

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



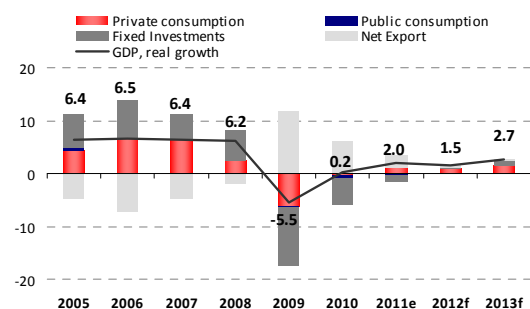
**Перспективи** – Вземе решение да понижим прогнозата си за ръста на БВП на България до 2.0% за тази и 1.5% за следващата години (от 2.3% и 2.6% през септември).  
 Предиизвикателствата, пред които икономиката се изправя остават същите, а именно: свиване на външното търсене в комбинация с бавно редуциране на финансовата задлъжнялост на корпоративния сектор и бавно възстановяване на пазара на недвижимите имоти и пазара на труда. С оглед на скоршните сигнали за влошаване на перспективите пред икономиката на евро зоната и неочаквания рязък спад в инвестициите през третото тримесечие на тази година, нашите очаквания са да наблюдаваме засилен натиск за допълнително свиване на баланса на корпоративния сектор през 2012 година. В допълнение, влошаването на външните условия не само ще пречи на износа, но и се очаква да изложи на риск процеса на стабилизиране на пазара на труда, който започна да се оформя в средата на 2011 г.

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

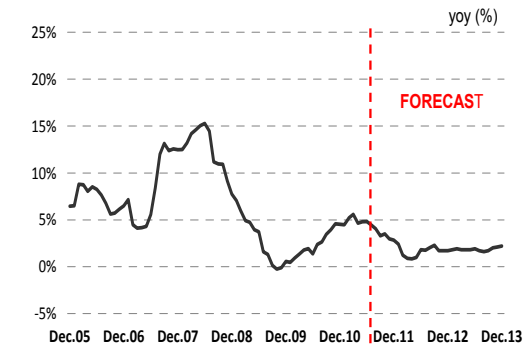
### КЛЮЧОВИ СЪБИТИЯ

- Февруари – Експресни оценки за ръст на БВП за 4Q11
- Февруари – Брой на наетите лице по трудово и служебно правоотношение за 4Q11
- 31 Март - Изтича 14-тият анекс на договора с руската Атомстройекспорт за строителството на АЕЦ Белене

### РЪСТ НА БВП И ПРИНОС ПО КОМПОНЕНТИ



### ИНФЛАЦИЯ (ИПЦ)



Източник: НСИ, БНБ, UniCredit

### МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ДАННИ И ПРОГНОЗИ

	2009	2010	2011E	2012F	2013F
GDP (EUR bn)	34.9	36.0	38.3	39.5	41.3
Population (mn)	7.6	7.5	7.4	7.4	7.3
GDP per capita (EUR)	4618	4801	5148	5354	5648
<b>Real economy yoy (%)</b>					
GDP	-5.5	0.2	2.0	1.5	2.7
Private Consumption	-7.6	-0.6	1.5	1.2	2.0
Fixed Investment	-17.6	-16.5	1.1	1.8	4.7
Public Consumption	-4.9	-5.0	-2.1	-1.6	-0.4
Exports	-11.2	16.2	9.3	-0.4	1.8
Imports	-21.0	4.5	6.8	-0.7	1.6
Monthly wage, nominal (EUR)	311	331	350	361	376
Unemployment rate (%)	8.4	11.3	12.3	12.2	11.7
<b>Fiscal accounts (% of GDP)</b>					
Budget balance	-0.8	-3.9	-1.7	-1.3	-0.5
Primary balance	0.0	-3.3	-0.9	-0.5	0.4
Public debt	15.5	16.7	17.2	19.8	18.7
<b>External accounts</b>					
Current account balance (EUR bn)	-3.5	-0.4	1.3	0.9	0.2
Current account balance/GDP (%)	-10.0	-1.2	3.4	2.2	0.5
Basic balance/GDP (%)	-1.9	-1.1	1.2	3.4	0.2
Net FDI (EUR bn)	3.4	1.6	0.7	0.9	1.0
Net FDI (% of GDP)	9.7	4.4	1.9	2.2	2.4
Gross foreign debt (EUR bn)	37.8	37.0	36.0	36.1	35.6
Gross foreign debt (% of GDP)	108.3	102.8	93.9	91.6	86.4
FX reserves (EUR bn)	12.9	13.0	13.5	14.8	14.9
<b>Inflation/Monetary/FX</b>					
CPI (pavg)	2.8	2.4	4.2	1.6	1.9
CPI (eop)	0.6	4.5	2.8	1.7	2.2
Central bank reference rate (eop)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6
FX/USD (eop)	1.36	1.47	1.34	1.35	1.30
FX/EUR (eop)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
FX/USD (pavg)	1.41	1.48	1.41	1.34	1.33
FX/EUR (pavg)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96

