
MACROECONOMIC MONITOR: EARLY 2022

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ МОНИТОР: НАЧАЛО 2022



КОНФЕДЕРАЦИЯ
НА РАБОТОДАТЕЛИТЕ
И ИНДУСТРИАЛЦИТЕ
В БЪЛГАРИЯ

ГЛАСЪТ НА БЪЛГАРСКИЯ БИЗНЕС

The art of printing



billboard

www.billboard.bg

Introduction

This report analyses the performance of the economy of Bulgaria at the start of 2022. We focus on three groups of data, covering price dynamics and credit growth, economic output and the performance of the labor market. We use the latest up to date data which is available and we use both quarterly and monthly datasets in the analysis. In the case of prices, we use monthly data for the January-May period, in the case of economic output, we use quarterly and monthly data that runs from January up to April and in the case of the labor market, we use quarterly data for Q1.

The report contains our analytical comments on the most recent economic developments. In this edition we devote particular attention to inflation, which is why we start our report by analyzing the latest CPI and PPI data. We also provide a detailed analysis of the dynamics of private and government consumption in recent quarters, as presented by the breakdown of the GDP figures. We think there are signs that the growth of aggregate demand in recent quarters was likely running at overly high and unsustainable levels, feeding into inflationary pressures.

We conclude our report with a summary and a comment about the outlook for the Bulgarian economy over the near-term (the next 6-12 months). Our outlook estimate is based on the latest macroeconomic developments both locally and globally.

With acknowledgment to:



Deloitte.

Contents

- Key takeaways: 3
- I. Prices and Credit 4
 - Consumer prices 4
 - Producer prices 5
 - Lending activity 6
- II. Economic Output 7
 - Gross Domestic Product 7
 - Industrial output 10
 - Retail trade 11
 - Construction 12
- III. Labor Market 13
 - Unemployment and employment 13
 - Wages 14
- IV. Outlook 16

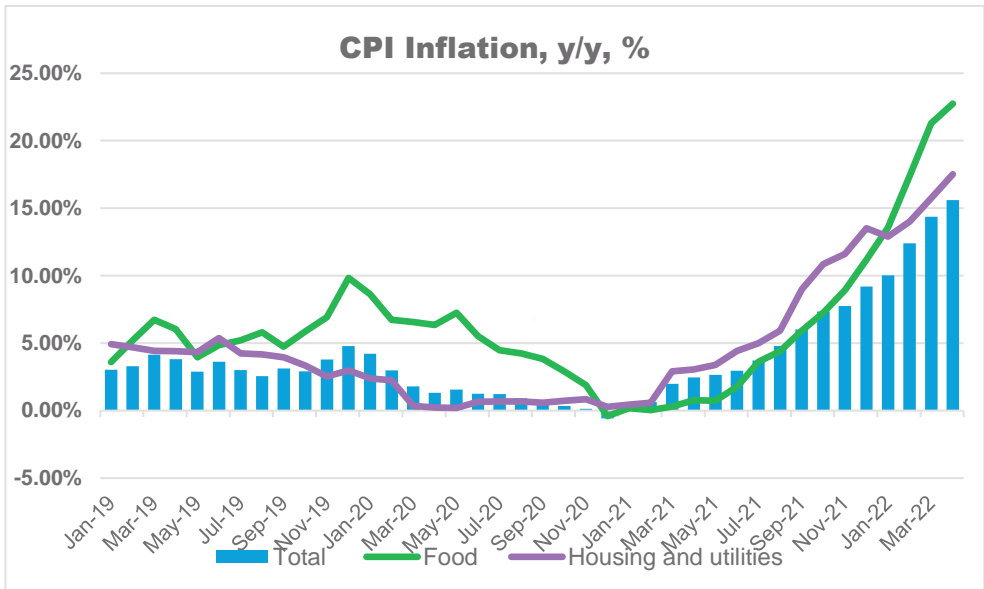
Key takeaways:

- Both producer and consumer inflation continues to accelerate in early 2022, with the latter reaching the highest level since 1998.
- Gross domestic product (GDP) continues to rise at a good pace of 4% in Q1, but has eased from Q4's 5% growth.
- The growth in final consumption expenditure decelerated by 2pps (percentage points) in Q1.
- The negative contribution of net exports to GDP rose to the highest level since 2008.
- Household and government consumption growth since the onset of the Covid-19 pandemic has averaged a higher level than during the period immediately before (2018-2019).
- Meanwhile, unemployment has been setting new record lows since Q3 2021.
- We think these are signs that economic activity could be running at an unsustainably high pace for several quarters now, amplifying inflationary pressures.
- We think government policy is being pro-cyclical, with government spending remaining well above the pre-pandemic level and continuing to rise strongly.
- GDP data for Q1 and especially the latest retail trade data show signs of slowing private consumption, in our view due to the pressure of very high inflation.
- The outlook for the next 6-12 months is mostly negative, as inflation is likely to remain very high, while tighter monetary policy globally pushes interest rates upwards.
- GDP growth will likely continue slowing through the rest of 2022, recession possible in 2023.

I. Prices and Credit

Consumer prices

The Consumer Price Index (CPI) rose by 15.6% y/y (year-on-year) in May, accelerating from the 14.4% y/y increase posted in April. This marked the strongest pace of consumer inflation since 1998. Inflation was the highest in food and non-alcoholic beverages, prices of which increased by 22.75% y/y in May, up from 21.29% y/y in the previous month. This is the strongest rate of inflation in food since 2008. Inflation in housing, water, electricity, gas and other fuels also continued to accelerate, reaching 17.52% y/y in May, up from 15.75% y/y in April. Transport prices rose by 32.55% y/y in May, up from 28.56% y/y in the previous month. These are the key product categories, with the biggest weights in the overall price index.



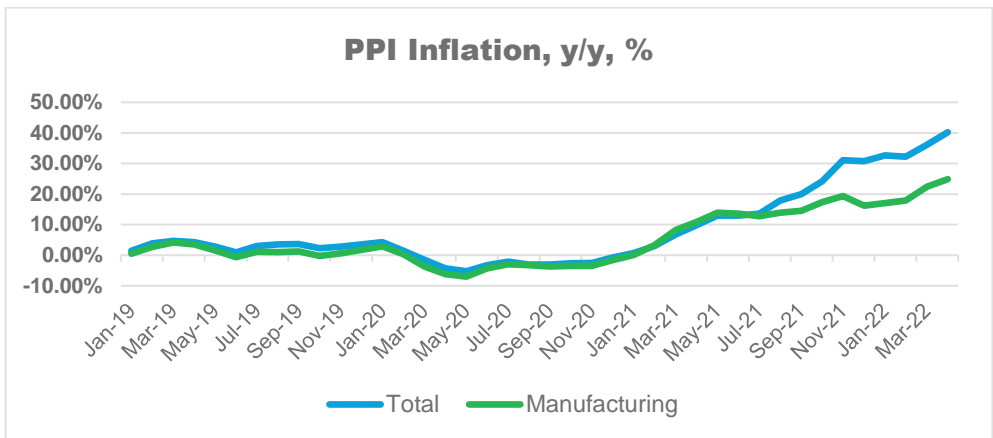
Source: NSI

The alternative breakdown shows double digit inflation in both foods and non-foods, as well as catering. Only in the services sector inflation remains below 10% so far, although it continues to accelerate as well, reaching 7.74% y/y in May. On an alternative basis, consumer prices rose by 1.21% m/m in May, decelerating from April's 2.46% m/m increase. This was a broad-based development, with prices of foods rising by 1.75% m/m in May, down from

4.37% m/m in April, while price growth in non-food products eased to 1.64% m/m in May, compared to 2.17% m/m in April.

Producer prices

Shifting to producer prices, we see that inflation continues to accelerate there as well. The Producer Price Index (PPI) rose by 40.21% y/y in April, up from 36.11% y/y inflation reported in March. Inflation accelerated to 22.23% y/y in the manufacturing subsector in April, up from 13.18% y/y in March. In the electricity, gas, steam and air conditioning supply producer price inflation reached 93.66% y/y in April, which a record level in the history of the series (i.e. since at least 2006).



Source: NSI

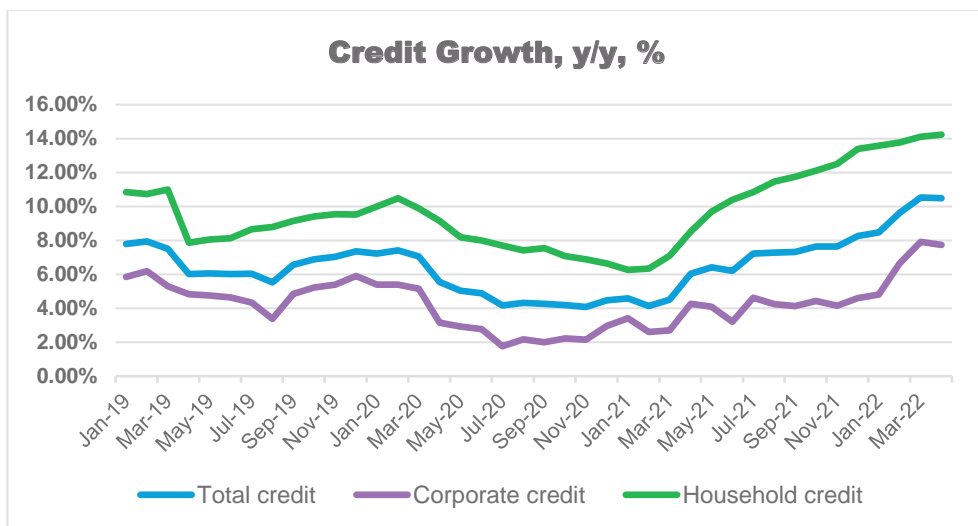
The alternative breakdown showed that prices rose at a double-digit pace across all major goods categories, with the sole exception of investment (capital) goods, where producer price inflation was 9.55% y/y in April, up from 8.76% y/y in March. In intermediate goods inflation reached 25.6% y/y in April, up from 20.3% y/y in March. On an alternative basis, PPI inflation eased to 3.26% m/m in April, down from 4.34% m/m in March. This easing was concentrated entirely in the manufacturing subsector, where inflation was 2.25% m/m in April, down from 5.96% m/m in March.

