

Експозе пред Евро клуба към БТПП

Основен макро сценарий и събития в ЕС, които ще имат най-голям резонанс върху българската икономика през 2012 година

Автор: Кристофор Павлов, Главен икономист на УниКредит Булбанк

10 Януари 2012 год.

За въпроси и обратна връзка:

Kristofor.Pavlov@UniCreditGroup.bg

Уважаема госпожо председател на Евро клуба към БТПП; уважаеми господин министър; ваши превъзходителства; уважаеми дами и господа!

Това е обичайното време когато всички ние в бизнеса с правене на прогнози правим своите предположения за годината пред нас. И предположения е точната дума, тъй като правенето на прогнози е трудно и рисковано занятие дори и в най-добрите години, а какво остава за днес, когато сме свидетели на шокове и отговори от гледна точка на провежданата стопанска политика, които са безпрецедентни по своите мащаби.

В следващите десет минути ще обобщя нашия основен сценарий за българската икономика през 2012 година и ще очертая двете най-важни събития в евро зоната, които трябва да продължим да следим и които ще имат най-значим резонанс за българското стопанство през тази година.

В края на 2011 година възстановяването на световната икономика започна да изглежда все по-несигурно. Растежът се забави в цялата евро зона и в момента отчетените данни за октомври и ноември, както и индикаторите, които дават възможност да се съди за бъдещото ниво на икономическа активност в евро зоната са съвместими със свиване на БВП през последното тримесечие на изминалата година. Във вътрешен план, забавянето на инвестициите и износа бяха очакваните първи жертви на задълбочаването на кризата със суверенните дългове на страните от евро зоната (виж графики 1 и 2 в края на текста). Българските компании се ориентираха към заемането на защитна позиция - замразявайки инвестиционните си планове и трупайки резерви от ликвидни активи, за да могат по-лесно да посрещнат завишените си нужди от външно финансиране. Увеличението на относителните цени на първичните енергийни ресурси в края на 2010 и началото на 2011 година, допълнително допринесоха за забавяне растежа на българската икономика през втората половина на изминалата година.

В същото време, увеличаващите се индикации, че дълговата криза може да се задълбочи засилиха политическата воля за предприемането на някои дълго отлагани структурни мерки. Правителството започна да осъществява на практика още от 2012 година вече заложеното повишение на пенсионната възраст и обяви намерение да въведе плащането на пенсионни вноски от страна на държавните служители. Бяха увеличени усилията за реструктуриране и приватизиране на малкото останали губещи държавни предприятия. Всички това помогна на икономиката да стабилизира външната си позиция, като в същото време ограничи и полето за критики към правителството от страна на вътрешнополитическите му опоненти. Като се има предвид, че в края на 2011 година процесът на фискална консолидация вече е достигнал много напреднала фаза, необходимостта от понататъшно затягане на фискалната позиция през 2012 година се очертава като малка, което предполага, че публичният сектор ще има ограничен негативен или може би дори неутрален принос към растежа на БВП през 2012 година (виж графики 3 и 4 в края на текста).

Всичко това обаче, няма да е достатъчно, за да компенсира очертаващите се негативни ефекти от забавянето на евро зоната и ние предвиждаме БВП да се забави до 1.5% ръст през 2012 година, спрямо 2.0% през предходната 2011 година (виж графики 5 и 6 в края на

текста). Началото на настоящата година ще подложи на тест икономиката на страната. Влошаването на външните условия не само ще ограничи износа, но се очаква да доведе и до допълнителен натиск за свиване на финансовата задлъжнялост на корпоративния сектор, както и до временно преобръщане на процеса на стабилизиране на пазара на труда, който започна да се оформя в средата на 2011 година. Спада в апетита за поемане на риск ще продължи да ограничава капиталовите потоци към целия регион на ЦИЕ. Банковият сектор на евро зоната преминава през процес на редуциране на финансовата задлъжнялост, което поражда опасения за отлив на капитал от ЦИЕ. Пречка пред възстановяването на българската икономика през 2012 година освен това ще бъде и продължаващият спад в цените на жилищата, който допълнително подчертава все още слабото крайно търсене от страна на сектора на домакинствата.

