

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



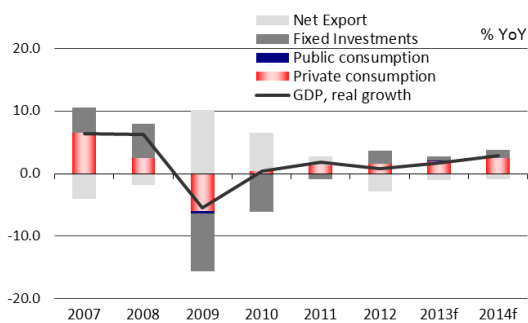
**Перспективи** – Годишният растеж на БВП за цялата 2011 и 2012 година беше ревизиран в положителна посока до 1.8% и 0.8% (от 1.7% и 0.5%). Очакваме износът и брутото капиталобразуване да бъдат в минимална степен по-слаби през 2013 година от прогнозите ни преди три месеца, след като търсенето в еврозоната най-вероятно ще има нужда от повече време, за да се подобри, докато повишената несигурност във връзка с предсрочните парламентарни избори ще удължи времето, в което компаниите стоят в режим на изчакване. Тези негативни фактори ще бъдат компенсирани от фискална политика, която подпомага растежа в по-голяма степен, тъй като очакванията ни са следващото правителство да инвестира повече средства, за подобряване на конкурентоспособността и за преодоляването на бедността. На този фон, оставяме нашата прогноза за ръста на БВП за 2013 и 2014 година непроменена на съответно 1.7% и 2.8%.

Автор: Кристофор Павлов, Главен икономист за България (Kristofor.Pavlov@UniCreditGroup.bg)

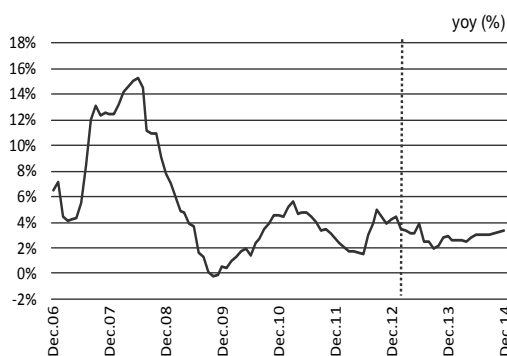
### КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- 10 май – Брой на наетите на трудов договор за 1Q
- 12 май – Предсрочни парламентарни избори
- 15 май – Експресни оценки за БВП за 1Q

### РЪСТ НА БВП И ПРИНОС ПО КОМПОНЕНТИ



### ИНФЛАЦИЯ (ИПЦ)



Източник: НСИ, БНБ, UniCredit Research

### МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

	2010	2011	2012	2013F	2014F
GDP (EUR bn)	36.1	38.5	39.7	41.5	43.9
Population (mn)	7.5	7.3	7.3	7.2	7.2
GDP per capita (EUR)	4 804	5 255	5 446	5 731	6 097
<b>Real economy yoy (%)</b>					
GDP	0.4	1.8	0.8	1.7	2.8
Private Consumption	0.6	1.7	2.0	2.6	3.2
Fixed Investment	-18.3	-6.5	0.8	2.8	5.6
Public Consumption	-0.5	0.3	-0.4	0.6	0.0
Exports	14.7	12.3	-0.4	2.3	4.5
Imports	2.4	8.8	3.7	3.5	5.3
Monthly wage, nominal (EUR)	331	351	392	425	459
Unemployment rate (%)	11.3	11.8	12.3	11.9	11.1
<b>Fiscal accounts (% of GDP)</b>					
Budget balance	-3.9	-2.1	-0.5	-1.9	-2.2
Primary balance	-3.3	-1.4	0.3	-1.0	-1.3
Public debt	14.7	15.3	17.6	17.6	21.7
<b>External accounts</b>					
Current account balance (EUR bn)	-0.5	0.1	-0.3	-1.0	-1.6
Current account balance/GDP (%)	-1.5	0.3	-0.7	-2.3	-3.6
Basic balance/GDP (%)	-1.1	0.4	5.4	1.6	4.9
Net FDI (EUR bn)	0.6	1.6	1.2	1.6	2.0
Net FDI (% of GDP)	1.7	4.1	3.1	3.9	4.5
Gross foreign debt (EUR bn)	37.0	35.8	37.8	37.3	38.5
Gross foreign debt (% of GDP)	102.7	93.1	95.4	89.7	87.6
FX reserves (EUR bn)	13.0	13.3	15.6	16.2	18.4
<b>Inflation/Monetary/FX</b>					
CPI (pavg)	2.4	4.2	3.0	3.0	2.9
CPI (eop)	4.5	2.8	4.2	2.9	3.3
Central bank reference rate (eop)	0.2	0.2	0.0	0.1	0.6
FX/USD (eop)	1.47	1.51	1.48	1.40	1.37
FX/EUR (eop)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
FX/USD (pavg)	1.48	1.41	1.52	1.44	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