Overall, the latest CPI and PPI data show that inflationary pressures remain very strong and it seems that inflation will certainly remain in double digit territory in the near-term, throughout the summer months. The current rates of inflation are applying a very significant pressure on household finances and we think this will be having an increasingly negative impact on private consumption. As private consumption slows, inflation will most likely stabilize and start to ease later in this year, especially as rising interest rates

due to the shift in monetary policy in Europe also start to limit private consumption growth. However, the overall outlook remains highly uncertain because further supply shocks are not out of the question given the uncertainty regarding Europe’s energy supply caused by the war in Ukraine. Until the EU member states have secured long-term alternatives to Russian energy supplies, prices of natural gas and other key energy commodities will likely remain highly volatile.

Lending activity

The latest data from the Bulgarian National Bank shows that nominal credit growth remained unchanged at 10.5% y/y in April. Corporate loans rose by 7.7% y/y in that month, slightly decelerating from the 7.9% y/y expansion reported in March, while household lending increased by 14.2% y/y in April, compared to 14.1% y/y in March. Housing loans rose by 16.9% y/y in April, almost unchanged from March’s 17.1% y/y increase. Growth in consumer loans also remained relatively stable, slightly accelerating by 0.2pp to 13.1% y/y in April.



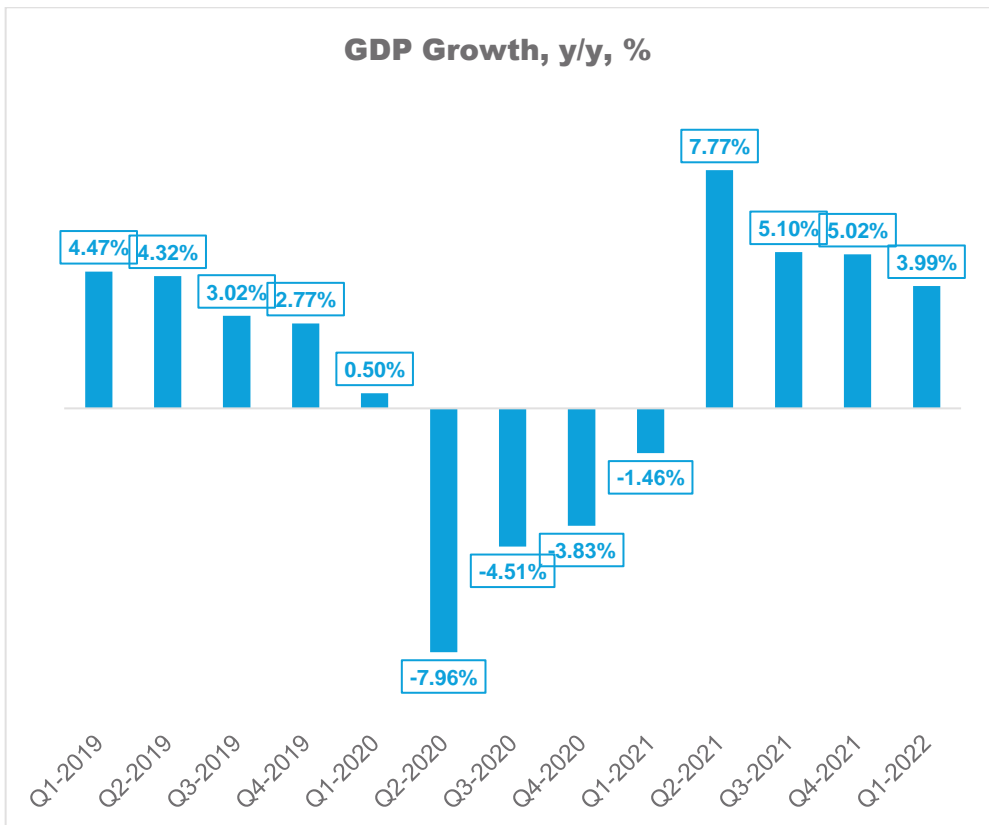
Source: BNB

We emphasize that these are nominal figures. If we adjust the data for CPI inflation, we see that the real value of lending has fallen by 3.4% y/y in April. Real credit growth has in fact been consistently falling since the start of the year. We think this trend is only set to deepen, especially in the second half of 2022, as the ECB raises its interest rates and causes a subsequent increase in the interest rates charged by banks.

II. Economic Output

Gross Domestic Product

Bulgaria's real GDP growth decelerated to 3.99% y/y (year-on-year) in Q1 2022, down from 5.02% y/y in Q4 2021, according to the latest seasonally adjusted data from the National Statistics Institute. This deceleration was driven by slower growth in final consumption expenditure, which rose by 5.23% y/y in Q1, compared to 7.23% y/y in Q4, as well as a greater negative contribution of net exports. We note that this is the slowest pace at which final consumption spending has risen since Q4 2020. We also note that this deceleration in final consumption growth was entirely due to slower household consumption, which rose by 6.51% y/y in Q1, compared to 8.57% y/y in Q4. On the other hand, government consumption growth accelerated to 7.04% y/y in Q1, up from 4.93% y/y in the previous quarter.



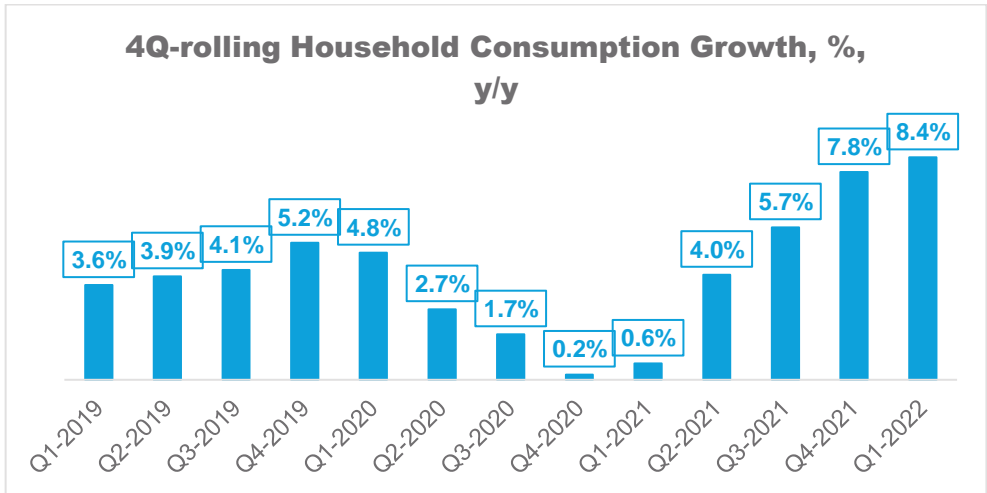
Source: NSI

The negative contribution of net exports rose to EUR 2.91bn in Q1, the highest level since 2008. We think this is due to the significant spike in various commodity prices, especially in the energy sector, which occurred in Q1, particularly due to the fallout of the Russian invasion of Ukraine. Bulgaria relies mostly on imports for much of its needs of oil and gas, which is why sharp inflation in those commodities leads to a rising trade deficit. In this light, we think the negative contribution of net exports to GDP is very likely to increase further in Q2 and in Q3 as well.

Delving deeper, after calculating the GDP deflator, we observe that the inflation rate based on the deflator is 18.22% y/y in Q1 2022. We remind that GDP data is not influenced by the value of imports. The final component of GDP is net exports, i.e. exports minus imports, therefore inflation, which has been directly imported through rising prices of imports, does not influence the inflation calculation based on the GDP deflator. Another thing that must be noted is that the GDP deflator is a broader measure of inflation compared to the CPI, as it aggregates consumer and producer inflation. We see then, that even domestic inflation, as indicated by the GDP deflator is very high in Q1, higher in fact than the level of CPI inflation in any of the three months between January and March.

In the context of record inflation it is useful to take a closer look at the GDP data and observe whether the dynamics of aggregate demand are not contributing to inflationary pressures. Our analysis suggests that the growth of government consumption is a very significant contributor to the recent inflationary wave. The GDP breakdown shows that in the period Q1 2020 – Q1 2022 (9 quarters), the growth of government consumption has averaged 7.02% y/y. This compares to average growth of 3.96% y/y for the 9 quarters before that (Q4 2017 – Q4 2019).

An argument justifying this very high growth of government consumption could be that it is necessary to offset the corresponding slowdown in household consumption due to the impact of the Covid-19 pandemic. This is not so, however, as household consumption, which is by far the biggest contributor to overall individual consumption (and aggregate demand) has grown at an average pace of 4.28% y/y in the Q1 2020 – Q1 2022 period. Note that this includes the entire period of the pandemic. Household consumption declined in only one quarter during the pandemic – in Q2 2020, by 2.99% y/y.



Source: NSI

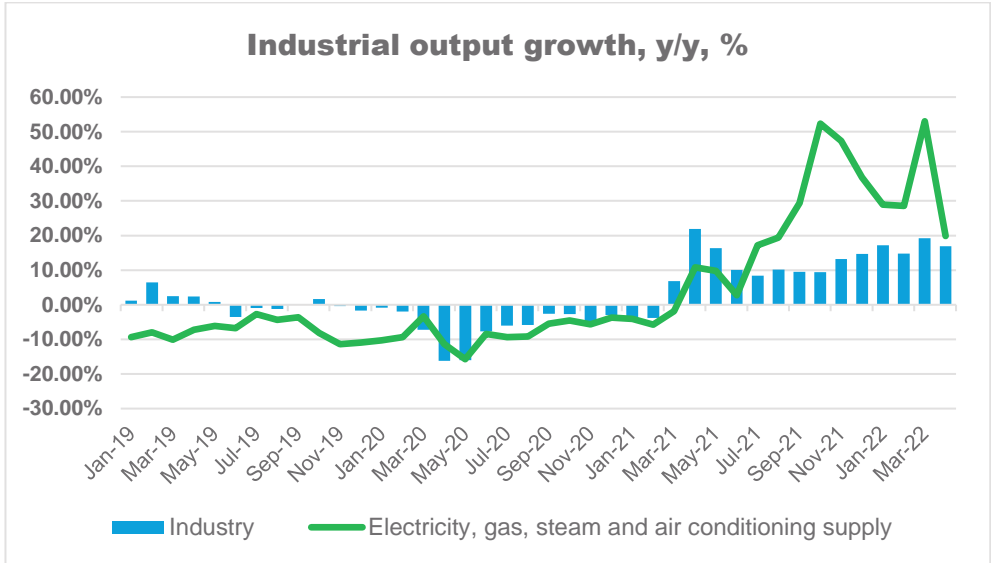
Even including the quarters impacted by the pandemic, the growth of private consumption over this 9-quarter period is not substantially lower than it was between Q4 2017 and Q4 2019 when it averaged 4.43% y/y. The chart above shows the dynamic of private consumption growth on a 4Q-rolling basis (i.e. average growth for the past four quarters). The steep upward trend since Q2 2021 is very clear.

