

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



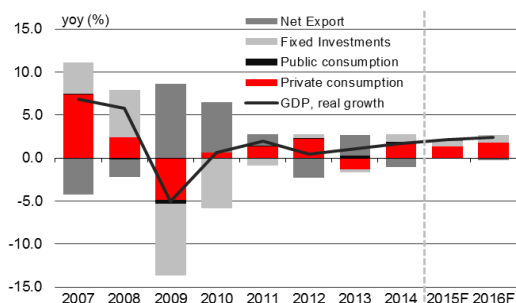
Перспективи – ревизирахме нагоре прогнозата си за реалния ръст на БВП от 1.9% до 2.1% през тази година и до 2.4% (от 2.3%) през следващата. Тази ревизия взема под внимание значителното ускоряване на икономическата активност през 1Q15, водено от износа, както и по-силния и по-бърз от първоначално очакваното ефект, който пониските цени на енергийните суровини и по-слабото евро имаше върху възстановяването на растежа и заетостта. В среда на свити капиталови потоци и ограничени възможности за разхлабване на фискалната политика очакваме по-силният износ, постепенният ръст на заетостта и по-доброто усвояване на средства от ЕС да са основните двигатели за растежа, през тази и следващата години. Основният риск за базовия ни сценарий остава немалката вероятност за фалит на гръцкия суверен, която да предизвика хаотично излизане на страната от еврозоната.

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

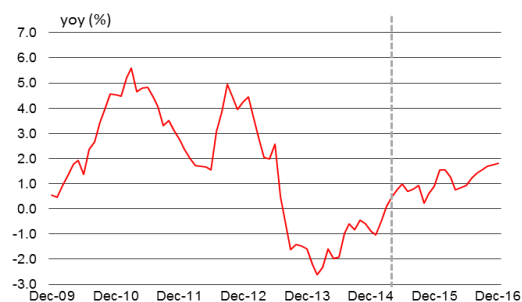
КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- 3Q: Назначаване на управител на БНБ
- 14 август: Експресни оценки за БВП за 2Q 2015
- 14 август: Брой на заетите през 2Q 2015

РАСТЕЖЪТ НА БВП БАВНО НАБИРА СИЛА



ДЕФЛАЦИОННАТА ЗАПЛАХА СПАДНА ЗНАЧИТЕЛНО



Източник: НСИ, БНБ, МФ, UniCredit Research

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

	2012	2013	2014	2015F	2016F
GDP (EUR bn)	40.9	41.0	42.0	43.1	44.7
Population (mn)	7.3	7.2	7.2	7.2	7.1
GDP per capita (EUR)	5 618	5 665	5 833	6 010	6 274
Real economy yoy (%)					
GDP	0.5	1.1	1.7	2.1	2.4
Private Consumption	3.2	-1.8	2.4	1.9	2.5
Fixed Investment	2.0	-0.1	2.8	2.7	3.9
Public Consumption	0.5	3.6	1.9	0.2	0.3
Exports	0.8	9.2	2.2	8.2	4.1
Imports	4.5	4.9	3.8	7.6	4.3
Monthly wage, nominal (EUR)	374	396	423	453	482
Unemployment rate, avg (%)	12.3	12.9	11.4	10.2	9.4
Fiscal accounts (% of GDP)					
Budget balance	-0.4	-1.8	-3.7	-2.6	-2.5
Primary balance	0.3	-0.9	-3.0	-1.7	-1.5
Public debt	17.6	17.9	26.9	28.9	30.2
External accounts					
Current account balance (EUR bn)	-0.1	0.8	0.4	1.4	0.8
Current account balance/GDP (%)	-0.3	1.9	0.9	3.2	1.9
Basic balance/GDP (%)	2.3	4.9	3.1	5.6	4.5
Net FDI (EUR bn)	1.1	1.2	0.9	1.0	1.2
Net FDI (% of GDP)	2.6	3.0	2.2	2.4	2.6
Gross foreign debt (EUR bn)	37.7	36.9	39.8	40.2	40.4
Gross foreign debt (% of GDP)	92.2	90.0	94.7	93.4	90.3
FX reserves (EUR bn)	15.6	14.4	16.5	19.6	21.7
Inflation/Monetary/FX					
CPI (pavg)	3.0	0.9	-1.4	0.4	1.4
CPI (eop)	4.2	-1.6	-0.9	0.9	1.8
Central bank reference rate (eop)	0.04	0.07	0.02	0.02	0.03
USD/BGN (eop)	1.48	1.42	1.61	1.81	1.69
EUR/BGN (eop)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
USD/BGN (pavg)	1.52	1.47	1.47	1.81	1.75
EUR/BGN (pavg)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96

