

ПРЕГРЯВА ЛИ БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА?

Анализирано е състоянието на българската икономика към 2008 г. от гледна точка на възникващи вътрешни напрежения и неравновесия. В първата част е проследена динамиката на отделните елементи на БВП и е показано, че икономическата експанзия през последните десетина години се дължи на вноса на стоки и услуги. Прирастът на БВП се предопределя от вътрешното търсене. Последователен изпреварващ прираст на секторно равнище бележи съставката, условно наречена „корективи“, която се запълва от косвените данъци. В индустриалния сектор най-бърз растеж има строителството, а в сектор „услуги“ – финансовото посредничество. Подобна дисхармония не би могла да продължи в перспектива, поради което е възможна и вероятна структурна промяна, свързана с цялостна пренастройка на икономиката. Разгледани са измененията в инфлацията, заетостта и доходите. Очертава се ясен позитивен тренд на инфлационен натиск, който кореспондира с позитивна динамика на реалните доходи на човек от домакинство. Материални и финансови ресурси се замразяват в непроизводителни обекти, поради което вътрешното търсене нараства, без да се съпровожда структурно с насрещно предлагане. Анализирано е финансовото посредничество. Кредитната активност на банковата система се поддържа на непремерено високо равнище, което не съответства на структурните характеристики на търсенето. Обобщени са изводи за натрупване на вътрешно структурно напрежение в икономиката, съпроводено със засилване на неравновесията. Направен е опит за формулиране на адекватни макроикономически управленски въздействия с оглед недопускане на сериозни икономически и финансови неблагоприятности като следствие от определена степен на прегряване на българската икономика.

JEL: C82; E01; E27

Според съществуваща в специализираната литература дефиниция за прегряване на икономиката може да се говори тогава, когато „... *продължителен период на добра икономическа активност и добър икономически растеж провокира високо равнище на инфлация (поради повишено консуматорско благополучие) и неефективно производствено разпределение.*”¹ Структурата на производството се откъсва от структурата на търсенето, като се формира производствен капацитет в опит на инвеститорите да капитализират и да натрупат богатство при създалата се конюнктура. Според аналогична дефиниция прегряването на икономиката се характеризира със ситуация, в която факторите на производството са неконтролируеми. Икономическата и финансовата оценка на перспективата е неадекватна, инвестициите се насочват към неефективни производствени

¹ Investopedia, A Forbes Media Company (Интернет).

структури, заетостта (респ. доходите) се увеличава, но предлаганото стоково покритие се отклонява от нарастващото платежоспособно търсене. Фиксира се пресилен прираст на банкови кредити, възходящ натиск върху цените и заплатите, вътрешното потребление се пренасочва все повече към вноса (той започва да расте), а износьт изостава.²

Прегряването на икономиката обикновено се съпровожда с възникването и съзряването на своеобразни финансови „мехури“, свързани с бум на цените на определен вид финансови активи. В специализираната литература се разграничават три фази при тяхното развитие.³ *Първата* започва с ускоряване на банковото кредитиране било в резултат от либерализация на банковата среда, било като следствие от съзнателно провеждано решение на централната банка (по-свободна монетарна политика) за стимулиране на икономическия растеж. Резултатът рефлектира в нарастване на цените на определени активи, например на недвижимости. През *втората* фаза (обикновено кратък период) мехурът се спуква, цените на активите рязко падат, настъпва отрезвяване. *Третата* фаза се характеризира с фалит на фирми и индивидуални икономически агенти, които са си позволили да заемат огромни средства за инвестиране в съмнителни активи в търсене на бързи печалби. Настъпва процес на цялостно реструктуриране на икономиката в търсене на ново равновесие.