If we focus on the period Q1 2021 – Q1 2022, we see that household consumption growth averages 7.55% y/y. This significantly exceeds the level of household consumption growth in the Q4 2018 – Q4 2019 period immediately before the pandemic, when it averaged 4.57% y/y. And if we look at the raw numbers we see that in Q1 2022 household consumption is 10.2% higher than it was in Q4 2019, while government consumption is 15.62% higher. What’s more, household consumption had already fully recovered to pre-pandemic levels already by Q4 2020 and the same goes for gross capital formation (investment). By then there was no lack of aggregate demand to compensate, yet government spending has continued to consistently rise at a pace significantly higher than what was observed in 2018-2019.

We think this data clearly suggests that economic activity in Bulgaria is overheating for the past several quarters and government policy has been a significant contributor to that. To use the technical economic term, government policy is being pro-cyclical, further deepening the worrying inflationary trend. In the context of a full recovery in the level of household consumption it is puzzling why government spending remains so

expansionary and remains significantly above the pre-pandemic level of about 36% of GDP. Especially given the very high rate of inflation and the very low rate of unemployment, we strongly recommend that government policy changes course and focuses on unwinding the growth in aggregate demand.

Industrial output



Source: NSI

After analyzing the broad GDP data, we move onto NSI’s data for the major economic sectors, starting with industry. Industrial output growth decelerated to 16.91% y/y in April, down from 19.18% y/y in March, according to the latest working-day adjusted figures. This was due to a significant slowdown in the growth of production in the electricity, gas, steam and air conditioning supply subsector. Output in this utilities sector rose by 19.84% y/y in April – the lowest level since last August. On the other hand, manufacturing output rose by 17.83% y/y in April, accelerating from the 13.15% y/y increase posted in March.

The value of the index of manufacturing output reached the highest level in history since the beginning of the series in 2000. The alternative breakdown by goods categories also showed that the slowdown in industrial output was due to slower growth in energy output which eased to 19.00% y/y in April, down from 48.83% y/y in March, combined with a much more modest deceleration in output growth of intermediate goods. Meanwhile, production of investment (capital) goods, consumer durables and consumer non-durables

rose at a faster pace in April. Most notably, output of investment goods increased by 32.09% y/y in April, compared to 10.89% y/y in March. This is the strongest growth since May 2021.

Retail trade



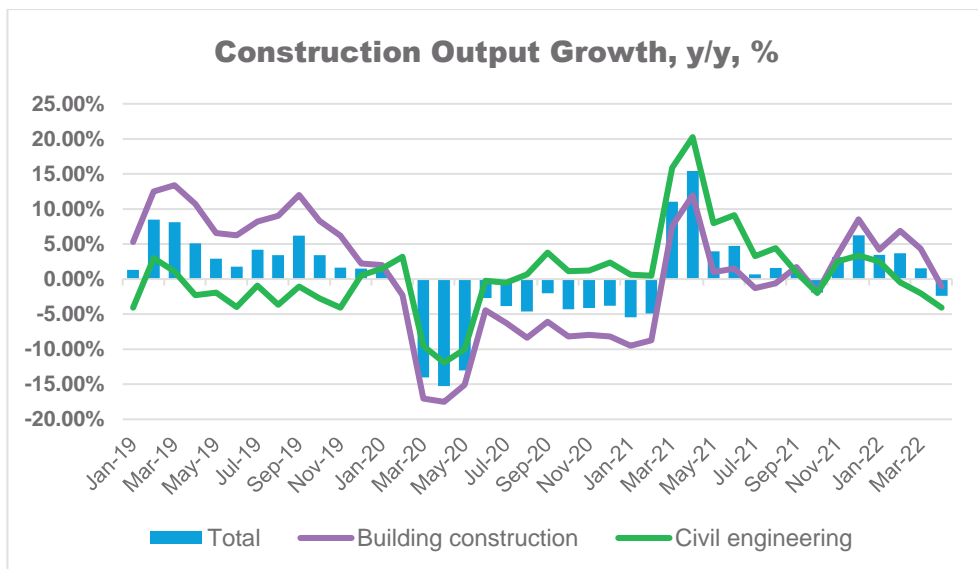
Source: NSI

Retail sales rose by 5.67% y/y in April, easing from the 9.59% y/y growth reported in March, according to the latest working-day adjusted data. Retail sales of food, beverages and tobacco contracted by 2.04% y/y in April, after rising by 1.71% y/y in March. What’s more, retail sales of food also fell by 0.72% on an alternative, m/m basis in April. We think this indicates that inflationary pressures are starting to have a notable impact on private consumption. Easter was in April and this is usually a holiday around which private consumption, particularly of food, spikes, especially relative to March. The fact that we are observing a decline this year, suggests that inflationary pressures have risen so high that consumer are cutting back on their purchases of even basic goods like foodstuffs.

Meanwhile, retail sales of non-food products (excluding fuel) rose by 10.0% y/y in April, easing by 3.8pps from March’s rate of increase. On a monthly basis, sales of non-food products declined by 2.02% m/m in April. As a result of these developments, the 3-month moving average growth rate of retail sales eased to 7.29% y/y in April, down from 9.10% y/y in March, marking the slowest pace since March 2021.

We think that retail sales growth is set to continue easing in the coming months, especially in H2 2022. Inflation remains very high and will continue to heavily pressure household finances and the monetary policy shift by the ECB will in H2 start trickling down to the banking sector in the form of higher interest rates. These are factors that point to a downward trend in private consumption growth for the rest of 2022.

Construction



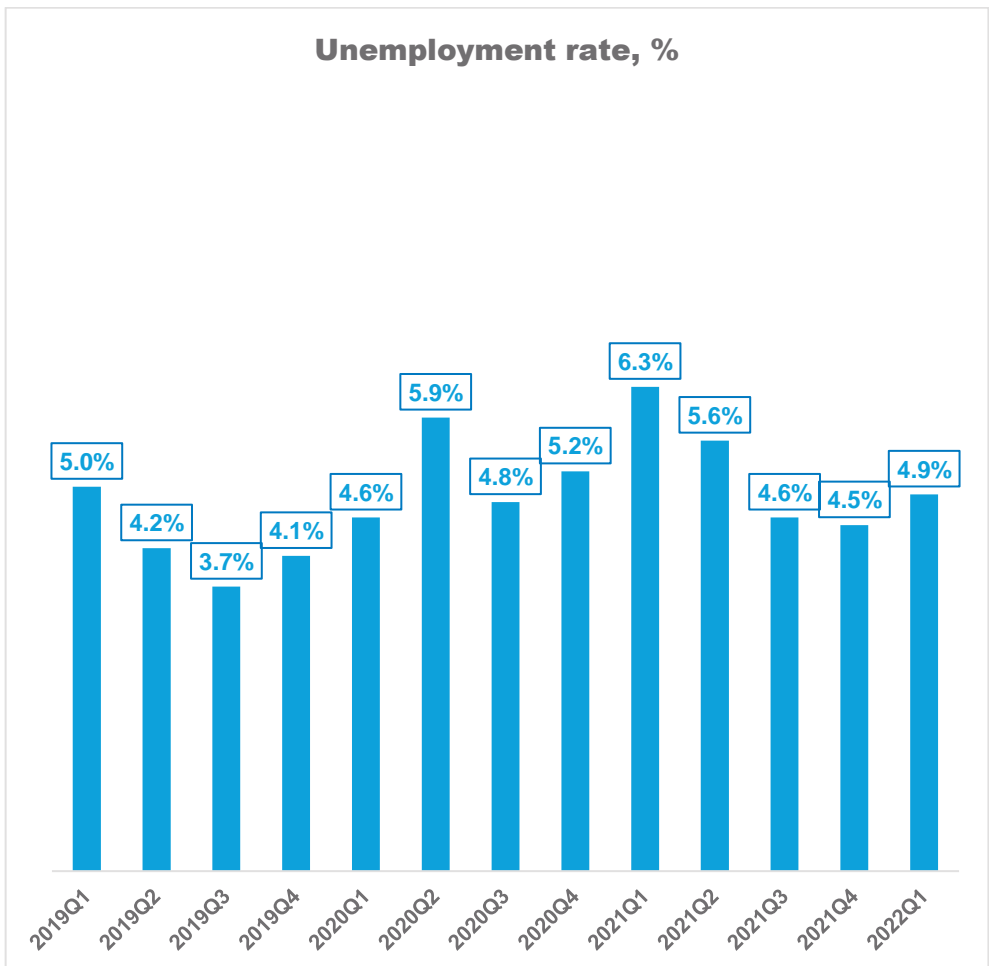
Construction output fell by 2.36% y/y in April, after rising by 1.53% y/y in March, according to the latest working-day adjusted data. This was the strongest contraction in construction output since February 2021, at the tail end of the second Covid-19 pandemic wave in Bulgaria. April’s contraction in construction output was a broad-based affair with both building construction and civil engineering (i.e. public works projects) falling. Output of buildings fell by 1.03% y/y, after rising by 4.33% y/y in March, while the already present contraction in civil engineering deepened by over 2.0pps to 4.09% y/y in April.

Looking forward, a short-term rebound in construction output is quite possible in the summer months, but we note that the outlook beyond that is much more uncertain. Political instability in the country could cause a delay in a lot of civil engineering projects at the state level. The outlook for building construction also appears to be somewhat negative in the medium to long term given that interest rates on mortgages are likely to start trending upwards in H2, which would hurt housing demand.

