



Република България
Министерство на финансите

**Основни икономически и
политически решения в ЕС: април 2011**

Бюлетин на дирекция
„Икономическа и финансова политика”

Акценти

- На 8 април 2011 г. Съветът на ЕС по икономически и финансови въпроси (ЕКОФИН) и Еврогрупата разгледаха искането на Португалия за отпускане на финансова помощ. Тя може да бъде предоставена в рамките на Европейския финансов стабилизационен механизъм и Европейския инструмент за финансова стабилност на базата на програма, която следва да бъде одобрена до средата на м. май 2011 г.
- На своето неформално заседание през април ЕКОФИН обсъди един от ключовите елементи на текущата реформа на икономическото управление в ЕС, а именно таблото с индикатори (т.н. scoreboard), което ще бъде използвано в механизма за наблюдение на макроикономическите дисбаланси.
- Финансовите министри се обединиха около мнението, че са необходими по-стриктни стрес тестове за банките в ЕС, като правителствата на държавите-членки следва да имат готовност да посрещнат резултатите от тях чрез осигуряване на мерки за подкрепа на уязвимите финансови институции.
- ЕКОФИН обсъди състоянието на стоковите пазари, като отбеляза необходимостта от адекватна регулация и надзор на участниците на тези пазари.
- ЕЦБ повиши референтната лихва с 0.25 б.т. до 1.25%. Пазарите очакват последващо плавно повишаване.
- Рязко влошилата се политическа и финансова ситуация в Португалия доведе до повишаване на CDS спредовете на страната и до ново понижение на кредитния ѝ рейтинг;

Съдържание:

Акценти	2
Основни икономически и политически решения в ЕС.....	4
Влияние на основните икономически и политически решения в ЕС върху развитието на финансовите пазари	7
<i>1. Паричен Пазар.....</i>	<i>7</i>
<i>2. Пазар на ДЦК.....</i>	<i>8</i>
<i>3. Валутен пазар.....</i>	<i>12</i>

Основни икономически и политически решения в ЕС

На 8 и 9 април 2011 г. в Унгария се проведе неформално заседание на Съвета на ЕС по икономически и финансови въпроси (ЕКОФИН), където предмет на дискусия бяха ключови теми, пряко свързани с бъдещото икономическо развитие на Европейския съюз.

На първо място, ЕКОФИН обсъди предоставянето на финансова помощ на Португалия.

На 7 април т.г. португалският премиер в оставка Жозе Сократеш отпрати официална молба към ЕС и МВФ за отпускане на финансова помощ на Португалия. По този начин страната стана третата държава-членка на еврозоната след Гърция и Ирландия, която поиска активизиране на механизмите на ЕС за финансово подпомагане.

През месец март парламентът в Лисабон отхвърли изготвената от правителството Програма за стабилност и растеж (2011-2014). Програмата съдържаше нов кръг от мерки за ограничаване на бюджетните разходи, в това число намаляване на разходите за здравеопазване и социално осигуряване, допълнителни данъци за хората с пенсии над 1500 евро месечно, ограничаване на компенсациите при съкращение на служители. Мерките целяха да намалят бюджетния дефицит с 0,8 % до края на 2011 г. Отхвърлянето им доведе до оставката на управляващите и до сериозна политическа криза в страната. Предстоят предсрочни парламентарни избори на 5 юни тази година.

Повишената политическа, бюджетна и икономическа несигурност беше основна предпоставка за многократните понижения на кредитния рейтинг на страната. На 5 април т.г. Moody's го понижи с едно ниво – от A3 на Baa1. Доходността по десетгодишните облигации на Португалия се увеличи, достигайки до 8,42 %¹. Достъпът на правителството до финансиране при нормални условия се влоши допълнително. Едновременно с това значително се понижиха рейтингите на португалския банков сектор, както и на ключови национални компании. Всички тези фактори принудиха Лисабон да прибегне до молба за финансова подкрепа.