Световната икономическа история познава много случаи на прегряване на икономики, последвано от болезнено оздравяване. От по-новите случаи е показателен японският финансов мехур на недвижимости и на котировки на фондовия пазар в началото на 90-те години на XX век. Финансовата либерализация в Япония през 80-те години доведе до кредитна експанзия. През втората половина на 80-те години на XX век индексът „Никеи 225“ се повиши четири пъти, паралелно нараства и инфлацията. Последвалата охлаждащата политика на японската централна банка, насочена към контрол на инфлацията, беше съпроводена със засилване на монетарната рестрикция и покачване на лихвените проценти. Мехурът се спуква и котировките на фондовата борса се сринаха двойно. Последва процес на икономическа рехабилитация, която стопира растежа. Това е и времето, когато вечно присъстващите големи финансови спекуланти или ликоват, или се разоряват.⁴

Този вид неефективност и зародишно развивано неравновесие подрива основите на икономическия растеж и причинява рецесия. При действието на типична централна банка лихвените проценти в прегряваната икономика

² Klein, G. Dictionary of Banking (Second Edition). Pitman Publishing, 1995, p. 225.

³ Allen, F., D. Gale . Comparing Financial Systems. The MIT Press, 2000, p. 295.

⁴ През декември 1994 г. например мултимилionерът Дж. Сорос обяви загуба от 600 млн. USD като следствие от погрешна преценка на силата на японската йена. Тя е описана и като една от най-големите загуби в света от финансова спекулация в книгата на финансовите рекорд на Гинес (Cannon, T. The Guinness Book of Business Records. Guinness Publishing, 1996, p. 168).

Прегрява ли българската икономика?

започват да се покачват в резултат от съзнателно провеждана монетарна политика, която отрезвява инвеститорите, охлажда инвестиционната активност и налага необходимото оздравително макроикономическо равновесие.⁵

В условията на паричен съвет БНБ няма възможност да регулира лихвените проценти, поради което би трябвало да се използват други макроикономически инструменти за управление. Икономическата ситуация у нас към 2008 г. притежава някои специфични характеристики:

Икономическа динамика

В продължение на едно десетилетие българската икономика отбелязва позитивен прираст на БВП със средногодишен реален темп на растеж от над 5%. Повременната вариация на темповете на прираст е слаба, което намалява несигурността и повишава оптимистичните очаквания.⁶ След две дълбоки „змуркания“ в негативната зона (в началото и в средата на 90-те години на XX век) темповете на реален прираст на БВП у нас се установиха устойчиво в положителната 5-6-процентова зона (вж. фиг. 1). За 1998-2007 г. реалният БВП нараства почти с две трети!

Периодът 1998-2007 г. ще остане забележителен в най-новата история на България със своята „тиха“ икономическа революция. Твърдо и последователно БВП отбелязваше възходящо развитие дори и тогава, когато икономиките на основните ни външнотърговски и икономически партньори от ЕС страдаха от недостатъчна инициатива и икономически прогрес. Икономическата теория постановява, че при икономическа рецесия в основните търговски партньори конкретната страна също ще бъде принудена да свие своята собствена икономическа активност. Средногодишният темп на растеж на БВП на страните от Евроразоната обаче за 2002-2006 г. е 1.6%, докато на тези от Централна и Източна Европа е 5.6% (5.7% за България).⁷ Подобен тип разминаване на икономическите динамики подсказва за потенциалните богати икономически възможности на държавите от източноевропейския регион след освобождаването от оковите на централното планиране. Условно нареченото *предкризисно равнище* на БВП от 1989 г. в България беше почти достигнато през 2005 г. и прехвърлено с 5% през следващата година.

⁵ Заслужава да се отбележи, че между юни 2004 и юни 2006 г. ФЕД повиши своя собствен лихвен процент 17 пъти в търсене на път за постепенно охлаждане на прегрялата икономика на САЩ.

⁶ Информацията в тази част е предимно от Основни макроикономически показатели. НСИ, 2006 и от Годишен отчет 2007. БНБ, освен ако е посочен друг източник.