III. Labor Market

Unemployment and employment

The latest Labor Force Survey data from NSI shows that unemployment in Bulgaria stood at 4.9% in Q1 2022, up from 4.5% in Q4 2021. The number of unemployed persons fell by 22.21% y/y (year-on-year) in Q1, accelerating from the 15.25% y/y decline posted in Q4. This is the fastest pace at which the number of unemployed people has fallen since Q3 2019. Youth unemployment (ages 15-24 years) however continued to fall, reaching 12.8% in Q1, down from 15.9% in Q4. Unemployment in older working age groups varied between 4.1% and 4.3%. The employment rate slightly rose to 52.7% in Q1, up from 52.6% in Q4.



Source: NSI

Overall, this data clearly suggests that the Bulgarian economy is operating at full employment. What's more, the unemployment rate has for four quarters now been consistently below the 5% mark, which is a record low for the past 30 years. This suggests that the labor market is functioning below the natural level of unemployment in the country and is another indication that economic activity in Bulgaria could be overheating and contributing to the very high level of inflation. We already mentioned that indications of an overheating economy are present in the GDP data and we see such in the labor market data as well.

Wages

The NSI data on wages shows that the average wage rose by 8.96% y/y in Q1, decelerating from the 12.62% y/y increase reported in Q4. Wage growth slowed down in agriculture, mining, manufacturing, construction, transportation, information and communication and the various utilities subsectors. In manufacturing wages rose by 8.46% y/y in Q1, compared to 8.90% y/y in Q4. In construction wage growth decelerated by over 4.0pps to 7.43% y/y in Q1, while in agriculture wage growth was only 2.13% y/y in Q1, down from 15.21% y/y in Q4.



Source: NSI

Thus, Q1 marked the slowest pace at which the average wage has risen since Q2 2020. Wages have been rising at a consistent double-digit pace since Q4 2020, which was even higher than the pre-pandemic level of growth. Including the annual bonuses paid out at year-end, in Q4 2020-Q4 2021 wages rose by 12.12% y/y on average per quarter, while in 2018-2019 wage growth averaged 9.9% y/y. We think wage growth well above the pre-pandemic level has most likely been another contributing factor to the inflationary trend over the past year.

The labor market data shows that since Q3 2021 the Bulgarian economy is operating slightly beyond full employment, while wages are rising at a very high pace, even exceeding the pre-pandemic level of growth. We also think this data points to an overheating labor market, supporting the signs we observed in the breakdown of the GDP data. We note however, that Q1 2022 seems to present the first signs of easing growth in the labor market, with unemployment slightly rising, but remaining below 5%, while the level of overall wage growth eases by almost 3.0 percentage points.

IV. Outlook

The data we have analyzed here indicates that the economy of Bulgaria keeps performing quite strongly in early 2022. However the extreme levels of inflation both for consumer and for producers are a very significant macroeconomic risk. Furthermore, when closely analyzing the data, we find clear signs that the Bulgarian economy is likely overheating. Since the start of 2021 government consumption continues rising at levels well above the pre-pandemic norm, all the while private consumption growth is fully recovered and unemployment is at a record low for the past three decades. We note that in this context, the government's quite expansionary fiscal policy in Budget 2022 seems misguided. The planned budget update will not correct this, as current spending is planned to be considerably increased even further.

The exceedingly strong growth of aggregate demand is its own biggest enemy, as it further feeds into inflationary pressures, which in turn start applying significant pressure on household finances and depressing private consumption. We think the first signs of private consumption slowing are already present in the GDP and retail trade data for the first months of 2022. Looking forward, we expect private consumption growth to weaken further, particularly in H2. Rising interest rates, due to the shift in the monetary policy stance of the European Central Bank will apply further pressure and depress both consumption and investment growth.

Meanwhile, the external economic environment seems unlikely to improve. The combination of extreme inflationary pressures and rising interest rates have already significantly hurt financial markets. Both debt and capital markets across Europe and North America have been experiencing a deep and sustained decline so far in 2022. Many of the major stock market indices are currently in what is considered bear market territory. Because of this, the near-term global investment outlook (at least until end-2022) seems quite downbeat. We also think that prices of energy commodities are unlikely to fall from their current levels by the end of the year, therefore the negative contribution of net exports to GDP will most likely remain very significant and continue rising.

The war in Ukraine and the economic fallout of the sanctions imposed on Russia also remain a very key contributor to external macroeconomic risks.

Inflationary pressures, which were already significant before the Russian invasion only worsened in the aftermath, especially as the European Union tries to shift away from its dependency on Russian energy. This shift introduces significant macroeconomic risks at least for the next 12 months, as uncertainty regarding the still ongoing supply from Russia and the scramble for alternatives is pressuring energy prices and making them extremely volatile.

Taking all of these factors into account, we think overall GDP growth will most likely trend downwards throughout the rest of 2022. As a result of this downward trend in economic activity growth and due to the higher year-on-year base, we think that the upward trend in inflation will likely end in Q4 2022 and price growth will stabilize and possibly even ease. We note that even so, it will most likely remain in double-digit territory for the rest of 2022. As private consumption comes under increasing pressure and fiscal space becomes more limited due to the already deep deficits and rising interest rates, we think that there is a real possibility of a recession in early 2023, both in Bulgaria and the European Union as a whole.

**СПОДЕЛЯМЕ
БЪДЕЩЕ**



PHILIP MORRIS
BULGARIA EOOD

we were

we are transforming for good

we will be



КАМАРА НА СТРОИТЕЛИТЕ В БЪЛГАРИЯ BULGARIAN CONSTRUCTION CHAMBER



The Bulgarian Construction Chamber (BCC) is a legal entity established on the grounds of the Chamber of Builders Act of 2006. The BCC is an independent, voluntary professional association and the official representative of builders in Bulgaria. 6,440 construction companies are inscribed in the Central Professional Register of Builders, including 54 foreign contractors. The Chamber operates through 27 regional offices.

Membership: The European Construction Industry Federation (FIEC), European International Contractors (EIC), the Confederation of International Contractors' Associations (CICA), the Confederation of Employers and Industrialists in Bulgaria (CEIB), the Bulgarian Industrial Association (BIA), and the Bulgarian Chamber of Commerce and Industry (BCCI).

The basic activities of the chamber include:

- Representing members, and protecting their interests, especially SMEs;
- Self-regulation mechanisms: Central Professional Register of Builders. Code of Ethics;
- Legal framework improvement in the area of the spatial development and investment design.
- Social dialogue involvement;
- Supporting the construction industry's digital transformation by encouraging innovation, standardization, best practises transfer, and staff up- and reskilling. Attracting and retaining young professionals.
- Sustainable, safety, climate neutral, and competitive environment promoting.

Through its subsidiary 'Construction Qualification' EAD the chamber implements its policy in the field of vocational education and training, focusing in particular on health and safety at work (coordinators and officials), quality control of the construction products, and acquisition/updating of the professional qualification of the employees in the sector.

The Bulgarian Construction Chamber has its own weekly newspaper *Stroitel* (Builder), which was established in 2009 and is a media leader in the branch. 'Vestnik Stroitel' EAD is a member of the Confederation of Employers and Industrialists in Bulgaria.

Bulgarian Construction Chamber
6 Mihail Tenev Str. 1784 Sofia,
Bulgaria Tel+ 359 2 806 29 12

www.ksb.bg

www.vestnikstroitel.bg

Строител

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ МОНИТОР: ЯНУАРИ-МАЙ 2022г.

Юни 2022 г.

Въведение

В настоящия доклад се анализира представянето на българската икономика в началото на 2022 г. Фокусираме се върху три групи данни, покриващи динамиката на цените и кредитния растеж, икономическата продукция и представянето на трудовия пазар. В анализа използваме най-актуалните налични данни и използваме както тримесечни, така и месечни набори от данни. Относно цените използваме месечни данни за периода януари-май, за икономическа продукция използваме тримесечни и месечни данни, които се движат от януари до април, а за пазар на труда - използваме тримесечни данни за Т1.

Докладът съдържа нашите аналитични коментари относно последните икономически развития. В това издание отделяме особено внимание на инфлацията, поради което започваме доклада си, като анализираме последните данни за Индексът на потребителските цени и Индексът на цените на производство. Също така предоставяме подробен анализ на динамиката на частното и правителственото потребление през последните тримесечия, както е представено от разбивката на цифрите за БВП. Смятаме, че има признаци, че ръстът на съвкупното търсене през последните тримесечия вероятно е протичал на прекалено високи и неустойчиви равнища, засилвайки инфлационния натиск.

Завършваме нашия доклад с резюме и коментар за перспективите за българската икономика в близко бъдеще (следващите 6-12 месеца). Нашата прогнозна оценка се основава на най-новите макроикономически развития както на местно, така и на световно ниво.

Специални благодарности към:



ЕКСПЕРТЕН КЛУБ ЗА
ИКОНОМИКА И ПОЛИТИКА

Deloitte.