Световната финансова и икономическа криза се отрази негативно върху публичните финанси на Португалия. Страната е в процедура на прекомерен бюджетен дефицит с краен срок за коригирането му до 2013 г., като за целта е необходимо средногодишно фискално усилие от 1¼ % от БВП в периода 2010 – 2013. Есенната прогноза на Европейската комисия предвиждаше намаляване на дефицита до 7,3 % през 2010 и до 4,9 % през 2011, преди повишаването му до 5,1 % през 2012. На 31 март тази година обаче Националният

¹ Към 07.04.2011 г.

статистически институт на Португалия публикува ревизирани данни за дефицита, възлизаш на 10 % за 2009 г. и 8,6 % за 2010 г., базирани се на промяна в методологията на Евростат.

Таблица: Основни икономически показатели

Европейска Комисия – Икономическа прогноза – есента на 2010 г.				
Прогнози за Португалия	2009	2010	2011	2012
Растеж на БВП (% , уоу)	-2,6	1,3	-1,0	0,8
Инфлация (% , уоу)	-0,9	1,4	2,3	1,3
Безработица (%)	9,6	10,5	11,1	11,2
Бюджетно салдо (% of GDP)	-9,3	-7,3	-4,9	-5,1
Салдо по текущата сметка (% of GDP)	-10,4	-10,7	-8,0	-6,7

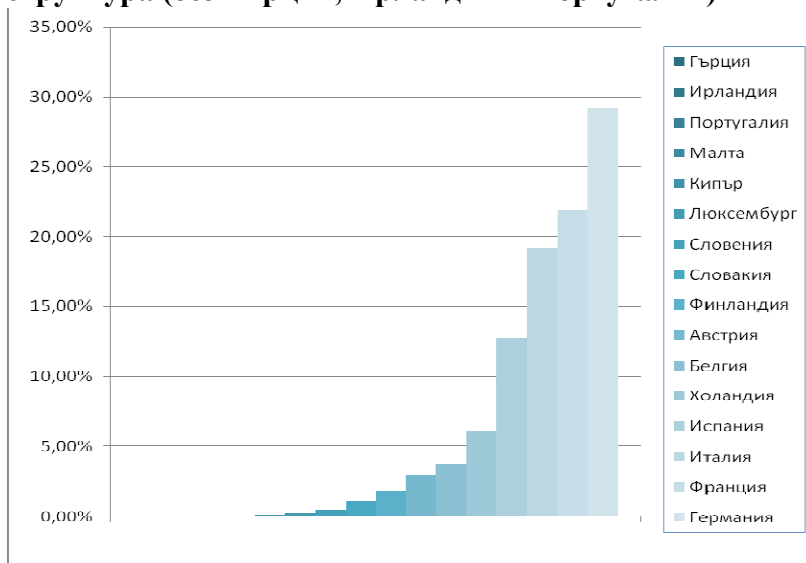
Източник: Есенна прогноза на Европейската комисия, 2010 г.

Финансовата помощ за Португалия, която според първоначални прогнози се очаква да бъде поискана в размер на около 70-80 млрд. евро, може да бъде отпусната на базата на програма за фискална консолидация с тригодишен период на изпълнение. Програмата ще се основава на следните три стълба:

- Амбициозно фискално приспособяване за възстановяване на фискалната устойчивост;
- Реформи за стимулиране на растежа и конкурентоспособността, в това число и амбициозна приватизационна реформа;
- Мерки за поддържане на ликвидността и платежоспособността на финансовия сектор.

Европейският съюз участва в процеса чрез два финансови инструмента – Европейски финансов стабилизационен механизъм (EFSM) и Европейски инструмент за финансова стабилност (EFSF).

