

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



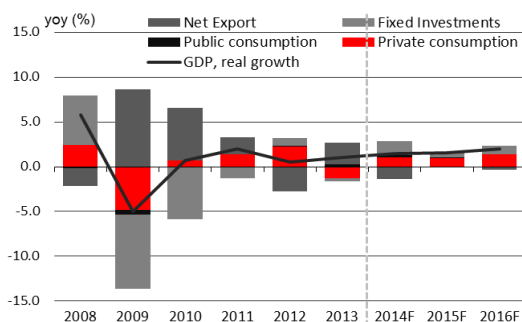
Перспективи – Отрицателното въздействие, което политическата нестабилност, замразените европейски средства и банковата криза от юни имаха върху темпа на възстановяване на българската икономика беше компенсирано от ясно изразен завои към фискална политика подкрепяща растежа в по-голяма степен, което помогна на реалния БВП да отчете минимално ускоряване до 1.5% през настоящата година от 1.1% през 2013 г. През следващата година очакваме БВП да не се поддава на натиск и да нарасне с нови 1.5% в реално изражение. В среда на нисък растеж на износа, в комбинация с ограничено пространство за още разхлабване на фискалната политика очакваме, че подобреното усвояване на средства от ЕС и известна подкрепа за индивидуалното потребление чрез по-ниските енергийни разходи и спадаща норма на спестяване ще бъдат двигатели на растежа. Също така, ускорено приемане на някои дълго-отлагани структурни мерки също е част от нашия сценарий за следващата година.

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

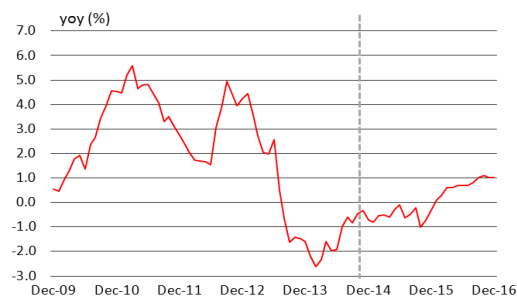
КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- Средата на февруари: Експресни оценки за БВП за 4Q 2014 и 2014 г.
- Средата на февруари: Брой на заетите на трудов договор за 4Q 2014 и 2014 г.
- Края на 1Q 2015: нова емисия на Евробондове за EUR 2.2 млрд.

РАСТЕЖЪТ НА БВП ОСТАВА СЛАБ



ДЕФЛАЦИЯТА ЩЕ ПРОДЪЛЖИ ДВИЖЕНА ОТ ДИНАМИКАТА НА ПАЗАРА НА СУРОВ ПЕТРОЛ



Източник: НСИ, БНБ, МФ, UniCredit Research

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
GDP (EUR bn)	40.9	41.0	41.1	41.5	42.6
Population (mn)	7.3	7.2	7.2	7.2	7.1
GDP per capita (EUR)	5 618	5 665	5 704	5 798	5 989
Real economy yoy (%)					
GDP	0.5	1.1	1.5	1.5	2.0
Private Consumption	3.2	-1.8	1.5	1.4	1.9
Fixed Investment	4.2	-0.1	4.5	1.9	4.3
Public Consumption	0.5	3.6	2.7	0.6	-0.3
Exports	0.1	9.2	0.9	1.5	3.0
Imports	4.5	4.9	3.0	1.3	3.3
Monthly wage, nominal (EUR)	374	413	419	432	450
Unemployment rate, avg (%)	12.3	12.9	11.6	11.3	10.4
Fiscal accounts (% of GDP)					
Budget balance	-0.4	-1.8	-3.6	-3.1	-2.9
Primary balance	0.3	-0.9	-2.7	-2.2	-1.9
Public debt	17.6	17.9	27.1	28.0	30.0
External accounts					
Current account balance (EUR bn)	-0.5	0.9	1.0	1.2	0.0
Current account balance/GDP (%)	-1.1	2.1	2.4	2.8	0.1
Basic balance/GDP (%)	1.0	4.5	4.7	5.1	3.1
Net FDI (EUR bn)	0.9	1.0	0.9	1.0	1.3
Net FDI (% of GDP)	2.1	2.4	2.3	2.3	3.0
Gross foreign debt (EUR bn)	37.7	37.3	37.7	36.9	36.9
Gross foreign debt (% of GDP)	92.2	91.0	91.8	88.9	86.6
FX reserves (EUR bn)	15.6	14.4	16.2	17.7	18.9
Inflation/Monetary/FX					
CPI (pavg)	3.0	0.9	-1.4	-0.5	0.7
CPI (eop)	4.2	-1.6	-0.7	-0.3	1.0
Central bank reference rate (eop)	0.04	0.07	0.02	0.02	0.03
USD/BGN (eop)	1.48	1.42	1.60	1.70	1.66
EUR/BGN (eop)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
USD/BGN (pavg)	1.52	1.47	1.48	1.67	1.68
EUR/BGN (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

Непроменена траектория на растежа независимо от липсващите нови фискални стимули

Продължаващата подкрепа за растежа от страна на отрицателната динамика на цените...

