

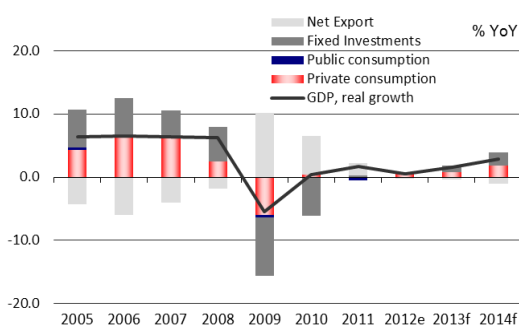
България (Ваа2 стабилна / ВВВ стабилна / ВВВ- стабилна)*

Перспективи – Растежът на БВП на годишна база остана без промяна през 2Q12, но перспективите се подобриха, след като някои ключови индикатори (като цената и достъпа до корпоративни кредити, капиталовите потоци на банковия сектор и ПЧИ) се придвижиха по благоприятстващ растежа начин, въпреки забавянето на световната икономика. Тъй като голяма част от това беше вече интегрирано в нашата прогноза от месец юли, ние решихме да запазим прогнозата си за ръст на БВП непроменена: повишение от 0.5% през тази и 1.5% през следващата година. С изключение на еднократното рязко повишение на цените на храните през тази година, списъкът на пречките пред процеса на възстановяване през следващата година остава без промяна, но интензивността им ще се редуцира. Преди всичко, с отшумяването на дълговата криза в евро зоната, доверието ще продължи да се възстановява, отслабвайки натиска за намаляване на финансовата задлъжнялост и добавяйки нови стимули за инвестициите и растежа.

КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- 08 ноември – Брой на наетите лица по трудово и служебно правоотношение за 3Q12
- До 15 ноември – България трябва да вземе крайно решение относно евентуалното си участие в проекта „Южен поток“
- 15 ноември – Експресни оценки за ръст на БВП за 3Q12

РЪСТ НА БВП И ПРИНОС ПО КОМПОНЕНТИ



ИНФЛАЦИЯ (ИПЦ)



Източник: НСИ, БНБ, UniCredit Research

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

	2010	2011	2012E	2013F	2014F
GDP (EUR bn)	36.1	38.5	39.7	41.3	43.7
Population (mn)	7.5	7.3	7.3	7.2	7.2
GDP per capita (EUR)	4804	5252	5445	5703	6067
Real economy yoy (%)					
GDP	0.4	1.7	0.5	1.5	2.8
Private Consumption	0.6	-0.2	0.6	1.0	2.4
Fixed Investment	-18.3	-9.7	0.7	5.2	9.3
Public Consumption	-0.5	-4.9	-1.0	0.1	0.1
Exports	14.7	12.8	3.6	3.8	5.4
Imports	2.4	8.5	3.4	4.1	6.5
Monthly wage, nominal (EUR)	331	362	384	413	446
Unemployment rate (%)	11.3	11.8	12.9	12.7	12.0
Fiscal accounts (% of GDP)					
Budget balance	-3.9	-2.1	-1.2	-1.0	-0.7
Primary balance	-3.3	-1.4	-0.4	-0.2	0.1
Public debt	16.7	17.0	19.8	18.1	21.4
External accounts					
Current account balance (EUR bn)	-0.4	0.4	-0.4	-0.9	-1.3
Current account balance/GDP (%)	-1.0	0.9	-1.1	-2.2	-3.0
Basic balance/GDP (%)	-1.1	0.4	4.2	-1.4	2.2
Net FDI (EUR bn)	0.7	1.2	1.3	1.4	1.8
Net FDI (% of GDP)	1.8	3.1	3.2	3.5	4.2
Gross foreign debt (EUR bn)	37.1	35.4	36.5	35.9	37.0
Gross foreign debt (% of GDP)	102.8	91.9	92.1	86.8	84.6
FX reserves (EUR bn)	13.0	13.3	15.0	14.4	15.4
Inflation/Monetary/FX					
CPI (pavg)	2.4	4.2	2.5	2.7	2.9
CPI (eop)	4.5	2.8	3.0	2.5	3.2
Central bank reference rate (eop)	0.2	0.2	0.0	0.1	0.5
FX/USD (eop)	1.47	1.51	1.50	1.44	1.46
FX/EUR (eop)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
FX/USD (pavg)	1.48	1.41	1.53	1.46	1.46
FX/EUR (pavg)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96