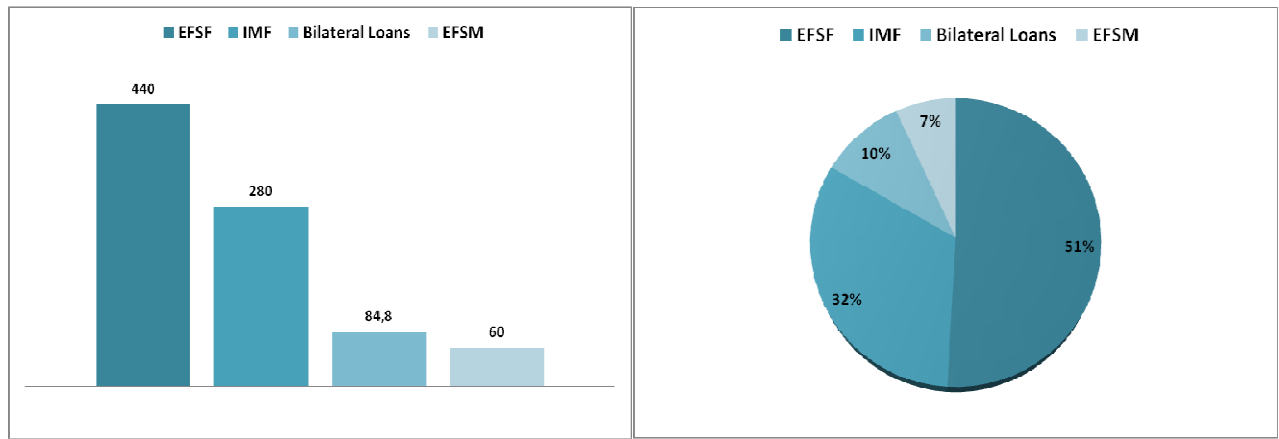
Таблица: Европейски инструмент за финансова стабилност (EFSF) – гаранционна структура (без Гърция, Ирландия и Португалия)



Източник: ЕЦБ, Уникредит

Цялостният европейски пакет за финансово подпомагане за страните от еврозоната възлиза на близо 865 млрд. евро, като това включва: 60 млрд. евро от Европейския финансов стабилизационен механизъм (EFSM), 440 млрд. евро от Европейския инструмент за финансова стабилност (EFSF), 280 млрд. евро по линия на Международния валутен фонд, както и 84,8 млрд. евро от двустранни заеми. Следва да бъде отбелязано, че понастоящем ефективният капацитет на EFSF, чиито основни донори са Германия, Франция и Италия, е едва 250 млрд. евро, тъй като само шест от седемнайсетте държави, членуващи в него, имат кредитен рейтинг AAA. Очаква се пълният капацитет на инструмента от 440 млрд. евро да стане ефективен до лятото на 2011 г.

Таблица: Европейски пакет за финансово подпомагане



Източник: EFSF, Европейската комисия, МВФ.

На второ място, на заседанието на ЕКОФИН на 8 и 9 април беше обсъден един от най-съществените елементи на текущата реформа на икономическото управление в ЕС, а именно таблото с индикатори (т.н. scoreboard), което ще бъде използвано в механизма за наблюдение на макроикономическите дисбаланси. България изрази своята позиция при определяне на индикативните стойности на индикаторите да се предвидят различни стойности за страните от ЦИЕ, като се отчита необходимостта от „догонващо развитие” на техните икономики.

На трето място, финансовите министри се обединиха около мнението, че са необходими по-стриктни стрес тестове за банките в ЕС, с цел да бъдат идентифицирани слабите места в банковата система и съответно да бъдат преодоляни чрез реструктуриране и рекапитализация. Правителствата на държавите-членки следва да имат готовност да посрещнат резултатите от стрес тестовете, като осигурят мерки за подкрепа преди провеждането на тестовете. По този начин ще могат своевременно да подпомогнат уязвимите финансови институции. Ролята на новосъздадените европейски надзорни органи ще бъде от съществено значение не само при управлението на процеса във връзка със стрес тестовете, но и по отношение засилването на цялостната регулаторна и надзорна рамка в ЕС.