...на фона на постепенен спад на нормата на спестяване ...

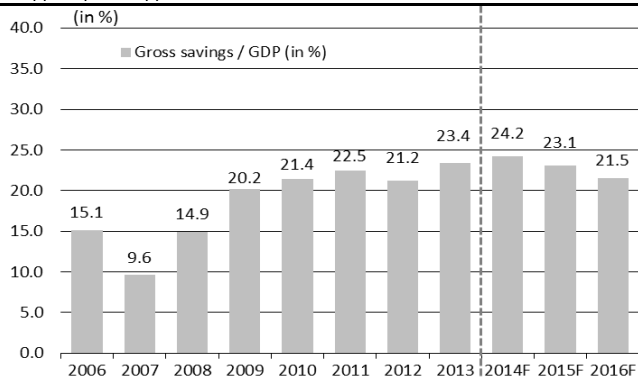
... и по-добри перспективи пред износа и подобряване на усвояването на средства от ЕС са част от нашия сценарий

Вътрешното търсене ще остане основен двигател на растежа и през следващата година, но приносът му към растежа ще отслабне, след като стабилният фискален импулс през 2014 г. ще отстъпи място на неутралната от гледна точка на растежа фискална позиция през 2015 г.

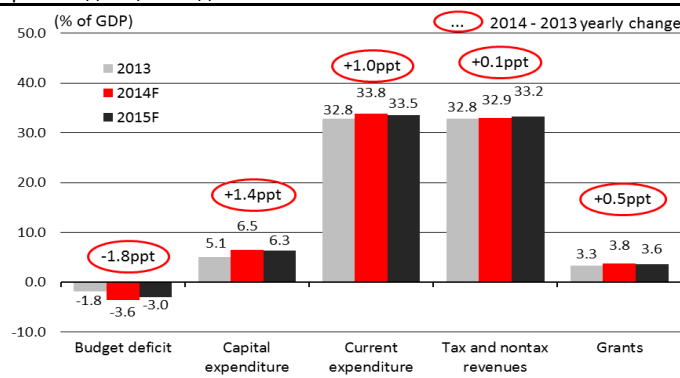
Очакваме реален ръст на БВП от 1.5%, както през тази, така и през следващата година, което представлява минимална корекция от предишната ни прогноза за увеличение от 1.3% и 1.6%, съответно през 2014 г. и 2015 г. Плахото възстановяване на износа, подобреното усвояване на средства от ЕС и известна подкрепа за индивидуалното потребление чрез по-ниските енергийни разходи и спадаща норма на спестяване ще бъдат двигатели на растежа. Също така, стабилното представяне на преработващата промишленост в сегментите на инвестиционните стоки и трайните потребителски стоки сочат към набирање на сила на растежа в бъдеще. Ефектът от тези фактори би трябвало да е достатъчно силен, за да компенсира забавянето на ръста на кредита и липсата на нов положителен фискален импулс през следващата година, докато въздействието от кризата през юни бавно се просмуква в банковия сектор, докато пространството за допълнително разхлабване на фискалната политика вече е по-малко, особено що се отнася до желанието на управляващите да избегнат задействането на процедура по свръхдефицит, след като бюджетният дефицит се очаква да нарасне до 3.6% от БВП през тази година.