* Long-term foreign currency credit rating provided by Moody's, S&P and Fitch respectively

Икономическите условия се подобряват, но растежът остава слаб

Растежът на БВП през 2Q12 остана на ниво от 0.5% YoY за второ поредно тримесечие

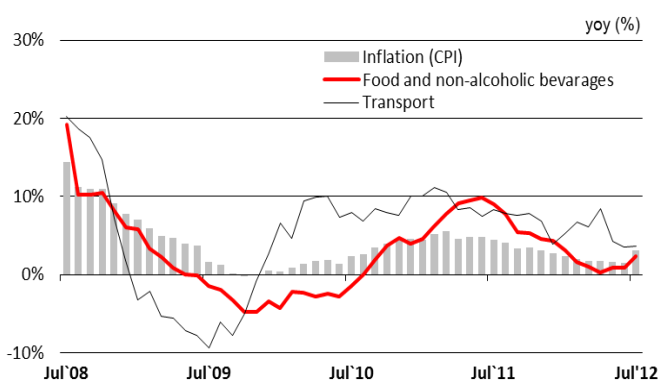
Растежът на БВП остана слаб през 2Q12 на ниво от 0.3% QoQ, съответстващо на 0.5% YoY за второ поредно тримесечие. Разбивката на данните, обаче, е по-окуражаваща, тъй като растежът се дължеше на по-силното представяне на индивидуалното потребление и износа. Експортът нарасна с 3.4% QoQ и 3.9% YoY, подчертавайки, че секторът на промишлеността е най-добре представящият се в хода на настоящето възстановяване, след като производителността продължи да се повишава с темпове изпреварващи ръста на разходите за труд, подкрепяйки конкурентоспособността. Рязкото повишение на индивидуалното потребление от 2.4% QoQ дойде като положителна изненада. Това беше и най-силният резултат на тримесечна база от 2Q01, който беше реализиран на фона на упоритата слабост на пазара на труда и данните за кредити за домакинствата (заетостта спадна с 2.8% YoY през 2Q12, докато кредитът за домакинствата продължи да отчита спадове – 1.1% YoY към края на юни). Донякъде роля за това играе по-силният номинален ръст на средната заплата, която се увеличи с 8.4% YoY през 2Q12. Но такава беше горе-долу и ситуацията през последните две и половина години, в които растежът на индивидуалното потребление остана отрицателен. Всичко това загатва, че отчетеният ръст на индивидуалното потребление за 2Q12 най-вероятно надценява реалността, което отваря възможности за евентуални ревизии в бъдеще. Обнадеждаващ е и резултатът на бруто капиталобразуване, което нарасна с 1.5% QoQ, потвърждавайки сигналите идващи и от други свързани индикатори, че макар и постепенно, апетитът за инвестиции в българската икономика се завръща.

Засилените капиталови потоци през следващата година не само ще доведат до допълнително подобряване на достъпа и цената на кредита, но и ще направят по-лесно за натоварените с дълг компании да предоговорят задълженията си с настъпващ падеж