На четвърто място, ЕКОФИН обсъди състоянието на стоковите пазари, като отбеляза необходимостта от адекватна регулация и надзор на участниците на тези пазари, като изрично отбеляза, че всички нови/променени регулации трябва да отчитат пазарните и икономически фундаменти, както и да не водят до спад на ликвидността на стоковите пазари.

Влияние на основните икономически и политически решения в ЕС върху развитието на финансовите пазари

1. Паричен Пазар

През последните дни се наблюдава сериозно повишение на тримесечния и шестмесечния EUR Libor, съответно до нива към 7.04.2011 г. от 1.24% и 1.55%, като средномесечната стойност за месец март 2011 г. беше съответно около 1.12% и 1.43%. Една от основните причини за това е предприетата монетарна политика на ЕЦБ към повишение на референтната лихва в евро зоната.

Повишената лихва в евро зоната от ЕЦБ с 0.25 б.т. до ниво от 1.25% се очакваше от по-голямата част от институционалните играчи на международните пазари, като очакванията са, че към края на 2011 г. тя би могла да достигне до нива от около 1,75-2%. Покачването дойде след изказването на г-н Трише (от месец март 2011 г.), в което той отбелязва, че е необходима строга бдителност (*strong vigilance*) върху пазарите и икономиките. Основната причина за вдигането на лихвата е ръстът на инфлацията в еврозоната. Трябва да се отбележи, че към момента изборът на монетарна политика от страна на ЕЦБ е изключително труден от гледна точка на това, че покачването на основната лихва може да има положителен ефект за икономики, работещи близко до потенциала си и от друга страна негативен ефект за икономики (най-вече периферните на ЕС), за които цената на финансиране ще се повиши, което ще доведе до допълнителни затруднения.

Пазарите станаха по-бдителни по отношение на коментарите от страна на г-н Трише след вдигането на референтната лихва – наблюдаване на пазарите и икономиката „много отблизо” (*monitor very closely*), като това беше повторено нееднократно. Този факт, от своя страна, накара пазарните анализатори да очакват последващо вдигане на лихвата на равни и плавни интервали.

От началото на 2012 г. се очаква да започне повишаване на основната лихва и от страна на ФЕД, въпреки че има представители на институцията (например президента на St. Louis Fed – James Bullard²), които отбелязват, че би било хубаво програмата за изкупуване на активи (*asset purchasing programme*) да се прекрати преди предварително заявеното намерение около

² Трябва да се отбележи, че той не е член на FOMC

началото на второто полугодие на 2011 г. да започне плавно повишение на лихвата. Към момента дори представителите на Dallas Fed, Fisher и Philadelphia Fed, Plosser, които са известни привърженици на по-консервативната парична политика (hawks monetary policy) не подкрепят безрезервно идеята за скорошно покачване на лихвата.

Основната лихва в Япония се очаква да остане ниска, предвид кризисната ситуация в страната и необходимостта от държавна помощ на икономиката. В допълнение на това BoJ генерира нов пакет от 1 JPY трил. за стимулиране на икономиката.

Таблица: Прогнози за основни лихви на водещи ЦБ за 2011 г.

	J.P. Morgan					UBS				
	Към момента	Q1	Q2	Q3	Q4	Към момента	Q1	Q2	Q3	Q4
FED	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25
ECB	1,25	1,25	1,25	1,5	1,75	1,25	1,25	1,25	1,5	1,75
BoE	0,5	0,5	0,75	1	1,25	0,5	0,5	0,75	1	1,25
BoJ	0,1	0,05	0,05	0,05	0,05	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Източник: J.P. Morgan, UBS.