Също както през 2014 г., фискалната политика ще играе ключова роля за растежа и през 2015 г. Но докато тази година донесе ясно изразен завой към фискална позиция подкрепяща растежа в по-голяма степен (след като коригираният от ефектите на икономическия цикъл първичен баланс се влоши с 2.3% от БВП през 2014 г, достигайки размери, съпоставими единствено със спада от 3.4%, отчетени в началото на кризата през 2009 г.), което основно прие формата на стабилно увеличение от 1.4пп от БВП в публичните инвестиции (до 6.5% през 2014 г., спрямо 5.1% през 2013 г. и средно 4.5% за периода 2009-2012 г.), то очакваме фискалната политика да остане неутрална към растежа през следващата година. Това се налага, след като заложената цел от 3% от БВП за бюджетния дефицит през 2015 г., спрямо 3.6% през 2014 г., тъй като управляващите правят опит да избегнат задействането на процедура по свръхдефицит, която може да се окаже вредна за плановете на правителството да излезе на външните дългови пазари през 1Н15. Има положителен оттенък във факта, че по-голямата част от усилията за затягане на дефицита през следващата година се планира да се осъществят чрез намаляване на компенсацията за служителите в публичния сектор и подобряване на събираемостта на данъците, а само малка част ще дойде от по-ниски инвестиции (виж дясната графика по-долу). Използвайки фискалните мултипликатори, калкулирани от D. Muir и A. Weber (2013)¹ достигаме до оценка, че отрицателно въздействие върху растежа през следващата година, което е следствие от малко по-ниските инвестиции на правителството и намаление на компенсацията на служителите от публичния сектор, заложен в Закона за бюджета ще бъдат напълно компенсирани от постоянния положителен импулс за растежа, който значителното изместване на правителствените инвестиции в посока нагоре вече произведе през 2014 г. Добрата новина тук е не само, че правителството се отказва от плановете си за агресивно фискално затягане, които на фона на все още високата норма на безработицата и широко-базирания дефлационен натиск заплашва да насочи икономиката към нова рецесия, но и че управляващите имат желание да ограничат дефицита по начин, който е най-малко вреден за растежа и не пречи на възстановяването на заетостта в краткосрочен план.

Нормата на спестяване се очаква да се движи надолу през следващата година...



Фискалната позиция ще бъде неутрална от гледна точка на растежа през следващата година...



Източник: БНБ, НСИ, МФ, UniCredit Research

¹Muir, D. and A. Weber (2013), *Fiscal Multipliers in Bulgaria: Low But Still Relevant*, IMF Working Paper 13/49

На лице са нарастващи сигнали, че управляващите ще отбележат напредък по някои дълго-отлагани структурни реформи. Например, новосформираното дясно-центристко коалиционно правителство изглежда твърдо решено да осъществи някои от непопулярните мерки, нужни за балансиране на пенсионната система и повишаване ефективността при използване на публични средства в системите на здравеопазването и образованието.

Ускоряването на структурните реформи ще е положително за растежа в средносрочен и дългосрочен план...

...но в краткосрочен план ще има смесено въздействие върху икономиката: положително, тъй като очакванията би трябвало да се подобрят, но и също така негативно, тъй като в публичната администрация са планирани съкращения на персонал

На лице са и амбициозни планове за ограничаване на публичното финансиране за раздутия сектор „Сигурност“, както и залавяне с квази-фискалните дефицити в енергийния сектор, включително и преразглеждането на най-скъпо струващите дългосрочни договори за закупуване на електроенергия от парковете с фотоволтаици и ветрогенератори, както и от централите на въглища в Маришкия басейн. От голямо значение е и фактът че управляващите са заявили желание да изработят и приложат механизми за инвестиране на европейски средства насочени към подобряване на енергийната ефективност на жилищата. Най-значим обаче изглежда консенсусът, който е постигнат около прилагането на дълго-дискутирани корективни мерки за ограничаване на корупцията и засилване на независимостта в съдебната система. Всички изброени до тук фактори би трябвало да имат, с някакво закъснение, положителен ефект върху динамиката на растежа към края на следващата година посредством канала на очакванията. И докато тези структурни мерки са повече от добре дошли, тъй като ще увеличат капацитета на икономиката да произвежда повече стоки и услуги в средносрочен и дългосрочен план, то би било редно да предположим, че те също така ще бъдат придружени и от икономическа болка в краткосрочен план и ще имат ролята на ограничител на търсенето от страна на домакинствата през по-голямата част от следващата година.

Износът се очаква да има сравнително по-силен принос към растежа през следващата година, в сравнение с 2014 г.

В нашата прогноза, износът също е сред компонентите, които имат висок потенциал и е сред, тези които успяват да обяснят защо инерцията на растежа на БВП на българската икономика няма да се подаде на натиск през следващата година. Това е така, защото всички прогнози, включително и нашият глобален сценарий за еврозоната сочат, че условията от страната на търсенето за българския износ най-вероятно ще търпят минимално подобрение през следващата година, въпреки че е ясно, че ще е нужно повече време преди геополитическият шок, започнал с руската намеса в Украйна да намали влиянието си.