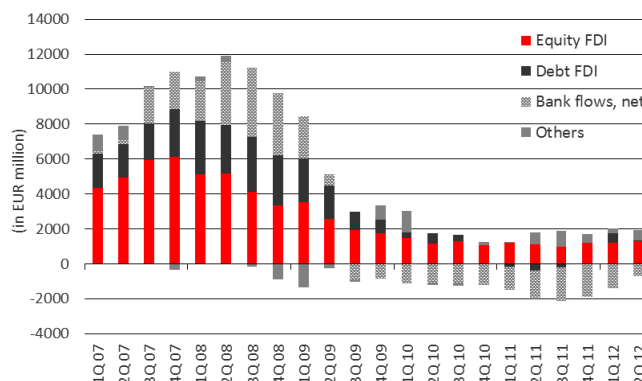
Възстановяването ще набере повече скорост през 2013. С намаляване на напрежението на финансовите пазари, доверието на чуждестранните инвеститори ще продължи да се възстановява. Това на фона на вече стабилното усвояване на средства от ЕС, би трябвало да е достатъчно, за повишаване на бруто капиталобразуване с около 5% през следващата година, добавяйки 1.1 п.п. към БВП. Макар и в по-малка степен индивидуалното потребление също ще се повиши. Планираните увеличения на минималната работна заплата и пенсите, след като последните останаха замразени през последните три години, би трябвало да подкрепят номиналните доходи на средностатистическото домакинство с около 3% годишно, докато по-слабият ръст в цените на храните ще способства за повишаване на покупателната способност. На фона на тези фактори ние оставяме прогнозата си за растежа на БВП непроменена на 0.5% за 2012 и 1.5% за 2013. По-силното индивидуално потребление през първата половина на годината би трябвало да компенсира ефекта на по-високата инфлация върху покупателната способност през втората половина на годината. През следващата година, пречките пред процеса на възстановяване ще останат същите (с осезаемото изключение на по-високите цени на храните), но силата им ще намалее. Преди всичко, с отшумяването на дълговата криза, доверието ще продължи да се възстановява, отслабвайки натиска за намаляване на задлъжнялостта и добавяйки нови стимули за инвестициите и растежа.

Стабилният износ също ще подпомогне растежа през следващата година

Inflation, yoy (in %)



Capital flows, 4Q MA (in EUR million)



Source: NSI, BNB

Цените на храните и горивата са основните двигатели на инфлацията

Но увеличението в цените на храните ще е с краткосрочен характер

Бюджетът излезе на излишък от 0.3% от БВП, след първите седем месеца от годината, докато заложената цел за края на годината е дефицит в размер от 1.35% от БВП

За по-лесното постигане на бюджетната цел за 2013 година, правителството може да използва част от еднократните повишения в приходите през 2012 за предплащането на някои капиталови разходи, които са били планирани първоначално за 2013

Ръстът в цените на храните и горивата през юли доведе не само до това инфлацията да регистрира най-голямото си месечно повишение (1.5%) от четири години, но и до намаляване на покупателната способност, което допълнително ще затрудни възстановяването на сектора на домакинствата. Междувременно, базисната инфлация, която изключва високо волатилните цени на храните и горивата, нарасна с едва 0.1% МоМ и 0.2% YoY, като отражение на бавното възстановяване на икономиката, която продължава да функционира значително под пълния си капацитет. Инфлационните очаквания също се придвижиха нагоре на фона на покачващите се цени на суровия петрол, докато последният скок в цените на селскостопанските суровини (задвижван от най-сериозната суша за последните 25 години в САЩ, която увреди реколтата от пшеницата и царевица в периода на достигане на зрялост) ще има нужда от повече време, за да се прехвърли изцяло върху разходите на производител и в крайните потребителски цени.