Волатилността на темповете на прираст на БВП у нас, измерена чрез средното стандартно отклонение за петгодишен период, е по-малка от тази в страните от Централна и Източна Европа и по-голяма, отколкото в Евроразоната (вж. World Economic Outlook. Housing and the Business Cycle. April 2008, IMF, Table A2, Table A4.

⁷ World Economic Outlook. Globalization and Inequality. October 2007, IMF, Table A2, Table A4.

Противоречива е обаче картината, представяща динамиката на структурните елементи на БВП (по съпоставими цени, вж. фиг. 2). И трите му основни положителни съставки - крайно потребление, капиталообразуване и износ, растат по-бързо от БВП. Финансирането на техния прираст се осигурява от единствената негативна съставка – вноса. Смущаващо е, че в крайна сметка той продължава да предоставя необходимите ресурси за прираста на елементите на БВП, респ. на самия БВП. Икономическата логика подсказва, че подобно съотношение не може да бъде трайно, то създава напрежение и неравновесие в икономическите и потребителските структури, които в бъдеще ще трябва да бъдат променени. Траен двигател на икономическия прогрес могат да бъдат единствено вътрешните фактори на икономическо развитие.

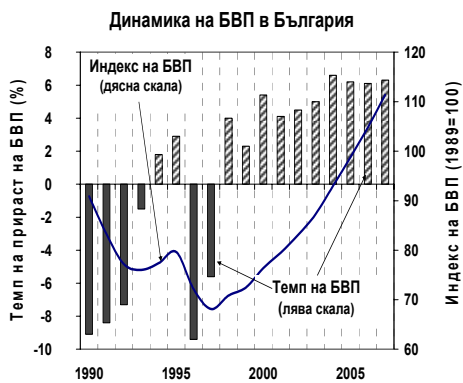
Наблюдаваната особеност може да се оцени като очаквана, доколкото след катастрофалните икономически събития от средата на 90-те години на XX век България имаше нужда от коренно обновление на производствените си мощности. То беше възможно при решаващата подкрепа на вноса от технологично развитите страни. Редно е обаче икономиката да се пренастрои и да формира свои собствени производствени структури, които да ѝ осигурят успешна икономическа интеграция в ЕС. Действителността от фиг. 2 показва, че по-скоро икономиката се приспособява към перманентното външно финансиране и не съумява да разгърне вътрешния си икономически потенциал.

Особено бързо расте капиталообразуването. Нормата на натрупване достигна изключително високи стойности - 36.7% през 2007 г. (вж. фиг. 3). Такова високо равнище на капиталообразуване не съответства на относително скромните темпове на прираст на БВП. Ситуацията напомня самоцелното натрупване през годините на т.нар. социалистически период у нас. Относителното равнище на спестяване изостава далеч назад – то се задържа устойчиво на около 15% от БВП. Населението и икономическите агенти не проявяват особено голямо желание за спестяване, но инвестиционната активност расте почти неудържимо. Тя е в синхрон с високите темпове на прираст на вноса, с агресивната кредитна политика на търговските банки, както и с притока на чуждестранни финансови ресурси в страната по линия на преки инвестиции, на частен външен дълг и на грантове от ЕС.

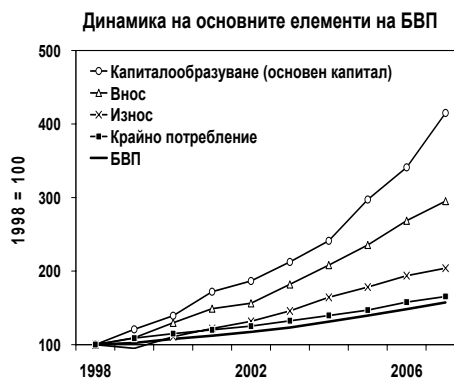
Комбинацията на високо относително натрупване, от една страна, и скромни темпове на икономически растеж, от друга, говори за ниска ефективност на инвестициите. При доминиране на пазарни взаимоотношения и частна собственост върху средствата за производство тя е възможна тогава, когато икономическата и финансовата оценка на действителността е неадекватна и инвестициите се насочват към непроизводителни дейности. Такова е например масовото непроизводително строителство, основно във вид на скъпо струващи и слабофункционални обекти, много повече като форма на вложение и на очаквано доходно използване на финансови ресурси при съществуващите нагласи и условия, отколкото продиктувано от належащи социални и производствени нужди.