## България ще инвестира в ускоряване на растежа

**Ръстът на БВП се забави в последното тримесечие на годината**

**Запазваме нашата дълго поддържана конструктивна позиция за растежа на БВП непроменена, независимо от натрупването на повече несигурност покрай предсрочните парламентарни избори**

**Политиката на строги фискални ограничения започна да граничи с крайности през последното тримесечие на 2012**

**Поддържането на стабилна макроикономическа политика в настоящата обстановка е необходимо, но не и достатъчно условие за ускоряване на растежа**

БВП отчете нулев растеж през 4Q12 спрямо едно тримесечие по-рано (забавяйки се до 0.5% на годишна база), след като износът и индивидуалното потребление загубиха инерция. Същевременно, годишният растеж беше ревизиран в положителна посока до стойности от 1.8% и 0.8% на годишна база за 2011 и 2012 година, от предварителните 1.7% и 0.5%. Поглед върху ревизираните данни за БВП по компоненти по метода на разходите показва, че темпът на възстановяване на потреблението е бил по-слаб, което все пак е било балансирано от сходни по размер, но с положителен знак ревизии на бруто капиталобразуване. Ранните индикатори за нивото на икономическата активност през първия месец от настоящата година са със сравнително окуражаващи резултати. Индустиалното производство и произведената продукция в строителството нараснаха с 1.1% и 3.8% на месечна база през януари 2013 година, докато продажбите на дребно отчетоха по-малък от очаквания спад от едва 0.4% на месечна база. Всички тези данни подкрепят нашата фундаментална представа, че възстановяването ще протича постепенно и ще бъде задвижвано от индивидуалното потребление, и в по-малка степен – от износа и бруто капиталобразуване. Очакваме износът и бруто капиталобразуване да бъдат в минимална степен по-слаби през 2013 година от прогнозите ни преди три месеца, след като търсенето в еврозоната най-вероятно ще има нужда от повече време, за да започне да се подобрява, докато повишената несигурност във връзка с предсрочните парламентарни избори ще удължи времето, в което компаниите стоят в режим на изчакване. Действието на тези фактори, обаче ще бъде компенсирани от фискална политика, която подпомага растежа в по-голяма степен, тъй като очакванията ни са следващото правителство да започне да инвестира повече за преодоляването на проблемите с бедността. На този фон оставяме нашата прогноза за ръста на БВП за 2013 и 2014 година непроменена на съответно 1.7% и 2.8%. Пътят, по който тези стойности ще бъдат достигнати на тримесечна база също остава без съществена промяна спрямо прогнозата ни от преди три месеца – очакваме ограничен положителен ръст през 1Q и 2Q, който да бъде последван от постепенно ускоряване на темповете, с които протича процесът на възстановяване през 3Q и 4Q.

