

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



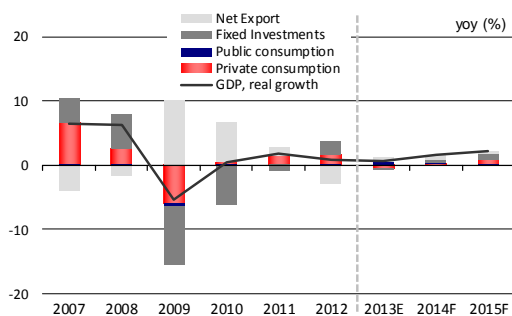
**Перспективи** – Увеличение на износа в комбинация с някои еднократни фактори, като солидната зърнена реколта и повишените разходи на правителството спомогнаха растежът на БВП да се ускори до 0.5% qoq през 3Q2013. Данните за пазара на труда показаха смесени резултати през последните три месеца, докато потребителските цени демонстрираха сигнали за стабилизиране през септември и октомври, след като отчетоха рекордно ниски стойности през първите осем месеца на 2013 г. Важно е и че външната позиция беше подсилена през 3Q2013, докато перспективите за растежа пред ключови търговски партньори на страната се подобриха допълнително през 2014. На този фон, смятаме, че икономиката ще покаже допълнителни сигнали за възстановяване през следващата година, но значимо ускоряване на растежа на БВП все още не се очаква. На този фон решихме да оставим оценката си за реалния ръст на БВП за 2013 непроменена на 0.5%, докато тази за 2014 ревизирахме нагоре до 1.5% спрямо 1.3% преди това.

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

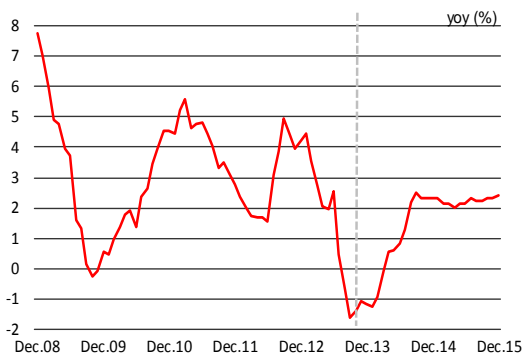
### КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- февруари – Брой на наетите на трудов договор за 4Q13
- февруари – Експресни оценки за БВП за 4Q13
- февруари – падеж на 43% от ДЦК емитирани на вътрешния пазар с матуридет през 2014

### РАСТЕЖЪТ НА БВП ЩЕ ПРОДЪЛЖИ ДА Е СЛА



### ИПЦ ЩЕ ИЗЛЕЗЕ ОТ ДЕФЛАЦИЯ ПРЕЗ 2014



Източник: НСИ, БНБ, UniCredit Research

### МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

	2011	2012	2013E	2014F	2015F
GDP (EUR bn)	38.5	39.7	40.3	41.3	43.1
Population (mn)	7.3	7.3	7.2	7.2	7.2
GDP per capita (EUR)	5.255	5.445	5.559	5.733	6.015
<b>Real economy yoy (%)</b>					
GDP	1.8	0.8	0.5	1.5	2.1
Private Consumption	1.7	2.0	-0.9	0.1	1.0
Fixed Investment	-6.5	0.8	1.9	2.4	4.8
Public Consumption	0.3	-0.4	4.3	2.9	-0.5
Exports	12.3	-0.4	8.8	7.6	6.5
Imports	8.8	3.7	6.6	6.0	5.5
Monthly wage, nominal (EUR)	351	397	413	431	454
Unemployment rate, avg (%)	11.3	12.3	13.0	13.2	12.9
<b>Fiscal accounts (% of GDP)</b>					
Budget balance	-2.1	-0.5	-2.0	-2.4	-2.2
Primary balance	-1.4	0.3	-1.1	-1.5	-1.3
Public debt	15.3	17.6	18.3	22.9	23.5
<b>External accounts</b>					
Current account balance (EUR bn)	0.0	-0.5	1.0	0.9	0.3
Current account balance/GDP (%)	0.1	-1.3	2.4	1.5	0.0
Basic balance/GDP (%)	0.4	5.4	1.2	2.9	1.1
Net FDI (EUR bn)	1.2	1.2	1.0	1.2	1.4
Net FDI (% of GDP)	3.1	3.0	2.5	2.8	3.3
Gross foreign debt (EUR bn)	36.2	37.6	35.3	34.4	33.3
Gross foreign debt (% of GDP)	94.1	94.8	89.2	85.6	79.8
FX reserves (EUR bn)	13.3	15.6	15.5	16.7	17.4
<b>Inflation/Monetary/FX</b>					
CPI (pavg)	4.2	3.0	1.0	1.0	2.2
CPI (eop)	2.8	4.2	-1.2	2.3	2.4
Central bank reference rate (eop)	0.22	0.04	0.04	0.22	0.93
FX/USD (eop)	1.51	1.48	1.45	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