2. Пазар на ДЦК

От началото на 2011 г. 10-годишният сектор бележи умерен растеж, както в Европа, така и в САЩ. Доходността по държавните облигации на Великобритания отбеляза ръст, както в краткосрочния матуритет (1.40%, а към средата на март 2011 г. 1.22%), така и в средносрочния и дългосрочния – 2.55% и съответно към средата на март 2.28% и респективно 3.59% и 3.54% към средата на март 2011 г. От друга страна доходността по 2 годишни китайските държавни облигации от началото на месец март 2011 г. също се покачва и достига до 3.22% и 3.52%, и 3,92%, съответно за пет и десетгодишните матуритетни сектора.

Основен фактор върху пазарите на държавен дълг беше решението на ЕЦБ за вдигане на референтната лихва за евро зоната с 25 базисни точки до 1.25%. Доходността по германските държавни облигации също се повиши значително. Средномесечната доходност по десет годишните германски държавни облигации регистрира покачване, като за месец март 2011 г. тя е била в размер на 3.24%, а от началото на месец април 2011 г. достига до 3,41%.

В допълнение на това пазарните очаквания са свързани с последващо увеличения на референтния лихвен процент в евро зоната до нива от около 1.75-2% в края на 2011 г.

Трябва да се отбележи, че положителен сигнал за пазарите беше приемането, на 11 март 2011 г. от Еврогрупата, на решението за бъдещото функциониране на Европейски финансов стабилизационен механизъм (EFSM) и облекчаване на кредитните условия по заема на Гърция. В допълнение на това на 15.03.2011 г. Съвета на ЕС по икономически и финансови

въпроси (ЕКОФИН) прие общ подход по шестте законодателни предложения за засилване на икономическото управление в ЕС, а на 24-25.03.2011г. на заседание на Европейския съвет държавните/правителствените ръководители одобриха и „Пакт за еврото +” .

От друга страна скорошните новини, свързани със стрес тестовете на ирландските банки и политическата и финансова несигурност в Португалия, доведоха до искането за финансова подкрепа, допринесоха за покачването на общата несигурност на пазарите към страните от стария континент.

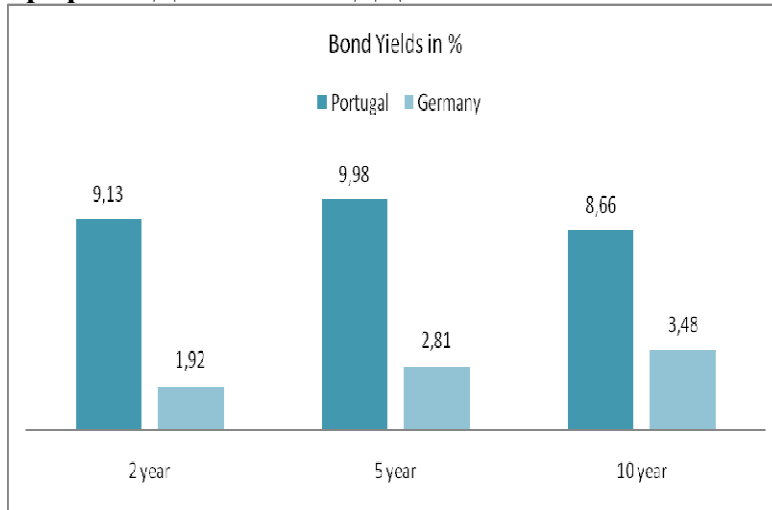
Доходността по двегодишните облигации на Гърция регистрира спад в сравнение със средата на месец март 2011 г., като данните са съответно 16.40% и 16.30% към 11.04.2011 г. При петгодишния и десетгодишния матуритет ситуацията е обратната, т.е. наблюдава се растеж на доходността, съответно 14.70% и 12.86%, в сравнение със средата на месец март 2011 г. – съответно 14.35% и 12.47%.

Таблица: Government Bonds към 11.04.2011 г.

