

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



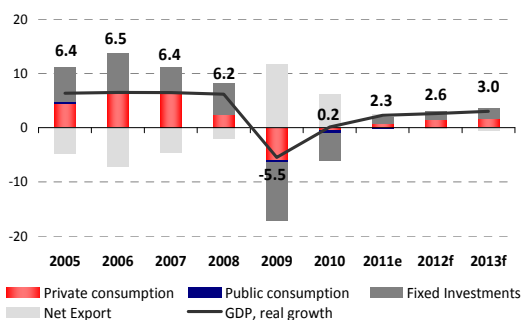
Перспективи – В съответствие с нашите прогнози възстановяването на българската икономика забави ход през 2Q11. В контекста на продължаващия натиск за намаляване на задлъжнялостта и ръст на БВП, който е прекалено слаб, за да доведе до увеличаване на работните места, 2012 се очертава като още година изпълнена с предизвикателства. Като цяло, основният проблем, подкопаващ възстановяването на Българската икономика е в недостатъчното търсенето, както от страна на бизнеса, така и от страна на домакинствата. От гледна точка на икономическата политика повече фискални и монетарни стимули изглеждат необходими. Но монетарната политика е извън възможностите на българските власти поради наличието на Валутен борд, докато разхлабване на фискалната политика сега би било проблематично на фона на продължаващата дългова криза в евро зоната. На този фон, икономическата политика, според нас, би трябвало да се фокусира върху структурните реформи насочени към ускоряване на растежа и подсилване на правилата предпазващи от грешни политики.

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

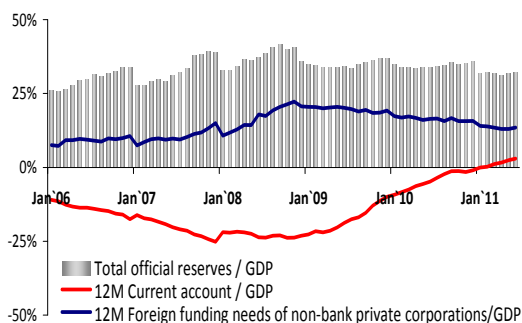
КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- 23 Октомври – Президентски и местни избори
- Октомври – Изтича 13-тият анекс на договора с руската Атомстройекспорт за строителството на АЕЦ Белене
- 15 Ноември - Експресни оценки за БВП през 3Q11

РЪСТ НА БВП И ПРИНОС ПО КОМПОНЕНТИ



ОФИЦИАЛНИ РЕЗЕРВИ, БАЛАНС ПО ТЕКУЩАТА СМЕТКА И КРАТКОСРОЧНИ НУЖДИ (ПОД 12М) ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА НЕБАНКОВИЯ ЧАСТЕН СЕКТОР (ЯНУАРИ'06-ЮНИ'11)



МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

	2009	2010	2011E	2012F	2013F
GDP (EUR bn)	34.9	36.0	38.4	40.0	42.1
Population (mn)	7.6	7.5	7.4	7.4	7.3
GDP per capita (EUR)	4 618	4 801	5 163	5 425	5 761
Real economy yoy (%)					
GDP	-5.5	0.2	2.3	2.6	3.0
Private Consumption	-7.6	-0.6	1.1	1.9	2.3
Fixed Investment	-17.6	-16.5	6.2	6.7	8.1
Public Consumption	-4.9	-5.0	-2.2	-1.9	0.0
Exports	-11.2	16.2	7.9	2.5	4.0
Imports	-21.0	4.5	6.3	2.5	4.5
Monthly wage, nominal (EUR)	311	331	351	361	377
Unemployment rate (%)	8.4	11.4	11.3	11.0	10.6
Fiscal accounts (% of GDP)					
Budget balance	-0.8	-3.9	-2.8	-2.6	-1.8
Primary balance	0.0	-3.3	-2.0	-1.8	-0.9
Public debt	15.5	16.7	17.2	20.6	20.1
External accounts					
Current account balance (EUR bn)	-3.5	-0.4	1.2	0.2	-0.8
Current account balance/GDP (%)	-10.0	-1.0	3.0	0.5	-2.0
Basic balance/GDP (%)	-1.9	-1.1	0.3	1.4	2.2
Net FDI (EUR bn)	3.4	1.5	0.5	1.1	1.4
Net FDI (% of GDP)	9.7	4.1	1.2	2.7	3.3
Gross foreign debt (EUR bn)	37.7	36.7	35.3	35.2	36.2
Gross foreign debt (% of GDP)	108.0	101.8	92.0	87.9	86.0
FX reserves (EUR bn)	12.9	13.0	13.1	13.7	14.6
Inflation/Monetary/FX					
CPI (pavg)	2.8	2.4	4.3	1.5	2.2
CPI (eop)	0.6	4.5	2.8	1.7	2.4
Central bank reference rate (eop)	0.2	0.2	0.4	1.0	2.9
FX/USD (eop)	1.36	1.47	1.32	1.29	1.30
FX/EUR (eop)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
FX/USD (pavg)	1.41	1.48	1.40	1.30	1.30
FX/EUR (pavg)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96

