

## България (Ваа2 стабилна/ВВВ негативна/ВВВ- стабилна)\*



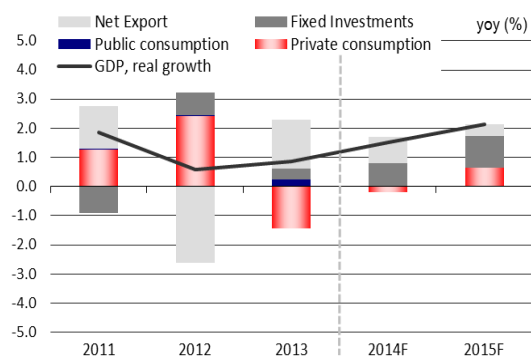
**Перспективи** – По-градивните условия на търсенето в ключови експортни партньори на България в еврозоната, както и умерено нарастване на харчовите, свързано с усвояването на средства от ЕС ще спомогнат за засилването на растежа на БВП през настоящата година. Делът на безработните обаче се очаква да остане висок, докато нужното коригиране на балансите на нефинансовия корпоративен сектор ще продължи да тежи на скоростта на възстановяването на вътрешното търсене. При наличието на значителен брой длъжници, които са под финансов натиск изключително ниските нива на инфлацията, които очакваме в следващите месеци може да се окажат болезнени, тъй като увеличават реалната стойност на съществуващия дълг и допълнително подкопават вече отслабените стимули за възстановяване на потреблението и инвестициите на частния сектор.

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

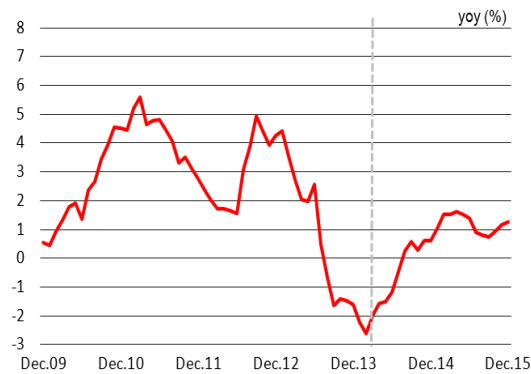
### КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- 14 май – Брой на наетите на трудов договор за 1Q14
- 15 май – Експресни оценки за БВП за 1Q14
- 25 май – Избори за Европейски парламент

### РАСТЕЖЪТ НА БВП ОСТАВА СЛАБ И НЕПОСТОЯНЕН



### ПОТРЕБИТЕЛСКИТЕ ЦЕНИ СТИГНАХА ДЪНОТО



Източник: НСИ, БНБ, UniCredit Research

### МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

	2011	2012	2013	2014F	2015F
GDP (EUR bn)	38.5	39.9	39.9	40.2	41.6
Population (mn)	7.3	7.3	7.2	7.2	7.2
GDP per capita (EUR)	5.255	5.481	5.514	5.585	5.807
<b>Real economy yoy (%)</b>					
GDP	1.8	0.6	0.9	1.5	2.1
Private Consumption	1.7	3.2	-1.8	-0.3	0.9
Fixed Investment	-6.5	4.0	-0.3	3.0	5.0
Public Consumption	0.3	0.3	2.9	0.1	0.1
Exports	12.3	-0.4	8.9	7.2	6.3
Imports	8.8	3.3	5.7	5.5	5.3
Monthly wage, nominal (EUR)	351	374	413	420	434
Unemployment rate, avg (%)	11.3	12.3	12.9	13.1	12.8
<b>Fiscal accounts (% of GDP)</b>					
Budget balance	-2.1	-0.5	-1.8	-2.2	-2.2
Primary balance	-1.4	0.3	-1.0	-1.3	-1.3
Public debt	15.3	17.6	17.9	24.7	26.6
<b>External accounts</b>					
Current account balance (EUR bn)	0.0	-0.5	0.8	0.3	-0.2
Current account balance/GDP (%)	0.1	-1.3	2.1	0.8	-0.4
Basic balance/GDP (%)	0.4	5.4	-1.5	2.8	1.8
Net FDI (EUR bn)	1.2	1.2	1.1	1.2	1.4
Net FDI (% of GDP)	3.1	3.0	2.8	3.0	3.4
Gross foreign debt (EUR bn)	36.2	37.6	37.1	36.7	36.3
Gross foreign debt (% of GDP)	94.1	94.2	93.0	91.2	87.2
FX reserves (EUR bn)	13.3	15.6	14.4	15.5	16.3
<b>Inflation/Monetary/FX</b>					
CPI (pavg)	4.2	3.0	0.9	-0.8	1.2
CPI (eop)	2.8	4.2	-1.6	0.6	1.3
Central bank reference rate (eop)	0.22	0.04	0.07	0.18	0.50
FX/USD (eop)	1.51	1.48	1.42	1.40	1.35
FX/EUR (eop)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
FX/USD (pavg)	1.41	1.52	1.47	1.43	1.39
FX/EUR (pavg)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96