	Euro Bonds					
	2 Year		5 Year		10 Year	
Greece	16.30	+0.1%	14.70	-0.0%	12.86	0.0%
Ireland	8.80	-0.0%			9.20	-0.4%
Portugal	9.13		9.98		8.66	
Spain	3.14	+0.9%	4.44	+0.1%	5.26	-0.1%
Italy	2.88	+0.2%	3.84	+0.1%	4.74	-0.1%
Belgium	2.59	+0.7%	3.70	+0.2%	4.30	0.0%
Austria	2.26	+1.1%	3.22	+0.1%	3.86	-0.1%
France	1.92	+1.2%	3.04	+0.1%	3.78	-0.0%
Finland	1.75	+0.9%	2.98	0.0%	3.66	0.0%
Netherlands	1.90	+0.9%	2.76	+0.2%	3.75	-0.0%
Germany	1.92	+1.0%	2.81	+0.1%	3.48	0.0

Източник: Bloomberg, изчисления на МФ

Доходността по двугодишния матуритет на държавните облигации на Ирландия и Португалия регистрираха най-високи стойности от началото на годината, като ирландските държавни облигации се покачиха от 8.62% до 8.80% и съответно португалските държавни облигации от 6.30% до 9.13% само от средата на март 2011 г. Доходността в средносрочните и дългосрочните матуритети също отбеляза сериозен ръст. Спреда между германските и португалските облигации отново се запази на сериозно високи нива.

Графика: Доходност по ДЦК към 11.04.2011 г.

Източник: Bloomberg, МФ.

След взетите редица важни решения на ниво ЕС в края на 2010 г. и началото на 2011 г. и интервенциите на ЕЦБ, посредством Securities Market Programme, пазарите регистрираха успокоение и нивата на CDS спредовете останаха относително стабилни в началото на 2011 г.

От края на месец март 2011 г. след настъпилата рязка негативна промяна в политическата и финансова (ревизия на бюджетния дефицит в посока увеличение) стабилност на Португалия, а в допълнение на това и ситуацията при ирландските банки бяха едни от водещите фактори за увеличение на CDS спредовете на страните от стария континент. Португалският CDS спред регистрира най-високи нива към 31 март 2011 г. 579.56 б.т., като средно месечния спред за месец март 2011 г е в рамките на нива от около 515.86 б.т. След заседанието на ЕКОФИН на 8-9.04.2011 г. пазарите реагираха положително на новината за решението за финансово подпомагане на Португалия и CDS спреда се понижи до нива от около 542 б.т. От друга страна ситуацията за Ирландия показва също достигане до сериозно високи нива от 642.19 б.т. към 31 март 2011 г., като средно месечния спред за месец март 2011 г. е около 594 б.т.

В периодичните си доклади консултантската компания СМА³ изследва възможността за неизпълнение от страна на държавата на своите дългови задължения за определен период от време. В таблицата по-долу са показани съпоставки на резултатите от извършения симултационен анализ, като са представени данни към Q4 2010 г. и Q1 2011 г. Ясно се вижда, че ситуацията в Португалия (40.1%) и Ирландия (43) се влошава и вероятността за неизпълнение на дълговите им задължения нараства през Q1 на 2011 г. спрямо Q4 на 2010 г.