Прегрява ли българската икономика?

Фигура 1



Фигура 2



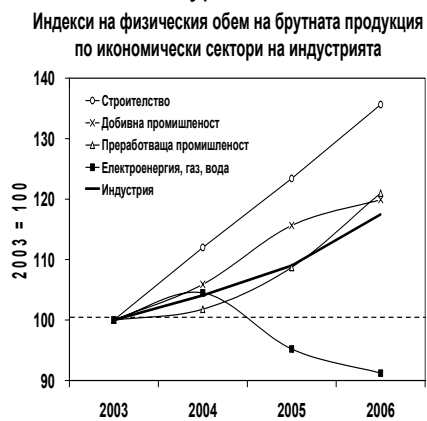
Фигура 3



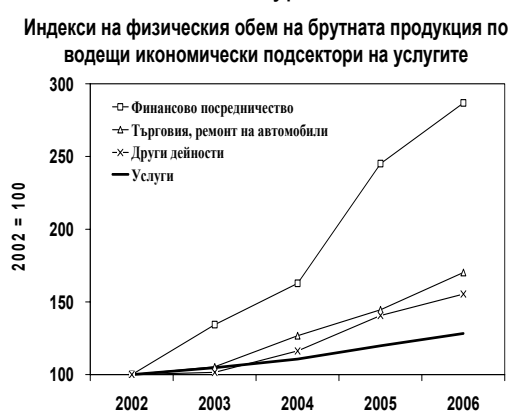
Фигура 4



Фигура 5



Фигура 6



Комбинацията между висока инвестиционна активност, от една страна, и относително ниски темпове на реален прираст на БВП, от друга, е възможна и тогава, когато производството при съществена част от новите инвестиции остава неотчетено, т.е. *“в сянка”*. Това е характерно при строителството, както и когато реалните стойности на продажбите превишават значително декларираните. Последното е следствие от некачественото функциониране на институциите, при което извършваните реални покупко-продажби остават на чувствително занижени, изкуствени ценови равнища. Така се стимулира спекулативното начало при сделките с недвижимости, допуска се висока норма на възвръщаемост на този вид инвестиции, съзнателно или не се подклаждат очакванията за вечна и безрискова рента. Същевременно изкуствено се намалява отчетната величина на БВП, както и се изкривяват действителните пропорции.

Двигател на БВП по линия на отрасловите му съставки е добавката над brutната добавена стойност (БДС), условно наречена *“Корективи”* (фиг. 4). Нейните елементи са: (1) нето данъци върху продуктите; (2) данък добавена стойност; (3) мита върху вноса. От данъците върху продуктите се приспадат субсидиите върху тях, които са около една трета от всички субсидии (2005 г.). Показателят *“нето данъци върху продуктите”* кореспондира с приходите от акцизи в държавния бюджет, така че позицията *“Корективи”* се запълва от непреките данъци. Този вид данъчно облагане натоварва цялото население и не се включва в производствената цена на стоките и услугите (за разлика от преките данъци).

Относителният дял на *“Корективи”* в БВП нараства от 10.6% през 1998 г. на 18.3% през 2006 г. Поддържането на високи косвени данъци за сметка на преките е удобно за бюрократите от Министерството на финансите, тъй като косвените данъци са по-лесно събираеми, но кривите от фиг. 4 показват, че освен всичко друго подобна практика изкривява отрасловата структура на БДС и БВП. Ако си представим условно, че косвеното данъчно облагане отпадне изцяло, тогава БДС ще се изравни с БВП, т.е. всички видове данъци върху стоките и услугите и тяхното производство ще се калкулират върху производствената им цена и ще влияят върху платежоспособното им търсене, а пазарът ще формира по-адекватни сигнали към предлагането.