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

## Икономиката ще покаже повече признаци на възстановяване през следващата година

На тримесечна база растежът на БВП през 3Q13 достигна най-високото си ниво от 2Q12

Оставяме оценката си за растежа на БВП за тази година непроменена на 0.5%, но ревидираме прогнозата си за 2014 нагоре до 1.5% (при 1.3% преди това)

Перспективите пред българската икономика са балансирани между позитивите от подобряващата се перспектива пред ключовите търговски партньори на страната, което ще подпомогне износа и голяма част от промишлеността и нуждата от заемане с тежките институционални и по-широки структурни предизвикателства, след години на пренебрегване на необходимостта от промени в провежданата политика. Забавянето на растежа през 1H13 (до едва 0.2% на годишна база през 2Q13) беше последван от ускоряване до 0.5% на тримесечна база през 3Q13, което освен от ръст на износа беше подпомогнато и от солидната зърнена реколта и повишените разходи на правителството, след като се взе решение да увеличаване на бюджетния дефицит за текущата година до 2.0% от БВП (спрямо 1.35%). През следващата година икономиката се очаква да продължи по пътя на плахото възстановяване, постигайки подобрене на реалния темп на растеж на БВП от 0.5% уоу през 2013 до 1.5% през 2014 (ревидиран нагоре от 1.3% преди).

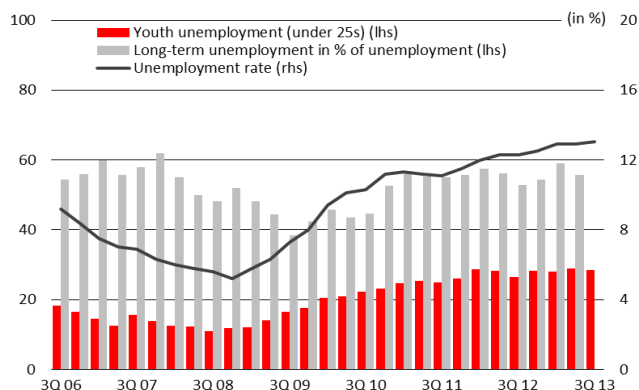
В краткосрочен план, обаче значимо ускоряване на растежа не се очаква, като крехкостта и неуравновесеността ще останат сред основните характеристики на процеса на възстановяване. Няма съмнение, че възстановяването на износа, което наблюдавахме до този момент на годината ще се пренесе и през 2014, докато доброто усвояване на средства от ЕС ще продължи да предоставя стимули за инвестициите. Но тези два положителни фактора са прекалено недостатъчни, за да компенсират широко базираната слабост на икономиката на вътрешния фронт. Възстановяването на инвестициите и индивидуално потребление ще продължи да изостава, докато продължаващата политическа нестабилност добавя към усещането за несигурност и увеличава времето, в което компаниите ще се въздържат от започване на нови големи проекти и увеличаване на броя на наетите. След като бюджетният дефицит беше увеличен до 2% от БВП през 2013, свободното пространство за допълнителни фискални стимули намалва значително. Преди всичко, дълбокото недоверие вероятно ще продължи да парализира почти всяко усилие на настоящата администрация да предприеме реформите, насочени към ограничаване на поведението на търсене на облаги и подсилване на ролята на институциите - важни за ефективното функциониране на свободния пазар, които са нужни спешно за поставянето на икономиката на по-добра траектория на растеж.

Данните за пазара на труда бяха смесени

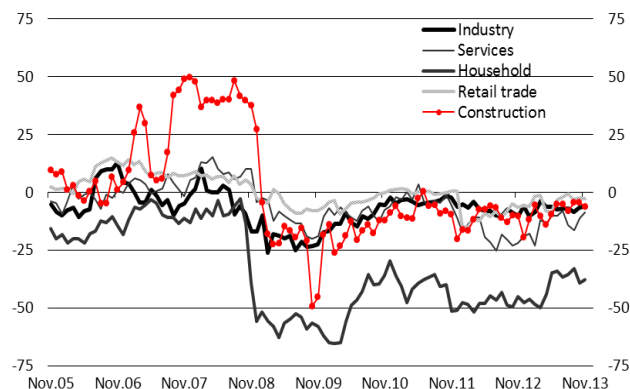
След като пазарът на труда показва колебливи признаци на подобрене през 1Q13 и 2Q13, данните публикувани през 3Q13 не успяха да впечатлят с позитивни новини. Сезонно изгладените данни за безработицата отчетоха повишение с една десета до 13.2% през октомври, спрямо месец по-рано, което е и най-лошият резултат

