

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



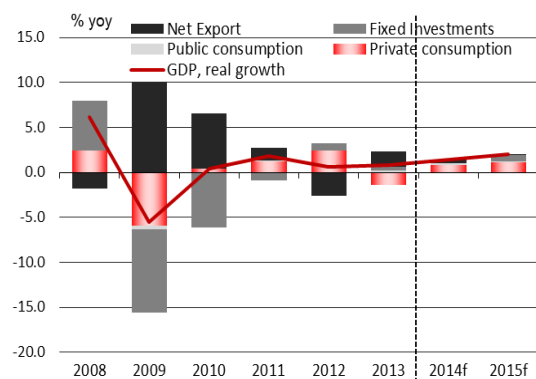
Перспективи – Възстановяването на еврозоната набра скорост и продължава да движи българския износ. Също така, външните дефицити бяха редуцирани, докато банковият сектор значително подобри способността си да подпомага процеса на възстановяване. Но рискът, че процесът на възстановяване може да отнеме още много години се увеличава, тъй като инфлацията е на необичайно потиснати нива докато безработицата остава опасно висока. Всичко това сочи, че е необходимо да се направи повече, за да се сложи край на най-дългия период на потиснат икономически растеж. Овен необходимостта от адресиране на структурните дисбаланси в секторите на енергетиката и железопътния транспорт, според нас, има нужда и от умерени и добре насочени фискални стимули в подкрепа на растежа. Те трябва да бъдат фокусирани около концепцията за увеличаване на съвкупното търсене в краткосрочен план, като в същото време помогнат на икономиката да увеличи капацитета си да произвежда повече стоки и услуги в средносрочен и дългосрочен план.

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

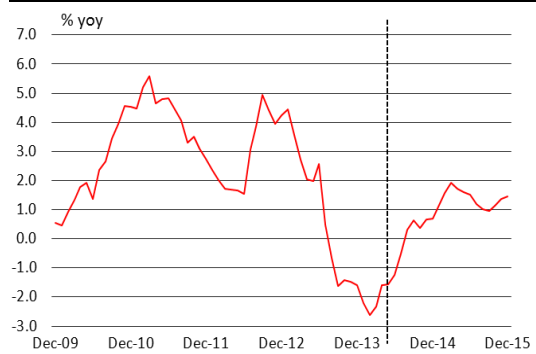
КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- 3Q – Емитиране на външен дълг в размер от EUR 1.5 млрд.
- 3Q – Предсрочни избори за Народно събрание
- 14 август – Експресни оценки за БВП за 2Q14

РАСТЕЖЪТ НА БВП ОСТАВА СЛАБ И НЕПОСТОЯНЕН



ПОТРЕБИТЕЛСКИТЕ ЦЕНИ СТИГНАХА ДЪНОТО



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	5 512	5 581	5 811
Real economy yoy (%)					
GDP	1.8	0.6	0.9	1.5	2.1
Private Consumption	1.7	3.2	-1.8	1.1	1.4
Fixed Investment	-6.5	4.0	-0.3	2.0	4.4
Public Consumption	0.3	0.3	2.9	2.1	1.5
Exports	12.3	-0.4	8.9	4.6	5.0
Imports	8.8	3.3	5.7	3.5	4.4
Monthly wage, nominal (EUR)	351	374	413	431	459
Unemployment rate, avg (%)	11.3	12.3	12.9	12.9	12.5
Fiscal accounts (% of GDP)					
Budget balance	-2.1	-0.4	-1.9	-2.3	-2.2
Primary balance	-1.4	0.3	-1.0	-1.4	-1.3
Public debt	15.3	17.6	17.9	24.5	24.8
External accounts					
Current account balance (EUR bn)	0.0	-0.3	0.8	0.7	0.1
Current account balance/GDP (%)	0.1	-0.8	1.9	1.7	0.3
Basic balance/GDP (%)	3.2	1.2	4.3	4.5	3.6
Net FDI (EUR bn)	1.2	0.8	1.0	1.1	1.4
Net FDI (% of GDP)	3.1	2.0	2.4	2.8	3.3
Gross foreign debt (EUR bn)	36.2	37.8	37.3	37.1	36.4
Gross foreign debt (% of GDP)	94.1	94.6	93.5	92.2	87.5
FX reserves (EUR bn)	13.3	15.6	14.4	16.0	16.8
Inflation/Monetary/FX					
CPI (pavg)	4.2	3.0	0.9	-0.8	1.4
CPI (eop)	2.8	4.2	-1.6	0.7	1.5
Central bank reference rate (eop)	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2
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

Източник: НСИ, БНБ, UniCredit Research

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

Необходимо е повече, за да се спре стагнацията

Растежът на БВП през 1Q14 достигна 0.3% на тримесечна база, което потвърди продължаващото постепенно възстановяване, въпреки че отчетеното повишение е по-ниско от очакванията ни

Завоят към по-малко рестриктивна фискална политика беше добра новина...