С изпреварващи темпове нарастват услугите, докато индустрията и селското стопанство изостават значително. От сектора на услугите се наблюдава особена активност и динамика във финансовото посредничество, търговията, ремонта на автомобили. Открояващ се подотрасъл при услугите с изключително силен растеж е финансовото посредничество (вж. фиг. 6), което корелира с агресивната кредитна политика на търговските банки през последните години. Обслужващата сфера напредва изпреварващо, докато темповете на прираст на производството на стоки са много по-ниски. Впечатлява също и рязкото пропадане на БДС в селското стопанство за 2005-

Прегрява ли българската икономика?

2007 г., особено чувствително през 2007 г. (почти 30%). То обаче не оказва значимо влияние върху темповете на прираст на цялото (БВП), тъй като относителният му принос е сравнително малък и продължава да спада – през 1998 г. делът на БДС, произвеждана в селското и горско стопанство, формира 17% от БВП, докато десет години по-късно същият дял пада на 5%. Подобна структурна характеристика е присъща на развитите страни, към които България гравитира.

Като неблагоприятни могат да се оценят промените във вътрешно-секторната структура на индустрията (вж. фиг. 5). Най-динамичният подотрасъл в индустриалния сектор е строителството, което логично се съгласува с повишаването на нормата на натрупване. Прирастът при другите подотраслови елементи на индустрията е по-скромен, а БДС при производството на електроенергия, газ и вода дори намалява. Последното може да се отчете и като определен позитив, доколкото корелира с по-ефективното използване на енергийните суровини. Подобен тип промени обаче не се свързват с устойчив тип структурно равновесие (т.е. доминирането на темповете на прираст на строителството не могат да продължават прекалено дълго), което подсказва за вероятен обрат във вътрешносекторната структурната динамика на индустрията в близка перспектива.

Оценката на факторния принос за отбелязания икономически растеж допълва картината. Изследванията на Р. Солоу демонстрират, че сам по себе си процесът на спестяване и инвестиране не е определящ за икономическия растеж. Различно по характер спестяване води до различни темпове на прираст на БВП (на заето лице), което поставя въпроса за приноса на материализирания в капитала научно-технически прогрес при формиране темповете на растежа. По-точно, той достига до извода (на който се позовава и в своята нобелова лекция), че *“перманентният висок растеж на крайния икономически резултат вследствие на единица прираст на заетостта е независим от нормата на спестяване (инвестиции) и зависи изключително от нормата на материализирания научно-технически прогрес в най-широк смисъл”*.⁸

За конкретна спецификация се използва широко известната производствена функция на Коб-Дъглас:

$$Y = A \cdot L^{\alpha} \cdot K^{\beta} \cdot e^{\gamma t},$$

където Y е БВП, A – коефициент на мащаба, L – заетост (труд), K – капитал (основни фондове), α – еластичност на БВП от заетите лица, β – еластичност на БВП от капитала, γ – влияние на научно-техническия прогрес (обща факторна производителност⁹).

⁸ Solow, R. Growth Theory (an Exposition). Oxford University Press, 1987, p. xii.

⁹ Total Factor Productivity (TFP).

Оценката на коефициентите на функцията на Коб-Дъглас се извършва в съответствие с равновесния подход.¹⁰ Еластичността на БВП от заетите лица се приравнява на дела на заплатите и други доходи в него, а еластичността от капитала – на дела на печалбата (опериращия излишък) в БВП.