Стабилната реколта от пшеница у дома (с добиви през тази години надвишаващи 10-годишната средна с 11%) може само частично да смекчи тези ефекти, тъй като по-голямата част от цените на храните в България са външно зададени. В контекста на високата задлъжнялост на частния сектор и слабото вътрешно възстановяване, обаче повишението на инфлацията не е изцяло лоша новина. По-високата инфлация спомага за облекчаване на трудностите, пред които са изправени кредиторите, тъй като намалява реалната стойност на дълга. Може би, най-важното обаче е, че по-високата инфлация създава стимули за потреблението, като по този начин може да се превърне в част от лекарството, нужно за да се спре трупането на кеш, което тежи на възстановяването на инвестициите и растежа. В следващите месеци очакваме цените на енергийните продукти да продължат да нарастват, макар и с по-забавени темпове – близки до дългосрочния тренд. Очакваме настоящият скок в цените на храните постепенно да отшуми през следващите дванадесет месеца, тъй като беше предизвикан от еднократни промени в климата, което го прави различен от шока, който преживя икономиката през периода 2008-09 година. Все пак, значителната тежест на храните и горивата в потребителската кошница предполага, че тези два ценови шока ще имат непропорционално по-голям ефект върху инфлацията в България, в сравнение с тази в другите страни от ЦИЕ. На фона на всичко това прогнозираме инфлация от 3.0% и 2.5% в края и средно за настоящата годината. През следващата година благоприятните базови ефекти ще заглушат инфлационния натиск свързан с цените на храните и в по-малка степен на горивата. В същото време продължаващото възстановяване на вътрешното търсене ще добави макар и незначителен допълнителен натиск върху цените. Комбинацията от тези фактори очакваме да доведе до инфлация от 2.4% в края и 2.7% средно за 2013 година.

Предвид на сигналите, че няма значими рискове пред постигането на фискалните цели за тази година, вниманието се измести към подготовката на бюджета за 2013 година. Според нас, Бюджет 2013 ще се концентрира върху намиране на най-добрия баланс между запазване на фискалната дисциплина (която има основна роля в стратегията на правителството за възстановяване на доверието на инвеститорите) и мерки за увеличаване на пенсиите и минималната работна заплата (с цел повишаване подкрепата за ГЕРБ преди общите избори, насрочени за средата на 2013). Смятаме, че подобен план е предизвикателен, но постижим. Тъй като проекто-бюджетът е в ранна фаза на изготвяне, засега все още не разполагаме с детайли около макроикономическата рамка, върху която ще бъде построен. Финансовият министър Симеон Дянков заяви, че икономиката ще нарасне с 1.8% през следващата година, което съвпада с последната консенсусна прогноза и е само с три десети над нашата прогноза. В същото време, вече е налице повече яснота относно мащабите на увеличението на пенсиите, което би трябвало да компенсира изцяло натрупаната инфлация по време на мандата на партия ГЕРБ. Приемайки, че инфлацията с натрупване за въпросния четиригодишен период ще достигне 12%, ще са необходими 875 млн. лева или 1.1% от БВП. Още около 30 млн. лева ще са необходими за повишаването на минималната работна заплата до 310 лв. от сегашните 290 лв. Тъй като не се предвижда повишаване на данъците, а правителството остава решено да запази фискалната дисциплина (което означава да приключи 2013 с дефицит макар и една идея по-нисък от този през 2012 година), по-високите пенсии ще трябва да се финансират изцяло за сметка на подобряване на събираемостта на вземанията на бюджета. За нас, това, като цяло, изглежда възможна цел.

От началото на годината до края на месец юли свързването на фискалните устройства на търговските обекти с контролните системи на Националната агенция по приходите доведе до номинален ръст в данъчните приходи от 7.8%, докато монетарната стойност на БВП нарасна с 2.5% (реален ръст от 0.5% и инфлация от 2%) за същия период. Това съответства на 902 млн. лева (или 1.2% от БВП) допълнителни приходи за първите седем месеца на годината, спрямо година по-рано. Важно е да се отбележи, че въпреки че по-голямата част от фискалните устройства вече са свързани с данъчните власти, все още има сектори, в които тези мерки не са приложени в пълна степен.