Research

Източник: UniCredit Research

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

## Глобалните рискове и задаващата се слабост на износа ще тежат на перспективата за растеж на Българската икономика

В месеците след публикуването на нашия последен тримесечен макроикономически обзор се наблюдава ясно изразена негативна тенденция в повечето показатели отчитащи нивото на икономическата активност. Голяма част от данните за пазара на жилищата, както и цифрите от платежния баланс също не успяха да впечатлят с позитивни новини. Същевременно, показателите за пазара на труда и данните за очакванията успеха да се задържат на добри равнища, но не бяха достатъчни да променят оформянето на представата, че е в ход влошаване на перспективата пред икономиката.

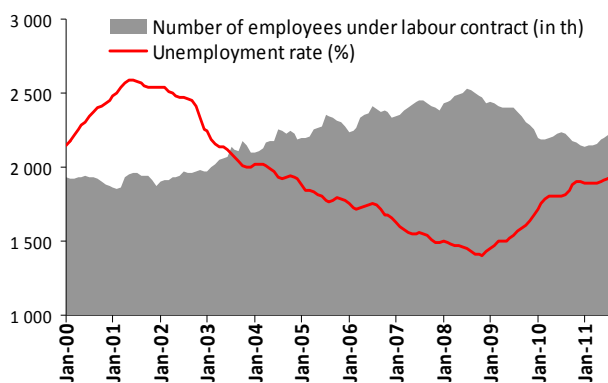
Данните за БВП през третото тримесечие сочат за слабости пред растежа на няколко фронта

Независимо от мрачните перспективи за растежа на БВП управляващите решиха да продължат с налагането на фискалната консолидация и структурните реформи