### ПАЗАРЪТ НА ТРУДА ИЗГЛЕЖДА ПРАВИ ПЪРВИ СЪПКИ В ПОСОКА НА ДЪЛГО И НЕ РАВНО ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ

Безработицата изглежда е близо до пика си



Нагласите за нивото на заетостта се подобриха



Източник: Eurostat, HСИ, UniCredit Research

отчетен след август 2003. Младежката безработица (28.5%) и дългосрочната безработица (55.7%) също останаха на опасно високи равнища. Още по-разочароващ е и фактът че икономиката загуби 4 хил. работни места през 3Q13 в сравнение със същия период на миналата година, след като 2 хил. и други 27 хил. се върнаха на работа през 1Q13 и 2Q13. Въпреки че очакванията на бизнеса и домакинствата по отношение на заетостта отчетоха известно подобрене от началото на годината, те остават далече от нивата, които обичайно се свързват със стабилен ръст на броя на заетите.

**Но голямата картина не беше изцяло негативна.** Делът на населението (на възраст между 15-64 г.), което работи или търси активно работа (съотношение също така известно като коефициент на активност) нарасна до 69.6% през 3Q13 от 68.6% през 3Q12 и 66.7% през 3Q11. Реалният разполагаем доход на домакинствата също допринесе за потока от добри новини, след като нарасна с 12.7% на годишна база през 3Q13, въпреки че е трудно да се обясни значителният ръст от 12.5% на годишна база в дохода от работна заплата и особено увеличението от 44.4% в т.н. други доходи, комбинацията от които допринесе за приблизително 2/3 от общия ръст. Според нас тези съдържат индикация, че най-лошото е зад нас и заетостта ще започне постепенно да възвръща позициите загубени по време на кризисните години. Все пак, убедителното възстановяване на пазара на труда ще е много бавен процес. Това е не само защото една немалка част от причините за слабостта на пазара на труда са структурни (което се вижда в твърде високите стойности на младежката и дългосрочната безработица), но и защото значимо ускоряване на растежа на БВП не се очаква скоро. Продължаващото политическо напрежение е друга пречка за възстановяването на пазара на труда в краткосрочен план, тъй като прави компаниите предпазливи, което от своя страна тежи на решенията за назначаване на нов персонал.

**Дефлацията е един от ключовите рискове пред нашия основен макроикономически сценарий**

**Опасенията за понататъшен спад в цените намаляха през октомври, след като ИПЦ нарасна на месечна база за втори пореден месец, подкрепен от сезонно повишение в цените на храните и облеклата.** Така, спада в цените от началото на година достигна 1.7% през октомври спрямо рекордно ниското равнище от 2.2% през август 2013. Ние гледаме на дефлацията, като на негативна новина, тъй като тя води до повишаване на реалната стойност на дълга и намалява, вече и без това слабите стимули за потреблението. Освен това, ако инфлационните очаквания останат закотвени в отрицателна територия прекалено дълго, рискът от самоподхранваща се дефлационна спирала е по-вероятно да нарасне. Според нас, спада в цените е отражение преди всичко на значителното забавяне на икономиката, която продължава да работи под капацитета си за пета поредна година. В допълнение, няколко еднократни фактори, като ниските цени на вноса и политически-мотивираното решение за намаление на цените електроенергията за домакинствата с 5% през август, също допринесоха за спада в потребителските цени, на който сме свидетели през първите осем месеца от годината. На този фон, ние очакваме спад от 1.2% в ИПЦ в края на година и средногодишна инфлация от 1% за 2013.

**Перспективите за следващата година са по-благоприятни, обаче и ние не сме особено притеснени, че българската икономика ще се окаже в класическа дефлационна спирала, която да сложи край на процеса на възстановяване.** Какво ни кара да мислим така? На първо място, еднократните фактори, които допринесоха за спада на ИПЦ от началото на годината постепенно затихват. Може би още по-важно е, че инфлационните очаквания започнаха да се придвижват нагоре през последните няколко месеца, както за цените на потребител, така и на тези на производител, след като независимият регулатор обяви, че не очаква нови намаления на цените на електро и топлоенергията през 2014. Даже и международно определяните цени на храните и първичните енергийни ресурси да останат като цяло без промяна през следващата година, което е част от нашия глобален макроикономически сценарий, макар и минимално по-силното вътрешното търсене, което очакваме да се материализира през 2014 година също би трябвало да спомогне дефлационните процеси в българската икономика да приключат.

