

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



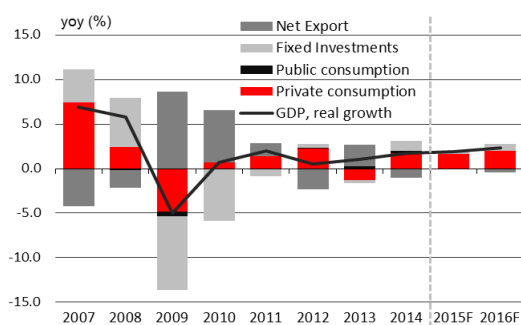
Перспективи – С оглед на засилване на възстановяването в еврозоната и по-рязко от очакваното поевтиняване на еврото, което вече е факт смятаме, че е подходящ момент да ревизираме прогнозата си за ръста на БВП на България през 2015 г. на 1.9% от 1.5% преди три месеца. Промяната взема под внимание по-високата траектория на растежа в базисната година (увеличението на БВП през 2014 г. достигна 1.7%, над прогнозата ни за 1.5%), както и постепенно увеличение в динамиката на тримесечна база от 0.4% през 1Q15 до около 0.6-0.7% през 4Q15. Вътрешното търсене и конкретно индивидуалното потребление (което очакваме да добавят съответно 1.9 и 1.7 п.п. към растежа за 2015 г.) ще останат основните двигатели, докато приносът на нетния износ се очаква да е неутрален през 2015 г., след като беше отрицателен в размер на 1.1 п.п. през 2014 г.

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

КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- Края на март: Емисия на Евробондове
- Средата на май: Експресни оценки за БВП за 1Q 2015
- Средата на май: Брой на заетите през 1Q 2015

РАСТЕЖЪТ НА БВП ОСТАВА СЛАБ



ДЕФЛАЦИЯТА ЩЕ ПРОДЪЛЖИ ДА СЕ ДВИЖИ ОТ ДИНАМИКАТА НА ПАЗАРА НА СУРОВ ПЕТРОЛ



Източник: НСИ, БНБ, МФ, UniCredit Research

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

	2012	2013	2014	2015F	2016F
GDP (EUR bn)	40.9	41.0	42.0	42.7	44.0
Population (mn)	7.3	7.2	7.2	7.2	7.1
GDP per capita (EUR)	5 618	5 665	5 831	5 961	6 176
Real economy yoy (%)					
GDP	0.5	1.1	1.7	1.9	2.3
Private Consumption	3.2	-1.8	2.4	2.4	2.8
Fixed Investment	2.0	-0.1	4.5	1.9	4.3
Public Consumption	0.5	3.6	2.7	0.6	-0.3
Exports	0.8	9.2	2.2	2.6	3.1
Imports	4.5	4.9	3.8	2.5	3.5
Monthly wage, nominal (EUR)	374	396	423	443	469
Unemployment rate, avg (%)	12.3	12.9	11.4	10.4	9.5
Fiscal accounts (% of GDP)					
Budget balance	-0.4	-1.8	-3.7	-3.1	-2.8
Primary balance	0.3	-0.9	-3.0	-2.2	-1.8
Public debt	17.6	17.9	26.9	26.7	28.5
External accounts					
Current account balance (EUR bn)	-0.5	0.8	0.0	0.2	-0.3
Current account balance/GDP (%)	-1.1	2.1	0.0	0.4	-0.7
Basic balance/GDP (%)	1.0	4.7	2.4	2.9	2.0
Net FDI (EUR bn)	0.9	1.1	1.0	1.1	1.2
Net FDI (% of GDP)	2.1	2.7	2.4	2.5	2.7
Gross foreign debt (EUR bn)	37.7	37.3	39.6	39.7	39.7
Gross foreign debt (% of GDP)	92.2	91.0	94.2	93.0	90.3
FX reserves (EUR bn)	15.6	14.4	16.5	18.3	19.4
Inflation/Monetary/FX					
CPI (pavg)	3.0	0.9	-1.4	-0.3	0.7
CPI (eop)	4.2	-1.6	-0.9	0.0	1.2
Central bank reference rate (eop)	0.04	0.07	0.02	0.02	0.03
USD/BGN (eop)	1.48	1.42	1.61	1.81	1.69
EUR/BGN (eop)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
USD/BGN (pavg)	1.52	1.47	1.47	1.81	1.73
EUR/BGN (pavg)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96