...но спрениите структурни реформи и задълбочаването на структурните пречки в секторите енергетика и железопътен транспорт е смущаващо

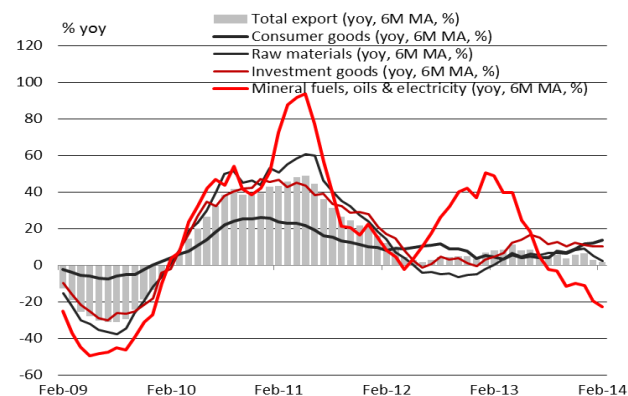
Комбинацията от застаряващо население, високо ниво на корпоративен дълг в някои сектори и увеличаващи се реални лихви по кредитите в комбинация с твърде затегнатата фискална политика пречат на темповете на възстановяване

Основното предизвикателство пред българската икономика е скоростта на възстановяване. Независимо от положителната ревизия до 0.3% на тримесечна база от 0.2% отчетени първоначално, реалният ръст на БВП през 1Q14 не успя да впечатли със силата си. Отчетеният ръст остана на средното ниво от тримесечните ръстове през последните три тримесечия, но под това, което сочеха (0.5% на тримесечна база) силните резултати регистрирани от всички месечни индикатори отчитащи икономическата активност през 1Q14. Растежът се дължеше на значително нарастване на запасите и скромно повишение на индивидуалното потребление и правителствените разходи през месеците предхождащи изборите за европейски парламент, докато износьт загуби скорост (виж лявата графика) поради влиянието на еднократни технически фактори.

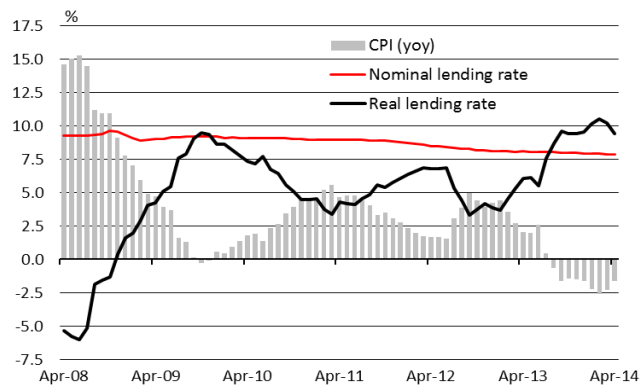
Налице са достатъчно доказателства, че по-малко рестриктивната фискална политика провеждана през последната една година бавно се просмуква в икономиката, но мащабът на тези фискални импулси е далече от, това което изглежда нужно за бързо намаляване на безработицата. В същото време ниската обществена подкрепа за правителството парализира опитите за напредък по отношение на реформите в здравеопазването и образованието, които остават ключови за увеличаване на способността на икономиката да произвежда повече стоки и услуги. Междувременно, бързото увеличаване на задлъжнялостта в контролираните от държавата компании в енергетиката и железопътния транспорт служат за ярък пример, че популистките политики не могат да бъдат заместител на болезнените мерки и усилията, които са нужни за справяне със структурните дисбаланси в тези два сектора. Покачването на реалните лихви по кредитите (виж дясната графика) също се очаква да тежи на растежа през тази година, независимо че способността на банките да подкрепят икономиката се увеличи значително, след като те редуцираха зависимостта си от външно финансиране. Негативно отражение се очаква да има и нуждата от намаляване на запасите след солидния растеж през 2013 и в началото на 2014 г.