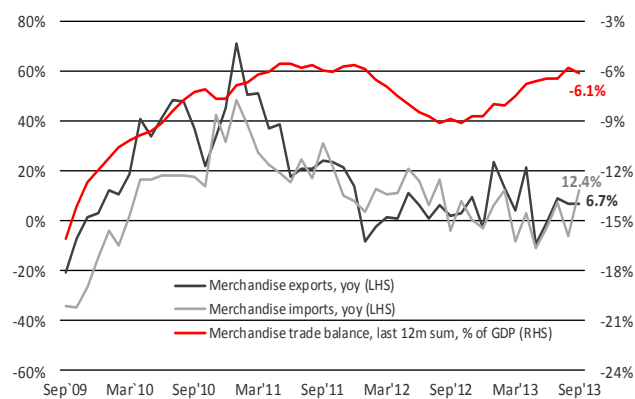
**Значителното подобрене на външната позиция на страната показва, че ребалансирането на икономиката в голямата си част е приключило**

**Външната позиция на България претърпя значително подобрене от началото на годината.** Този процес беше задвижван от износа на стоки (7.8% ръст на годишна база), както и увеличаване на усвояването на средства от ЕС (ръст от 36.3%, ако се наблюдават входящите текущи трансфери на публичния сектор), които направиха възможно текущата сметка да постигне най-високия излишък за първите девет месеца на годината (3.4% от БВП) в историята. Износът на стоки беше подпомогнат от двуцифрен ръст за първите девет месеца от началото на годината в износа на суровини за хранително-вкусовата промишленост, медицински и козметични продукти, рафинирани нефтени продукти и инвестиционни стоки. Всичко това подсили външната позиция, което е добра новина на фона на все още високата външна задлъжнялост на страната, която последните данни оценяват на 92.4% от БВП през септември 2013. По-силната външна позиция се отрази и на индикаторите за задлъжнялост на икономиката, включително дълг към износ и разходи за обслужване на дълга към износа, които в момента са далече от опасните стойности, които бяха достигнали през 2008 и особено през 2009, когато обемите на износа се свиха драматично.

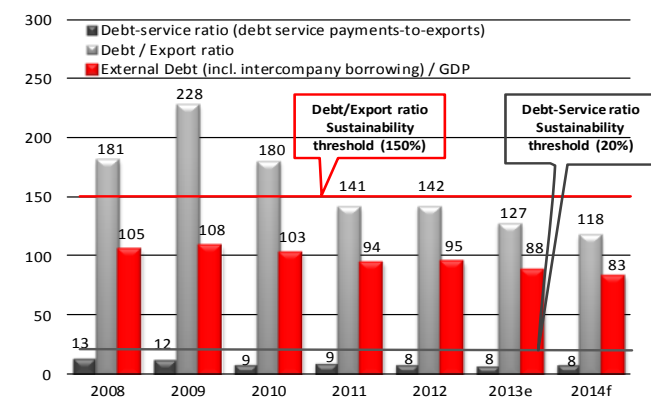
**Тези резултати не само сочат, че сме станали свидетели на значително подобряване на конкурентоспособността на българската икономика, но и че сега е налице буфер за поемане на евентуални бъдещи външни шокове, които не съществуваше в миналите години.** Допълнителна положителна новина се съдържа и във факта, че брутните нужди от външно финансиране на българската икономиката, оценени като сумата от баланса по текущата сметка плюс дълга, който се падежира през следващите дванадесет месеца са намалели значително. По-точно те са спаднали от завишените нива от 16.1 млрд. евро (или 41% от БВП) през миналата година до висока, но значително по-лесно управляема сума достигаща 14.8 млрд. евро (37% от БВП) през тази и 13.1 млрд. евро (или 32% от БВП) през следващата година.