Информацията за оценка на еластичностите в производствената функция се предоставя от баланса на БВП, съставен по метода на доходите.¹¹ В българската официална статистика той обаче не е надежден – съставя се *post factum*, като остатъчен резултат. В добавка се отчита единствено първичното разпределение на доходите, а преразпределението остава неотчетено. С оглед отчитане и на вторичното разпределение на заплатите и печалбата е препоръчително да се използва структурата на БВП по елементи на крайното използване, т.е. еластичността β да се приравни на дела на брутното капиталообразуване (брутни инвестиции) в абсорбцията като елемент на БВП. Съотношението между двете еластичности α и β се колебае около 0.75 : 0.25, но за слабо развити икономики може да достигне дори до 0.90 : 0.10.

Използваната мярка за L в производствената функция е обикновено заети лица в икономиката. При наличието на достатъчно надеждна информация може да се използва също и показателят отработени часове.

Проблемна е оценката на капитала K . В условията на централно планирани икономики той се приравняваше на основните производствени фондове. След края на 80-те години на XX век обаче националната статистика престана да отчита подобен показател.

Възможно е да се получи относително надеждна оценка за темпа на прираст на капитала k . Най-общо може да се запише:

$$k = \frac{\Delta K}{K} = \frac{I - \lambda \cdot K}{K} = \frac{I}{K} - \lambda$$

където с λ е означена нормата на амортизация.

¹⁰ Технически подробности, свързани с оценяването на коефициентите на производствената функция при български условия, могат да се намерят в *Минасян, Г.* Финансово програмиране. С.: "Горекс прес", 2004, т. 8.1.2.

Използването на производствената функция на Коб-Дъглас за икономически анализи и прогнози не е безпроблемно от теоретични позиции. В специализираната литература съществуват пространни и небезоснователни критики към хипотезите, заложи при формирането на производствени функции от указания вид (*Рангелова, Р.* Критика на концепцията и измерителя за общата факторна производителност - *Икономическа мисъл*, 2008, N 3). Проблемът е в това, че научната мисъл не е съумяла да намери по-добра алтернативна форма на обяснение на количествените факторни въздействия. Защото "... не е възможно да се говори за макроикономика, без да се използват агрегирани съотношения" (*Solow, R.* Цит. съч., р. xx).

¹¹ Чрез съотношенията в баланса на БВП, формиран по метода на доходите, се оценяват еластичностите в *Цалински, Цв.* Два подхода за емпирична оценка на потенциалното производство на България. Дискусионни материали на БНБ, DP/57/2006, с. 17. Получените оценки надценяват приноса на капитала и подценяват този на труда. Подобен тип съотношения са характерни за изключително слабо развити държави. Например по оценки на ООН за редица страни от Африка делът на капитала е 0.39, а на труда 0.61 (*Economic Report on Africa 2007. UNECA, Addis Ababa, 2007, p. 164*).

Прегрява ли българската икономика?

Отчитаме равенството

$$\frac{I}{K} = \left(\frac{I}{Y}\right) / \left(\frac{K}{Y}\right) = \frac{\text{норма на натрупване}}{\text{капиталоемкост на БВП}}$$

и следователно

$$k = \frac{\text{норма на натрупване}}{\text{капиталоемкост на БВП}} - \lambda$$

Обикновено капиталоемкостта на БВП е около 2.5, т.е. капиталът превишава БВП 2.5 пъти. Това съотношение не е строго фиксирано, но оценките за минали периоди за България показват сходимост към приетата пропорция.

Средната оценка за стойността на капиталоемкостта е до голяма степен условна. Тя не е и не може да бъде фиксирана величина. Като индикатор за характера на промените в нея може да служи динамиката на прирастната капиталоемкост, която се определя като отношение между капиталообразуването, от една страна, и прираста на БВП, от друга. В пазарна икономика средната капиталоемкост трябва да гравитира към прирастната. През първата половина на 90-те години на XX век ситуацията у нас е коренно различна с извършваните съществени структурни изменения, но при нормализацията на икономическите процеси (след въвеждането на паричен съвет и по-нататък) е логично да се очаква такава сходимост. Средната стойност на прирастната капиталоемкост у нас през последните години варира около 2.6 (табл.1), което е близко до приетата стойност и не оказва съществено влияние върху крайните оценки.¹²

Таблица 1

Прирастна капиталоемкост (текущи млн. лв.)