## Растящият износ и средствата от ЕС остават с ключова роля за възстановяването

Месечните индикатори, публикувани за януари 2014 година подсказват за продължаващо бавно ускоряване на растежа, което е и част от нашата прогноза от последната тримесечна публикация

Растежът на БВП за цялата 2013 година се оказа по-висок от очакваното достигайки 0.9% (УниКредит: 0.6%), въпреки че данните за 2012 година бяха ревизирани на 0.6% (преди: 0.8%). Всички индикатори измерващи активността в икономиката отчетоха стабилен ръст на месечна база през януари 2014 година, докато индикаторите за нагласите в икономиката до февруари регистрираха подобрене спрямо ниските си равнища, подсказвайки за продължаването на постепенното възстановяване на реалния БВП и в началото на 2014 година.

Входящата информация потвърждава, че бавното възстановяване на българската икономика продължава приблизително в същите рамки, които бяхме заложили. Същото се отнася и за състава на растежа на БВП, който очакваме да продължи да бъде доминиран от износа и с умереното увеличение на харчовете свързани с усвояването на средства от ЕС. От друга страна, разочароващият темп на възстановяване на сектора на домакинствата, уловен в негативните ревизии в рамките на данните за БВП продължава да тежи на перспективите пред растежа. Факторът с най-голямо значение тук изглежда е ясно изразеното нежелание на потребителите да увеличат разходите си. Потиснатият ръст на кредита също не е от полза, въпреки че забавянето на кредита насочен към реалната икономика е свързан по-скоро с увеличаването на реалните лихвени нива, отколкото с възможността на банковия сектор да отпусне повече заеми, особено след подчертаното подобряване на условията на финансиране през изминалата година.

Последните данни за съотношението на работната сила към населението отразяват в значима степен ускоряващо се свиване на броя на хората във възрастовата група 15-64 години

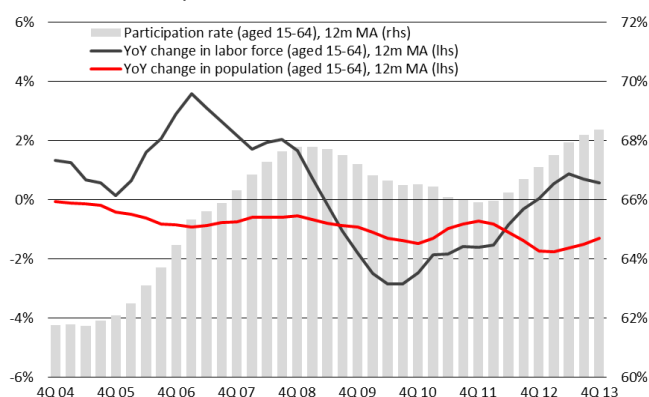
Последните данни за пазара на труда не успяха да впечатлят положително. Загубата на работна сила достигна 8 хил. души през 4Q13 сравнено с 4Q12, на фона на 30 хил. загубени работни места в икономиката, а 21 хил. души се присъединиха към групата на безработните. Разочароващ беше и фактът, че тези данни постъпиха след поредица от шест поредни тримесечия положително изменение на годишна база. В контекста на бързо намаляване на населението във възрастовата група от 15-64 години, съотношението на работната сила към населението (измерващо дялът от хората, които работят или търсят работа) се подобри до 68.6% през 4Q13 при 67.9% през 4Q12 и вече е над най-високата си стойност от преди началото на кризата през 4Q08.

Увеличението на заплатите през последните четири тримесечия значително надхвърля степента на повишаване на производителността на труда, което подсказва за по-слаб ръст на заплащането в следващите тримесечия