Политиката на строги фискални ограничения започна да достига екстремни пропорции през 4Q 2012, когато отиващото си правителство на ГЕРБ отчете дефицит по-нисък от заложените в бюджета със сума равняваща се на 0.8% от БВП на страната. Очаквано, дефицитът се увеличи до BGN 536 млн. (спрямо BGN 286 млн. преди година) през първия месец от годината, в следствие на еднократни фактори, включително по-високите разходи за обслужване на дълга, по-висока вноска в бюджета на ЕС и по-ниски приходи от корпоративен данък, тъй като правилата за администриране на данъка върху корпоративните печалби бяха променени по начин, който позволява увеличаване на сроковете за събиране.

Но, след като уличните протести срещу строгите фискални ограничения и влошаването на стандарта на живот принудиха дясното правителство на ГЕРБ да подаде оставка, едва четири месеца преди края на своя мандат, стана ясно, че водената политика ще претърпи промяна. Именно неуспехът на заминаващото си правителство да увеличи растежа и да подпомогне създаването на повече нови работни места, в крайна сметка доведе до най-сериозното изпитание пред социалната и политическата стабилност за страната от протестите срещу корупцията в началото на 2009 година. Като резултат от тези събития, растежът се очаква да заеме централна позиция и да се превърне в най-важния приоритет за следващото правителство, независимо какъв ще е неговият състав или колко широко-базирана ще е управляващата коалиция. Ускоряването на растежа ще има нужда от нещо повече от поддържането на макроикономическа стабилност. Три са основните причини за това. Първо, структурните реформи могат да генерират икономически растеж, но ще са необходими поне няколко години, за да може ефектът от тях да окаже своето влияние върху икономическата активност и броя на работните места. Второ, възстановяването на вътрешното търсене остава крехко и ще продължи да протича бавно поради задържащия ефект на макроикономическите дисбаланси натрупани по време на периода на бум. И на последно място, и може би най-разочаровашо е, че пътят за изход от кризата, който износът би трябвало да предложи не съществува, тъй като повечето от държавите, към които износът на България е насочен традиционно, са в рецесия. Всичко това сочи, че България се нуждае от повече инвестиции,

**Нашето виждане е, че умерено фискално разхлабване е оправдано като се има предвид фазата от икономическия цикъл, в която се намира България в момента**

**С оглед на непроменящия се коефициент на безработица в началото на 2013 година, се съмняваме, че пазарът на труда ще успее да подпомогне възстановяването на разходите на домакинствата по какъвто и да е начин през първата половина на годината**

**Широко-базираните подобрения в платежния баланс продължават**

за да подкрепи ускоряването на икономическия растеж. Това ни кара да мислим, че стопанската политика на следващото правителство ще комбинира политиките за запазване на макроикономическата стабилност с усилия за ускоряване на структурните реформи и недопускане забавяне на усвояването на средства от ЕС с внимателно оформени фискални стимули. Повече от всичко, тези стимули трябва да се фокусират върху онези инвестиции, които имат най-високия потенциал да подобрят капацитета на икономиката да произвежда повече стоки и услуги в дългосрочен план, като същевременно подпомогнат търсенето в краткосрочен план. Важно е също така, размерът на фискалните стимули да бъде внимателно преценен, за да се избегнат рисковете за устойчивостта на публичните финанси.

Същевременно, няма място за съмнение, че фискалната позиция на страната е достатъчно силна, за да направи такъв завой във водената политика възможен. Последните данни сочат, че дефицитът и дългът в публичния сектор са съответно на нива от 0.5% (декември 2012) и 15% (януари 2013) от БВП. Общият обем на правителствените разходи към БВП достига едва 35.4% през 2012 година, което прави преразпределението на ресурси през бюджета на България най-ниското в ЕС. Това е резултат не само от факта, че България има едно от най-ниските нива на данъчно облагане в ЕС, но и, че за последните четири години от началото на кризата, отиващото си правителство на ГЕРБ успя да стабилизира публичните финанси без да прибегва до увеличаване на данъците.