#### ПОЛОЖИТЕЛНАТА ДИНАМИКА ВЪВ ВЪНШНАТА ТЪРГОВИЯ ПОДПОМОГНАХА ИКОНОМИКАТА ПО РЕДИЦА КАНАЛИ

Търговският баланс се подобри благодарение на устойчив ръст на износа



Индикаторите за задлъжнялост претърпяха значително подобрене



Източници: НСИ, БНБ, Министерство на финансите, UniCredit Research

## Емисионната политика през 2014: опит да надделее над политическия шум

Министерството на финансите ще трябва да се обърне към пазара на евробондове, за да осигури ранното финансиране за падежиращата се през януари 2015 глобална облигация деноминирана в долари

Емисиите на дълг на вътрешния пазар ще бъде концентрирано в началото на годината

Изобилието от ликвидност във финансовия сектор ще подкрепи цените на ДЦК независимо от високото за стандартите на българската икономика предлагане

Управлението на дълга през 2014 ще бъде под силното влияние на еднократни фактори. Ранното финансиране на падежиращата се емисия в размер на 1.271 млрд. долара през януари 2015 е ключова за емисионния план за 2014, като ние смятаме, че ще бъде осигурено чрез излизане на пазара на евробондове с деноминирана е евро облигация, която надвишава непосредствените нужди на емитента. В нашия сценарий е инкорпорирано емитирането на 5-годишна книга с номинал от 1.7 млрд. евро при заложен от Закона за бюджета горна граница от 1.994 млрд. евро. Намирането на точния момент за излизане на пазарите ще е от важно значение на фона на вътрешната политическа несигурност и ние очакваме това да се случи през 3Q14, или малко след изборите за европарламент, насрочени за май.

На вътрешния фронт, според нас, емитентът ще заложи на емитирането на повече дълг в началото на годината, за да може да изглади сезонността на бюджетния баланс. В допълнение, матурираният профил на вътрешния дълг, падежиращ се през 2014 (43% през февруари, 29% през юни и 28% през септември) допълнително подкрепя тезата, че е нужно натрупването на повече буфери в началото на 2014, за да може да бъде осигурено плавното функциониране на бюджета през годината.

Независимо от изключително голямото предлагане на дълг за българските стандарти, което ние оценяваме на 2.2% от БВП на вътрешния пазар и 4.1% на пазара на евробондове, очакваме то да бъде посрещнато от значително търсене, основно благодарение на завишената ликвидност във финансовия сектор, която допълнително допринася за задържане на доходността на ДЦК на ниски нива. На фона на комбинация от слабо търсене за нови кредити и процес на ребалансиране на външната позиция на банковия сектор, която е приключила за повечето участници на пазара, очакваме българските банки да използват увеличението на депозити от резиденти през 2014 година (оценено на 4.6% ръст на годишна база), за да изплатят част от най-скъпото си финансиране и да увеличат експозицията си към книга с фиксиран доход.

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>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>
Budget deficit	0.2	0.8	1.0	0.9
Amortization of public debt	0.5	1.6	1.0	1.2
Domestic	0.4	0.6	0.9	0.4
Bonds	0.4	0.2	0.5	0.2
Bills	0.0	0.4	0.4	0.2
External	0.1	1.0	0.1	0.8
WB/EIB/JBIC/Others	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>Financing</b>	<b>0.9</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>
Domestic borrowing	0.6	1.1	0.9	1.2
Bonds	0.6	0.6	0.8	1.0
Bills	0.0	0.6	0.1	0.2
External borrowing	1.3	0.7	2.2	0.6
Bonds	1.0	0.0	1.7	0.0
WB/EIB/JBIC/Others	0.4	0.7	0.5	0.6
Privatization	0.0	0.0	0.1	0.1
Fiscal reserves change (- = increase)	-1.1	0.7	-0.9	0.6

### БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА

EUR bn	2012	2013E	2014F	2015F
<b>Gross financing requirement</b>	<b>16.1</b>	<b>14.8</b>	<b>13.1</b>	<b>13.4</b>
C/A deficit	0.5	-1.0	-0.9	-0.3
Amortization of medium to long term debt	5.5	6.2	4.7	5.0
Government/central bank	0.3	1.2	0.3	1.0
Banks	0.8	0.8	0.8	0.7
Corporates	4.4	4.2	3.7	3.3
Short term debt amortization	10.1	9.7	9.3	8.7
<b>Financing</b>	<b>16.1</b>	<b>14.8</b>	<b>13.1</b>	<b>13.4</b>
FDI	1.2	1.0	1.2	1.4
Portfolio flows	-0.9	-0.9	0.6	0.0
Borrowing	6.9	5.6	6.2	4.3
Government/central bank	1.3	0.7	2.2	0.6
Banks	0.8	0.7	0.5	0.5
Corporates	4.7	4.2	3.5	3.3
Short term	9.7	9.3	8.7	8.2
EU transfers	1.0	1.3	1.2	1.3
Other	0.3	-1.5	-3.4	-1.1
Change in FX reserves	-2.2	0.1	-1.2	-0.7

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.