Все пак през втората половина на 2012 година част от пречките пред българското възстановяване ще започнат да заглъхват. На първо място, смятам, че повечето от елементите, които са необходими, за да ни доведат до удовлетворително разрешаване на кризата с правителствените дългове на страните от евро зоната вече са налице. Ускореното изграждане на фискален съюз ще редуцира страховете от появата на нова криза, докато предоставянето на допълнителни средства на МВФ и старта на операциите на Европейския механизъм за стабилност ще трябва да сложат край на споровете кой и как ще играе ролята на кредитор от последна инстанция за правителствата на страните от евро зоната. Отказът от участие на частния сектор, в случай на ново реструктуриране на правителствени дългове, недвусмислено демонстрира вярата на лидерите на ЕС, че няма повече неплатежоспособни държави на територията на евро зоната. Осигуряването на допълнителен капитал за банките трябва да разсее опасенията за способността им да се справят с последиците от дълговата криза и очертаващото се забавяне на реалната икономика. И най-важното, предоставянето на неограничена дългосрочна ликвидност от ЕЦБ в комбинация с разхлабването и на други важни елементи от паричната и политика, трябва постепенно да накара инвеститорите да се завърнат и да съдейства за спад в цените на правителствените дългове, спрямо наблюдаваните в момента неустойчиво високи нива.

По подобен начин, привеждането в действие на вече договорения план за реструктуриране на гръцките правителствени дългове и стабилизирането на банковия сектор на южната ни съседка ще способства още една от пречките пред възстановяването на българската икономика да отпадне. Така през втората половина на 2012 година очакваме да започне процес на консолидация на външното търсене, което трябва да направи възможно на тримесечна база БВП на българската икономика да се ускори от близки до 0.0% стойности в началото на годината до нива от порядъка на между 0.5% и 0.7% през последните две тримесечия на 2012 година.

Какво точно очакваме да се случи през втората половина на 2012 година? Апетитът на инвеститорите да поемат риск ще започне да се възстановява и капиталовите потоци към страната, макар и първоначално много бавно, ще започнат да нарастват. На първо място, обаче, подобряването на външните условия ще повлияе на българската икономика чрез канала на очакванията. Увеличаването на индикациите за благоприятно разрешаване на кризата с правителствените дългове на страните от евро зоната и особено редуцирането на рисковете Гърция да изостави еврото, ще изпратят ясен положителен сигнал към

българските корпорации и домакинства. Корпорациите ще започнат постепенно да изоставят досегашната си защитна позиция и ще наблюдаваме размразяване на инвестиционни проекти и стабилизиране на заетостта. Разбира се броят на работните места е изоставащ индикатор и трайно увеличаване на заетостта, според нас, ще може да се наблюдава чак от 2013 година нататък. Домакинствата също ще започнат да променят поведението си, като ще се наблюдава все по-малко отлагане на покупки на стоки за дълготрайна употреба. В унисон с увеличаването на крайното съвкупно търсене в икономиката, търсенето на кредит също ще започне да нараства спрямо незадоволително ниските нива в момента. Представите за това, кое ниво на финансова задлъжнялост може да се разглежда като устойчиво ще еволюират в положителна посока, като по този начин допълнително ще намалее натискът върху домакинствата и особено върху частните нефинансови корпорации да продължат с редуцирането на задлъжнялостта си.