Следователно, положителният ефект от тези мерки ще продължи (разбира се при условие, че усилията за обхващане на оставащите сектори продължат) и през следващата година, въпреки че, без съмнение, по-голямата част от тях ще се окажат вече изконсумирани в края на 2012 година. Все пак, ако се разчита единствено на оставащия недокрай материализирал се ефект на горепосочените мерки е възможно фискалните приходи през следващата година да бъдат изправен пред известна несигурност. Това ни кара да смятаме, че ще е необходимо да се набележат и нови инициативи за подобряване на събираемостта, вероятно в комбинация и мерки за редуциране на разходи в определени области. Всичко това ни кара да очакваме с особен интерес и повишена доза внимание предстоящите дискусии за Бюджет 2013. Все пак, като взимаме предвид много силните резултати на правителството що се отнася до запазването на фискалната дисциплина, ние сме на мнение, че рисковете пред стабилността на публичните финанси произтичащи от намерението за компенсиране на пенсиите с размера на натрупаната инфлация през последните четири години, както и за повишаване на минималната заплата до 310 лева, са минимални.

Апетитът за риск постепенно се завръща, което намира отражение в умереното повишение на входящите потоци от дялов капитал, преобръщане на банковите парични потоци и подобренията достъп и цена на корпоративния кредит. Растежът на корпоративния кредит се ускори до 6.9% годишно през юли при 5.3% през април (коригиран с обратно изкупените и продадени корпоративни кредити този ръст е дори още по-впечатляващ - 8.4% на годишна база през юли спрямо 6.5% през април). Освен това, процесът на редуциране на външната задлъжнялост в банковия сектор изглежда навлиза във финалната си фаза. На тримесечна база, секторът отчете приток на външно финансиране през второто тримесечие на тази година в размер от 320 млн. евро за първи път от последното тримесечие на 2009 година. В резултат на това съотношението между нетните външни пасиви и общо пасивите на банковия сектор, се покачи незначително до едва 3.7% през юни спрямо вече много силната стойност от 3% в края на април. Още по-обнадеждаващ е фактът, че след спад от 11 базисни пункта в стойността на средния лихвен процент по корпоративните кредити за цялата 2011, индикаторът се понижи с 27 базисни пункта през 1Q12 и нови 20 през 2Q12. Това в комбинация с увеличението на ПЧИ и ръста в броя на обявените инвестиционни проекти от клас 'A' за първите осем месеца на тази година спрямо година по-рано (по класификацията на Агенцията за подпомагане на чуждестранните инвестиции) потвърждава наличието на сигнали за подобряване на апетита за поемане на риск, което през следващите месеци постепенно ще започне да се вижда по-ясно и в данните за инвестициите и растежа.

Средната месечна цена на корпоративния кредит през юли 2012 беше 7.35%, при 7.87% през декември 2011 и 8.03% преди година

Инвестиционна стратегия: спокойно плаване през 4Q

Всички падежиращи се емисии за 2012 вече са покрити

Най-вероятният сценарий за приватизация през 4Q включва продажбата на миноритарните дялове на правителството в две от трите ЕРП-та, което би трябвало да набере около EUR 100 mn

По-голямата част от нуждите от финансиране за 2013 са вече осигурени

Продължаващото подобряване на фискалната позиция би трябвало да повиши цените на българските дългови книжа на вторичния пазар и да намали рисковите премии

Българското правителство, според нас, няма да се затрудни да посрещне нуждите си от финансиране с приближаването на края на 2012, както и да навлезе в 2013 от силна позиция. Емисионният календар през 4Q е лек, след като основните операции по финансирането вече бяха осъществени, включително всички операции по рефинансиране на падежи на вътрешния пазар на ДЦК. В допълнение, успешното завръщане на страната на външните пазари през юли доведе до натрупването на значителни фискални резерви, които изцяло покриват падежиращата се в началото на 2013 година емисия от еврооблигации. Финансирането за падежиращите се ДЦК на вътрешния пазар и бюджетния дефицит беше осигурено чрез емитиране на дълг изнесено в началото на годината – 48% от планираните за цялата 2012 емисии бяха осъществени през 1Q при едва 21% от плана за годината останали за 4Q. Усилията за осигуряване на необходимото финансиране ще бъдат подкрепени и от тласък в приватизацията в края на 2012, който би трябвало да осигури свежа ликвидност за публичните финанси в размер от около 200 млн. лева.