Съдържание

Ключови изводи:	24
I. Цени и кредит.....	25
Потребителски цени.....	25
Производствени цени.....	26
Дейност по кредитиране.....	27
II. Икономическа продукция.....	29
Брутен вътрешен продукт.....	29
Промислена продукция	32
Търговия на дребно.....	33
Строителство	35
III. Пазар на труда.....	36
Безработица и заетост.....	36
Заплати.....	37
IV. Перспективи.....	39

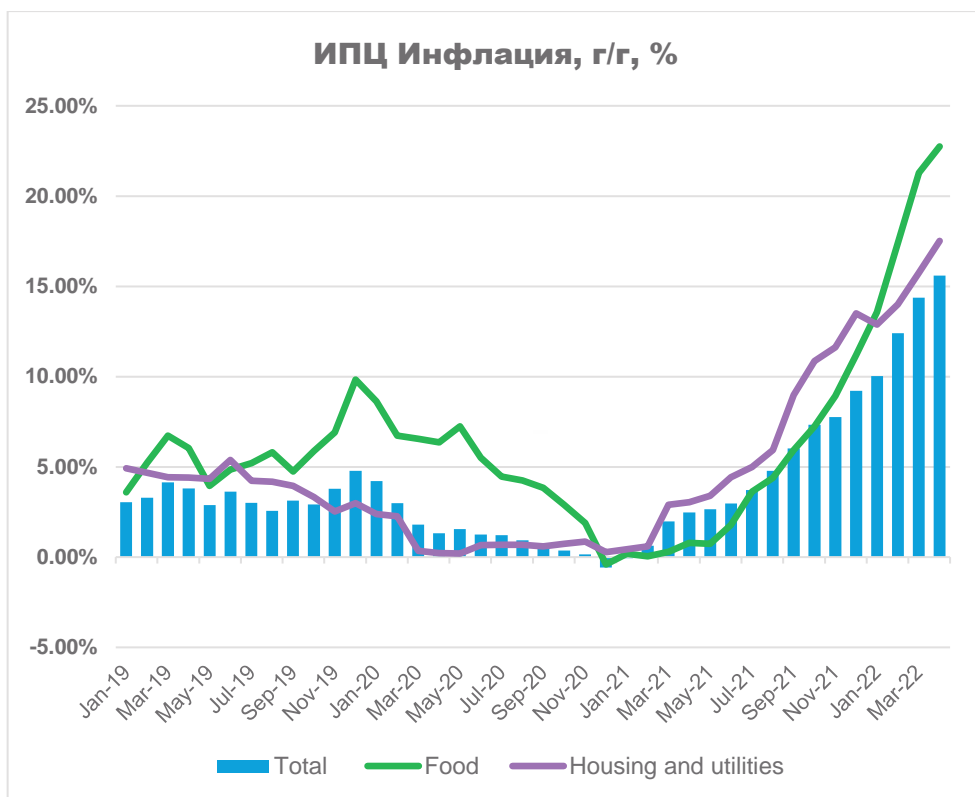
Ключови изводи:

- Както инфлацията при производителите, така и при потребителите продължава да се ускорява в началото на 2022 г., като достига най-високото си равнище от 1998 г. насам.
- Брутният вътрешен продукт (БВП) продължава да се покачва с добри темпове от 4% в Т1 2022, но е спаднал в сравнение с растежа от 5% през Т4 2021.
- Ръстът на разходите за крайно потребление е намалял с 2пп (процентни пункта) през Т1 2022.
- Отрицателният принос на нетния износ към БВП се повишава до най-високото си равнище от 2008 г. насам.
- Ръстът на потреблението на домакинствата и правителството от началото на пандемията от Covid-19 е на по-високо ниво, отколкото през периода непосредствено преди това (2018—2019 г.).
- Междувременно безработицата записва нови рекордни спадове от Т3 2021 до момента.
- Смятаме, че това са признаци, че икономическата активност се движи с неустойчиво високи темпове вече няколко тримесечия, което усилва инфлационния натиск.
- Смятаме, че правителствената политика е проциклична, като правителствените разходи остават много над равнището от преди пандемията и продължават да се покачват силно.
- Данните за БВП за Т1 2022 и особено последните търговски данни показват признаци на забавяне на частното потребление, което според нас е поради натиска на високата инфлация.
- Перспективите за следващите 6-12 месеца са по-скоро отрицателни, тъй като инфлацията вероятно ще остане много висока, докато по-затегнатата парична политика в световен мащаб тласка лихвените проценти нагоре.
- Растежът на БВП вероятно ще продължи да се забавя през останалата част на 2022 г., като е възможна рецесия през 2023 г.

I. Цени и кредит

Потребителски цени

Индексът на потребителските цени (ИПЦ) се е повишил с 15,6% г/г (година за година) през май, отчитайки увеличение спрямо 14,4% г/г, публикувано през април. Това отбелязва най-силния темп на потребителска инфлация от 1998 г. насам. Инфлацията е най-висока при храните и безалкохолните напитки, цените на които са се увеличили с 22,75% г/г през май, като през предходния месец е нараснала с 21,29% г/г. Това е най-високият темп на инфлация в храните от 2008 г. насам. Инфлацията в цените на жилищата, водата, електроенергията, газа и други горива също продължава да се ускорява, достигайки 17,52% г/г през май, спрямо 15,75% г/г през април. Цените на транспорта се повишават с 32,55% г/г през май, като през предходния месец се повишиха с 28,56% г/г. Това са ключовите категории продукти, с най-голяма тежест в общия ценови индекс.

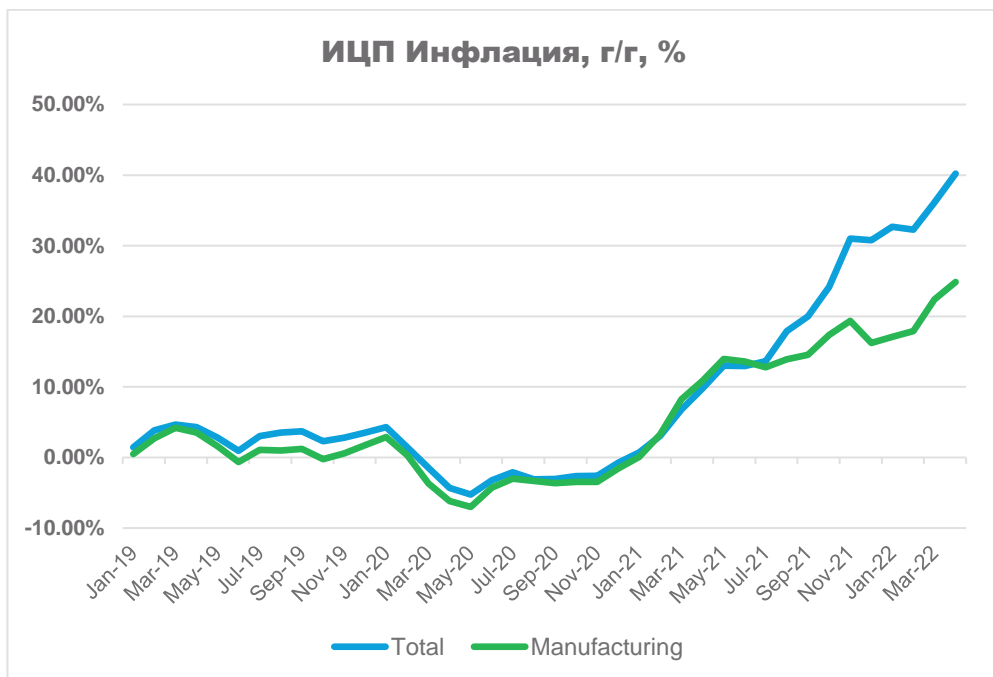


Източник: НСИ

Алтернативната разбивка показва двуцифрена инфлация както в храните, така и в нехранителните стоки, също и в кетъринга. Само инфлацията в сектора на услугите до момента остава под 10%, въпреки че тя също продължава да се ускорява, достигайки 7,74% г/г през май. На алтернативна основа, потребителските цени нараснаха с 1,21% м/м (месец за месец) през май, отчитайки намаление спрямо 2,46% м/м през април. Това представлява широкообхватно развитие, като цените на храните се покачват с 1,75% м/м през май, спад спрямо 4,37% м/м през април, докато ръстът на цените на нехранителните продукти се успокоява до 1,64% м/м през май, в сравнение с 2,17% м/м през април.

Производствени цени

Преминавайки към производствените цени, констатираме, че инфлацията продължава да се ускорява и там. Индексът на цените на производство (ИЦП) се покачи с 40.21% г/г през април, повишение спрямо 36.11% г/г инфлация, отчетена през март. Инфлацията се ускори до 22,23% г/г в подсектора на преработващата промишленост през април, покачване спрямо 13,18% г/г през март. В доставките на електроенергия, газ и пара инфлацията на производствените цени достига 93,66% г/г през април, което е рекордно ниво в историята на прогресията (т.е. най-малко 2006 г. насам).



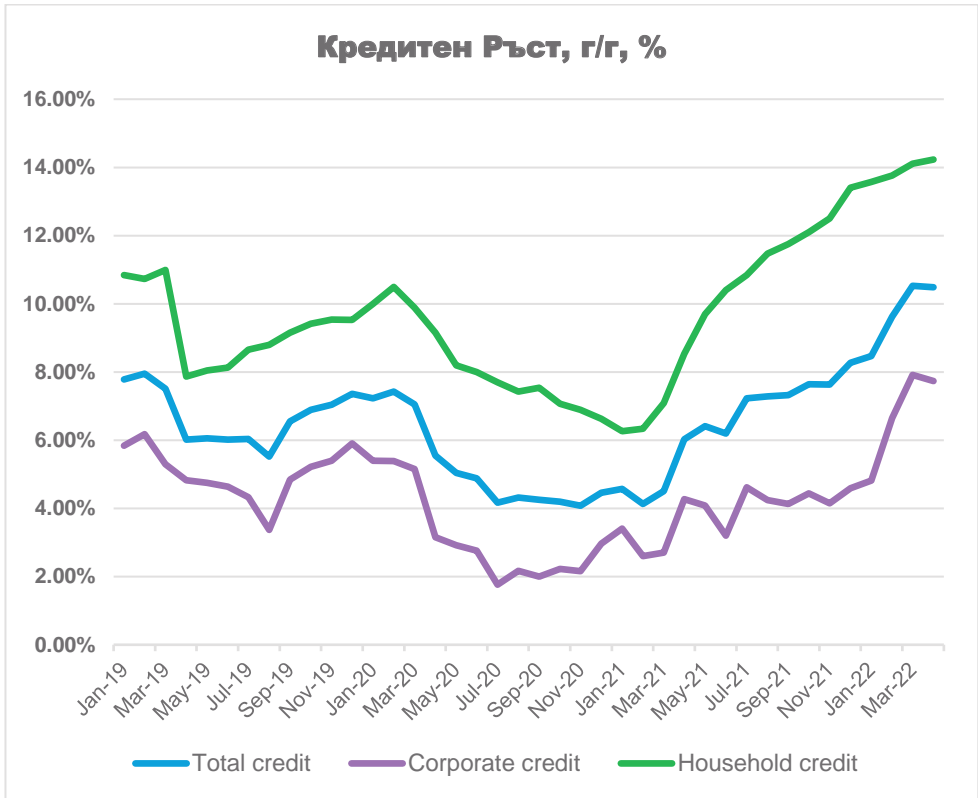
Източник: НСИ

Алтернативната разбивка показва, че цените са се повишили с двуцифрен темп във всички основни категории стоки, с единственото изключение на инвестиционните (капиталовите) стоки, където инфлацията на производствените цени е 9,55% г/г през април, спрямо 8,76% г/г през март. При междинните продукти инфлацията достигна 25,6% г/г през април, покачване спрямо 20,3% г/г през март. На алтернативна основа, инфлацията на ИЦП се облекчи до 3,26% м/м през април, спад спрямо 4,34% м/м през март. Това облекчение е съсредоточено изцяло в производствения подсектор, където инфлацията е 2.25% м/м през април, спад спрямо 5.96% м/м през март.