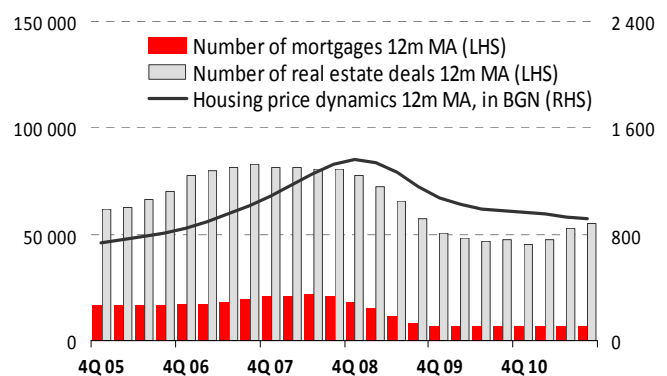
Данните за БВП през Q3 (ръст от 0.3% qoq и 1.6% yoy, в сравнение с 0.3% qoq и 2.0% yoy през 2Q11) показват, че икономиката започва да страда от ескалацията на глобалните рискове. Въпреки някой еднократни фактори като силната реколта от зърнени храни и резултатите на летния туристически сезон, растежът на БВП не успя да впечатли в положителна посока. Най-обезпокоителен е резултатът на brutното капиталобразуване с тежък спад от 13.5% qoq (-2.8% yoy) след на три поредни стойности на ръст на тримесечна база. Вярно е, че историческите серии за brutното капиталобразуване се характеризират с голяма волатилност, както и, че на годишна база спада е по-скоро незначителен, но все пак това беше достатъчно за да подкопае надеждите, че ръста на високоликвидните активи в консолидираните баланси на корпоративния сектор, на които сме свидетели в момента, скоро ще се трансформира в ръст на капиталовите разходи и работните места. Ние смятаме, че отчетливото забавяне на brutното капиталобразуване в най-голяма степен се дължи на ескалацията на дълговата криза в евро зоната, което кара компаниите да заемат защитна позиция - замразявайки инвестиционните си планове и трупайки високо ликвидни активи за да могат по-лесно да посрещнат нуждите си от външно финансиране. Очаквано, данните за БВП през 3Q11 отново потвърдиха слабото възстановяване на крайното потребление (с ръст от 0.3% qoq, но все още 7.1% под нивата преди кризата). Изглежда, че възстановяването на крайното потребление в получило подкрепа от успокояването на инфлацията, но това се компенсира от продължаващата несигурност пред пазара на жилищата, и увеличаващото се безпокойство, че забавянето на растежа в Европа ще повлияе негативно не само на износа но и на заетостта у нас. Комбинацията от тези фактори добави към вече съществуващите индикации, че домакинствата не смята в скоро време да сложат край на увеличената норма на спестяване и да започнат да увеличават потребителските си разходи. След пет поредни тримесечия на двуцифрен ръст на годишна база, ръста на износа се забави до едва 2.0% годишно (от 12.2% годишно през предишното тримесечие), като последица от спада в секторите за производство на енергия и метали през септември. В същото време, нетният износ имаше положителен принос към растежа на БВП, тъй като увеличението на вноса (ръст от 1.1% qoq) беше по-малко от това на износа (ръст от 1.7% qoq). Така, свиването на задлъжнялостта в корпоративния сектор, в комбинация с незавършилия процес на ребалансиране на жилищния пазар силно ограничиха възстановяването на вътрешното търсене през третото тримесечие, докато износа загуби позиции дори преди очакванията за забавяне на икономическия растеж в основните търговски партньори на България да започнат да се материализират.

Увеличаващите се индикации, че дълговата криза в евро зоната може да се задълбочи усилиха политическата воля за адресиране на дългосрочните заплахы пред Българските публични финанси. Правителството обяви планове да започне още от следващата година (настоящото законодателство предвижда това да стане през 2021) вече заложеното повишение на пенсионната възраст (на 65 и 63 години за мъжете и жените от съответно 63 и 60 години в момента) както и да ограничи отпускането на пенсии за инвалидност и привилегиите за по-ранно пенсиониране в някои браншове. Също така, управляващите увеличиха усилията си за реструктуриране и приватизиране, там където това е възможно, на малкото останали губещи държавни предприятия – в сектора на железопътните превози и пощенските услуги. От голямо значение е и фактът, че през следващата година държавните служители ще започнат да правят вноски в държавния стълб на пенсионната система (докато в момента това се прави единствено от заетите в частния сектор), като по този начин ще помогнат за ограничаването на хроничните дефицити в държавния пенсионен фонд, което предвид на бързо застаряващото население в страната представлява основният риск пред дългосрочната устойчивост на Българските публични финанси.