Източник: НСИ, БНБ, UniCredit Research

*Дългосрочни кредитни рейтинги в чужда валута, предоставени от Moody's, S&P и Fitch.

Предстои още една година на растеж под потенциала

Голямата картина обаче е, че вътрешното търсене е все още далече от предкризисните нива подкрепени от бързо нарастване на кредита. През 2Q11, индивидуалното потребление и бруто капиталонакопаване в основен капитал са респективно със 7% и 27% под нивата от 3Q08

Анализ на фундаменталните показатели на българската икономика показва, че високата нужда от външно финансиране продължава да е основен източник на слабост

С оглед на разпространяващата се дългова криза, рисковете пред нашия базов сценарий са промениха в негативна посока

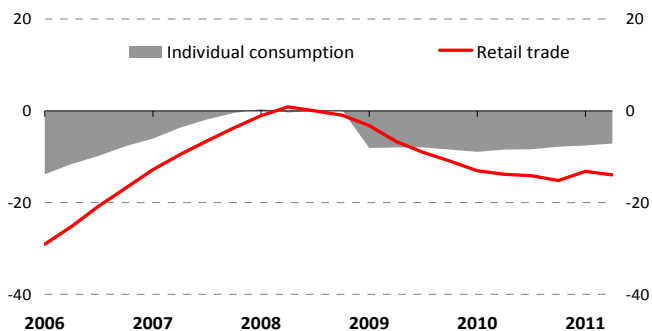
Пикът в цените на храните и горивата се оказва временен и движението на ИПЦ е в низходяща посока

В съответствие с нашите предишни прогнози (виж Тримесечния макроикономически обзор от Юни'11) растежът на БВП забави ход през 2Q11 (ръст от 0.3% на тримесечна и 2.0% на годишна база). Различни фактори изиграха своята роля, но изглежда, че ценовите шокове на световните пазари на енергийни и хранителни суровини, които ограничиха покупателната способност на доходите на домакинствата и подкопаха нетния износ бяха от най-голямо значение. Отслабените чуждестранни капиталови потоци на фона на гръцката дългова сага, която изглежда далече от своя край, също изиграха негативна роля върху темповете на възстановяване на БВП през 2Q11. **Добрата новина е, че структурата на растежа продължи да се променя в посока на по-добър баланс между отделните компоненти на крайното търсене, в която вътрешното търсене има по-силен положителен принос към растежа на БВП.**