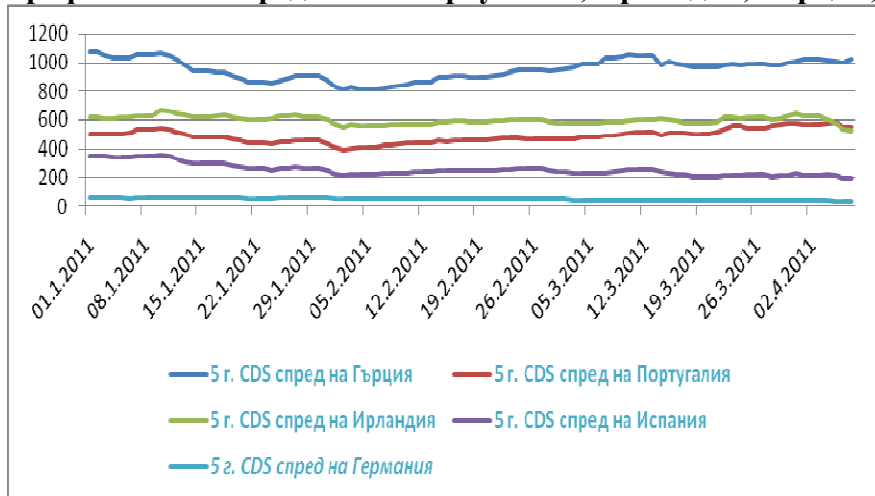
³ Credit Market Analysis Group Company

Таблица: Вероятност за фалит базирана на оценка от СМА

Страна	5 year CPD (%) Q1 2011	5 years CPD (%) Q4 2010
Гърция	57,7	58,8
Венецуела	51,8	51,4
Ирландия	43	41,2
Португалия	40,1	35,9
Аржентина	34,7	35,4
Украйна	27,70	30,6
Дубай	24,70	25,5
Либия	21,90	NA
Ирак	21,10	23,6
Египет	21,10	NA

Източник: СМА Global Sovereign Debt Credit Risk Report Q4 2010 и Q1 2011 г.

Графика: CDS спредове на Португалия, Ирландия, Гърция, Испания и Германия



Източник: Bloomberg, МФ.

В края на 2010 г. и началото на 2011 г. агенциите за кредитен рейтинг насочиха вниманието си към Португалия, Ирландия, Гърция, Испания, като изготвените оценки на кредитоспособността им доведоха до намаляване на рейтингите на някои от тях. Агенция Moody's понижи кредитния рейтинг на Гърция от Ba1 до B1, S&P на BB- и съответно Fitch на BB+. Рейтингът на Испания беше понижен от Moody's от Aa1 до Aa2, S&P – AA, Fitch – AA+. По отношение на Португалия кредитният рейтинг беше понижен многократно през последните седмици, като на 5 април 2011 г. Moody's го понижи с едно ниво – от A3 на Baa1. От своя страна Fitch го понижи от A - до BBB-, а S&P съответно от A- към средата на м. март до BBB-. Основни предпоставки за понижението на рейтинга бяха:

- Настъпилата политическа криза в страната вследствие оставката на правителството;
- Обявените ревизирани данни за бюджетния дефицит на Португалия;

В началото на април кредитният рейтинг на Ирландия претърпя промени - S&P го понижи от A - на BBB+, а на 15 април Moody's понижи рейтинга на страната от Baa1 до Baa3. Основна причина за намаляването на рейтинга на Ирландия е свързана с опасността за финансовото състояние на страната и резултатите от стрес тестовете на банковата система, обявени на 31

март 2011 г., и евентуалната необходимост от рекапитализация с около 24 млрд. евро при сценарии с 10.5 Core Tire 1.

Таблица: Кредит рейтинг на Португалия, Ирландия, Гърция, Испания

Страна	MOODY'S	S&P	FITCH
Гърция	B1	BB-	BB+
Ирландия	Baa3	BBB+	BBB+
Португалия	Baa1	BBB-	BBB-
Испания	Aa2	AA	AA+

