

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



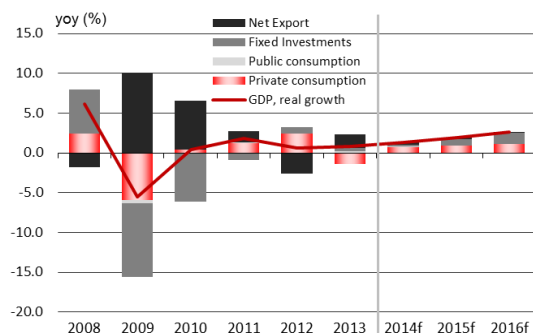
Перспективи – Комбинация от вътрешни и външни фактори ще тежи на перспективите пред растежа в остатъка от тази и през следващата година. Те включват по-слаб от първоначално очаквания растеж в развиващите се пазари (BRIICS + Турция), негативното въздействие, което неотдавнашното ескалиране на геополитическото напрежение се очаква да има върху световната търговия, както и увеличената несигурност породена от срива на четвъртата по големина банка в страната. Резултатът е ревизиране на долу на прогнозата ни за ръста на БВП през 2014 г. (до 1.3% от 1.5%) и 2015 г. (до 1.9% от 2.1%). Парламентарните избори през октомври най-вероятно ще доведат до прехвърляне на властта в ръцете на основната дясно-ориентирана партия ГЕРБ. Очакванията ни са, че средата за провеждане на непопулярни реформи и качеството на провежданата икономическа политика ще се подобрят след изборите.

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

КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- 5 октомври – избори за Народно събрание
- 4Q – Ревизия на Бюджет 2014 и приемане на Бюджет 2015
- 4Q – Разрешаване на кризата с КТБ
- 14 ноември – Експресни оценки за БВП за 3Q2014

РАСТЕЖЪТ НА БВП ОСТАВА СЛАБ И НЕПОСТОЯНЕН



ПОТРЕБИТЕЛСКИТЕ ЦЕНИ СТИГНАХА ДЪННОТО



МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
GDP (EUR bn)	39.9	39.9	39.9	41.0	42.7
Population (mn)	7.3	7.2	7.2	7.2	7.1
GDP per capita (EUR)	5 481	5 512	5 542	5 722	5 992
Real economy yoy (%)					
GDP	0.6	0.9	1.3	1.9	2.6
Private Consumption	3.2	-1.8	1.0	1.2	1.5
Fixed Investment	4.0	-0.3	3.3	4.3	6.0
Public Consumption	0.3	2.9	0.7	-0.2	-0.2
Exports	-0.4	8.9	2.3	3.1	3.5
Imports	3.3	5.7	1.7	2.6	3.1
Monthly wage, nominal (EUR)	374	413	425	442	464
Unemployment rate, avg (%)	12.3	12.9	12.0	11.1	9.8
Fiscal accounts (% of GDP)					
Budget balance	-0.4	-1.9	-5.0	-2.7	-2.6
Primary balance	0.3	-1.0	-4.1	-1.8	-1.6
Public debt	17.6	17.9	27.4	30.6	34.9
External accounts					
Current account balance (EUR bn)	-0.3	0.8	0.6	0.5	-0.2
Current account balance/GDP (%)	-0.8	1.9	1.6	1.1	-0.4
Basic balance/GDP (%)	1.2	4.3	4.0	4.1	3.4
Net FDI (EUR bn)	0.8	1.0	1.0	1.2	1.6
Net FDI (% of GDP)	2.0	2.4	2.4	3.0	3.8
Gross foreign debt (EUR bn)	37.8	37.3	36.4	36.1	35.6
Gross foreign debt (% of GDP)	94.6	93.5	91.2	88.2	83.5
FX reserves (EUR bn)	15.6	14.4	14.9	16.3	17.2
Inflation/Monetary/FX					
CPI (pavg)	3.0	0.9	-1.4	0.7	1.5
CPI (eop)	4.2	-1.6	-0.6	1.2	1.7
Central bank reference rate (eop)	0.04	0.07	0.00	0.02	0.27
FX/USD (eop)	1.48	1.42	1.44	1.40	1.43
FX/EUR (eop)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
FX/USD (pavg)	1.52	1.47	1.44	1.42	1.42
FX/EUR (pavg)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96

