да бъде преодоляна. Очакваме базисната инфлация да отчете положителни стойности в края на 2017 г., но да остане ниска, като не надвишава 1.2% на годишна база в хода на цялата 2018 г. Така нашата прогноза за средната инфлация е 1.7% за 2017 г. (при базисна инфлация от -0.5%) и 1.6% през 2018 г. (при базисна инфлация от 0.9%).

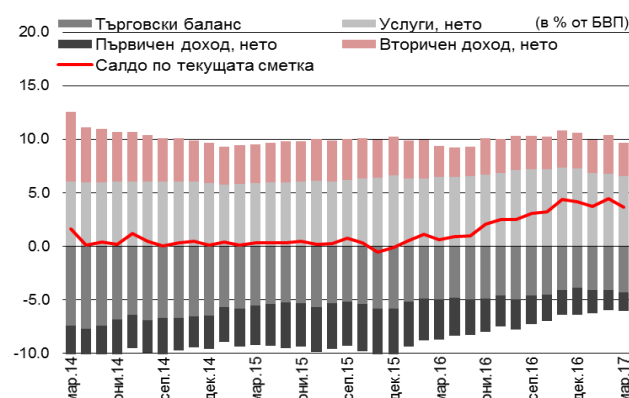
Междувременно, резултатът за БВП през 1Q17 (3.5% на годишна база) потвърди виждането ни, че икономиката започна годината от силна позиция. Индикаторите за очакванията и активността вече дават сигнали, че скоростта на икономическия растеж ще се ускори през 2Q17. Също така, очакванията за нов ръст на туристическите посещения от 10% през тази година е силна предпоставка за подобряване на растежа на БВП и баланса по текущата сметка както през 2Q17, така и през 3Q17.

След слабата 2016 г., инвестициите се очаква да наберат скорост през 2017 г., движени от стабилния ръст в броя на проектите, финансирани от ЕС през новия програмен период. Възстановяването на инвестициите ще черпи подкрепа и от силното външно търсене, което се очаква да окуражи експортно-ориентирани компании да увеличат производствения си капацитет. Все пак, ограничените правомощия на служебното правителство доведоха до допълнително забавяне в строително-монтажните работи по някои инфраструктурни проекти.

Сегашният пик на ИПЦ беше породен от волатилни компоненти



Излишъкът по текущата сметка е близо до пиковите си нива



Източник: НСИ, БНБ, UniCredit Research

След като новата администрация вече работи на пълни обороти, част от това забавяне ще бъде наваксано. Независимо от това очакваме фискалният стимул, свързан с увеличените инвестиции в инфраструктура да се нуждае от допълнително време, за да се материализира. В резултат на това отлагане смятаме, че увеличените инвестиции в инфраструктура ще подкрепят растежа на реалния БВП в началото на 2018 г., а не в края на 2017 г., както очаквахме преди три месеца. В отговор на това ревизирахме прогнозата си за ръста на БВП надолу до 3.7% за 2017 г. (от 3.9%) и нагоре до 3.9% за 2018 г. (от 3.6%).

Индивидуалното потребление ще продължи да е основен двигател на растежа през следващата година...

...като външните условия се очаква да продължат да подкрепят растежа

Следващата година има потенциала да е годината, в която ръста на БВП ще достигне своя пик. Индивидуалното потребление се очаква да предостави по-голямата част от горивото необходимо за растежа през 2018 г., след като забавянето, породено от по-високата инфлация, ще бъде повече от компенсирано от благоприятната комбинация от стабилен ръст на заплатите, нови повишения в заетостта и увеличение на кредитирането за домакинствата. В сравнение с останалите икономики от ЦИЕ5 възстановяването на България продължава да е в по-малко напреднала фаза. Независимо от това, растежът в България е по-добре балансиран и не е за сметка на влошаване на баланса по текущата сметка (виж дясната графика горе) или нивата на задлъжнялост, което предполага, че възстановяването у нас протича по-бавно, но в същото време е по-устойчиво в сравнение с останалите страни членки на ЕС от ЦИЕ.