Всичко това осигурява достатъчно поле за умерено по размер и безрисково увеличение на фискалните разходи, при положение, че те са насочени към инициативи, които ще подобрят конкурентоспособността на икономиката и ще помогнат да започне решаването на проблемите с бедността. На този фон, нашите очаквания са бюджетният дефицит да се повиши до 1.9% от БВП през 2013 година и до 2.2% през 2014, в сравнение с 1.3% и 0.9% при предишните ни прогнози от преди три месеца.

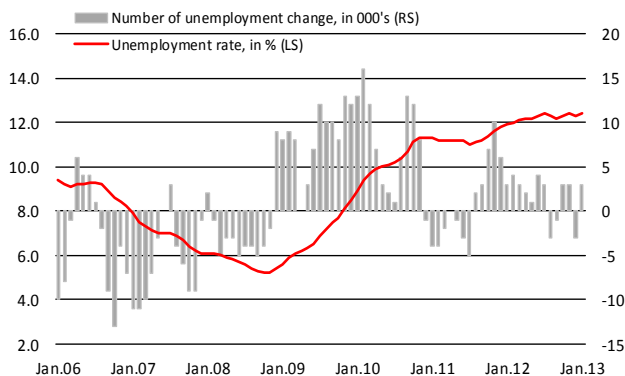
Коефициентът на безработица продължи да се влошава през януари 2013 година и все още няма сигнали, че възстановяването на пазара на труда ще се засили в близките месеци. Сезонно изгладеният коефициент на безработица остана без изменения в коридора от 12.2% до 12.4% за десети пореден месец, което е поредното доказателство, че в настоящия момент солидните фискални показатели и устойчивата макроикономическа рамка са ключови, но не и достатъчни условия, за ускоряване на растежа и създаване на повече работни места. Няма причини за оптимизъм що се отнася до следващите няколко месеца, тъй като последните анкети за нагласите на мениджърите на компании по отношение на заетостта не успяха да покажат окуражителни резултати. Балансът между очакванията на мениджърите за наемане и съкращаване на служители продължава да е отрицателен във всички сектори на икономиката през януари 2013 година, въпреки някой незначителни и движени от сезонни фактори подобрения на месечна база в индустрията, продажбите на дребно и строителството. Оставката на правителството най-вероятно ще се превърне в поредния фактор с отрицателна тежест за възстановяването на пазара на труда в краткосрочен план, тъй като увеличава степента на несигурност и удължава периода от време, в който компаниите ще се въздържат от стартирането на значими проекти и наемането на работна ръка. Предвид всички това, не очакваме да се стигне до забележим спад на коефициента на безработица през 1Н 2013. Надеждите за по-значимо възстановяване на пазара на труда остават свързани с 2Н 2013, когато фискалните стимули подпомагачи растежа, сравнително по-високият износ и ускоряването на темпа на усвояване на средства от ЕС би трябвало да помогнат на коефициента на безработица да отстъпи до 11.9% през декември.

Текущата сметка отчете малък дефицит (от 0.7% спрямо БВП) за изминалата 2012 година, в сравнение с излишък в близки размери (от 0.3% спрямо БВП) година по-рано. Финансовата сметка, от друга страна, претърпя значимо подобрение от дефицит в размер от 2% от БВП през 2011 година до излишък от 5.4% от БВП през 2012 година. Това отразява значителното подобряване на капиталовите потоци насочвани през на практика всички институционални сектори на икономиката, след като ситуацията на глобалните финансови пазари се подобри чувствително след средата на 2012 година. Показателите за устойчивост на външния дълг, включително коефициентът на външен дълг към БВП, разходи за обслужване на дълга към обем на износа и общ размер на дълга към обем на износа също се подобриха и вече са на