Възстановяването на икономиката набира скорост

Част от положителните рискове за прогнозата ни се материализираха през 1Q15

Благоприятната външна среда спомогна за ускоряване на реалния ръст на БВП до 3.5% сезонно изгладен ануализиран темп на растеж (saar) през 1Q15. Това е най-високата стойност за последните повече от четири години, и повече от двойно над средния темп на растеж по тримесечия за последните две години. Стабилното представяне беше отново задвижено от износа, докато вътрешното търсене се стабилизира на нивата достигнати в края на 2014 г. Износът, който нарасна с впечатляващите 20.6% saar през 1Q15 изненада позитивно на фона на впечатляващия ръст от 37.5% saar вече отчетен през предходното тримесечие.

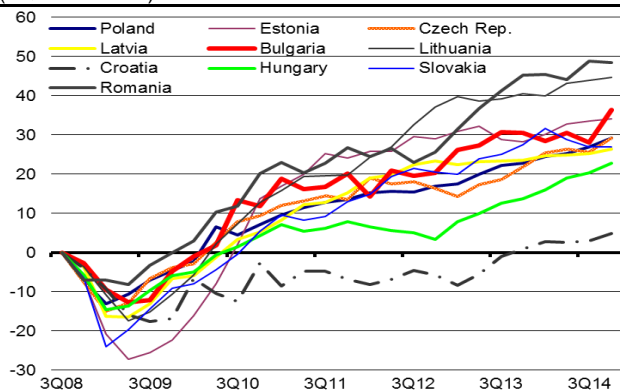
По-ниските цени на енергийните суровини се очаква да продължат да подкрепят разполагаемия доход на домакинствата и профитабилността на корпоративния сектор, а следователно – индивидуалното потребление и инвестициите

Значителното ускоряване на българския износ (което сега превишава пика от преди кризата с 40%) стъпва на здрави основи. Впечатляващото представяне преди всичко може да се обясни с постепенното добавяне на нови производствени мощности в преработващата промишленост, включително във фармацевтия, козметиката, производството на мебели и техника за дома, но също така с ускоряващ се темп на производството на различни компоненти и части за автомобилостроенето. Увеличаващите се инвестиции в аутсорсинга на услуги и международните превози също помогнаха за увеличаването на обемите на износа. В допълнение изглежда, че местните износители са успели да се възползват в по-голяма степен от настоящата изключително благоприятна външна среда в сравнение с конкурентите в региона. По-ниските цени на енергийните суровини подкрепиха българския износ в по-голяма степен, тъй като икономиката е със значително по-висока енергийна интензивност в сравнение с останалите страни от ЦИЕ, с които се конкурира за едни и същи външни пазари. И не на последно място, по-значимият дефлационен натиск през последната повече от година доведе до по-благоприятна промяна на разходите за производство в България в сравнение с държавите от еврозоната както и тези страни от ЕС, които са обвързали курса на своята национална валута с еврото.

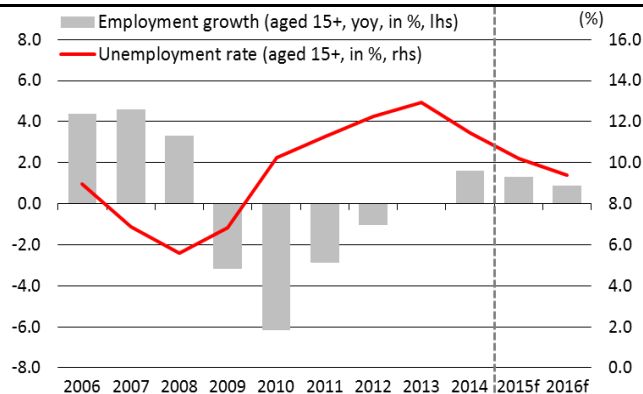
53 хил. работни места бяха добавени през 1Q15 спрямо година по-рано, което спомогна за свиване на безработицата до 10.6% през 1Q15 спрямо 13.0% година по-рано