Леко повишение в траекторията на растежа

Растежът на БВП през 2014 г. се оказва по-силен от очакваното, достигайки 1.7%, което е над прогнозиите на правителството (1.5%), ЕК (1.2%) и самите нас (1.5%)

Последните месечни данни за икономическата активност оставят малко място за съмнение, че растежът на БВП на годишна база ще се ускори през 1Q15

Повишихме прогнозата си за растежа на БВП през 2015 г., за да вземем под внимание по-благоприятните перспективи за еврозоната и по-ясно изразеното положително въздействие от спада на цените на суровия петрол

Вътрешното търсене и индивидуалното потребление в частност, ще бъдат основните двигатели на растежа, добавяйки 1.9 и 1.7 п.п. към промяната на БВП през 2015 г.

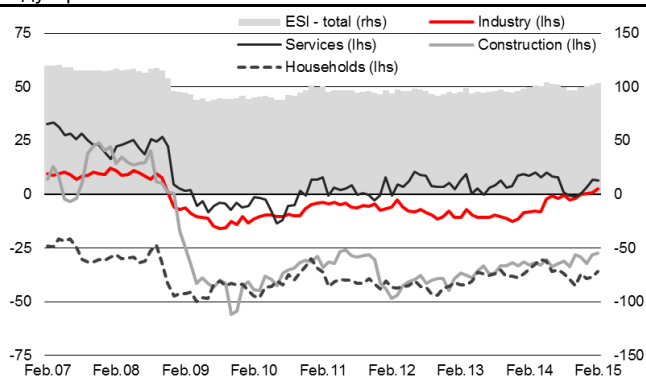
Негативното влияние, което политическата несигурност, замразените средства от ЕС и банковата криза от юни имаха върху икономическото възстановяване беше компенсирано от дългоочакваното възстановяване на броя на заетите в експортно-ориентираните сектори на икономиката, както и преходът към по-силно подкрепяща растежа фискална политика, които спомогнаха реалният ръст на БВП да се ускори до 1.7% през изминалата година, спрямо 1.1% през 2013 г. и 0.5% през 2012 г. Може би по-важното е, че растежът стана по-широко базиран, като потреблението на домакинствата и, в по-малка степен, инвестициите се присъединиха към индустрията и износа, като основни двигатели на растежа. Междувременно, ръстът на БВП за 4Q14 беше ревизирано нагоре до 0.4% qoq от 0.3%, според експресните оценки и 0.4% през 3Q14. Измерен на годишна база, растежът се забави до 1.3% през 4Q14 от 1.5% през 3Q14 и 1.8% през 2Q14.

Четвъртото поредно повишение в общия индекс на очакванията през февруари показва, че икономиката е започнала 2015 година с по-оптимистична нагласа. Като изключим резултата за май 2014 г. (104.1 пункта) последното повишение на показателя ESI (до 103.8) е и най-високото от ноември 2008 г. насам. Подобренито бе задвижвано от секторите на индустрията и услугите, където очакванията са на най-високите си равнища за последните повече от шест години, но по-бавният темп на възстановяване при домакинствата и особено в строителството (виж лявата графика) подкрепя тезата ни, че и занапред възстановяването на икономическата активност ще продължи да протича постепенно. Месечните данни за икономическата активност отчетени през януари са допълнително свидетелство, че растежът е на път да се ускори в началото на 2015 г. (виж дясната графика). Промисленото производство нарасна с 2% на месечна база, като експортно-ориентираната част на преработващата промишленост и производството на инвестиционни стоки имаха най-голям принос. Обемът на продажбите на дребно, от друга страна, отчете понижение от 0.1% на месечна база през януари, но това идва на фона на значителен ръст отчетен в края на 2014 г. (повишение от 1.4% на месечна база през декември).