Източник: НСИ, БНБ, UniCredit Research

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

Вътрешни и външни фактори помрачават перспективите пред растежа

След слабото начало на годината, положителната изненада, която нетният експорт отчете се оказа ключова за по-силния от очакваното ръст на икономиката през 2Q14

Вътрешното търсене отчете по-смесена картина през 2Q14: инвестициите се увеличиха за шесто поредно тримесечие (0.8% qoq), докато спада в индивидуалното потребление (0.2% qoq) беше очаквана корекция, след прекомерно големият ръст от 1.2% през 1Q14

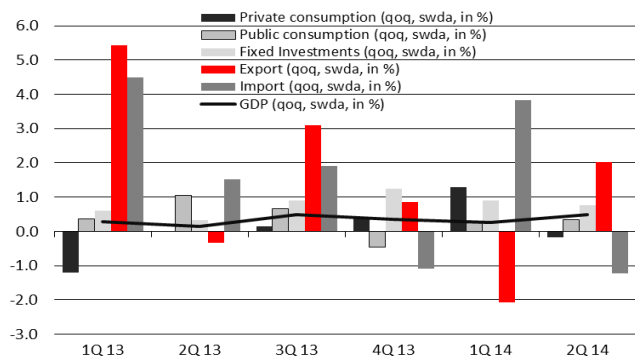
Ревизирахме надолу прогнозата си за реален ръст на износа за 2014 г. (до 2.3% от 4.6%) и 2015 г. (до 3.1% от 5.0%)

Тежките наводнения през юли и септември изглежда също ще имат отрицателно влияние върху ръста на икономиката през останалата част от тази година, който обаче все още не може да бъде оценен с точност

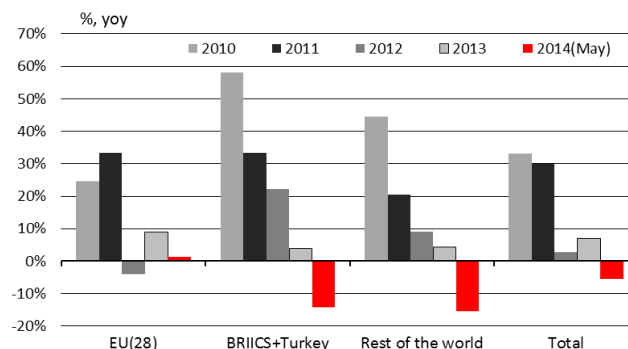
Ръстът на БВП през 2Q14 се ускори до най-високата си стойност на тримесечна база (0.5%) за последните две години, но поради комбинация от вътрешни и външни фактори перспективите пред растежа за остатъка от тази и следващата година изглеждат не толкова обещаващи. Започвайки с външните фактори, представянето на износа се разви по-слабо от очакваното, тъй като световната търговия след силно начало на годината загуби инерция, докато нашите очаквания бяха за ускоряване в хода на 2014 г. или поне стабилизиране близко до нивата, наблюдавани в края на 2013 г. По-конкретно, износет към развиващите се пазари (BRIICS + Турция), който общо формира около 15% от обема на българския стоков износ, се оказа под нашите очаквания. Перспективите пред износа се помрачават допълнително и от увеличаването на геополитическото напрежение, свързано с руското нахлуване в Украйна, чието негативното въздействие беше подценено в прогнозите ни отпреди три месеца. Отдавна защитаваме тезата, че Русия и Украйна се явяват експортни дестинации с второстепенно значение за България и докато размяната на санкции остава концентрирана в ограничен брой сектори, въздействието на тази криза върху реалната икономика се очаква да остане малко. Но неотдавнашното ескалиране на конфликта ни принуди да преоценим въздействието, което той има върху световната икономика и по-конкретно върху тази на Европа. Ние, в УниКредит Груп вече гледаме на геополитическия шок, задействан от този конфликт много сериозно и смятаме, че той ще задълбочи слабостта на световната търговия в краткосрочен план. Допускайки висока вероятност за допълнителни санкции и ответни санкции в следващите месеци решихме да предвидим значително понижение в темповете на растеж на износа през 2H14 и 1H15, като част от нашия базисен сценарий.