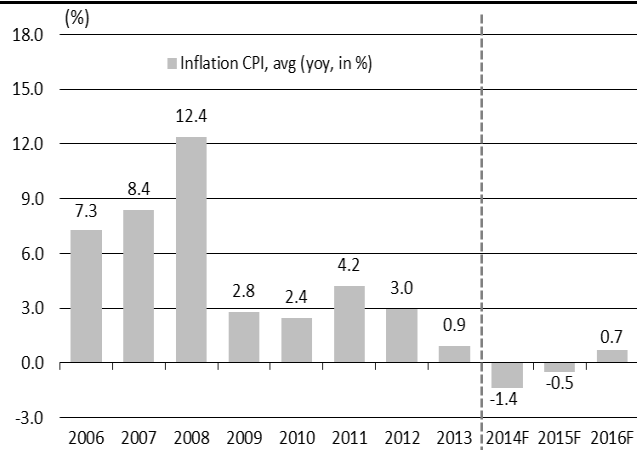
Ако по-ниските цени на суровия петрол през тази година не се преобърнат през 2015 г., то можем да очакваме значителен трансфер на богатство от страните произвеждащи петрол към тези консумиращи петрол, като България е част от тези, които се очаква да спечелят

Ниската инфлация изглежда ще се задържи и ще може допълнително да помогне на растежа на БВП през следващата година (очакванията ни за инфлацията в края на периода и средно за 2015 г., съответно са -0.3% и -0.5%), но не и в степента, с която повлия през 2014 г., когато инфлацията в края на периода и средногодишно се очаква да се гмурне до -0.7% и -1.4% (виж лявата графика по-долу). Прогнозираме, че ако цените на суровия петрол спаднат в степента, заложен в глобалния ни сценарий (и по-конкретно до USD 75 за барел средногодишно през 2015 г. от USD 100 за 2014 г.) само първичните ефекти ще свалят 0.40пп от средногодишната и 0.05пп от инфлацията в края на периода през следващата година. Тъй като енергията отговаря за 13% от потребителските разходи, а силно енергийно-интензивни сектори като преработка на метали и химически продукти имат дял от около 30% от добавената стойност в промишлеността, то по-ниските цени на суровия петрол ще имат положителен принос върху БВП през канала на търговския баланс и вътрешното търсене. На фона на високата зависимост от внос на енергийни суровини на страната по-ниските цени на суровия петрол също така се очаква да намалят търговския дефицит с около EUR 400 млн. или 1% от БВП, което ще спомогне за това текущата сметка в края на 2015 г. да е с положителен баланс (2.8% от БВП) за трета поредна година.

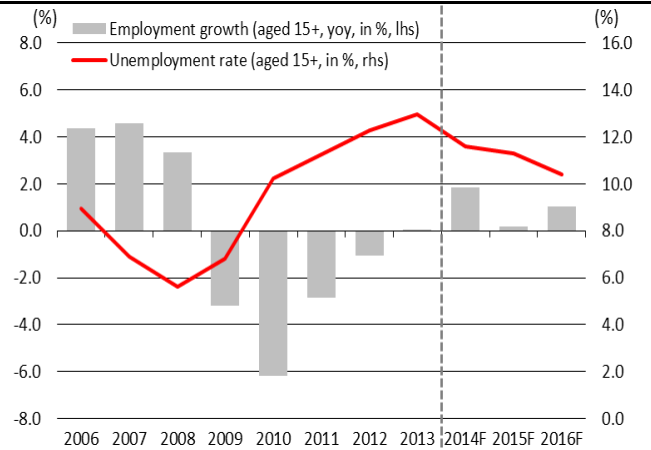
Пазарът на труда се възстановява

Неувереното възстановяване на пазара на труда, което наблюдаваме през 2014 г. ще продължи и през 2015 г. Но темпът, с който се подобрява нормата на безработицата се очаква да загуби скорост поради очаквания спад на заетостта в публичния сектор, който е част от плана за фискална консолидация и усилията за провеждане на структурни реформи.

Прогнозираме малко по-нисък дефлационен натиск през следващата година...



Бавно, но сигурно нормата на безработица намалява...



Източник: НСИ, UniCredit Research

Стратегия: Емитирането се завръща към по-предвидима, но по-висока траектория

Предлагането на държавен дълг ще нарасне в резултат от бюджетната позиция, която подкрепя растежа и възстановяването на фискалните буфери

Очакваме завръщане на пазара на евро-бондове в началото на 2015 г...