Година	БВП	Прираст на БВП	Капитало-образуване	Прирастна капиталоемкост	Прирастна капиталоемкост (двегодишна средна)
1999	23 790	1369	4262	3.1	
2000	26 753	2962	4894	1.7	2.4
2001	29 709	2956	6141	2.1	1.9
2002	32 402	2693	6405	2.4	2.2
2003	34 628	2226	7511	3.4	2.9
2004	38 823	4195	8976	2.1	2.8
2005	42 797	3975	11 971	3.0	2.6
2006	49 361	6564	15 667	2.4	2.7
2007	56 620	7259	20 798	2.9	2.6

¹² Минасян, Г. Цит. съч, т. 6.2.2.

Народностопанската норма на амортизация λ също подлежи на ориентировъчна оценка. Тук трябва да се отчете и императивната необходимост от ускорена подмяна на капитала и на основното оборудване. Приемлива стойност е 5% за година¹³.

Предполага се производствена функция с постоянно отдаване от мащаба ($\alpha + \beta = 1$). Значенията на α и β са пресметнати от представянето за БВП по метода на разходите, като е изпуснат външнотърговският баланс, т.е. оценява се делът на крайното потребление и на капиталобразуването в абсорбцията (табл. 2). Показателят I_t представя темпа на прираст на заетите лица в икономиката. Темпът на прираст на капитала K_t е пресметнат като частно от нормата на натрупване и капиталоемкостта 2.5, като се приспада норма на амортизация от 5%. Приносът на научно-техническия и организационния фактор γ е пресметнат като остатъчна величина в съответствие с производствената функция, представена като зависимост между темповете на прираст на БВП, заетите лица и капитала.

Таблица 2

Оценка на еластичностите в производствената функция

Години	Крайно потребление (млн. лв.)	Капиталобразуване (бруто, млн. лв.)	Абсорбция (млн. лв.)	Дял на крайно потребление (α , %)	Дял на капиталобразуване (β , %)
	1	2	3=1+2	4=1/3	5=2/3
1998	18 585	3785	22 370	83.1	16.9
1999	20 801	4262	25 063	83.0	17.0
2000	23 291	4894	28 185	82.6	17.4
2001	25 818	6141	31 960	80.8	19.2
2002	28 894	6405	35 299	81.9	18.1
2003	30 922	7511	38 433	80.5	19.5
2004	34 070	8976	43 046	79.1	20.9
2005	37 742	11 971	49 713	75.9	24.1
2006	42 964	15 667	58 631	73.3	26.7
2007	48 209	20 798	69 007	69.9	30.1

¹³ МВФ оценява капиталоемкостта за редица страни от Югоизточна Азия между две и половина и три, като дискутира две амортизационни норми – 5 и 7%. При 7% амортизационна норма капиталоемкостта спада с около една пета (World Economic Outlook, IMF, 2005, p. 121).

Прегрява ли българската икономика?

При тези предположения и стойности на основните показатели се получават следните значения на общата факторна производителност γ за България (табл. 3).