На вътрешния фронт икономиката остава в състояние на несигурност, тъй като съдбата на четвъртата по големина банка (КТБ) остава неясна, докато третата по размер банка (ПИБ) получи значителна ликвидна подкрепа от страна на правителството. Базисният ни сценарий предвижда разрешаване на кризата с изпадналата в затруднения КТБ чрез процес по несъстоятелност и пълно възстановяване на ликвидната подкрепа, която ПИБ получи от държавата, въпреки че това ще изисква повече от първоначално планираното време. Като част от мерките за реакция, МВФ и СБ ще започнат Програма за оценка на финансовия сектор (FSAP), докато консултант от частния сектор ще бъде привлечен за провеждането на изчерпателни и задълбочени анализи и стрес тестове на ниво отделни банки, за да се набележат мерки за подобряване на тяхното финансово състояние.

Стабилният ръст на износа през 2Q14 спомогна за преодоляването на повечето от загубите от 1Q14...



...но износет към BRIICS + Турция през тази година е далече под очакваното



Източник: НСИ, UniCredit Research

Ревизирахме надолу нашата вече лишена от блясък прогноза за реалния ръст на индивидуалното потребление за 2014 г. (до 1.0% от 1.1%) и 2015 г. (до 1.2% от 1.4%)

Смятаме, че има реални шансове България да излезе със стабилно правителство след изборите, насрочени за 5 октомври

Все още остава неясно дали ГЕРБ ще има достатъчно места в следващия парламент за формирането на самостоятелно правителство или ще се наложи да търси коалиционен партньор в лицето на някоя от останалите десни партии

ГЕРБ изглежда могат да се похвалят с по-добри резултати при провеждането на реформи от социалистите, като също така се очаква да са под по-силен натиск да постигне на прогрес в посока намаляване на съществуващите структурни дисбаланси в редица ключови сфери на икономиката

По-слабото външно търсене, комбинирано с повишената несигурност, породена от кризата в сегмента на частните банки с българска собственост също се очаква да засегне негативно индивидуалното потребление и може би донякъде и инвестициите, чрез канала на очакванията. Нагласите вече отчетоха известно влошаване, както показват по-слабите резултати на компонента на очакванията от показателя ESI (Economic Sentiment Indicator) през последните три месеца и особено през август. Най-дълбок спад беше отчетен в секторите ориентирани към вътрешното търсене, докато поне за сега ориентираният към експорта сектор на промишлеността не се поддава на тази тенденция. Това се очаква да се промени постепенно, тъй като трудностите, пред които се изправя експорта ще станат по-ясно изразени през остатъка от 2014 г. и в началото на 2015г.

Нагласите в сектора на домакинствата също се придвижиха надолу, като детайлните данни показват, че потребителите са склонни да задържат разходите и допълнително да увеличат спестяванията си в краткосрочен план.

В опит да обхванем всички тези събития, включително по-силния от очакваното растек през 2Q14, който успя частично да неутрализира последствията от очаквания по-слаб икономически ръст в еврозоната през втората половина на тази и в началото на следващата година, както и проблемите на банковия сектор у нас заложихме понижение на прогнозата ни за ръста на БВП за 2014 г. до 1.3% (от 1.5%) и до 1.9% (от 2.1%) за 2015 г.

Последните проучвания на електоралните нагласи сочат, че парламентарни избори през октомври най-вероятно ще доведат до прехвърляне на властта в ръцете на основната дясно-ориентирана партия ГЕРБ. Очакванията ни са, че качеството на провежданата политика след изборите ще се подобри. Също така смятаме, че условията за провеждане на непопулярни реформи също ще бъдат по-благоприятни след вота през октомври.