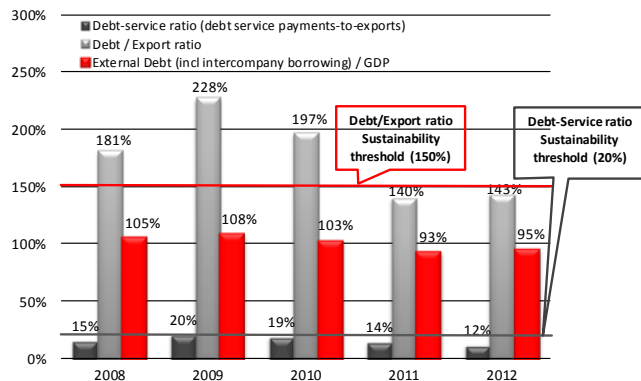
**Уязвимостта от външни фактори беше ограничена, но все още не е изчезнала напълно**

нива под тези, считани за проблемни за стандартите на развиваща се икономика. В същото време външните пасиви на нефинансовия корпоративен сектор остават значителни, което сочи, че процесът на намаляване на задлъжнялостта не е приключил и ще продължи да има задържащ ефект върху темповете на възстановяване на икономиката през следващите няколко години. Поглеждайки към оставащите месеци от тази и напред към 2014 година не виждаме нужда от значителна промяна на прогнозата си за платежния баланс. Оставката на правителството не е фактор с голямо значение, тъй като се случи само четири месеца преди края на мандата му. Разбира се, можем да очакваме незначително по-слаби входящи капиталови потоци (включително и що се отнася до ПЧИ) през тази година, след като предвид на създалата се ситуация бизнесът ще остане в режим на изчакване няколко месеца повече. Но като изключим това краткосрочно забавяне на капиталовите потоци насочвани към България, увеличената политическа турбулентност, според нас, няма да има негативни последици върху дългосрочния капацитет на страната да привлече инвестиции.

### Пазар на труда



### Индикатори за устойчивост на външния дълг



Източници: БНБ, НСИ, UniCredit Research

## Стратегия: Ограничена възможност за повишения на цените на ДЦК

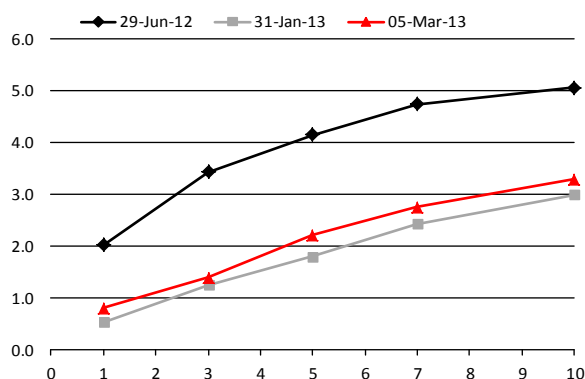
Доходността по ДЦК и рисковите CDS премии вече започнаха да се движат надолу, след като достигнаха пик в началото на март – две седмици, след като правителството подаде оставка

По-голямата част от потенциала за повишения в цените на ДЦК вече беше усвоена от пазара и възможностите за подобрене на доходността са ограничени. Това е факт въпреки скорошното влошаване на доходността по ДЦК свързана с политическата криза. Тъй като инвеститорите гледат на тези събития като на краткосрочно нарушаване на динамиката на пазара на дълг, спредът по суверенния CDS вече започна да се свива отново, докато движенията по кривата на доходността също бяха ограничени и продължават да са на значително по-добра позиция от тази през 2012 година (виж графиките по-долу). С оглед на очакванията ни за ограничаване на политическия шум в края на 2Q и с навлизането в 3Q, очакваме рисковите премии по суверенния CDS да се завърнат на стабилни нива от малко над 100 базисни пункта (в сравнение с последния им пик от 138), като 1/3 от затягането вече е усвоено от пазарите. Доколкото става въпрос за движение на доходността по ДЦК, според нас има ограничена възможност за подобрения до около 3% в 10-годишния край на кривата (от около 3.30% през последните седмици) и до около 0.60% в късия край на кривата (от около 0.80%). Това е възможно благодарение на факта, че фундаменталните фискални показатели остават на практика без значима промяна.