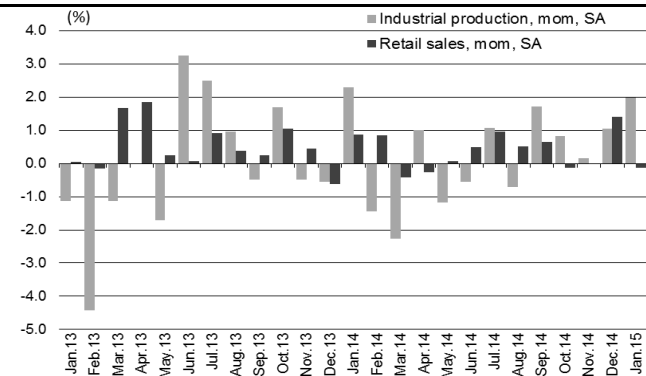
Ревизирахме прогнозата си за ръста на БВП през 2015 г. до 1.9% от 1.5%. На техническо ниво, промяната взема под внимание по-високата траектория на растежа в базисната година в комбинация с по-голямата инерция на икономиката в началото на 2015 г. поради по-силния от очакваното ръст на БВП през 4Q14. На фундаментално ниво ревизията е отражение на подобренито в перспективите за растежа в еврозоната (тъй като нашата прогноза за икономическия ръст във валутния съюз беше повишена на 1.4% от 1%), за където е насочен близо половината от износа на български стоки. За разлика от предишната ни прогноза, сега гледаме на обезценяването на еврото като на значително по-важен фактор, подкрепящ нарастването на износа през 2015 г. Това е не просто защото еврото вече поевтиня драстично от началото на годината, но е вероятно и да достигне нови рекордно ниски нива с оглед на програмата за изкупуване на активи, която ЕЦБ наскоро стартира. Понижението на цените на петрола, от друга страна, се оказва значително по-голямо от това, което очаквахме в последната си прогноза през януари и следователно ще доведе до по-видима подкрепа за покупателната способност на домакинствата през тази година. Според нас, всичко това ще е повече от достатъчно, за да компенсира сравнително по-слабия растеж на кредита, който очакваме през 2015 г., след като натискът върху сегмента на частните банки местна собственост за намаляване на задлъжнялостта се очаква да е с една идея по-силен от колкото очаквахме преди три месеца.

Поглеждайки към 2015 г., темпът на увеличение на БВП по тримесечия се очаква да се ускори

Индикаторите за доверието са устреми нагоре, водени от индустрията...



... Индикаторите за активността сочат към стабилно начало на 2015 г.



Източници: Eurostat, HСИ, UniCredit Research

Приносът на нетния износ към ръста на БВП се очаква да остане неутрален през 2015 г., след като беше отрицателен в размер на 1.1 п.п. през 2014 г.

Пазара на труда беше източник на добри новини през изминалата година

През 2014 г., на годишна база България отчете първата положителна промяна в броя на заетите (47 хил.) от началото на кризата насам

Дефлационният натиск остана значителен...

... но все пак е по-тясно базиран от преди

Направихме незначителни корекции на прогнози си за средногодишната инфлация и тази в края на периода през 2015 г. до -0.3% и 0.0% съответно от -0.5% и -0.3% преди три месеца

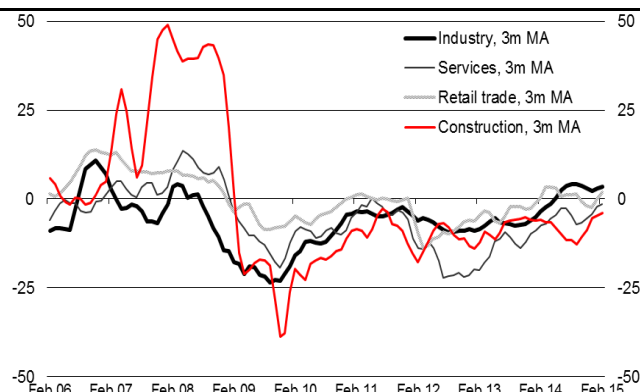
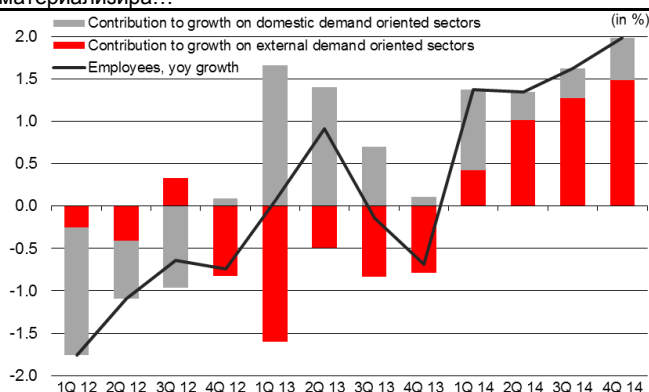
от 0.4% през 1Q15 (сходно с резултатите, наблюдавани през 2H14) до около 0.6-0.7% през 4Q15. Рисковете за тази прогноза изглеждат балансиранни. Все още има голяма доза несигурност свързана с точния момент във времето и мащабите, в които по-ниските цени на суровия петрол и по-слабото евро ще подкрепят процеса на възстановяване. Рисковете за нашия основен сценарий произхождат от потенциална ескалация на конфликта в Украйна, както и от възможно неорганизирано излизане на Гърция от еврозоната.