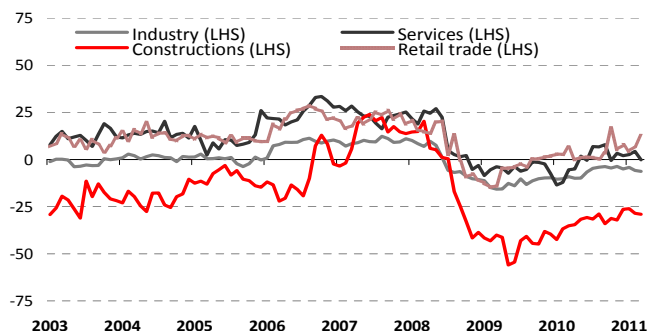
Ние ревизирахме прогнозата си за ръст на БВП за тази и следващата година до 2.3% и 2.6% респективно (от 2.8% и 3.3% преди). Все още са налице няколко значими пречки за процеса на възстановяване. Пазарът на недвижими имоти все още е в застой. Краят на слабия приток на капитал не се вижда. Скорошното влошаване в изгледите пред икономиката най-вероятно е утежило допълнително необходимото ниво на намаляване на задлъжнялостта, който среднестатистическото домакинство или фирма са смятали за нужни допреди няколко месеца. Компаниите все още нямат нужната увереност по отношение на продажбите и гледат с неохота на увеличаване на капиталовите разходи. Слабият пазар на труда пречи на домакинствата да намалят нормата на спестяване за сметка на увеличение в потреблението. **И най-вече, износа е на път да се забави, тъй като не само търсенето от периферията на евро зоната, но и от Германия също се очаква да се забави рязко.** Същевременно, някои специфични за страната фактори се очаква да играят положителна роля. Като се има предвид, че бюджетния дефицит в края на тази година се очертава под изисквания от Пакта за Стабилност лимит от 3% от БВП, няма да има нужда от понататъшно затягане на фиска през 2012 год. Ето защо очакваме публичния сектор да има нулев или ограничен негативен принос към растежа през 2012 год. Това е в силен контраст с много други държави от региона на ЦИЕ, които все още са далече от успешно приключване на процеса на фискалната консолидация. Постоянно подобряващото се усвояване на средства от европейските фондове би трябвало да отвори възможности за повече инвестиции в инфраструктура през следващата година. Голямата разлика между дела на договорените и изплатените средства загатва за възможно значително увеличение на трансферите в краткосрочен план. И накрая, с оглед на неефективното потребление на енергия (България използва над 2 пъти повече енергия за производството единица БВП спрямо средното за ЕС) успокояването на глобалните цени на горивата ще има значително по-голяма положителна роля за процеса на икономическо възстановяване в България, в сравнение с другите страни от ЕС.

Ръстът на инфлацията на годишна база намаля до 4.4% през юли, след достигане на пик от 5.6% през март 2011. Това по-скоро отразява по-ниските цени на храните и горивата, докато базисната инфлация през юли (0.3% на годишна база) остана почти непроменена спрямо март (0.4% на годишна база). Разликата между цените на производител и потребител също се сви значително (от 8 п.п. през март до 5 п.п. през юли), което предполага по-ограничен ефект на преливане през следващите месеци. Инфлационните очаквания също поеха надолу. В края на годината може да се очаква умерено нарастване на разходите за електроенергия и топлоенергия, тъй те следват глобалните цени на горивата с значително забавяне. Все пак, това ще бъде компенсирано от намаляващия инфлационен натиск в почти всички други компоненти на индекса на потребителските цени.

Продажи на дребно и индивидуално потребление (3Q'08=0)



Съставен индекс на бизнес доверието в индустрия, услуги, търговия на дребно и строителство (Юни 2003 – Юли 2011)



Източник: Евростат, HСИ, UniCredit Research

С оглед на голямото тегло на храните и горивата в структурата на потреблението, очакваме общия инфлационен индекс в България да има по-силно низходящо движение в сравнение с другите икономики от региона на ЦИЕ

Тези факти подкрепиха нашите досегашни оценки, че когато ефектите на преливане в следствие на ценови шокове свързани с глобалното предлагане на храни и горива затихнат, инфлацията ще бъде движена по-скоро от вътрешни фактори и особено от темповете на възстановяване на пазара на труда. Но търсенето като цяло ще остане слабо през остатъка от тази и следващата година. Прогнозите ни са скромни ръст на кредити през 2012. Безработицата се очаква да остане близо до границата от 10%, докато при заетостта е възможно минимално повишение в края на годината. Така реалните доходи се очаква да отчетен скромни ръст, което предполага, че пазара на труда няма да е сред източниците на инфлационен натиск през следващата година. Взимайки под внимание тези фактори, нашите прогнози са за годишна инфлация от едва 1.7% в края на периода и средно 1.5% на годишна база (в сравнение с респективно 2.8% и 4.3% за 2011).