Допълнително влошаване идва и от факта, че негативният ефект, който продължаващата политическа несигурност има върху частните инвестиции през последната повече от една година се усилва от частичното замразяване на плащанията по европейските фондове, в отговор на увеличаващото се безпокойство за качеството на процедурите по възлагане на обществените поръчки. Мащабът е смущаващ, тъй като става въпрос за близо EUR 1.9 млрд. или близо четвърт от сумата по структурните и кохезионни фондове за периода 2007-2013 г. Ние смятаме, че нужните коригиращи мерки ще бъдат предприети незабавно и това няма да доведе до влошаване на перспективите пред растежа на страната. Въпреки това, тези действия ще се нуждаят от време, което означава, че позитивните импулси, свързани с усвояването на средства от ЕС вероятно ще намалят през следващите няколко месеци.

Износът на енергийни стоки натежа на общия резултат



Периодът на дефлация доведе до покачване на реалните лихвени нива до нови върхове



Източник: БНБ, НСИ, UniCredit Research

Умерени и добре насочени фискални стимули в подкрепа на растежа, с фокус върху увеличаване на съвкупното търсене в краткосрочен план, които в същото време помагат икономиката да увеличи капацитета си да произвежда повече стоки и услуги в средносрочен и дългосрочен план могат да рестартират растежа

Базисният ни сценарий след изборите за Народно събрание включва коалиционно правителство начело с ГЕРБ и с подкрепата на РБ (Реформаторския блок) и вероятно дори ББЦ (България без цензура)

Последните данни за пазара на труда потвърдиха колебливото подобрене, което започна в края на 2013 г.

На фона на всичко това, необичайно потиснатата инфлация сочи, че непосредствената перспектива пред растежа остава неблагоприятна. В комбинацията с устойчиво високата безработица това е ясен знак, че водената политика продължава да е твърде затегната, като в същото време рискът от твърде бавно възстановяване на вътрешното търсене продължава да се пренебрегва. Истина е, че голяма част от съществуващите дисбаланси вече са преодолени и ще тежат по-малко на растежа занаяпред, но това не е достатъчно.

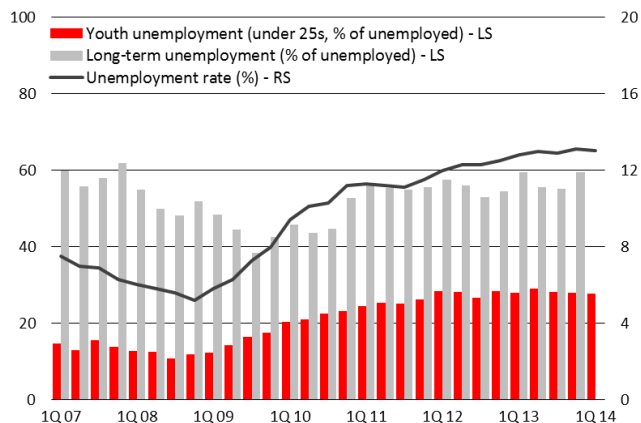
С оглед на казаното до тук решихме да запазим прогнозата си за реалния ръст на БВП за тази и следващата година без изменения, съответно на 1.5% и 2.1%.

В краткосрочен план очакваме, че възстановяването на еврозоната ще продължи да подкрепя българския износ, докато стабилизирането на заетостта в комбинация с ръст на пенсиите и повишения на заплатите в отделни, предимно експортно-ориентирани сектори на икономиката ще помогнат на индивидуалното потребление да допринесе, макар и с малко, за общия ръст на БВП през настоящата година. Но, за да се даде тласък на икономиката, има нужда управляващите да обсъдят възможностите за по-активна роля на фискалната политика, чрез увеличаване на разходите не само за инфраструктура, но и за здравеопазване и образование, които имат ключова роля за подобряване на качеството на работната сила, както и за временно увеличаване на средствата предвидени за активни мерки на пазара на труда.