Възстановяването на пазара на труда протича с по-висока от очакваното скорост. Равнището на безработицата се понижи до 10.9% през декември 2014 г. и допълнително до 10.8% през януари 2015 г. (2.4 п.п. под пиковото ниво от април 2013 г.), движено от отчетливо подобрене в създаването на нови работни места. Икономиката добави 58 хил. работни места през 4Q14 (съответстващо на увеличение от 2% – виж лявата графика), което е и най-високият ръст на годишна база от 4Q08 насам. Изключително окуражаващо е, че близо две трети от новосъздадените работни места идват от сектори ориентирани към външното търсене, тъй като те бяха тези, които продължаваха да губят работни места през целия период от началото на глобалната криза през 2008 г. (с изключение единствено на 3Q12) до началото на 2014 г., въпреки че реалният ръст на износа още в края на 2013 г. вече беше с повече от четвърт над предкризисните нива. Същевременно, ръстът на реалните разходи за труд остана подтиснат, както показва изгладеният за сезонност и работни дни индекс на заплатите, който отчете значително по-ниско от дългосрочната средна стойност годишно повишение от 2.4% през 3Q14. Още по-окуражаващо е, че подобряването в нагласите за заетостта (виж дясната графика) са още едно доказателство, че макар и бавно, условията на пазара на труда вероятно ще продължат да се подобряват през настоящата година. С оглед на значителният неизползван потенциал в икономиката, обаче, изглежда все още сме далеч от момента, в който увеличението в броя на заетите ще започне да осъществява положителен натиск върху нивата на заплащане.

Еволюцията както на основните, така и на базисните цени през последните няколко месеца беше доказателство, че дефлационният натиск остава значителен. Понижението на цените до -1% през януари от -0.9% през декември 2014 г. и -0.6% през ноември беше почти изцяло следствие от по-ниските енергийни цени. Базисните цени, от своя страна, нараснаха до -1% през януари, спрямо -1.2% през декември и -1.6% през ноември, подпомогнати от малко повишение в цените в категорията „Развлечения и култура“, както и благоприятен ефект на базата. Разбивка на кошницата от стоки и услуги, използвани за изчислението на динамиката на потребителските цени показва, че 49% от позициите са отчетливи понижението на годишна база през януари 2015 г. Въпреки че това представлява осезаемо подобрене спрямо рекордно високите нива от 68% достигнати през юни миналата година, то все пак сочи, че дефлационният натиск остава широко базиран. Независимо, че инфлацията изглежда вече е достигнала дъното ние очакваме тя да отчете положителни стойности едва в началото на следващата година, когато значителният базисен ефект на енергийния компонент ще е изиграл ролята си напълно. По-слабото евро ще доведе до повишение на цените на внос, но според нас влиянието им ще е сравнително ограничено и няма да е достатъчно, за да сложи край на продължаващата дефлация. Това е така, защото дефлационният натиск не е ограничен единствено до спада на цените на горивата и енергията, а също така отразява наличието на значителен неизползван капацитет в икономиката и свързаното с това бавно възстановяване на вътрешното търсене.

Дългоочакваното възстановяване на в броя на заетите в експортно-ориентираната част от икономиката започна да се материализира...

Актуалните очаквания за заетостта се радват на широко-базирано подобрене...



Източници: Eurostat, НСИ, UniCredit Research

Стратегия: суверенът продължава с усилията за изграждане на по-висока и по-предвидима траектория на емитирането на външен дълг

Министерство на финансите планира да открие средносрочна програма за управление на външния дълг

Ограниченията на външния дълг за 2015 г. (EUR 3.5 млрд.) и 2017 г. (EUR 8 млрд.) вече са заложиени...