Като цяло, последните данни за ИПЦ и ИЦП показват, че инфлационният натиск остава много силен и изглежда, че инфлацията със сигурност ще остане двуцифрена в близък план през летните месеци. Настоящите темпове на инфлация оказват значителен натиск върху финансите на домакинствата и смятаме, че това ще има все по-отрицателно въздействие върху частното потребление. Тъй като частното потребление се забавя, инфлацията най-вероятно ще се стабилизира и ще започне да се облекчава по-късно през тази година, особено след като нарастващите лихвени проценти, поради промяната на паричната политика в Европа, също започнат да ограничават растежа на частното потребление. Общата перспектива обаче остава доста несигурна, защото по-нататъшни сътресения в доставките не са изключени предвид несигурността по отношение на енергийните доставки на Европа, вследствие от войната в Украйна. Докато страните-членки на ЕС не осигурят дългосрочни алтернативи на руските енергийни доставки, цените на природния газ и други ключови енергийни източници вероятно ще останат много нестабилни.

Дейност по кредитиране

Последните данни на Българската народна банка показват, че номиналният ръст на кредитите е останал непроменен - 10,5% г/г през април. Корпоративните кредити нарастват със 7,7% г/г през този месец, като отчитат леко намаление спрямо увеличението от 7,9% г/г, отчетено през март, докато кредитирането на домакинствата се увеличава с 14,2% г/г през април, в сравнение с 14,1% г/г през март. Жилищните кредити нарастват с 16,9% г/г през април, почти непроменени от увеличението от 17,1% г/г през март. Ръстът на потребителските кредити също остава сравнително стабилен, като леко се ускорява с 0,2пп до 13,1% г/г през април.



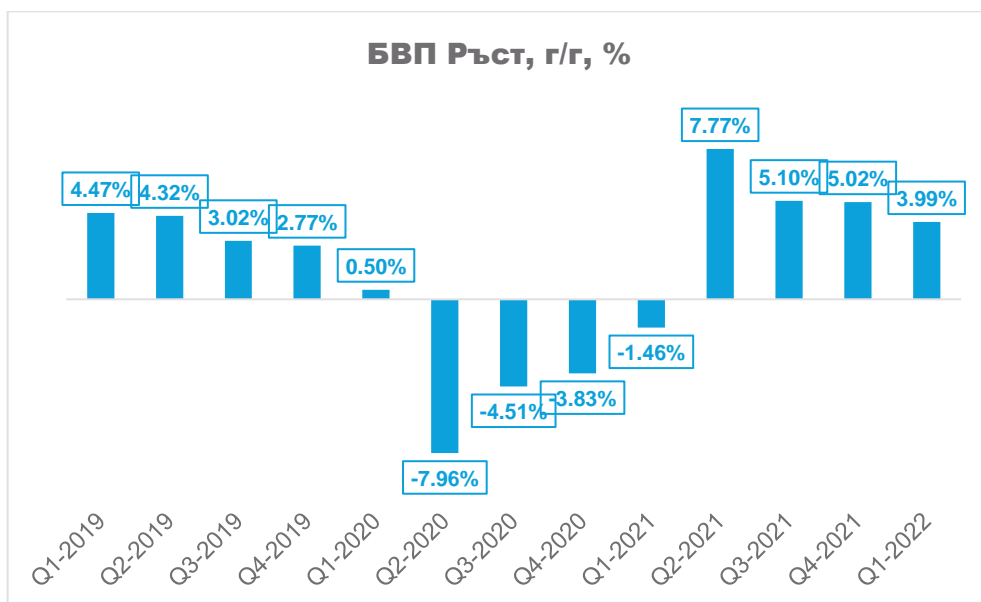
Източник: БНБ

Подчертаваме, че това са номинални данни. Ако коригираме данните за инфлацията на ИПЦ, виждаме, че реалната стойност на кредитирането е паднала с 3,4% г/г през април. Реалният ръст на кредитите в действителност постоянно намалява от началото на годината. Смятаме, че тази тенденция ще се задълбочи, особено през втората половина на 2022 г., тъй като ЕЦБ ще повишава лихвените си проценти и ще предизвиква последващо увеличение на лихвените проценти на банките.

II. Икономическа продукция

Брутен вътрешен продукт

Растежът на БВП се свива до 3,99% г/г (година за година) през Т1 2022, като спада от 5,02% г/г през Т4 2021, според последните сезонно коригирани данни от Националния статистически институт. Това забавяне се е породило от по-бавен ръст на разходите за крайно потребление, който се е повишил с 5,23% г/г през Т1 2022, в сравнение със 7,23% г/г в Т4 2021, както и по-голям отрицателен принос на нетния износ. Отбелязваме, че това е най-бавният темп, с който разходите за крайно потребление са се повишавали от Т4 2020 г. насам. Също така отбелязваме, че това забавяне на крайния ръст на потреблението се дължи изцяло на по-слабото потребление на домакинствата, което се повишава с 6,51% г/г в Т1 2022, в сравнение с 8,57% г/г в Т4 2021. От друга страна, ръстът на разходите на правителството се ускорява до 7,04% г/г през Т1 2022, в сравнение с 4,93% г/г през предходното тримесечие.



Източник: НСИ

Отрицателният принос на нетния износ се повишава до 2,91 милиарда евро в Т1 2022, което е най-високото равнище от 2008 г. насам. Смятаме, че това се дължи на значителния скок в различните цени на стоките,

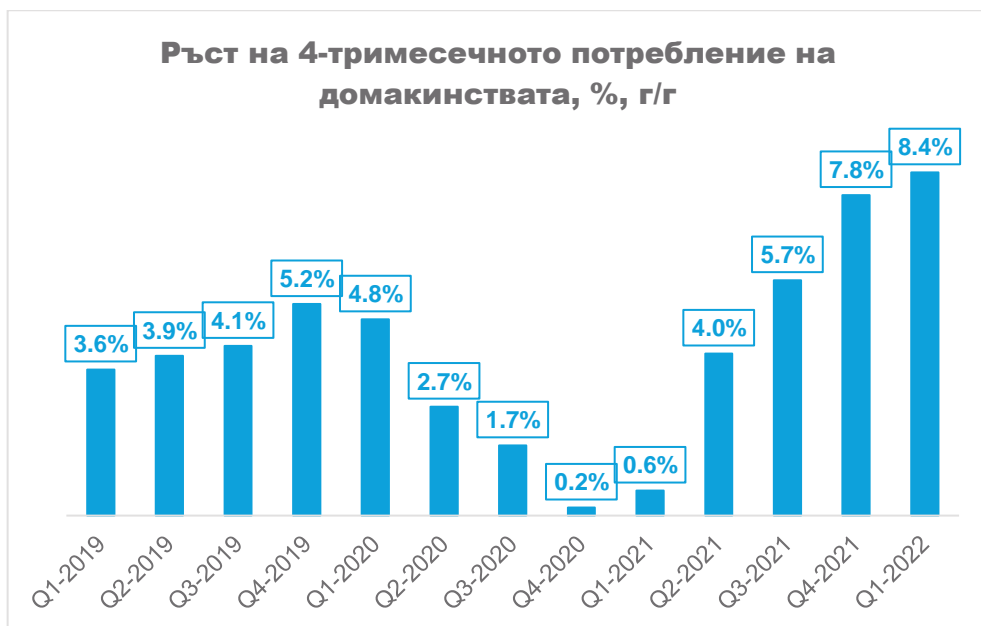
особено в енергийния сектор, който се случи в Т1 2022, особено поради руската инвазия в Украйна. България разчита основно на внос за голяма част от нуждите си от нефт и газ, поради което рязката инфлация в тези стоки води до нарастващ търговски дефицит. В тази светлина смятаме, че отрицателният принос на нетния износ за БВП е много вероятно да се увеличи допълнително и в Т2, и в Т3 на 2022 г.

Задълбочавайки се, след изчисляване на дефлатора на БВП наблюдаваме, че темпът на инфлация, базиран на дефлатора, е 18,22% г/г през Т1 2022. Напомняме, че данните за БВП не се влияят от стойността на вноса. Крайният компонент на БВП е нетният износ, т.е. износът минус вноса, следователно инфлацията, която е била пряко внесена чрез покачващите се цени на вноса, не влияе върху изчислението на инфлацията, основано на дефлатора на БВП. Друго, което трябва да се отбележи, е, че дефлаторът на БВП е по-широка мярка за инфлация в сравнение с ИПЦ, тъй като обобщава инфлацията на потребителите и производителите. Виждаме тогава, че дори вътрешната инфлация, както е видно от дефлатора на БВП, е много висока в Т1 2022, по-висока всъщност от равнището на инфлацията на ИПЦ през който и да е от трите месеца между януари и март.

В контекста на рекордната инфлация е полезно да се разгледат по-отблизо данните за БВП и да се наблюдава дали динамиката на съвкупното търсене не допринася за инфлационния натиск. Анализът ни сочи, че ръстът на потреблението на правителството е много значим фактор за скорошната инфлационна вълна. Разбивката на БВП показва, че в периода Т1 2020 – Т1 2022 (9 тримесечия) ръстът на правителственото потребление е средно 7,02% г/г. Това се сравнява със средния ръст от 3,96% г/г за 9-те тримесечия преди това (Т4 2017 – Т4 2019).

Аргумент, обосноваващ този много висок ръст на правителствените разходи, би могъл да бъде, че е необходимо да се компенсира съответното забавяне на потреблението на домакинствата поради въздействието на пандемията от Covid-19. Това обаче не е така, тъй като потреблението на домакинствата, което е с най-голям принос към общото индивидуално потребление (и съвкупното търсене) нараства със среден темп от 4,28% г/г през периода от Т1 2020 – Т1 2022. Имайте предвид, че това включва целия период на пандемията. Потреблението

на домакинствата намалява само за едно тримесечие по време на пандемията – през Т2 2020, с 2.99% г/г.