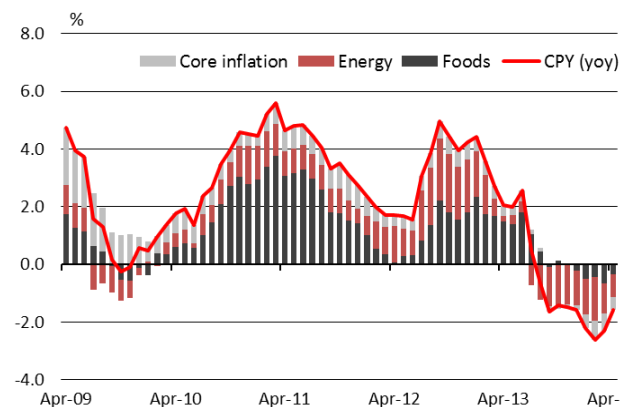
Предсрочните избори за Народно събрание, които очакваме да се състоят през септември най-вероятно ще доведат до преминаване на властта в ръцете на основната дясна опозиционна партия - ГЕРБ. За да увеличат политическата си легитимност и така да подобрят шансовете си да се справят със сложните предизвикателства пред икономиката, ГЕРБ най-вероятно ще търси възможно най-широката дясна коалиция. Икономическата политика след изборите ще се фокусира върху размразяване на достъпа до средства от ЕС и справяне със структурните дисбаланси в секторите на енергетиката и железопътния транспорт. Допълнителен напредък може да се очаква и по отношение на реформата на пенсионната система, докато остава неясно доколко ГЕРБ са научили уроците си по отношение на фискалната политика и пазара на труда.

Трудностите на пазара на труда намаляха. Може би най-важната новина на този фронт е, че икономиката добави 39 хил. работни места през 1Q14 спрямо същия период преди година, след като 4 хил. и 20 хил. загубиха работата си през 3Q13 и 4Q13. Това беше и най-големият ръст на годишна база за последните пет последователни години, което потвърждава тезата ни от предишната ни публикация, че най-тежкото за пазара на труда е преминало и макар и много бавно очакваме възстановяването на работните места да продължи. Тези данни бяха придружени и от скромнен спад в нивото на безработицата (12.8%) през април (виж лявата графика), спрямо ревизираната нагоре стойност от март (13.0%), зад което стои прилично за стандартите на икономиката от последните няколко

Стойностите за безработицата се стабилизираха, макар и на болезнено високи нива



Приносът на енергетиката към дефлацията изглежда е близо до изчерпване



Източник: Eurostat, HСИ, UniCredit Research

Темпът на спад на ИПЦ намаля (-1.6% на годишна база) през април, след като достигна най-ниското си ниво (-2.6%) през февруари

Оставихме оценката си за инфлацията средно за 2014 г. и към края на годината непроменени на -0.8% и 0.7%, съответно, като увеличихме незначително прогнозата си за 2015 г. до 1.4% средногодишна и 1.5% към края на периода

години намаление в броя на безработните, докато работната сила остана общо взето непроменена. Нивото на безработицата, все пак остава само три десети под пиковите си равнища отчетени преди само три месеца, докато младежката (27.8%) и дългосрочната (59.5%) безработица остават опасно високи, което потвърждава, че процесът на възстановяване на пазара на труда е все още в началната си фаза.

Данните както за общата, така и за базисната инфлация през април дадоха ясен сигнал, че очакваното нормализиране на динамиката на цените вече е в ход.

Голяма част от тази дългоочаквана корекция представлява възстановяване след прекомерната слабост на цените на енергията и храните от преди година, докато остатъкът идва от сезонно повишение в цените на облеклото и обувките. Според нас, настоящият дефлационен тренд се дължи на: 1) факта, че не малка част от капацитета на икономиката да произвежда стоки и услуги остава неизползван и; 2) влиянието на еднократни фактори, каквито са спорните понижения на цените на парното и електроенергията от изминалата година, в комбинация с външно-зададения спад на цените на храните и енергийните суровини. Ето защо ние не сме особено притеснени, че България може да се окаже в класическа само-подхранваща се дефлационна спирала. В същото време ние смятаме, че докато съществуващият дефлационен натиск има временен характер, което означава, че с изчерпването на гореспоменатите еднократни фактори процесът на нормализиране на цените ще продължи, то ниската инфлация е феномен, който ще се задържи за дълъг период от време.

Емитирането на външен дълг е малко вероятно да пострада от политическия шум в страната

Очакваме Министерството на финансите да емитира дълг в размер на EUR 1.5 млрд. или 3.8% от БВП през третото тримесечие въпреки развоја на политическите събития през последните месеци. Предположенията ни са, че политическата несигурност у дома и плановете за предсрочни парламентарни избори още през септември ще бъдат пренебрегнати от инвеститорите, като по този начин не очакваме да натежат на търсенето или на оценката за риска на българските книжа.