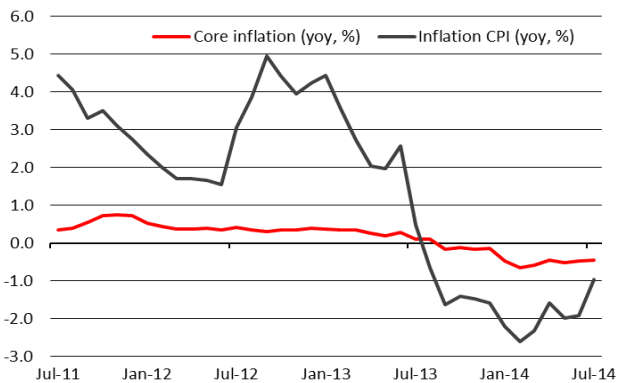
От ГЕРБ разбират, че състоянието на бюджета е разочаровашо (дефицитът, изчистен от еднократни фактори, свързани с кризата в банковия сектор показва значително влошаване през настоящата година), но трудно може да се разглежда като катастрофално с оглед на нивото на съотношението на дълг към БВП на суверена. Според нас, ГЕРБ е малко вероятно да повторят миналите си грешки в сферата на фискалната политика. Те изглеждат убедени, че в ситуация на отрицателна базисна и обща инфлация (виж лявата графика) и висока безработица (актуалните данни за безработицата за юли 2014 г. показват понижение под пиковите равнища от едва 1.6 процентни пункта за период от 15 месеца – виж дясната графика) всякакви опити за агресивна фискална консолидация ще доведат икономиката до нова рецесия.

Значителен прогрес по отношение на пенсионната реформа също изглежда вероятен, предвид решимостта на ГЕРБ да осъществи някои от трудните решения, нужни за балансиране на системата, включително затягане на контрола над процеса по раздаване на пенсии за нетрудоспособност, увеличаване на осигуровките с около 2 п.п. и може би дори обвързване индексацията на пенсиите с реално събраните осигуровки.

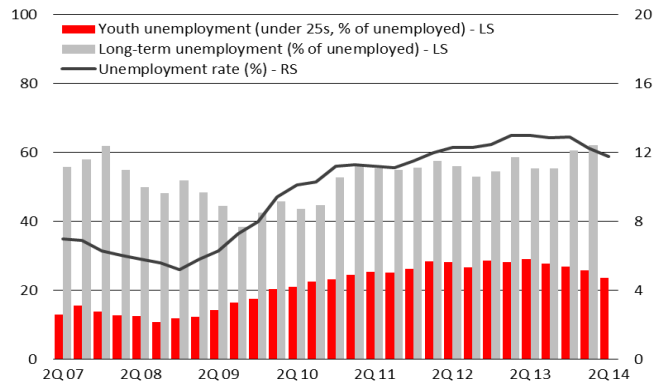
Налице са широко базирани очаквания, че ГЕРБ ще отмени популистките понижения на цените на електроенергията, наложени от предходното правителство като ще разшири достъпа на бедните домакинства до държавна подкрепа за електро и топлоенергия. Докато ГЕРБ разбират, че справянето с дълбоките структурни дисбаланси в този сектор на икономиката изисква много повече от просто увеличение на цените, то изглежда неясно до къде са склонни да стигнат, когато стане въпрос за ограничаване на руското влияние върху местния енергиен сектор посредством диверсификация на доставките на първични енергийни ресурси и може би по-значимото – чрез смели стъпки за подобряване ефективното използване на енергия от бизнеса и сектора на домакинствата.

В по-малка степен сме оптимисти за перспективите за реформи пред секторите здравеопазване и образование. Очаквания от нас напредък е ограничен, предвид на липсата на достатъчна яснота по отношение на необходимите коригиращи мерки и най-вече поради неохотата на ГЕРБ и десните партии като цяло да увеличат публичните разходи за тези два сектора преди всички структурните реформи да бъдат напълно осъществени.

Базисната инфлация остава в негативна територия поради ниското търсене...



... докато нивото на безработицата се понижава прекалено плавно



Източник: Eurostat, НСИ, UniCredit Research

Очакваме завръщане на суверена на пазара на Евробондове през 1H2015

Очакваме Министерството на финансите да възстанови фискалните буфери, като успее да задържи разходите за финансиране ниски...

...чрез излизане на пазара на Евробондове през 1H2015...

...и увеличавайки незначително емитирането на средносрочни и дългосрочни книжа на вътрешния пазар през следващата година

Като продължение на скорошните събития в българската икономика и натиска върху публичните финанси (свързани основно с кризата в сегмента на частните банки с българска собственост и замразяването на плащания на средства по европейски оперативни програми) очакваме, че Министерството на финансите ще предприеме промяна в посока поддържането на по-големи фискални буфери. Предвиждаме тази промяна в провежданата политика да проличи още през ноември, когато в Парламента ще видим ревизия на бюджета за тази и дискусии за параметрите на бюджета за следващата година.