През 2013 очакваме правителството да емитира по-скромна сума, под EUR 600 млн., като претпочитанията му ще продължат да бъдат насочени към далечния край на кривата на доходността. Календарът на падежиращите се емисии през следващата година е лек, надвишавайки с малко EUR 90 млн. (в сравнение с EUR 316 млн. през 2012). По този начин Министерството на финансите ще може да преориентира по-голяма част от финансирането на дефицита (прогнозиран в размер на 1% от БВП) от намаляване на фискалния резерв към емитирането на нов дълг на вътрешния пазар. Така фискалният резерв ще може спокойно да се задържи над EUR 2600 млн. или 6.7% от БВП (при долна граница заложен в бюджетните закони за 2010, 2011 и 2012 от EUR 2300 млн.), след като емисията от еврооблигации (в размер от EUR 818 млн.) се падежира на 15 януари 2013. Рисковете за публичните финанси свързани с приближаването на парламентарните избори (тъй като управляващите от ГЕРБ вероятно ще увеличат някои плащания в опит да подкрепят своето усилие за втори мандат в управлението) ще останат минимални. С оглед на ниските нужди от финансиране и повишените приходни потоци в резултат от усилията за подобряване на данъчната събираемост, това не би трябвало да представлява проблем за бюджета. С понататъшното намаляване на brutния външен дълг (от сравнително високото му равнище след края на бума) и вече много ниското ниво на публичния дълг, смятаме че българските книжа ще продължат да се търгуват при значително по-ниски спредове спрямо бенчмарка от тези на останалите Балкански страни. Като взимаме предвид степента, с която се повиши цената на евровата емисия, падежираща се през 2017 не сме склонни да увеличаваме експозицията си към момента, но бихме използвали всяка възможност да го направим, ако станем свидетели на нова разпродажба на активи при евентуално ново повишение на несигурността в Гърция.

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

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

EUR bn	2011	2012E	2013F	2014F
Gross financing requirement	1.5	1.2	1.7	1.1
Budget deficit	0.8	0.5	0.4	0.3
Amortization of public debt	0.5	0.6	1.1	0.6
Domestic	0.4	0.4	0.2	0.4
Bonds	0.4	0.4	0.2	0.4
Bills	0.0	0.0	0.0	0.0
External	0.1	0.2	1.0	0.2
WB/EIB/JBIC/Others	0.2	0.2	0.2	0.2
Financing	0.9	2.0	0.9	2.1
Domestic borrowing	0.6	0.6	0.6	0.5
Bonds	0.6	0.6	0.6	0.5
Bills	0.0	0.0	0.0	0.0
External borrowing	0.3	1.2	0.3	1.6
Bonds	0.0	1.0	0.0	1.3
WB/EIB/JBIC	0.3	0.3	0.3	0.3
Other	0.1	0.2	0.1	0.0

Source: BNB, MF, UniCredit Research

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА

EUR bn	2011	2012E	2013F	2014F
Gross financing requirement	16.3	15.3	15.9	14.6
C/A deficit	-0.4	0.4	0.9	1.3
Amortization of medium to long term debt	5.4	4.8	5.2	4.1
Government/central bank	0.3	0.4	1.1	0.3
Banks	0.8	0.5	0.4	0.3
Corporates	4.3	4.0	3.7	3.5
Short term debt amortization	11.3	10.0	9.9	9.2
Financing	16.6	17.0	15.3	15.6
FDI	1.2	1.3	1.4	1.8
Portfolio flows	-0.4	-0.2	-0.2	0.0
Borrowing	1.7	2.8	2.0	3.2
Government/central bank	0.3	1.2	0.3	1.6
Banks	0.5	0.5	0.4	0.3
Corporates	0.9	1.1	1.3	1.3
Short-term	10.0	9.9	9.2	8.7
EU transfers	0.2	1.1	1.1	1.0
Other	3.8	2.1	1.8	0.9

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, възпроизведена или публикувана по каквато и да е причина без предварителното съгласие на УниКредит Булбанк.