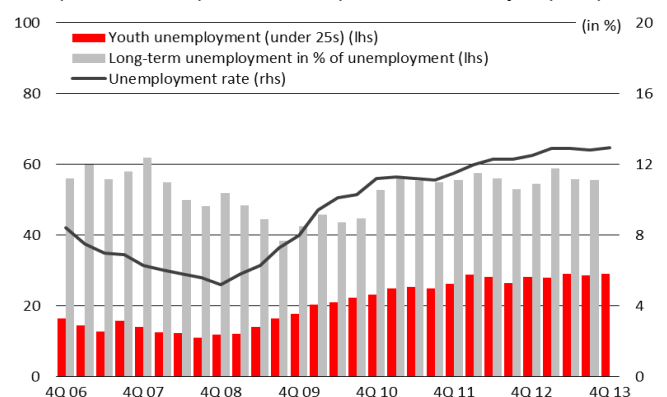
Същевременно, нормата на безработицата (13.1% през януари 2013), включително младежката (29% през 4Q13) и дългосрочната безработица (7.1% през 3Q13) останаха близко до най-неблагоприятните си исторически стойности, но скоростта на влошаването се забави спрямо 1H13 и особено 2012 година (виж дясната графика). Очакванията за заетостта, измерени чрез индикатори за нагласите, базирани на анкетни проучвания бяха със смесени резултати през последните три месеца отчитайки незначително влошаване при сектора на домакинствата и подобрене в промишлеността, услугите, продажбите на дребно и строителството.

### ПОСЛЕДНИТЕ ДАННИ ОТНОВО ПОТВЪРДИХА НЕСИГУРНОТО ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ ПРЕД ПАЗАРА НА ТРУДА

Работната сила расте, но...



...нормата на безработицата продължава да чупи рекорди



Източник: Евростат, НСИ, UniCredit Research

Реалният разполагаем доход на домакинствата отчете поредното, трудно-обяснимо увеличение на годишна база (7.7%) през 4Q13, подкрепен от двуцифрен ръст на заплатите (13%) и пенсиите (10.7%), в допълнение на значително увеличение на помощите за безработица (53.5%) и другите социални плащания (31.7%).

**Смесените данни от последните няколко месеца затрудняват формулирането на точната диагноза за местния пазар на труда.** Независимо от това, според нас е коректно да заявим, че пазарът на труда се стабилизира след продължителен и болезнен процес на коригиране, който започна през 2008 година, когато икономиката беше застигната от поредица от външни шокове. Все пак, това е стабилизиране на много ниски равнища, а значимо подобрение би могло да се случи само постепенно.

**Дефлацията остава основен риск за нашия базов макроикономически сценарии**

**Общата и базисната инфлация продължиха да клонят в негативна посока през последните три последователни месеца.** ИПЦ се понижи до най-ниското си историческо ниво (-2.6% на годишна база през февруари 2014 година, спрямо -1.6% през декември 2013 година) на фона на нови намаления на цените на електроенергията, по-ниски цени на горивата, както и сезонно поевтиняване на облеклата. Въпреки че остава по-малко явно от динамиката на общата инфлация спадът на базисните цени също продължава да чупи рекорди (намалявайки до -0.7% на годишна база през януари 2014 година при -0.3% през декември 2013 година).

**Продължаваме да смятаме, че все още липсват достатъчно доказателства за класическа дефлация в България – широко базирани, самоподхранващи се спадове на цените.** В рамките на кошницата от стоки и услуги, която се използва за оценка на динамиката на ценовото равнище 45% от позициите отчетоха спад на годишна база през февруари 2014 година. Въпреки че това не е пренебрежимо малко увеличение спрямо стойностите за декември (40%) и особено ноември 2013 година (35%) отявлените понижения на цените у нас (виж лявата графика) изглеждат не толкова широко разпространени колкото наблюдаваните в Япония през 1990-те години (средно 60%), което се счита за граница за определяне на дефлацията, като широко базирана. Също така има и прекалено малко доказателства, че дефлацията се превръща в самоподхранваща се, т.е. инфлационните очаквания дърпат надолу инфлацията в момента. Факт е, че краткосрочните очаквания за инфлацията (до толкова до колкото индикаторите за нагласите, базирани на анкети могат да бъдат използвани за заместител, поради липсата на достатъчно добре развит пазар на лихвени суопове у нас) са на ниски равнища (виж дясната графика). Все пак те остават на нива, които са над тези отчетени през 2009 година, когато икономическите събития преминаха без дефлационни последици. По-важен обаче остава фактът че липсват доказателства за отлагане на покупките на домакинствата с оглед възползване от по-ниските цени, което би трябвало да очакваме да наблюдаваме в дефлационна среда.