Силната контра-циклична фискална политика на България през годините на бума, оказва значителна помощ за дистанцирането на страната от фискалните трудности наблюдавани в периферията на евро зоната. Правителството продължи да отчита успехи в намаляването на бюджетния дефицит (1% от БВП до юли 2011 при 1.7% за същия период на 2010), след като ефективността на предприетите мерки за увеличаване на събираемостта се подобри значително (данъчните приходи са 11.2% по-високо на годишна база за периода до юли 2011), докато дискреционните разходи (целеви държавни разходи) останаха под контрол (ръст от едва 0.6% на годишна база за периода до юли 2011). Въпреки, че част от свиването на разходите от началото на тази година изглежда временно, тъй като очакванията ни са за по-високи капиталови разходи с приближаването на президентските и местните избори през октомври, ние не виждаме рискове за изпълнението на бюджета. По този начин, правителството е на път да свие бюджетния дефицит под прага от 3% заложен в Пакта за стабилност и растеж, което в комбинация с ниското съотношение на публичен дълг към БВП извежда фискалните параметри на българската икономика на едно от челните места в целия ЕС.

При положение, че доминиращата част от усилията за фискална консолидация е вече приключила, няма да има нужда от значително допълнително затягане през 2012

Положителното развитие на баланса по текущата сметка продължи и през 2Q11 (излишък от 310 млн. евро) надграждайки върху почти толкова силно първо тримесечие (излишък от 210 млн. евро). Тези резултати са комбинация от влошаващ се баланс при търговията с стоки (излишък от 51 млн. евро през 1Q11 при дефицит от 541 млн. евро през 2Q11), който обаче беше повече от компенсиран от по-добри резултати в баланса на услугите и текущите трансфери. От страна на финансирането, портфейлните инвестиции и ПЧИ разочароваха през 2Q11 (дефицит от 17 млн. евро), въпреки подобрението на тримесечна база (дефицит от 268 млн. евро през 1Q11). Другите източници на финансиране

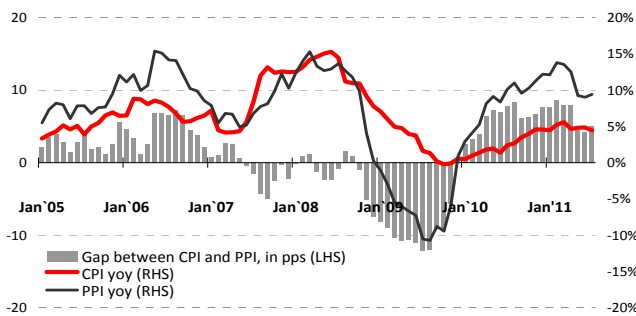
Подобриенето в статията текущи трансфери през 2Q11 получи сериозна подкрепа от по-доброто усвояване на средства от ЕС

Дългът на българския

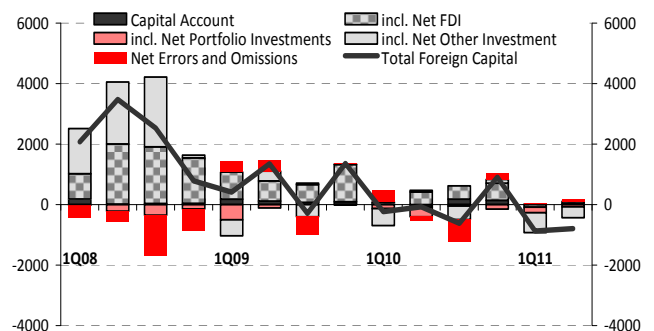
корпоративен сектор, като съотношение към БВП, е на едно от най-високите нива в ЕС; по-голямата част от него се държи от чуждестранни лица и е при плаващи лихви. По този начин разходите за обслужването му са пряко обвързани с промените в цените на рисковите премии (цени на CDS инструментите) и лихвите определяни от ЕЦБ