Източник: НСИ

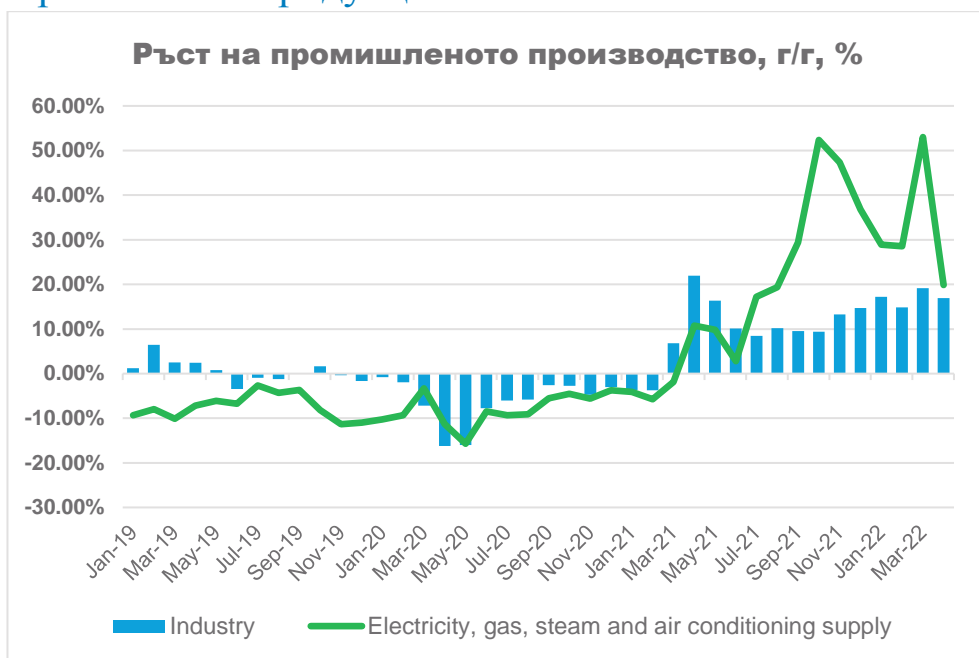
Дори с включването на тримесечията, повлияни от пандемията, ръстът на частното потребление за тези 9 тримесечия не е съществено по-нисък, отколкото е бил между Т4 2017 и Т4 2019, когато е средно 4,43% г/г. Графиката по-горе показва динамиката на растежа на частното потребление на Т4 с натрупване (т.е. среден ръст за последните четири тримесечия). Рязката възходяща тенденция от Т2 2021 насам е много ясна.

Ако се съсредоточим върху периода Т1 2021 – Т1 2022, виждаме, че ръстът на потреблението на домакинствата е средно 7,55% г/г. Това значително надхвърля нивото на потреблението на домакинствата през периода от Т4 2018 – Т4 2019 непосредствено преди пандемията, когато е средно 4,57% г/г. И ако погледнем необработените данни виждаме, че в Т1 2022 потреблението на домакинствата е с 10.2% по-високо, отколкото е било през Т4 2019, докато правителственото потребление е с 15.62% по-високо. Нещо повече, потреблението на домакинствата вече е било напълно възстановено до нивата преди пандемията до Т4 2020, а същото важи и за брутно капиталово формиране (инвестиции). Към този момент не е имало липса на съвкупно търсене, което е трябвало да се компенсира, но въпреки това държавните разходи продължават

последователно да се покачват с темпове, значително по-високи от наблюдаваното през 2018 - 2019 г.

Смятаме, че тези данни ясно сочат, че икономическата дейност в България прегрява през последните няколко тримесечия и правителствената политика е била значителен фактор за това. За да се използва техническият икономически термин, правителствената политика е проциклична, като допълнително задълбочава тревожния инфлационен тренд. В контекста на пълно възстановяване на нивото на потребление на домакинствата е озадачаващо защо държавните разходи остават толкова експанзивни и значително над равнището преди пандемията от около 36 % от БВП. Особено предвид много високия темп на инфлация и много ниския процент на безработица, настоятелно препоръчваме правителствената политика да промени курса си и да се съсредоточи върху растежа на съвкупното търсене.

Промислена продукция



Източник: НСИ

След като анализирахме данните за БВП, преминаваме към данните на НСИ за големите икономически сектори, като започнем с промишлеността. Ръстът на промишленото производство се забави до 16,91% г/г през април, като спадна от 19,18% г/г през март, според последните календарно изгладени стойности. Това се дължи на

значително забавяне на растежа на производството в подсектора на електроснабдяването, газа, парата и климатизацията. Продукцията в този сектор на комуналните услуги се повиши с 19.84% г/г през април – най-ниското ниво от миналия август насам. От друга страна, производствената продукция се повиши със 17,83% г/г през април, като се ускори спрямо увеличението от 13,15% г/г, публикувано през март.

Стойността на индекса на производствената продукция достигна най-високото ниво в историята от началото на серията през 2000 година. Алтернативната разбивка по категории стоки показва също, че забавянето на промишлената продукция се дължи на по-бавен ръст на енергийната продукция, който се понижи до 19.00% г/г през април, спрямо 48.83% г/г през март, съчетан с много по-скромно забавяне на ръста на продукцията на междинните стоки. Междувременно, производството на инвестиционни (капиталови) стоки, потребителски стоки за дълготрайна употреба и потребителски нетрайни стоки се повишава с по-бързи темпове през април. Най-вече продукцията на инвестиционните стоки се е увеличила с 32,09 % г/г през април в сравнение с 10,89 % г/г през март. Това е най-силният растеж от май 2021 г. насам.

Търговия на дребно



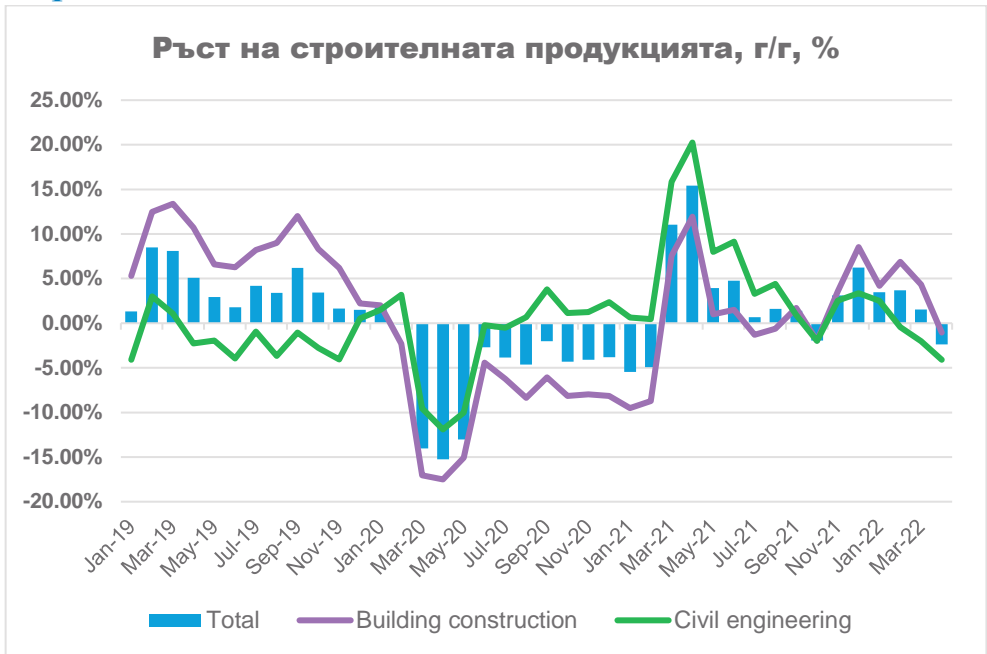
Източник: НСИ

Продажбите на дребно нараснаха с 5.67% г/г през април, намалявайки спрямо ръста от 9,59% г/г, отчетен през март, според последните календарно изгладени данни. Продажбите на дребно на храни, напитки и тютюн, се свиват с 2.04% г/г през април, след покачване с 1.71% г/г през март. Нещо повече, продажбите на дребно на храни също спаднаха с 0,72% на алтернативна, м/м база през април. Смятаме, че това показва, че инфлационният натиск започва да оказва значително въздействие върху частното потребление. Великден беше през април и това обикновено е празник, около който частното потребление, особено на храна, нараства, особено спрямо март. Фактът, че наблюдаваме спад тази година, предполага, че инфлационният натиск се е повишил толкова много, че потребителите намаляват покупките си дори на основни стоки като храни.

Междувременно продажбите на дребно на нехранителни продукти (с изключение на горивото) нараснаха с 10,0% г/г през април, намаление с 3,8пп от темпа на увеличение през март. На месечна база продажбите на нехранителни продукти спадат с 2.02% м/м през април. В резултат на тези развития 3-месечният среден темп на растеж на продажбите на дребно намалява до 7.29% г/г през април, спад от 9.10% г/г през март, отбелязвайки най-бавния темп от март 2021 г. насам.

Смятаме, че ръстът на продажбите на дребно ще продължи да намалява през следващите месеци, особено през втората половина на 2022 г. Инфлацията продължава да бъде много висока и ще продължи да оказва силен натиск върху финансите на домакинствата и промяната на паричната политика на ЕЦБ през второто полугодие ще започне да се отразява на банковия сектор под формата на по-високи лихвени проценти. Това са фактори, които сочат към низходяща тенденция в ръста на частното потребление до края на 2022 г.