Инвеститорите ще пренебрегнат политическия шум по време на излизане на външен пазар на суверена, планирано за юли

Вътрешният пазар на ДЦК вече показва подобряващи се резултати през 2014 г...

Това вече прозира в продължаващото стабилно представяне на Министерството на финансите на вътрешния пазар на ДЦК, който получи допълнителна подкрепа и от ново разхлабване на монетарната политика от страна на ЕЦБ. С оглед на факта, че фискалната стабилност се разпознава като приоритет от всички значими участници на политическата сцена у нас, инвеститорите продължиха да увеличават търсенето и като резултат натискат доходността през последните месеци. Търсенето надхвърля предлагането 2.88 пъти от началото на 2014 г. на първичния пазар на ДЦК при средно-претеглена стойност от 2.73 за цялата изминала година, докато средно-претеглената доходност спадна до 2.36% от 2.59% за същия период благодарение на натрупаната излишна ликвидност в банковия сектор.

... и се очаква да окаже подкрепа и на външен пазар

Матуритетният профил на българските ДЦК в периода от края на юни до началото на септември е такъв, че би трябвало да способства за допълнително увеличаване на ликвидността в българския финансов сектор (предимно банките). Падежиращите се книжа за периода достигат 45% от сумата за 2014 г., а тъй като емитирането на облигации е разпределено равномерно в рамките на годината крайният резултат ще бъде отрицателна нетна емисия от BGN 349 млн. Това е еквивалентно на 12% от номинала на планираната емисия на български книжа на външен пазар през 3Q. При очакване за нулев ръст на кредита в сравнение с нарастване на депозитите от 6.7% на годишна база (според прогнози на UniCredit) и процес на намаляване на външната задлъжнялост, който постепенно достига своя край очакваме търсенето на стойност от страна на банковия сектор да доведе до изкупуване на около 30% от българските еврооблигации. Очакванията ни са, че международните пазари на риск вече са калкулирали в цената по-голямата част от намаляването на кредитния рейтинг на суверена с една стъпка до BBB- (изравнявайки го с оценката на Fitch), което се вижда в стабилния български 5-годишен CDS на нива около 120 базисни пункта, спрямо изразено рали на държавите от региона през 1H2014. С оглед на казаното до тук, не очакваме рискове от излизане на външен пазар пред Министерството на финансите на фона на усложнената политическа ситуация, която се разгръща в страната в момента.

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

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

EUR bn	2012	2013	2014F	2015F
Gross financing requirement	0.9	2.5	2.2	2.7
Budget deficit	0.2	0.7	0.9	0.9
Amortization of public debt	0.5	1.6	1.0	1.6
Domestic	0.4	0.6	0.9	0.7
Bonds	0.4	0.2	0.2	0.1
Bills	0.0	0.4	0.8	0.6
External	0.1	1.0	0.1	0.9
WB/EIB/JBIC/Others	0.2	0.2	0.2	0.2
Financing	0.9	2.5	2.2	2.7
Domestic borrowing	0.6	1.2	1.4	1.0
Bonds	0.6	0.6	0.6	0.5
Bills	0.0	0.6	0.8	0.5
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	-1.2	1.0

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА

EUR bn	2012	2013	2014F	2015F
Gross financing requirement	15.9	15.9	14.0	14.6
C/A deficit	0.3	-0.8	-0.7	-0.1
Amortisation of medium to long term debt	5.5	6.2	4.9	5.3
Government/central bank	0.3	1.2	0.3	1.1
Banks	0.8	0.8	0.7	0.6
Corporates	4.4	4.2	3.9	3.6
Short term debt amortisation	10.1	10.4	9.7	9.5
Financing	15.9	15.9	14.0	14.6
FDI	0.8	1.0	1.1	1.4
Portfolio flows	-0.9	-0.1	1.1	-0.1
Borrowing	7.0	5.5	6.2	4.6
Government/central bank	1.3	0.6	2.0	0.6
Banks	0.8	0.6	0.5	0.4
Corporates	4.8	4.3	3.7	3.6
Short term	10.4	9.7	9.5	9.1
EU transfers	1.0	1.4	1.2	1.1
Other	-0.3	-2.7	-3.6	-0.9
Change in FX reserves (- = increase)	-2.2	1.1	-1.4	-0.5

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.