Стратегия: оскъдността на книгата ще нараства

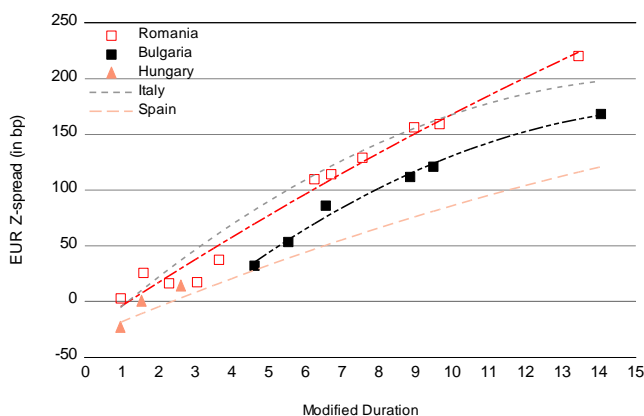
Javier Sánchez, CFA
EM Fixed Income Strategist
 (UniCredit Bank London)
 +44 207 826-6077
 Javier.SanchezBarrueco@unicredit.eu

Българските евробондове продължават да се представят по-добре от книгата на останалите страни в ЦИЕ, особено в дългия край на кривата на доходността. Както вече сме посочвали, комбинацията от двойни излишъци (по текущата сметка и бюджета) и ограничено предлагане на международните пазари създадоха стойност в оскъдността, която подкрепя цените на българските книжа.

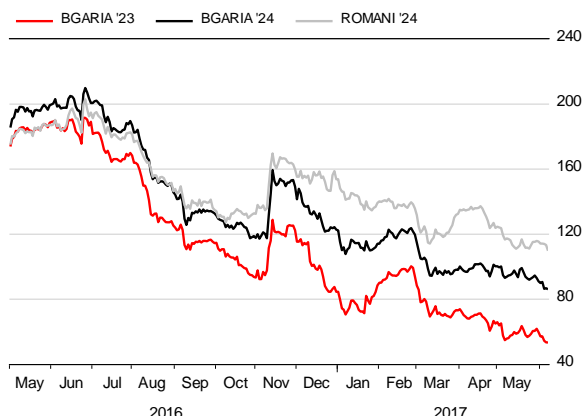
Перспективата по рейтинга в чужда валута беше повишена на скоро от S&P и Fitch и очакваме, че страната е на път към повишаване на самия рейтинг в следващите 12 месеца, на базата на солидната фискална позиция, която се очаква да отчете по-добри резултати от заложените цели, както и много силните външни баланси.

Евробондовете изглежда ще останат оскъдни в близките месеци при падеж на 950 млн. евро през юли и никакви заложи нови емисии на дълг. Българските инвеститори притежават по-голямата част от падежиращата се книга (около 60%), а външните инвеститори може би имат желание да реинвестират в останалите български книжа.

Еврова крива на доходността по статичен спред



Статичен спред на България '23/'24 спрямо Румъния '24



Източник: UniCredit Research

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

млрд. евро	2016	2017П	2018П
Нужди от финансиране, бруто	0.0	2.2	1.4
Бюджетен дефицит	-0.8	0.7	0.7
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
Финансиране	0.0	2.2	1.4
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	2.0	0.1	0.1
Облигации	1.9	0.0	0.0
МВФ/ЕС/Други	0.1	0.1	0.1
Приватизация	0.0	0.0	0.0
Промяна на фискалния резерв (- = увеличение)	-2.2	1.6	0.3

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА

млрд. евро	2016	2017П	2018П
Нужди от финансиране, бруто	9.8	10.8	9.7
Баланс по текущата сметка	-2.0	-1.8	-1.8
Амортизация на средно до дългосрочен дълг	3.9	4.6	3.6
Правителство / БНБ	0.2	1.1	0.2
Банки	0.5	0.4	0.4
Корпорации	3.2	3.1	3.0
Амортизация на краткосрочен дълг	7.9	8.0	7.8
Финансиране	9.8	10.8	9.7
ПЧИ	0.5	1.2	1.4
Портфейлни инвестиции, поток	0.6	-0.2	0.0
Вземания	5.0	4.1	3.0
Правителство / БНБ	2.0	0.1	0.1
Банки	0.3	0.4	0.5
Корпорации	2.8	3.6	2.4
Краткосрочно финансиране	8.0	7.8	7.7
Трансфери от ЕС	1.5	1.6	1.6
Друго финансиране	-2.3	-1.5	-1.3
Промяна на валутните резерви	3.6	2.3	2.6
Допълнителни показатели:			
Притежавани от нерезиденти ДЦК	0.0	0.0	0.0
Облигации емитирани на МКП, нетни	1.9	-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 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.