... докато емитирането на вътрешен дълг остава минимално

Усилията на Министерството на финансите, очертани в Закона за Бюджет 2015, да осъществят значителна промяна на траекторията на емитирането на външен дълг вече имат по-ясно средносрочно проявление. В края на февруари Народното събрание прие закон, който ратифицира договора за дългостроителство на правителството в контекста на предложената наскоро Глобалната средносрочна програма за емитиране на облигации (GMTN). Документът се явява продължение на 6-месечния синдикиран банков заем за EUR 1.5 млрд., който емитентът получи през декември 2014 г. и който предостави възможност за влизане в средносрочни договорни отношения с представените институции.

Основните аспекти на GMTN включват таван на емитирането на външен дълг от EUR 8 млрд. за периода 2015-2017 г. Валутата и матуритетът на всяка отделна трансакция ще се задават по време на маркетинговия процес на съответния транш. От друга страна, ограниченията на емисиите за всеки период ще се определят в бюджетните закони за съответните години, като индикативният праг за 2015 г. вече е заложен на EUR 3.5 млрд. или 44% от размера на GMTN. Тази сума покрива и по-голямата част от brutните нужди от финансиране на суверена за годината, които ние оценяваме на EUR 5.0 млрд. (или 11.6% от БВП). Очакваме тази цел да бъде постигната лесно (особено, поради изпреварващото финансиране в размер на EUR 0.9 млрд. през 2014 г.), като се използва балансирана комбинация от всички налични канали (виж таблицата) и следователно не очакваме реалното емитиране на външен дълг да достигне границата от EUR 3.5 млрд. Заложеното ограничение от EUR 8 млрд. за цялата програма се съпоставя с brutни нужди от финансиране на правителството, които оценяваме на EUR 9.8 млрд., което ни кара да смятаме, че той няма да бъде използван в пълния си размер поради усилия за изпреварващо финансиране и подкрепа на вътрешния пазар на ДЦК за задържане на стабилни, макар и ниски равнища.

GMTN програмата също така ще подкрепи усилията на суверена да изгради еднородна крива на доходността на външния пазар (която е момента се състои от едва две емисии с общ номинал EUR 2.4 млрд.), като измести фокуса на емитента встрани от местния пазар на ДЦК. Програмата вече получи предварителен рейтинг, съответстващ на този на суверена - Ваа2 или две стъпки над инвестиционния. Рейтингът е допълнен и от стабилната перспектива пред емитента.

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

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

EUR bn	2014	2015F	2016F
Gross financing requirement	2.3	5.0	2.1
Budget deficit	1.6	1.3	1.2
Amortization of public debt	0.5	3.5	0.7
Domestic	0.5	1.0	0.7
Bonds	0.4	0.1	0.6
Bills	0.2	1.0	0.2
External	0.0	2.4	0.0
IMF/EU/Other	0.2	0.2	0.2
Financing	2.3	5.0	2.1
Domestic borrowing	1.6	0.6	0.7
Bonds	0.6	0.5	0.5
Bills	1.0	0.2	0.2
External borrowing	2.5	3.1	1.5
Bonds	3.0	3.0	1.4
IMF/EU/Other	-0.5	0.1	0.1
Privatization	0.0	0.0	0.0
Fiscal reserves change (- = increase)	-1.8	1.2	0.0

БРУТНИ НУЖДИ ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ИКОНОМИКАТА

EUR bn	2014	2015F	2016F
Gross financing requirement	14.4	17.3	14.4
C/A deficit	0.0	-0.2	0.3
Amortization of medium to long term debt	4.8	7.2	4.3
Government/central bank	0.2	2.6	0.2
Banks	0.8	0.6	0.5
Corporates	3.9	4.0	3.6
Short term debt amortization	9.5	10.3	9.7
Financing	14.4	17.3	14.4
FDI	1.0	1.1	1.2
Portfolio flows	1.3	1.7	1.2
Borrowing	6.6	7.6	5.5
Government/central bank	2.5	3.1	1.5
Banks	0.3	0.5	0.4
Corporates	3.8	4.0	3.6
Short-term	10.3	9.7	8.9
EU transfers	1.2	1.1	1.2
Other	-3.9	-2.1	-2.5
Change in FX reserves (- = increase)	-2.1	-1.8	-1.1

Source: 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.