Във вътрешен план очакваме към средата на годината правителството да завърши с осъществяването на практика на по-голямата част от мерките насочени срещу избягването на данъците, които бяха набелязани в края на 2009 година. Това според нас ще създаде фискална възможност за намаляване на ДДС без значими рискове за стабилността на публичните финанси. Успокояването на дълговите пазари не само ще направи възможно частният сектор да превърти доминиращата част от чуждестранните си пасиви с настъпващ падеж, но и ще позволи на правителството да емитира достатъчно нов дълг, за да подсили фискалния резерв непосредствено преди падежа на 818 милиона български евро облигации в началото на 2013 година. Оставаме предпазливи оптимисти по отношение на усилията за ускоряване на ключовите за дългосрочния растеж на българското стопанство реформи в образованието и здравеопазването, както и на системата за стимули в публичната администрация. Реформата на правораздавателната система и процедурите за принудително събиране на вземанията, според нас, ще останат области на слабост за правителството и през тази година, при все, че поради старта на специализирания съд е възможен известен прогрес по отношение на делата срещу организираната престъпност.

И така докато ние в УниКредит имаме една от най-малко песимистичните прогнози за България през 2012 година (Raiffeisenbank очаква 1.2% а МВФ 1.3% ръст) ясно е, че настоящата година не може да се охарактеризира като лека. Кой са двете основни събития извън страната, които се очаква да имат най-голям резонанс върху българското стопанство и които трябва да продължим да наблюдаваме?

На първо място това е дълговата криза в евро зоната. В хода на настоящата година ние очакваме пазарите да се успокоят и данните за икономическата активност да започнат постепенно да се подобряват, разсейвайки оставащите съмнения за способността на страните в Европа да продължат с процесите на изграждане на общ фискален и политически съюз. Реалната оценка за случващото се ще изисква достатъчно време, в което правителствата ще трябва да изпълняват поетите ангажименти, и по-важното - реалната икономика да започне да произвежда дългоочаквания положителен отговор на вече предприетите мерки.

Разбира се налице са рискове относно осъществяването на практика на този план. И най-вече остават съмненията дали този план - чиито фокус е върху режима на строги

икономии и приспособяване, които страните с дефицити трябва да приемат, и твърде малко върху мерки в подкрепа на растежа и корекции в икономическата политика на страните с излишъци – ще бъде успешен в основното: да сложи край на дълговата криза. Основното притеснение следователно е, че този план остава небалансиран в смисъл, че цялата тежест на процеса на приспособяване ще бъде върху страните с дефицити, докато приносът на страните с излишъци ще бъде минимален.

Разбира се, ако и този план не сработи надеждата за благоприятен изход от кризата няма да бъде изгубена, тъй като арсеналът от възможни решения няма да е изчерпан. Остава възможността ЕЦБ да разшири програмата си за директно изкупуване на правителствен дълг от пазарите, както и възможността за споделяне на отговорността за дълговете на страните от евро зоната, чрез емисии на общи евро облигации – стъпки, които се смята, че са в състояние незабавно да успокоят пазарите и да върнат доверието към еврото.