Всичко това говори добре за перспективата пред икономиката в средносрочен план поради поне две причини. На първо място защото ускоряването на износа изглежда устойчиво, което означава, че износа ще продължи да има основна роля в процеса на възстановяване. И второ, защото по-добрата перспектива пред износа ще подкрепи и възстановяването на работните места и доходите, след като изглежда, че за много експортно-ориентирани компании е достигнат прага, при който увеличаването на производството би изисквало добавянето на още служители и дори увеличаване на заплащането с по-бързи темпове. Това, от своя страна, ще е ключов фактор подкрепящ индивидуалното потребление и по-нататъшното възстановяване на сектора на домакинствата, което изглежда окуражаващо, като се има предвид, че и двете отчитат изоставане до момента.

Промяна в обема на износа в региона на ЦИЕ от 3Q 2008 (3Q 2008 = 100)



Прогноза за ръста на заетите и спада в безработицата



Източник: Eurostat, HСИ, UniCredit Research

Ревизирахме нагоре прогнозите си растежа през тази и следващата година, след като някои важни реформи набраха сила

На фона на всичко това ревизирахме нагоре прогнозата си за реалния ръст на БВП за 2015 г. от 1.9% до 2.1% и до 2.4% (от 2.3%) за 2016 г. Очакваме, че в среда на свити капиталови потоци и ограничени възможности за разхлабване на фискалната политика основните двигатели на растежа през тази и следващата година ще бъдат по-силният износ, постепенният ръст на заетостта и повишаване на усвояването на средства от ЕС. По-важното е, че правителството най-накрая предприе част от болезнените мерки, които са нужни за стабилизирането на проблемния сектор на енергетиката, както и че има значителна вероятност България да ограничи прекомерната си зависимост от Русия, като единствен източник на природен газ, до по-управляеми нива към края на настоящето десетилетие. Друга позитивна новина е успехът на приходните агенции да ограничат контрабандата, което направи възможно консолидираната фискална програма да отчете значителен излишък за периода януари-май.

Независимо от това има много за вършене що се отнася до борбата с корупцията и инвестициите в човешки ресурси

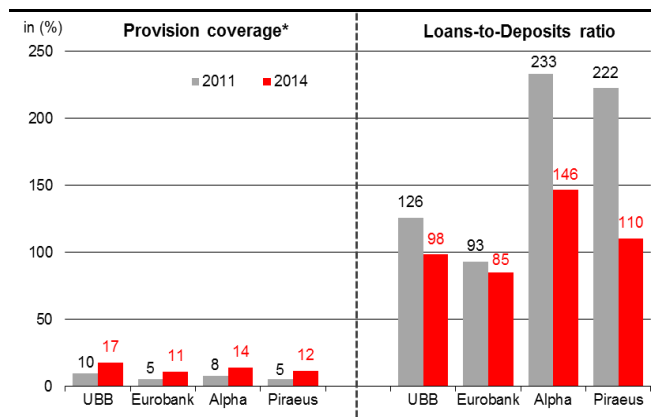
Независимо от това, средносрочните перспективи пред растежа ще бъдат ограничени от мудния темп на протичане на някои ключови структурни и институционални реформи. Най-важни в списъка са фундаменталната реформа на съдебната система, която е нужна, за да бъде намалена корупцията и бюрокрацията, в комбинация с реструктурирането на недофинансираните сектори на здравеопазването и образованието. Първи крачки вече бяха предприети във всяка една от тези сфери, но тепърва остава много за вършене. Нуждата от допълнително приспособяване на балансите в някои сектори на икономиката, в които задлъжнялостта остава висока най-вероятно също ще продължи да действа като фактор задържащ растежа.

Очакваме фискалната политика да остане неутрална към растежа през тази година...