(включително и статията Нетни грешки и пропуски) през 2Q11 (дефицит от 223 млн. евро) отчетоха леко подобрене спрямо 1Q11 (дефицит от 607 млн. евро) добавяйки още едно доказателство, че натискът върху българските фирми и банки за намаляване на външната задлъжнялост е намалял. Като резултат от това официалните резерви на БНБ нараснаха с 92 млн. евро през 2Q11, след спад от 665 млн. евро през 1Q11. Последните данни за валутните резерви (ръст от 102 млн. евро за януари-август 2011 при спад от 444 млн. евро за същия период на 2010) дават още сигнали, че ликвидността на българската икономика бавно продължава да се подобрява. През следващите месеци можем да очакваме леко влошаване на търговския баланс с оглед на забавянето в глобалното търсене, което ще натежи на експорта. Поне през 2011 това забавяне ще бъде компенсирано от очаквания умерен ръст на продажбите в туризма и положителния импулс в търговията с непреработени хранителни стоки поради много добрата селскостопанска година. С достигането на нетните чуждестранни пасиви до 4.4% от общо пасивите (1.8 млрд. евро) през юли 2011 при 8.8% през декември 2010 и 17.3% по време на пика през ноември 2008, изглежда, че процесът на редуциране на зависимостта от външно финансиране на финансовия сектор до по-устойчиви нива е към края си. С оглед на значителната вероятност в краткосрочен план обемът на депозитите на резиденти да продължи да надвишава този на кредитите (хипотеза, която е част от нашия основен сценарий за банковия сектор) няма да е изненада, ако нетните чуждестранни пасиви достигнат отрицателни стойности в края на 2012.

Цени на производител и потребител и разликата между тях (януари 2005 – юли 2011)



Входящи капиталови потоци, в млн. евро (1Q09 – 2Q11)



Източник: БНБ, НСИ, UniCredit Research

Стратегия: има възможност за повишено емитиране на ДЦК

Пазарните условия сочат към завишено емитиране на ДЦК към края на 2011

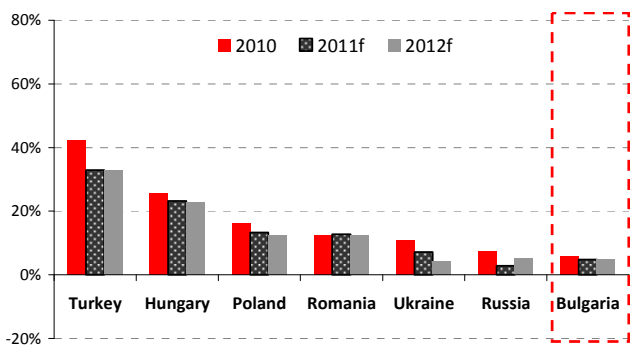
С влошаването на състоянието на глобалната икономика към края на 2011 и повишената волатилност на пазарите емитирането на Еврооблигации изглежда все по-трудно постижимо през този период. Така, нашето очакване е Министерството на финансите да се обърне към вътрешните пазари за задоволяване на непосредствените си нужди от финансиране.