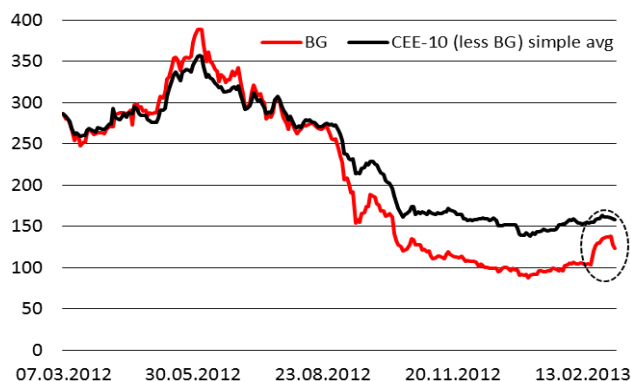
Автор: Никола Георгиев, Икономист (Nikola.R.Georgiev@UniCreditGroup.bg)

### ПОЛИТИЧЕСКИЯТ ШУМ ИМАШЕ СИЛНО ОГРАНИЧЕН ЕФЕКТ ВЪРХУ ДИНАМИКАТА НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ

Графика 1: Крива на доходността на ДЦК (в %)



Графика 2: 5-годишен суверенен CDS (в базисни точки)



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

### БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

EUR bn	2011	2012	2013F	2014F
<b>Gross financing requirement</b>	<b>1.5</b>	<b>0.9</b>	<b>2.6</b>	<b>1.8</b>
Budget deficit	0.8	0.2	0.8	1.0
Amortization of public debt	0.5	0.5	1.6	0.6
Domestic	0.4	0.4	0.6	0.5
Bonds	0.4	0.4	0.2	0.5
Bills	0.0	0.0	0.4	0.0
External	0.1	0.1	1.0	0.1
WB/EIB/JBIC/Others	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>Financing</b>	<b>0.9</b>	<b>1.4</b>	<b>1.7</b>	<b>2.6</b>
Domestic borrowing	0.6	0.6	1.5	1.0
Bonds	0.6	0.6	1.1	1.0
Bills	0.0	0.0	0.4	0.0
External borrowing	0.2	0.8	0.2	1.6
Bonds	0.0	1.0	0.0	1.5
WB/EIB/JBIC	0.2	-0.2	0.2	0.1
Other	0.1	0.0	0.0	0.0
Fiscal reserves change (- = increase)	0.5	-0.6	0.9	-0.8

### БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА

EUR bn	2011	2012	2013F	2014F
<b>Gross financing requirement</b>	<b>16.5</b>	<b>15.6</b>	<b>16.4</b>	<b>15.4</b>
C/A deficit	-0.1	0.3	0.9	1.5
Amortization of medium to long term debt	5.4	5.4	5.8	4.6
Government/central bank	0.3	0.3	1.2	0.3
Banks	0.8	0.8	0.7	0.6
Corporates	4.3	4.3	4.0	3.8
Short term debt amortization	11.2	9.9	9.7	9.2
<b>Financing</b>	<b>16.9</b>	<b>17.8</b>	<b>17.1</b>	<b>17.6</b>
FDI	1.6	1.2	1.6	2.0
Portfolio flows	-0.4	-1.6	-0.2	-0.1
Borrowing	5.6	6.6	7.2	4.5
Government/central bank	0.3	0.8	0.2	1.6
Banks	0.8	0.8	0.2	0.3
Corporates	4.5	5.0	6.9	2.6
Short-term	9.9	9.7	9.2	8.8
EU transfers	0.7	1.0	1.1	1.0
Other	-0.6	0.8	-1.9	1.4
Change in FX reserves (- = increase)	-0.4	-2.2	-0.7	-2.2

Източници: 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.