**Настоящият дефлационен натиск има по-скоро преходен характер, докато изключително ниската инфлация е феномен, който ще продължи да действа за дълъг период от време**

Нашето виждане за дефлацията е, че е подхранвана от значителното ниво на неизползван капацитет в икономиката, което е отражение на слабото възстановяване след поредица от шокове, комбинирани с потисната динамика на кредита. Съществува и значим еднократен компонент. Силната реколта на пшеница през миналата година доведе до понижение на цените на храните на годишна база. В допълнение, поредица от спорни решения за намаление на цените на електроенергията и топлоенергията за домакинствата, въведени от управляващите през 2013 година също спомогнаха за отрицателната динамика на цените. Тези фактори навеждат на мисълта, че съществуващият дефлационен натиск е по-скоро с преходен характер, а със заглъхането на тези еднократни влияния, комбинирани с постепенно икономическо възстановяване, формулирано и в базисния ни сценарии, ще доведат до намаляване на разликата между потенциалния и фактическия БВП, което ще облекчи и низходящия ценови натиск. С оглед на казаното до тук променихме прогнозите си за средногодишна инфлация и инфлация към края на периода до -0.8% и 0.6% за настоящата година и 1.2% и 1.3% за следващата.

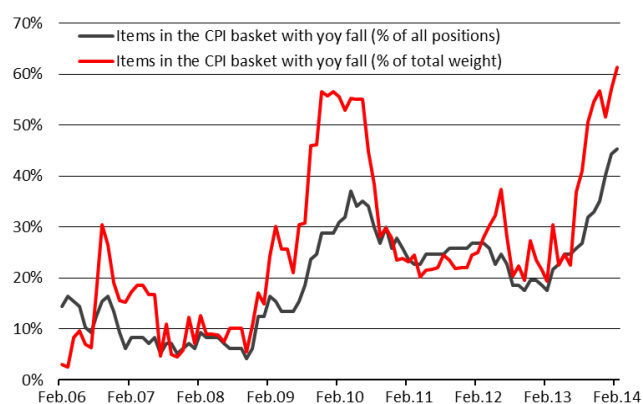
**На фона на значими еднократни фактори, когато търсим причините за продължаващата негативна ценова динамика очакваме малък до умерен риск от дефлация...**

...въпреки че потенциалът за абсорбиране на нов отрицателен шок е ограничен

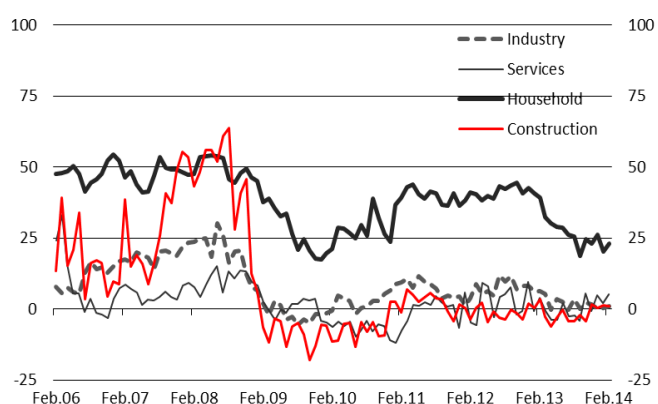
Очакванията ни са за малък до умерен риск от реализиране на класическа самоподхранваща се дефлационна спирала. Трябва да се отбележи все пак, че при наличието на значителен брой длъжници, които са под финансов натиск дори и изключително ниското ниво на инфлацията може да представлява проблем, тъй като е предпоставка за увеличаване на реалната стойност на дълга, повишаване на реалните лихвени равнища и по-малка корекция на сравнителните цени, които натежават на скоростта на и без това бавното икономическо възстановяване. В допълнение, с оглед на липсата на гъвкавост при номиналните заплати, устойчива отрицателна динамика на цените може да предизвика нови спадове в търсенето, които, от своя страна да са стимул за компаниите да освободят още работна ръка с цел да останат конкурентоспособни.