Брой на заетите лица по трудово и служебно правоотношение и ниво на безработицата (януари'00 – септември'11)



Цени на недвижимите имоти, брой на новоотпуснатите ипотечни кредити и брой на сделките с недвижими имоти (4Q 2005 – 3Q 2011)



Източник: Евростат, НСИ, Агенция по вписванията

В допълнение, Министерството на финансите планира приходната част на Бюджет 2012 при по-консервативни макроикономически допускания и предвижда формирането на допълнителни буфери (най-вече чрез повишение на резерва за непредвидени и неотложни разходи) в разходната част, за да гарантира, че годишната цел за бюджетния дефицит (от 1.3% от БВП) ще остане достижима. Ние смятаме, че затегнатата фискална политика и ускореното прилагане на някои дълго-отлагани структурни мерки би трябвало да подпомогне правителството да консолидира позициите си, като ограничи възможностите за критики от страна на вътрешните политически опоненти. Освен това, като се има предвид, че процеса на фискална консолидация най-вероятно ще е вече в значително напреднала фаза в края на 2011 (очакванията ни са за 1.7% дефицит спрямо БВП), необходимостта от понататъшно затягане на фискалната позиция през 2012 ще е значително по-малка (недостигът в бюджета се оценява на 1.3% от БВП), което предполага, че публичният сектор ще има ограничен негативен или дори неутрален принос към растежа на БВП през следващата година. Също така, постоянното подобрене в усвояването на средствата от ЕС би трябвало да увеличи инвестициите в инфраструктурни проекти, като по този начин частично балансира все още много слабото нарастване на капиталовите разходи в частния сектор.

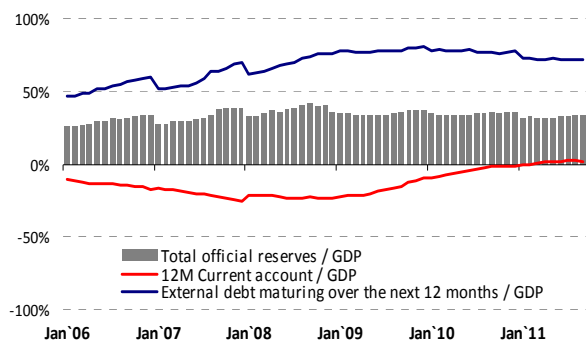
**Факторите ограничаващи растежа останаха непроменени спрямо тези от септември, но степента на тяхното негативно влияние нарасна**

**Завръщането към по-нормални темпове на растеж ще бъде постепенен процес, който ще се развива през следващите две или три години**

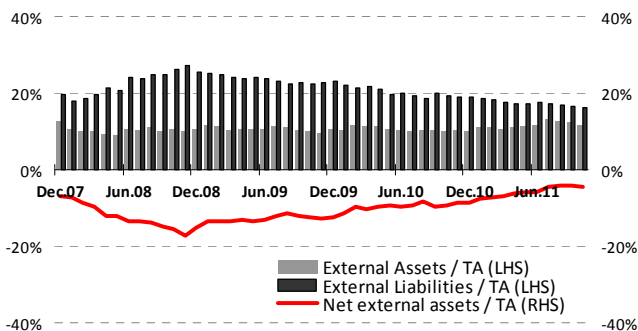
**Но това, според нас, няма да е достатъчно, за да компенсира очакваният спад в износа през следващата година. В резултат на това, ние очакваме БВП да нарасне с 2.0% през тази година (при предишна прогноза от 2.3%) и с 1.5% през 2012 (при предишна прогноза от 2.6%).** Обективно погледнато, трудностите пред българското възстановяване остават непроменени спрямо тези, които очертахме в прогнозите си от септември. Това са забавянето на външното търсене в комбинация с процеса на свиване на задлъжнялостта на корпоративния сектор и слабото възстановяване на жилищния пазар. Все пак, с оглед на скорошното влошаване в перспективите пред икономиката на евро зоната и неочаквано големия спад в инвестиции на частния сектор през 3Q11, нашите очаквания са да наблюдаваме натиск за допълнително свиване на баланса на корпоративния сектор през 2012 година. В допълнение, влошаването на външните условия не само ще ограничи износа, но също така се очаква да изложи на риск процеса на стабилизиране на пазара на труда, който започна да се оформя в средата на 2011. Обосновката ни за избягване на рецесия у нас (дефинирана като две тримесечия с отрицателен ръст на БВП) е, че балансът както на публичния сектор, така и на сектора на домакинствата остава силен, докато външното търсене намалява, но все още е далече от срива, наблюдаван в началото на 2009.