На второ място, от голямо значение за България ще бъдат усилията за стабилизиране на Гърция. Петдесет процентното редуциране на нетната настояща стойност на гръцките дългови книжа в портфейлите на частни инвеститори трябваше да бъде завършено до края на 2011 година, но това не се случи. Решаващата дата остава 14 Март, когато правителството трябва да изплати дълг за 14.4 млрд евро. Определени кръгове в Гърция говорят за увеличаване на дела дълг, който частният сектор трябва да опрости. В същото време някои собственици на гръцки дългови книжа, като базирания в Испания хедж фонд ВЕГА, заеха безкомпромисна позиция и смятат да атакуват в съда всяко решение за по-голямо участие на частния сектор в опрощаването на дълг, спрямо вече договорените 50%. Според нас, налице са поне три възможни сценария. Супер положителният, при който се приема предложението на члена на борда на ЕЦБ, Орфанидис, да се отмени сегашната сделка за участие на частния сектор, като техните вземания се изплатят изцяло и съответстващите загуби в размер на около 100 милиарда евро се поемат от данъкоплатците в евро зоната. От днешна гледна точка това изглежда сценарий с малка вероятност да се материализира, но кой знае? Положителният, където съществуващата сделка за уреждане на дълга се осъществява на практика така както е договорена. Това според нас е най-вероятният сценарий, който ще направи възможно Гърция да направи още една важна стъпка по дългия път към стабилизиране на дълговата си позиция и завръщане на икономиката на пътя на растежа. И неблагоприятният, който предвижда провал на вече договореното споразумение за участие на частния сектор, в комбинация с провал на правителството да изпълни ангажиментите си по отношение на провежданата стопанска политика. Това би довело до спиране на обслужването на правителствените дългове и остър недостиг на пари, тъй като правителството няма да има средства за заплати и пенсии. Така би се стигнало до издаване на неформални удостоверения за наличие на дълг, които в екстремния случай с акт на парламента може да са превърнат в платежно средство и на практика първа стъпка към напускане на евро зоната. От днешна гледна точка, обаче, това продължава да бъде сценарий с малка вероятност да се материализира.

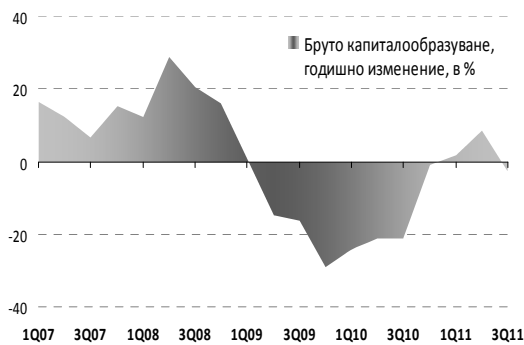
Позволете ми да завърша това експозе като добавя един коментар за икономическия растеж в периода след 2012 година. Според нас процесите на редуциране на задължността в корпоративния нефинансов сектор и особено на външната задължност, както и приспособяването на пазара на недвижими имоти към новите

реалности все още няма да са завършили към края на 2012 година (виж графики 7 и 8 в края на текста). Това се обуславя от мащабите на дисбалансите, с които тези два ключови сектора посрещнаха началото на кризата и от темповете, с които протичат процесите на приспособяване. Така, според нас, ще са необходими поне още няколко години преди процесите на приспособяване да завършат изцяло и да престанат да действат като спирачки за растежа. Това ни дава основание да прогнозираме, че ни очакват още може би две или дори три години, в които растежа на БВП ще остане под потенциалния, като ще се редуват периоди на ускоряване и забавяне на скоростта на възстановяване.

Графика 1: Динамика на брутното капиталобразуване
Графика 2: Износ на стоки и услуги



Годишен ръст на брутното капиталобразуване, сезонно изгладени данни, в % (1Q 2007 г. – 3Q 2011 г.)



Годишен ръст на износа на стоки и услуги, сезонно изгладени данни, в % (1Q 2007 г. – 3Q 2011 г.)