### ОТ ДНЕСНА ГЛЕДНА ТОЧКА НЕ ИЗГЛЕЖДА ДА СА НА ЛИЦЕ ДОСТАТЪЧНО ДОКАЗАТЕЛСТВА ЗА КЛАСИЧЕСКА, САМОПОДХРАНВАЩА СЕ ДЕФЛАЦИЯ

Делът на понижаващите се цени в кошницата на ИПЦ нараства



Краткосрочните инфлационни очаквания са силно занижени напоследък



Източник: Евростат, НСИ, UniCredit Research

## Ранното набиране на ликвидност от българския пазар приключи, остава излизането на външен пазар

Министерството на финансите премина с лекота първото си изпитание в рамките на операциите по управление на дълга през 2014 година и вече се подготвя да направи втората решителна стъпка от емисионната си политика през настоящата година. Министерството на финансите емитира голямо количество краткосрочни книжа през януари и февруари с цел изглаждане на сезонността във фискалните приходи и разходи в рамките на ход, който очакваме да се превърне в новата нормалност за емитирането на вътрешен дълг. Натрупаният ликвиден буфер трябваше да се справи и с неравномерния матуриретен профил на емитента, както и с лихвени плащания по външния дълг, на фона на негативни еднократни фактори (годишното изплащане на субсидиите за земеделски производители). Използвайки високата ликвидност в банковия сектор и стабилното търсене на краткосрочни книжа на правителството Министерството на финансите успя да пласира 3-, 6- и 9-месечен дълг за общата сума от 1.2 млрд. лв. или 1.52% от очаквания БВП за 2014 година при средно-претеглена доходност от 0.54% и коефициент на покритие от 1.89 пъти. Тези резултати се съпоставят положително спрямо параметрите на сходна емисия от преди година, когато 6-месечни книжа за 800 млн. лв. (1.02% от БВП за 2013 година) бяха пласирани на 1.00% доходност и коефициент на покритие от 1.45 пъти.

Емитирането на краткосрочен дълг в началото на годината беше при по-добри условия на финансиране за правителството през 2014 спрямо 2013

В рамките на 1Q Министерството на финансите успя да направи и крачка в посока увеличаване на резервите във валута с цел посрещане на падежиращите се през януари 2015 година книжа с номинал от 1.086 млрд. долара. Емитентът пропусна възможността за излизане на външен пазар през януари, от която се възползваха много от останалите суверени от ЦИЕ, а последните индикации са, че датата на аукциона ще бъде след изборите за Европейски парламент (25 май), а номиналът на емисията ще достигне 1.5 млрд. евро. Независимо от покъснатата дата очакванията ни са, че цената на финансиране за правителството няма да пострада поради редица фактори. На първо място очакваме, че търсенето ще остане високо, включително и от резиденти, особено от банковия сектор, тъй като доходността по книжа на вътрешния пазар със сходен матуриретен е по-малко атрактивна. На второ място, волатилността на регионалните пазари от последните седмици имаше силно ограничен ефект върху оценката на инвеститорите за българския дълг. 5-годишния CDS през март е само с 1% над нивото си към края на 2013 година (достигайки 125.5 базисни пункта), докато дългосрочният лихвен процент за оценка на степента на конвергенцията през февруари е с едва 15 базисни пункта над нивото си от края на 2013 година.

Увеличаването на резервите във валута през настоящата година също се очаква да намали цената на финансиране за правителството

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

### БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

EUR bn	2012	2013E	2014F	2015F
<b>Gross financing requirement</b>	<b>0.9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>
Budget deficit	0.2	0.7	0.9	0.9
Amortization of public debt	0.5	1.6	1.1	1.3
Domestic	0.4	0.6	1.0	0.4
Bonds	0.4	0.2	0.3	0.2
Bills	0.0	0.4	0.8	0.2
External	0.1	1.0	0.1	0.9
WB/EIB/JBIC/Others	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>Financing</b>	<b>0.9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>
Domestic borrowing	0.6	1.2	1.4	0.8
Bonds	0.6	0.6	0.7	0.6
Bills	0.0	0.6	0.6	0.2
External borrowing	1.3	0.6	2.0	0.6
Bonds	1.0	0.0	1.5	0.0
WB/EIB/JBIC/Others	0.4	0.6	0.5	0.6
Privatization	0.0	0.0	0.1	0.1
Fiscal reserves change (- = increase)	-1.1	0.7	-1.1	1.0

### БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

EUR bn	2012	2013E	2014F	2015F
<b>Gross financing requirement</b>	<b>16.1</b>	<b>15.8</b>	<b>14.4</b>	<b>15.0</b>
C/A deficit	0.5	-0.8	-0.3	0.2
Amortization of medium to long term debt	5.5	6.2	5.0	5.4
Government/central bank	0.3	1.2	0.3	1.1
Banks	0.8	0.8	0.8	0.7
Corporates	4.4	4.2	3.9	3.6
Short term debt amortization	10.1	10.4	9.7	9.4
<b>Financing</b>	<b>16.1</b>	<b>15.8</b>	<b>14.4</b>	<b>15.0</b>
FDI	1.2	1.1	1.2	1.4
Portfolio flows	-0.9	-0.1	0.6	0.2
Borrowing	6.9	5.6	6.3	4.7
Government/central bank	1.3	0.6	2.0	0.6
Banks	0.8	0.7	0.5	0.5
Corporates	4.7	4.3	3.8	3.7
Short term	10.4	9.7	9.4	9.1
EU transfers	1.0	1.3	1.4	1.3
Other	-0.4	-2.9	-3.4	-0.8
Change in FX reserves (- = increase)	-2.2	1.1	-1.1	-0.8

Източник: БНБ, Министерство на финансите, 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.