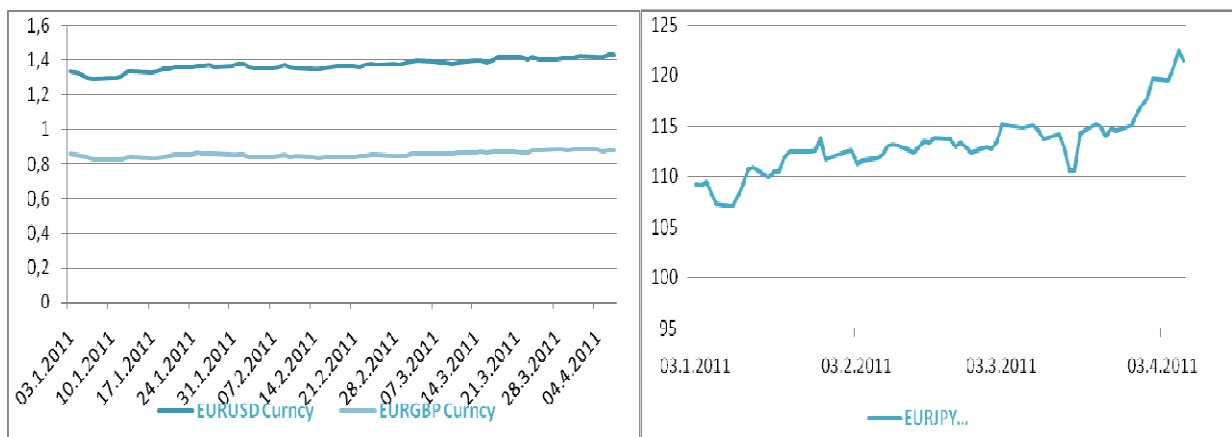
Източник: Bloomberg

3. Валутен пазар

През изминалата седмица след официалното решение на ЕЦБ за вдигане на референтната лихва и напрежението между демократи и републиканци по отношение на приемането на бюджетната политика, свързана най-вече с дебат за съкращаване на бюджетни разходи в размер на около 33-40 млрд. долара за текущата бюджетна година – всичко това доведе до загуби на позиции за щатския долар спрямо основните валути. Силен натиск оказаха и различните виждания на някои от представителите на FOC за развитието на икономиката, пазара на труда и необходимостта за засилване на монетарната политика.

Към 7.04.2011 г. едно евро се разменяше за разменяше за 1.44 щатски долара, като един месец по-рано курса варираше около 1.39 долара за едно евро. От друга страна еврото поскъпна малко и спрямо британския паунд, като към 7.04.2011 г. то се търгуваше на нива от 0,88 паунда за евро, докато месец по-рано стойността на еврото спрямо паунда беше 0,86 паунда за евро. В допълнение на това въпреки регистрираните загуби на еврото спрямо японската йена в края на март 2011 г., поради репатриране на активи обратно към Япония в следствие на кризата породена от земетресението, в началото на месец април 2011 г. се наблюдава отново поскъпване на еврото спрямо йената, като нивото достига до 122.86 към 7.04.2011 г. спрямо нива от около 114 йени за евро един месец по-рано.

Таблица: Курс на EUR към USD/GBR/JPY



Източник: Bloomberg

В краткосрочен план, не се очаква щатският долар да успее да се възстанови от пораженията, поне докато ФЕД не започне политика по повишаване на основната лихва в САЩ. Трябва да се отбележи, въпреки че се наблюдава загуба на позиции на валутните пазари, делът на щатския долар във валутните резерви на централните банки се задържа (през 2010 г) на високо ниво от над 60%,⁴

Таблица: Валутна структура на поддържаните официални валутни резерви в % (глобален мащаб)

	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10
US dollar	70.5%	70.7%	66.5%	65.8%	65.9%	66.4%	65.7%	64.1%	64.1%	62.1%	61.4%
Euro	18.8%	19.8%	24.2%	25.3%	24.9%	24.3%	25.2%	26.3%	26.4%	27.6%	26.3%
Pound sterling	2.8%	2.7%	2.9%	2.6%	3.3%	3.6%	4.2%	4.7%	4.0%	4.3%	4.0%
Japanese yen	6.3%	5.2%	4.5%	4.1%	3.9%	3.7%	3.2%	2.9%	3.1%	2.9%	3.8%
Swiss franc	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
Other	1.4%	1.2%	1.4%	1.9%	1.8%	1.9%	1.5%	1.8%	2.2%	3.1%	4.4%

Източник: МВФ, ЕЦБ

⁴ <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>
<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1081.pdf>