Строителство



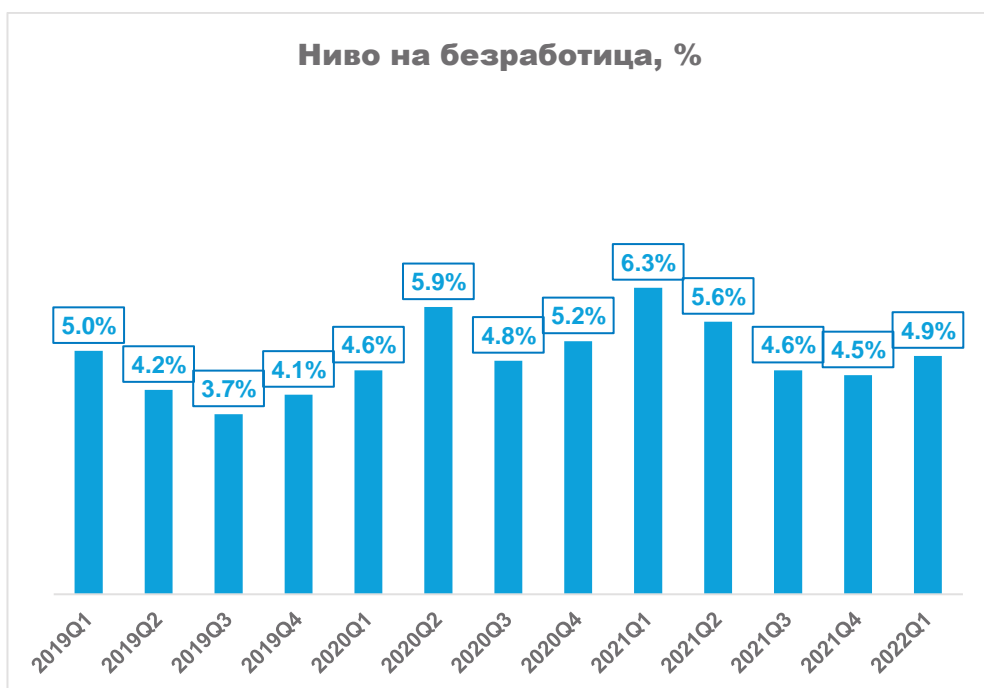
Строителната продукция спадна с 2,36% г/г през април, след като се покачи с 1,53% г/г през март, според последните коригирани данни. Това беше най-силното свиване на строителната продукция от февруари 2021 г., в края на втората пандемична вълна от Covid-19 в България. Свиването на строителната продукция през април беше широкообхватен феномен, като строителството на сгради и гражданското инженерство (т.е. инфраструктурни проекти в публичната сфера) намаляваха едновременно. Продукцията на сградите спадна с 1,03% г/г, след като се покачи с 4,33% г/г през март, докато вече съществуващото свиване в гражданското строителство се задълбочи с над 2,0пп до 4,09% г/г през април.

Гледайки напред, краткосрочното възстановяване на строителната продукция е възможно през летните месеци, но отбелязваме, че перспективите отвъд това са много по-несигурни. Политическата нестабилност в страната може да предизвика забавяне на много инфраструктурни проекти на държавно равнище. Перспективата за изграждане на сгради изглежда също е донякъде отрицателна в средносрочен до дългосрочен план предвид факта, че лихвените проценти по ипотеките вероятно ще започнат да се покачват във второто полугодие, което би навредило на търсенето на жилища.

III. Пазар на труда

Безработица и заетост

Последните данни от „Наблюдение на работната сила“ от НСИ показват, че безработицата в България е 4,9% през Т1 2022, повишение спрямо 4,5% през Т4 2021. Броят на безработните лица спадна с 22,21% г/г (годишно) през Т1 2022, ускорение спрямо спада от 15,25% г/г, достигнат в Т4 2021. Това е най-бързият темп, с който броят на безработните е намалял от Т3 2019 г. насам. Младежката безработица (възраст 15—24 години) обаче продължи да спада, достигайки 12,8% през Т1 2022, спрямо 15,9% през Т4 2021. Безработицата в по-възрастните работни възрастови групи варира между 4,1 % и 4,3 %. Равнището на заетост леко нараства до 52,7% през Т1 2022, повишение спрямо 52.6% през Т4 2021.



Източник: НСИ

Като цяло тези данни ясно сочат, че българската икономика работи при пълна заетост. Нещо повече, нивото на безработица в продължение на четири тримесечия е постоянно под 5%, което е рекордно ниско за последните 30 години. Това предполага, че пазарът на труда

функционира под естественото равнище на безработица в страната и е още един показател, че икономическата дейност в България би могла да прегрява и да допринесе за много високото ниво на инфлация. Вече споменахме, че в данните за БВП присъстват индикации за икономическо прегряване и виждаме такива и в данните за пазара на труда.

Заплати

Данните на НСИ за заплатите показват, че средната работна заплата се е повишила с 8,96% г/г в Т1 2022, забавяне от увеличението от 12,62% г/г, отчетено в Т4 2021. Ръстът на заплатите се забавя в селското стопанство, минното дело, производството, строителството, транспорта, информацията и комуникацията и различните подсектори за комунални услуги. В производствения сектор заплатите се повишиха с 8,46% г/г в Т1 2022, в сравнение с 8,90% г/г в Т4 2021. В строителството ръстът на заплатите се забавя с над 4,0пп до 7,43% г/г в Т1 2022, докато ръстът на заплатите в селското стопанство е едва 2,13% г/г в Т1 2022, намаляване спрямо 15,21% г/г в Т4 2021.



Източник: НСИ

Така Т1 2022 отбелязва най-бавния темп, с който средната работна заплата се е повишила от Т2 2020 насам. Заплатите се повишават със стабилен двуцифрен темп от Т4 2020, което е дори по-високо от предпандемичното ниво на растеж. Като включим годишните бонуси, изплатени в края на годината, от Т4 2020 до Т4 2021 заплатите нарастват средно с 12,12% г/г на тримесечие, докато през 2018—2019 г. ръстът на заплатите е средно 9,9% г/г. Смятаме, че ръстът на заплатите доста над равнището преди пандемията най-вероятно е друг допринасящ фактор за инфлационния тренд през изминалата година.

Данните за пазара на труда показват, че от Т3 2021 българската икономика работи малко отвъд пълната заетост, докато заплатите се повишават с много високи темпове, дори надхвърляйки предпандемичното ниво на растеж. Смятаме също, че тези данни сочат към прегряващ пазар на труда, подкрепящ признаците, които наблюдавахме при разбивката на данните за БВП. Отбелязваме обаче, че Т1 2022 изглежда представя първите признаци за облекчаване на растежа на пазара на труда, като безработицата леко нараства, но остава под 5%, докато равнището на общия ръст на заплатите се облекчава с почти 3,0 процентни пункта.

IV. Перспективи

Данните, които анализирахме дотук, сочат, че икономиката на България продължава да се представя доста силно в началото на 2022 г. Екстремните нива на инфлация, както за потребителите, така и за производителите обаче представляват значителен макроикономически риск. Освен това, когато анализираме отблизо данните, откриваме ясни признаци, че българската икономика вероятно прегръва. От началото на 2021 г. правителственото потребление продължава да нараства до равнища, доста над предпандемичната норма, докато растежът на частното потребление се възстановява напълно и безработицата е рекордно ниска за последните три десетилетия. Отбелязваме, че в този контекст силно експанзивната фискална политика на правителството в Бюджет 2022 изглежда погрешна. Планираната актуализация на бюджета няма да коригира това, тъй като се планира текущите разходи да бъдат увеличени още повече.

Извънредно силният растеж на съвкупното търсене е собственият си най-голям враг, тъй като допълнително подхранва инфлационния натиск, който от своя страна започва да оказва значителен натиск върху финансите на домакинствата и потиска частното потребление. Смятаме, че първите признаци на забавяне на частното потребление вече присъстват в БВП и данните за търговията на дребно за първите месеци на 2022 г. Гледайки напред, очакваме, че растежът на частното потребление ще намалее допълнително, особено във второто полугодие. Покачването на лихвените проценти, поради промяната в паричната политика на Европейската централна банка, ще окаже допълнителен натиск и ще потисне както потреблението, така и растежа на инвестициите.

Междувременно външноикономическата среда изглежда малко вероятно да се подобри. Комбинацията от екстремен инфлационен натиск и покачване на лихвените проценти вече значително навреди на финансовите пазари. Както дълговите, така и капиталовите пазари в цяла Европа и Северна Америка преживяват дълбок и траен спад до момента през 2022 г. Много от основните индекси на фондовия пазар в момента се намират на ниво, което се счита за „мечи“ пазар. Поради това краткосрочните глобални инвестиционни перспективи (поне до края на 2022 г.) изглеждат негативни. Смятаме също, че е малко вероятно

цените на енергийните стоки да паднат от сегашните си нива до края на годината, поради което отрицателният принос на нетния износ за БВП най-вероятно ще остане значителен и ще продължи да се покачва.

Войната в Украйна и икономическите последици от санкциите, наложени на Русия, също остават много ключов фактор за външните макроикономически рискове. Инфлационният натиск, който вече беше значителен и преди руската инвазия в Украйна, допълнително се влоши впоследствие, особено след като Европейският съюз се опитва да сложи край на зависимостта си от руска енергия. Тази промяна отключва допълнителни макроикономически рискове поне за следващите 12 месеца, тъй като несигурността относно енергийните доставки от Русия и надпреварата за бързо осигуряване на алтернативни източници, притискат цените на енергийните суровини и ги правят изключително волатилни.

Отчитайки всички тези фактори, смятаме, че общият растеж на БВП най-вероятно ще се понижава през цялата останала част на 2022 г. В резултат на това понижение в растежа на икономическата активност и поради по-високата годишна база, смятаме, че възходящата тенденция в инфлацията най-вероятно ще приключи през Т4 2022 и ръстът на цените ще се стабилизира и вероятно дори ще се облекчи. Отбелязваме, че дори и при това положение, инфлацията най-вероятно ще остане двуцифрена до края на 2022 г. Тъй като частното потребление е под нарастващ натиск и мястото за фискални мерки става все по-ограничено поради вече дълбоките дефицити и нарастващите лихвени проценти, смятаме, че има реална възможност за рецесия в началото на 2023 г., както в България, така и в Европейския съюз като цяло.



МАЛКИ СТЪПКИ. ГОЛЕМИ СЛЕДИ. SMALL STEPS. BIG TRACES

ГЕОТЕХМИН  ГЕОТЕХМИН

www.geotechmin.com



70-тата годишнина на Минстрой бе тържествено чествана в най-новата сграда на холдинга NV Tower