Накратко, очакваме възстановяване на фискалния резерв (до ниво от около 8% от БВП), след свиването му през януари до най-ниските за последните години равнища (до около 4.8% от БВП при средна стойност от 7.6% за последните пет години), поради падежи на емисии на външен и вътрешен дълг. Това ще се случи на фона на нуждата от поддръжане на бюджетна позиция най-малкото неутрална по отношение на растежа в средносрочен план, което би трябвало да накара Министерството на финансите да се насочи към по-натоварен емисионен календар. През 4Q, с оглед на времевите ограничения за организирането на още едно успешно излизане на международните пазари очакваме повишение на емисиите на ДЦК на вътрешния пазар, като в прогнозата си сме заложили около 2 млрд. лв. брутна емисия, концентрирани през ноември и декември.

Очакваме, че Министерството на финансите ще се възползва от благоприятните условия за финансиране от международните пазари в началото на 2015 г. Като се има предвид, че цените на българските облигации и премиите по 5-годишния CDS възстановиха по-голямата част от първоначалните загуби предизвикани от банковата криза през юни и юли очакваме суверенът да емитира Евробондове за около 1.4 млрд. евро през 1H15.

Очакваме разходите за финансиране от вътрешния пазар на ДЦК да намалее още на фона на изобилната ликвидност в българския банков сектор и все още ниското търсене на кредит в икономиката. Допълнителна подкрепа ще окаже и вливането на ликвидност от вътрешния и външния пазар на правителствен дълг, която ние оценяваме на 2.7 млрд. лв. или 3.5% от БВП за 2014 г. през периода ноември-януари. Все пак, за да минимизира рисковете от изтласкването на частния сектор, емитирането на средносрочни и дългосрочни книжа от суверена през 2015 г. да бъде едва малко над нивата наблюдавани през последните години (с изключение на 2014 г.), докато прогнозата ни за значителен ръст в емисията на краткосрочен дълг е свързана с покриването на непосредствените нужди от финансиране в началото на годината и изглаждане на сезонността на бюджета през цялата 2015 г.

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

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

EUR bn	2013	2014F	2015F	2016F
Gross financing requirement	1.8	4.0	2.9	2.4
Budget deficit	0.7	2.0	1.1	1.1
Amortization of public debt	0.9	1.8	1.6	1.1
Domestic	0.1	1.8	0.8	1.1
Bonds	0.1	0.4	0.1	0.5
Bills	0.0	1.4	0.8	0.6
External	0.8	0.0	0.8	0.0
WB/EIB/JBIC/Others	0.2	0.2	0.2	0.2
Financing	1.8	4.0	2.9	2.4
Domestic borrowing	1.2	2.7	1.7	2.5
Bonds	0.6	1.3	0.7	1.6
Bills	0.6	1.4	0.9	0.8
External borrowing	0.6	2.0	2.0	0.6
Bonds	0.0	1.5	1.4	0.0
WB/EIB/JBIC/Others	0.6	0.5	0.6	0.6
Privatization	0.0	0.0	0.0	0.0
Fiscal reserves change (- = increase)	0.0	-0.7	-0.8	-0.7

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА

EUR bn	2013	2014F	2015F	2016F
Gross financing requirement	15.7	13.9	14.0	12.8
C/A deficit	-0.8	-0.6	-0.5	0.2
Amortization of medium to long term debt	6.1	4.8	5.1	3.9
Government/central bank	1.0	0.2	1.0	0.2
Banks	0.8	0.7	0.6	0.5
Corporates	4.2	3.9	3.5	3.2
Short term debt amortization	10.4	9.7	9.4	8.7
Financing	15.7	13.9	14.0	12.8
FDI	1.0	1.0	1.2	1.6
Portfolio flows	-0.1	1.3	1.0	0.2
Borrowing	5.5	6.1	5.9	4.3
Government/central bank	0.6	2.0	2.0	0.6
Banks	0.6	0.5	0.4	0.4
Corporates	4.3	3.7	3.5	3.2
Short term	9.7	9.4	8.7	8.0
EU transfers	1.4	1.2	1.1	1.2
Other	-2.9	-4.6	-2.5	-1.6
Change in FX reserves (- = increase)	1.1	-0.5	-1.4	-0.9

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.