...на фона на по-ограничено емитиране на вътрешния пазар

Фискална консолидация, която остава неутрална към растежа и прогрес по структурните реформи ще задържат цената на финансиране на ниски равнища

Очакваме Министерството на финансите (МФ) да се завърне към по-предвидима стратегия на предлагане на държавен дълг, след като нуждата от справяне с еднократни фактори бавно утихне през 2015 и 2016 г. Логично, усилията по управление на дълга ще следват фискалната динамика и ще осъществят ясно изразен завой към по-експанзионистична емисионна политика в контекста на това, което ние виждаме като бюджетна позиция, която в по-голяма степен подкрепя растежа. Така, брутният държавен дълг ще се покачи постепенно до 32-33% от БВП през 2019 г., където очакваме да се задържи за продължителен период от време. Това, в tandem с усилия за възстановяване на ликвидния буфер и опериране с по-високи фискални резерви ще принуди суверена да има по-активен емисионен календар през следващата година, който ще бъде предимно фокусиран върху външния пазар в опит да се ограничи изтласкването на местни инвеститори.

Очакваме МФ да измести усилията си по финансиране в началото на следващата година със значителна тежест върху излизането на пазара на евробондове възможно най-рано, може би още в края на 1Q. Емисията се оценява на EUR 2.2 млрд. (или 5.3% от БВП), които са нужни за рефинансирането на извънреден краткосрочен дълг емитиран в края на ноември и началото на декември, 6-месечен външен синдикиран банков заем в размер от EUR 1.3 млрд. и 9-месечна и 12-месечна емисии на вътрешния пазар с обща стойност от EUR 0.8 млрд.

Усилията по управление на суверенния дълг през 2015 г. също така включват изглаждане и удължаване на кривата на вътрешния пазар, както и ограничаване на емитирането на краткосрочни книжа, които нараснаха значително през 2014 г. поради еднократни фактори. Емитирането на краткосрочни книжа се очаква постепенно да нормализира траекторията си и инструментът да бъде използван за набиране на ликвидност в началото на годината и най-вече за изглаждане на неравностите в рамките на бюджетния цикъл. Емитирането на външен дълг ще бъде предпочитано, тъй като суверенът полага усилия за конструирането на еднородна крива на доходността на пазара на евробондове.

Независимо от ръста на предлагането ние очакваме допълнителен потенциал за спад на доходността като продължение на ясно изразеното движение на цялата крива, което беше осъществено от средата на ноември с вече постигнати понижения от между 35 и 100bp. Цените на ДЦК ще получат подкрепа от усилията за постепенна фискална консолидация, които не оказват прекомерен натиск върху растежа. Стабилизирането на фискалните фундаменти на безопасни нива, независимо от еднократното влошаване през 2014 г., ще бъде подкрепено от прогреса в структурните реформи, които има за цел да се справи с квази-фискалните дефицити във финансираните от правителството пенсионна и енергийна системи.

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

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

EUR bn	2014F	2015F	2016F
Gross financing requirement	3.5	7.2	2.7
Budget deficit	1.5	1.3	1.2
Amortization of public debt	1.8	5.7	1.3
Domestic	1.8	1.4	1.3
Bonds	0.4	0.1	0.6
Bills	1.4	1.4	0.8
External	0.0	4.3	0.0
IMF/EU/Other	0.2	0.2	0.2
Financing	3.7	4.9	2.6
Domestic borrowing	2.8	1.4	1.4
Bonds	0.6	0.5	0.8
Bills	2.2	0.9	0.6
External borrowing	3.2	2.7	1.1
Bonds	2.8	2.2	1.0
IMF/EU/Other	0.4	0.5	0.1
Privatization	0.0	0.0	0.0
Fiscal reserves change (- = increase)	-2.3	0.8	0.1

Източник: БНБ, МФ, UniCredit Research

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА

EUR bn	2014F	2015F	2016F
Gross financing requirement	13.4	17.2	13.2
C/A deficit	-1.0	-1.2	0.0
Amortisation of medium to long term debt	4.8	8.7	4.2
Government/central bank	0.2	4.5	0.2
Banks	0.8	0.6	0.5
Corporates	3.9	3.7	3.6
Short term debt amortization	9.5	9.6	9.0
Financing	13.4	17.2	13.2
FDI	0.9	1.0	1.3
Portfolio flows	2.1	0.7	0.9
Borrowing	7.2	6.9	5.0
Government/central bank	3.2	2.7	1.1
Banks	0.3	0.5	0.4
Corporates	3.7	3.7	3.6
Short-term	9.6	9.0	8.2
EU transfers	1.2	1.1	1.2
Other	-5.8	0.0	-2.1
Change in FX reserves (- = increase)	-1.8	-1.5	-1.2

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.