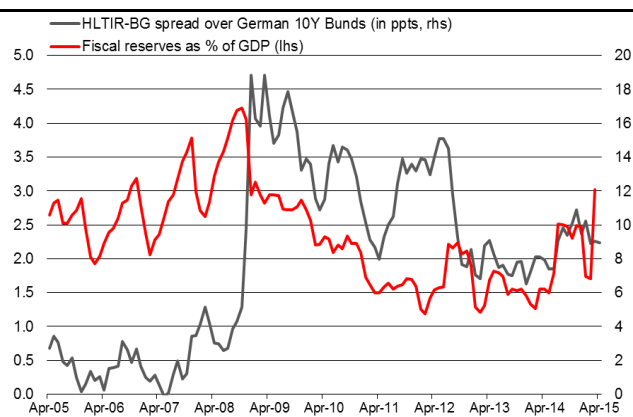
Предварителните оценки на Министерството на финансите показват, че консолидираната фискална програма е постигнала значителен излишък през периода януари-май, който достига 1.3 млрд. лв. или 1.5% от БВП за годината. Това отразява комбинация от прекалено консервативна макроикономическа рамка, която беше използвана за планиране на приходите, както и значителния успех в подобряването на събираемостта на данъците. Ако оценките на правителството се окажат коректни данъчните приходи може да надхвърлят заложената в бюджета цел с 1.8% от БВП за цялата година. Това би трябвало да позволи да бъдат увеличени нелихвените разходи, което ще подкрепи растежа, но също така ще направи възможно спестяване на част от по-високите от планираните приходи с цел достигане на по-амбициозни нива на дефицит в бюджета. Съмняваме се, че правителството ще използва отворилото се фискално пространство изцяло за увеличаване на разходите независимо, че растежът на БВП остава неравномерен, а възстановяването на пазара на труда е все още в ранна фаза.

Като правителството очаква да намали бюджетния дефицит до 3% от БВП спрямо 3.7% през 2014 г.

Основни показатели на гръцките банки



Подобряване на цената на финансиране и фискалните буфери



Източник: ECB, БНБ, МФ, UniCredit Research

Рисквете свързани с изход на Гърция от еврозоната изглеждат преувеличени...

Очакваме управляващите да използват 2/3 от увеличението в приходите, за да увеличат разходите, включително и за съфинансиране на готови за стартиране проекти по европейски програми от новия бюджетен период, докато останалата 1/3 ще бъде насочена към ограничаване на дефицита до около 2.6% от БВП през 2015 г., спрямо целта от 3.0%.

Тъй като гръцките банки са в много по-добра позиция сега

Хаотично излизане на Гърция от еврозоната остава основния риск за нашия сценарий в краткосрочен план. Все пак, рисковете за капиталовите потоци са значително по-малки спрямо 2012 г. и изглеждат преувеличени от пазарите. Клоновете на гръцки банки в България са в значително по-стабилна позиция сега, което им помогна съществено да увеличат капацитета си за посрещане на шокове. Съотношенията на кредитите към депозитите са по-ниски, а провизиите, като дял от общо кредитите, са увеличени двойно спрямо нивата от 2012 г. (виж лявата графика). Това сочи, че през последните години е постигнат значителен прогрес в абсорбирането на оставащите загуби произтичащи от спукването на балона с цените на недвижимите имоти и последвалата го рецесия. Наблюдава се известно изтичане на депозити през първите три месеца от тази година, предизвикано от усилване на притесненията около Гърция, но размерите му изглеждат управляеми на фона на силната ликвидна позиция на банковата система на консолидирано ниво. Секторът разполага с изобилна ликвидност като съотношение на депозити към кредити (при изключени експозициите на централното правителство) достигна 83.6% в края на април – второто най-ниско в региона на ЦИЕ. Външната позиция също изглежда стабилна като текущата сметка и разширения основен баланс¹ за последните 12 месеца нарастват (до 1.6% и 6.4% от БВП) през март 2015 г., спрямо вече високи равнища отчетени в края на миналата година. През март фискалният резерв достигна рекордно високи нива (12% от БВП) за последните седем години, което допринесе за това Министерството на финансите да откаже всички планирани аукциони на ДЦК за юни на фона на вече отписаните от календара два аукциона през март и април.

Издръжливостта на системата е подкрепена и от цялостната силна позиция на банковия сектор...

... стабилна външна позиция...