Капиталовите потоци бяха подложени на нов натиск. Входящите потоци от портфейлни и преки чуждестранни инвестиции не успяха да впечатлят през третото тримесечие на 2011 година (EUR 159 млн.), докато другите източници на финансиране (включително статията „нетни грешки и пропуски“) отчетоха втория най-голям тримесечен отлив на средства (EUR 1.1 млрд.) от началото на кризата. Но продължаващите положителните тенденции в текущата сметка (излишък от EUR 1.4 млрд.) в крайна сметка направиха възможно резервите на централната банка да нараснат с EUR 470 млн. през 3Q11. Все пак, опасенията относно капиталовите потоци изглеждат оправдани, тъй като България остава силно зависима от външно финансиране за да превърти падежиращите се външни пасиви на частния нефинансов сектор. Данните за другите източници на финансиране (включително статията „нетни грешки и пропуски“) сочат, изходящ капиталов поток от EUR 1.8 млрд. за първите девет месеца на настоящата година – най-големият капиталов отлив през този канал за повече от десетилетие. В допълнение, ескалацията на кризата в евро зоната може да доведе до ново влошаване на вече трудните монетарни условия в страната. Позитивна новина е фактът, че официалните резерви на БНБ към момента достигат 34% от БВП (виж графиката по-долу), което е сравнимо с нивото от 42% в своя пред-кризисен пик. Освен това, покритието, което те мога да осигурят е сравнително високо – валутните резерви са EUR 13.2 млрд., докато външният дълг, който се падежира през следващите 12 месеца достига EUR 15.8 млрд. Докато натискът се очаква да продължи в краткосрочен план, то подобрене на ситуацията в евро зоната и привеждане в изпълнение на плана за реструктуриране на правителствените дългове в Гърция, определено ще имат силен еднозначен положителен ефект върху българската икономика.

**Официални резерви, баланс по текущата сметка и падежиращ се външен дълг през следващите 12 месеца като % от БВП (януари'06 – септември'11)**



**Българският банков сектор: Външна позиция (декември'07 – октомври'11)**



Източник: БНБ, НСИ

## Стратегия: Управлението на дълга през 2012 ще бъде диктувано от събития очаквани през 2013

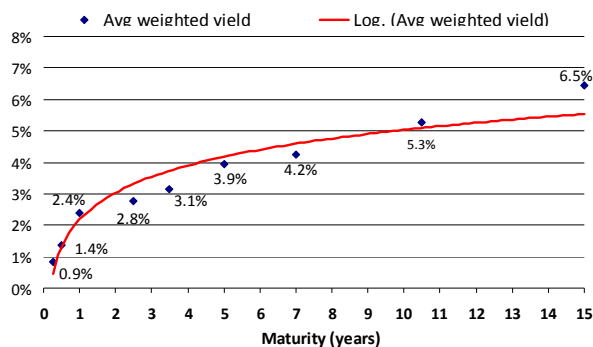
Управляващите се подготвят за непосредствените трудности пред икономиката и падежите на дълг в началото на 2013

Емисия на Еврооблигации ще е основният инструмент за финансиране на правителството през 2012