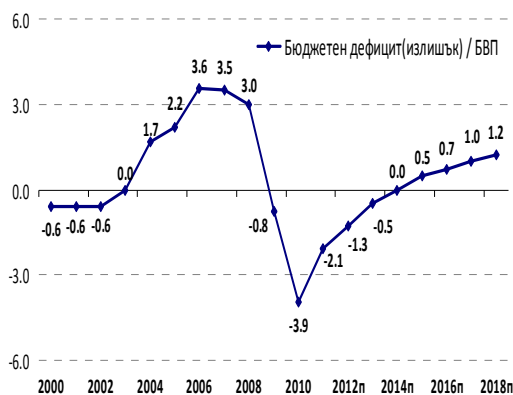


Източник: НСИ - Национални сметки

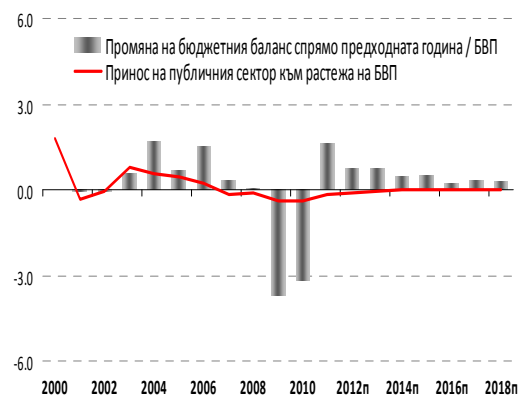
Графика 3: Бюджетен баланс като дял от БВП
Графика 4: Принос на публичния сектор към ръста на БВП



Бюджетен дефицит/излишък като процент от БВП, в % (2000 г. – 2018п г.)



Годишна промяна на бюджетния баланс като % от БВП и принос на публичния сектор към растежа на БВП, в % (2000 г. – 2018п г.)



Източник: НСИ, МФ, УниКредит Булбанк

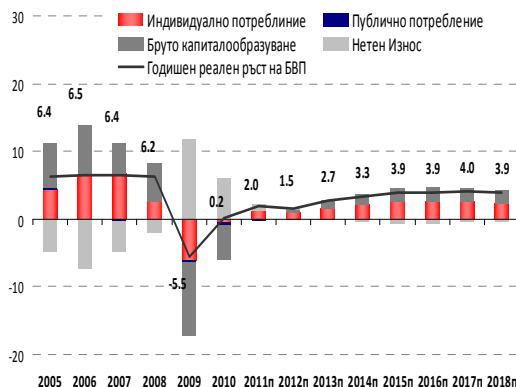
Графика 5: Ръст на БВП
Графика 6: Принос към растежа на БВП по компоненти



Реален ръст на БВП, сезонно изгладени данни, в % (2005 г. – 2018 г.)



Годишен реален ръст на БВП и принос на компонентите към растежа в % от БВП, (2005 г. – 2018 г.)



Източник: НСИ, УниКредит Булбанк

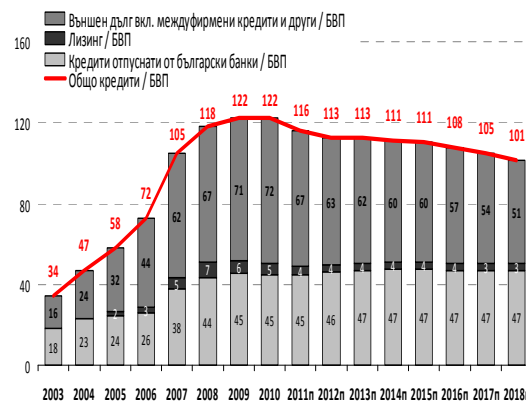
Графика 7: Финансови активи и пасиви на корпоративния сектор
Графика 8: Кредити на корпоративния сектор



Финансови активи и пасиви на частния нефинансов сектор, в % от БВП (2008 - 2010 г.)

	2008	2009	2010
Финансови активи			
Депозити и пари в брой	34.7	32.4	31.7
Дългови книжа	1.8	3.8	4.0
Кредити	6.9	5.7	7.4
Дялове от компании	6.4	7.2	7.9
Застрахователни технически резерви и други фин. активи	13.2	17.0	17.3
Финансови Пасиви			
Дългови книжа	2.3	1.7	1.6
Кредити	117.9	122.4	122.1
Други пасиви	29.6	27.9	27.9
Собствен капитал	88.3	106.7	109.2

Общо кредити в консолидирания баланс на частния нефинансов сектор, в % от БВП (2003 г. – 2018 г.)



Източник: НСИ, Евростат, УниКредит Булбанк

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 взимане 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 настоящият документ не представлява пряка или косвена инвестиционна препоръка или инвестиционен съвет, нито целият 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.