... и значителна ликвидност

¹ Разширения основен баланс включва балансите по текущата сметка, ПЧИ и европейското финансиране отчетено по капиталовата сметка

Стратегия: Разпродажбата на български активи предоставя добра възможност за покупки

Негативното разпространение на гръцката турбуленция към българските активи се усили въпреки постоянното редуциране на уязвимостта на всеки възможен фронт за пренасяне на заразата

Продължаваме да гледаме на уязвимостта от развитието на ситуацията в Гърция, като значително ограничена спрямо 2012 г. поради значително подобряване на всички възможни фронтове за пренасяне на заразата. В допълнение на това, успешните усилия по управление на дълга от страна на Министерството на финансите доведоха до покриване на нуждите от външно финансиране на суверена за цялата 2015 г. още в края на април. На местния пазар, емисията на нов дълг остава ограничена (едва 37% от целта за годината са изпълнени), като предвид очертаващото се преизпълнение на приходите очакваме целта за брутно финансиране да бъде коригирана значително надолу. Успешното завръщане на пазара на евробондове през март доведе не само до значимо подобряване на матурирания профил и цената на финансиране на суверена, но и до възстановяване на фискалните буфери (до 12.1% от БВП), което позволява безпроблемно посрещане на оставащите до края на годината плащания по дълга (за около 2.5% от БВП), концентрирани в 2H 2015. На по-фундаментално ниво изобилната ликвидност във финансовата система, особено в банковия сектор, трябва да задържи доходността ниска в среда, в която депозитите продължават да се увеличават, ръста на кредита е близо до отрицателен, а предлагането на ДЦК – ограничено.

Виждаме възможност за затваряне на скорошното увеличаване в спредовете спрямо бенчмарка

Незначителното на тези фундаментални подкрепящи фактори от страна на някои външни инвеститори доведе до несправедлив, според нас, спад в цените на българските книжа в контекста на засилващите се опасения около случващото се в Гърция. Скорошната разпродажба на външните пазари беше последвана, с малко забавяне, на вътрешния фронт, а цялата крива на доходността се измести нагоре. Най-голямото движение беше концентрирано в 10-годишния (вътрешен пазар) и 12-годишния (външен) сегменти, където местните банки не са толкова активни, а доходността нарасна съответно с 58 и 69 базисни пункта от края на май до сега. Това се съпоставя неблагоприятно с динамиката на сравними полски (65 бп) и хърватски (59 бп) книжа с остатъчен матуриретен от 10 години, което подсказва за увеличаващ се спред спрямо бенчмарка за региона на ЦИЕ (Полша) и този за страни със сходен кредитен рейтинг (Хърватия). На фона на здравите фундаментални фактори ние гледаме на това развитие като на добра възможност за покупки в контекста на базисния сценарий на UniCredit Group, според който Гърция не изпада в просрочие по задълженията си към официалните кредитори.

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

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

EUR bn	2014F	2015F	2016F
Gross financing requirement	2.3	3.9	2.0
Budget deficit	1.6	1.1	1.1
Amortization of public debt	0.5	2.6	0.7
Domestic	0.5	1.1	0.7
Bonds	0.4	0.1	0.6
Bills	0.2	1.1	0.2
External	0.0	1.5	0.0
IMF/EU/Other	0.2	0.2	0.2
Financing	2.3	3.9	2.0
Domestic borrowing	1.6	0.6	0.6
Bonds	0.6	0.4	0.4
Bills	1.0	0.2	0.2
External borrowing	2.5	3.2	1.5
Bonds	1.8	3.1	1.4
IMF/EU/Other	0.7	0.1	0.1
Privatization	0.0	0.0	0.0
Fiscal reserves change (- = increase)	-1.8	0.1	0.0

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА

EUR bn	2014	2015F	2016F
Gross financing requirement	14.0	15.3	13.7
C/A deficit	-0.4	-1.4	-0.8
Amortisation of medium to long term debt	4.8	6.2	4.6
Government/central bank	0.2	1.7	0.2
Banks	0.8	0.8	0.6
Corporates	3.9	3.7	3.8
Short term debt amortization	9.5	10.5	9.9
Financing	14.0	15.3	13.7
FDI	0.9	1.0	1.2
Portfolio flows	0.0	-0.1	0.0
Borrowing	7.2	7.4	5.6
Government/central bank	2.5	3.2	1.5
Banks	0.8	0.4	0.3
Corporates	3.9	3.7	3.8
Short-term	10.5	9.9	9.0
EU transfers	1.5	1.4	1.3
Other	-3.9	-1.2	-1.3
Change in FX reserves (- = increase)	2.1	3.1	2.1

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 анализатора 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 съвет за отправяне на предложение за закупуване или записване на финансови инструменти, или какъвто и да е съвет за вземане на инвестиционно решение.

Съдържащата се в този документ информация се отнася за момента, към който е предоставена, и не може да замести получаването на индивидуален инвестиционен 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 или инвестиционен съвет, 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.

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 частни 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.