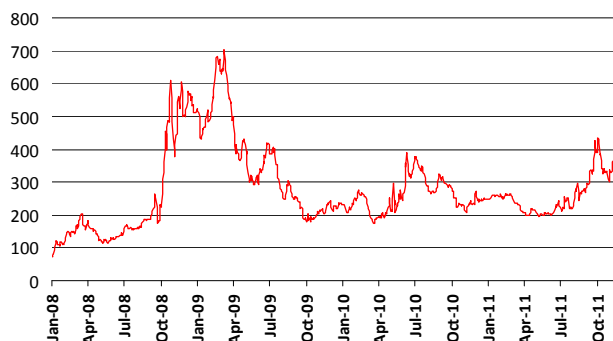
С оглед на влошаването на условията на световните пазари и повишената волатилност на цените на активите управляващите в България заемат защитна позиция и се подготвят както за слаб икономически период, така и ключово плащане по падежиране на дълг в началото на 2013. В допълнение, паричната политика е ограничена значително с оглед на съществуващия режим на Валутен борд, което оставя фискалните инструменти като единствен способ за предпазване на икономиката. На този фон, Министерството на финансите ограничи значително месечните бюджетни дефицити и е на път да постигне значително по-добър резултат от заложената цел за 2011 от дефицит в размер от 2.5% от БВП. Независимо от лекотата, с която настоящите нужди от финансиране се очаква да бъдат посрещнати, правителството се възползва от благосклонните условия на първичния пазар на ДЦК и трупа финансови буфери под формата на увеличаващ се фискален резерв. Тези условия би трябвало да подпомогнат справянето с предизвикателства в краткосрочен план, но и да бъде посрещнато плащане по външния дълг през януари 2013 в размер на EUR 0.818 млрд. (или 2% от БВП за 2012). С оглед на повишената несигурност на световните пазари, Министерството на финансите е оставило всички варианти за посрещане на плащането по това задължение широко отворени – Бюджет 2012 предвижда емисия Еврооблигации в размер на EUR 1 млрд., докато емисиите на ДЦК трябва да достигнат сумата от EUR 0.625 млрд. (сума, която с лекота може да бъде повишена през годината, но с оглед на притесненията за ликвидността в банковия сектор, това най-вероятно няма да се случи), докато стабилните нива на фискалния резерв остават като последна възможност. Все още не е ясно каква комбинация от тези три инструмента ще бъде използвана, но според нас Министерството на финансите ще се прицели към пазара на еврооблигации при първа възможност, сигнализирана от пазарите, като по този начин запази вътрешната ликвидност непроменена. С оглед на очакваното повишение на кредитния рейтинг на България, но не и в непосредствено бъдеще (според нас във втората половина на 2012 или началото на 2013), приоритетът на правителството най-вероятно ще се измести от редуциране на цената на финансиране към осигуряване на нужните обеми, като по този начин предприеме политика на емитиране на дълг на външните пазари, която има по-агресивен характер.

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

Крива на доходността на първичния пазар на ДЦК



Български 5-годишен CDS



Източник: БНБ, МФ, UniCredit Research

### БРУТНА НУЖДА ОТ ФИНАНСИРАНЕ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

EUR bn	2011E	2012F	2013F
<b>Gross financing requirement</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>
Budget deficit	0.7	0.5	0.2
Amortization of public debt	0.4	0.5	1.1
Domestic	0.3	0.4	0.2
Bonds	0.3	0.4	0.2
Bills	0.0	0.0	0.0
External	0.1	0.1	0.9
WB/EIB/JBIC/Others	0.2	0.2	0.2
<b>Financing</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>
Domestic borrowing	0.6	0.6	0.6
Bonds	0.6	0.6	0.6
Bills	0.0	0.0	0.0
External borrowing	0.1	1.3	0.3
Bonds	0.0	1.0	0.0
WB/EIB/JBIC	0.1	0.3	0.3
Other	0.6	-0.7	0.6

### БРУТНА НУЖДА ОТ ВЪНШНО ФИНАНСИРАНЕ

EUR bn	2011E	2012F	2013F
<b>Gross financing requirement</b>	<b>16.4</b>	<b>15.7</b>	<b>16.6</b>
C/A deficit	-1.3	-0.9	-0.2
Amortization of medium to long term debt	6.2	6.1	6.7
Government/central bank	0.3	0.3	1.1
Banks	0.8	0.7	0.7
Corporates	5.1	5.1	4.9
Short term debt amortization	11.5	10.4	10.1
<b>Financing</b>	<b>16.9</b>	<b>17.0</b>	<b>16.7</b>
FDI	0.7	0.9	1.0
Portfolio flows	-0.3	0.2	0.2
Borrowing	6.0	5.9	5.9
Government/central bank	0.1	1.3	0.3
Banks	0.7	0.6	0.8
Corporates	5.1	4.0	4.8
Short-term	10.4	10.1	9.6