Намаляващите възможности за финансиране от фискалния резерв и повишената ликвидност в банковия сектор сочат, че набирането на допълнителни средства от пазара на вътрешен дълг ще е основното средство за запълване на бюджетния дефицит. Отбелязваме, че правителството е на път да се справи с заложената в бюджета цел за дефицит от 2.5% от БВП в края на 2011. Силната фискална позиция на правителството позволява дори и по-консервативна политика и допълнително затягане на дефицита, но тъй като възстановяването на икономическия растеж все още е изправено пред значителни пречки, а условията на вътрешния пазар на дълг остават благоприятни подобно развитие е малко вероятно. Нашите очаквания са брутното емитиране на ДЦК да бъде увеличено от първоначално заложената цел от 1.050 млрд. лв. до около 1.250 млрд. лв. до края на 2011. Това означава, че Министерството на финансите ще трябва да продаде книжа със средносрочен и дългосрочен матуритет на стойност около 500 млн. лв. през 4Q. Наблюдаваното понижаване по цялата дължина на кривата на доходността на българските ДЦК е на път да получи допълнителна подкрепа от очакваното, от нас, повишение на суверенния кредитен рейтинг на страната с една стъпка в следващите 18 месеца от Moody's или Standard & Poor's. **Със стабилизирането на състоянието на глобалната икономика през 2012 и достигането на някаква форма на крайно решение на дълговата криза в Гърция, нашите очаквания са Министерството на финансите да използва първата благоприятна възможност за излизане на външните пазари, където ще търси между 1.2 и 2 млрд. евро през 2012 година.**

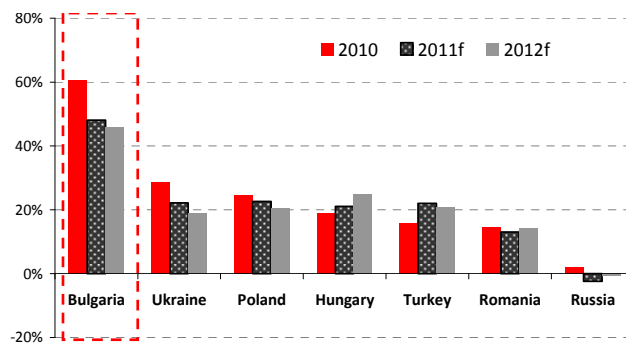
Очакваме през 2012, Министерството на финансите да използва първата благоприятна възможност за излизане на външните пазари

Автор: Никола Георгиев, Икономист (+359 2 9269 540)

Брутна нужда от финансиране на правителството като % от БВП (2010- 2012f)



Брутна нужда от външно финансиране като % от БВП (2010 - 2012f)



Източник: БНБ, МФ, UniCredit Research

БРУТНА НУЖДА ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

БРУТНА НУЖДА ОТ ВЪНШНО ФИНАНСИРАНЕ

EUR bn	2010	2011E	2012F	2013F
Gross financing requirement	2.1	1.8	1.9	2.1
Budget deficit	1.4	1.1	1.0	0.8
Amortization of public debt	0.5	0.5	0.6	1.1
Domestic	0.4	0.3	0.4	0.2
Bonds	0.4	0.3	0.4	0.2
Bills	0.0	0.0	0.0	0.0
External	0.1	0.2	0.2	0.9
WB/EIB/JBIC/Others	0.2	0.2	0.2	0.2
Financing	1.8	1.8	1.9	2.1
Domestic borrowing	0.8	0.6	0.7	0.6
Bonds	0.8	0.6	0.7	0.6
Bills	0.0	0.0	0.0	0.0
External borrowing	0.1	0.3	1.7	1.5
Bonds	0.0	0.0	1.4	1.2
WB/EIB/JBIC	0.1	0.3	0.3	0.3
Other	0.8	0.9	-0.6	-0.1

EUR bn	2010	2011E	2012F	2013F
Gross financing requirement	21.8	18.5	18.4	19.6
C/A deficit	0.4	-1.2	-0.2	0.8
Amortization of medium to long term debt	9.1	8.1	8.0	8.2
Government/central bank	0.3	0.4	0.4	1.1
Banks	1.0	0.8	0.6	0.5
Corporates	7.7	6.9	6.9	6.6
Short term debt amortization	12.3	11.5	10.6	10.5
Financing	21.9	18.6	18.9	20.5
FDI	1.5	0.5	1.1	1.4
Portfolio flows	-0.7	-0.3	0.1	0.4
Borrowing	1.6	2.9	2.9	5.2
Government/central bank	0.4	0.3	1.7	1.5
Banks	0.4	1.1	0.8	0.7
Corporates	0.8	1.5	0.4	3.0
Short-term	11.5	10.6	10.5	8.3
Other	8.0	4.9	4.3	5.2