Таблица 3

Оценка на приноса на научно-техническия прогрес
(обща факторна производителност - γ), в %*

Година	α	β	u_t	l_t	k_t	γ	γ (двегодишна средна)
1998	83.1	16.9	4.0	-0.2	1.8	3.8	
1999	83.1	16.9	2.3	-2.1	2.2	3.6	3.7
2000	82.6	17.4	5.4	-3.5	2.3	7.9	5.8
2001	80.8	19.2	4.1	-0.4	3.3	3.8	5.9
2002	81.9	18.1	4.5	0.4	2.9	3.7	3.8
2003	80.5	19.5	5.0	6.3	3.7	-0.8	1.5
2004	79.1	20.9	6.6	1.9	4.2	4.2	1.7
2005	75.9	24.1	6.2	0.8	6.2	4.1	4.2
2006	73.3	26.7	6.3	2.9	7.7	2.1	3.1
2007	69.9	30.1	6.2	2.0	9.7	1.9	2.0

*Изходната информация за определянето на α и β е от Основни макроикономически показатели. НСИ, 2006. Данните за 1998-2005 г. са окончателни, а за 2006-2007 г. – предварителни.

Оценките на α и β трябва да се приемат с резерви. Съществуват условия, които не могат да се отчетат непосредствено количествено. Предполага се постоянно отдаване от мащаба на производството, което е спорно. В една реална икономика нарастващото отдаване от мащаба не е просто фикция – с увеличаване на мащаба на производството се реализират икономии по линия както на технологичните, така и на управленските иновации. Отчитането на тази особеност ще отнеме част от общата факторна производителност и ще я материализира към съответния конкретен фактор. Въпреки това обаче няма основания да се очакват промени в оценения тренд на факторната производителност, който по същество тук се дискутира. Оценката на приноса на капитала чрез дела му в абсорбцията също може да бъде обект на съмнения. В специализираната литература се показва, че оценката на еластичността на БВП от капитала (β) по иконометричен път е като правило по-висока от тази, изчислена по равновесния подход. Качественият анализ на непосредствената ситуация, допълнена от конкретни очаквания, би трябвало да насочи към възприемането на конкретна позиция.

Данните от табл. 3 позволяват да се оцени приносът на отделните фактори за динамиката на БВП. Значенията на общата факторна производителност γ са доста хаотични, което съответства на непоследователния ход на икономическите реформи у нас. Средногодишният прираст на БВП за 1998-2007 г. е 5.1%, заетостта нараства средногодишно с 0.8%, а капиталът - с 4.4%. Средната

еластичност на БВП от заетите лица е 79%, а от капитала – 21%. При тези условия общата факторна производителност осигурява 3.4% годишен прираст на БВП, т.е. две трети от целия му прираст, екстензивният прираст на заетостта е около 13%, а на капитала – около една пета.

От, общо взето, обяснимите стойности на пропорциите в Таблица се откроява 2003 г., когато се отбелязва отрицателен принос на общата факторна производителност. Той е следствие от наблюдаван обрат най-вече в заетостта. Официалната статистика сочи, че от 1996 до 2001 г. заетите лица в икономиката последователно намаляват, като през 1996 г. средногодишният им брой е 3286 хил., а през 2001 г. е с 318 хил. по-малък. През 2003 г. обаче се фиксира рязък завой, като средногодишният брой на заетите нараства спрямо предходната година с 188 хил. човека.¹⁴ Това увеличение е следствие от нормализацията на процесите в страната, от повишаването на общата предвидимост на икономическите условия и не на последно място – от програмите за повишаване на заетостта, които подействаха чувствително в общественния сектор. Например наетите лица в подотрасъл “Други дейности, обслужващи обществото и личността” на сектор “Услуги” през 2003 г. нарастват с 71%.¹⁵ Този прираст на заетостта не е в състояние да осигури веднага съответстващ прираст в БВП, поради което общата факторна производителност за 2003 г. намалява.

От 2002 г. стартира процес на ускоряващи се темпове на прираст на капитала, който е в пълна хармония с промените в нормата на натрупване. Внедреният в икономиката капитал нараства, но приносът му върху общата факторна производителност остава скромнен.

По-добра и по-адекватна представа за динамиката на общата факторна производителност дава двегодишното ѝ осредняване. Тогава се очертава ясно и оформената тенденция към намаляването ѝ през последните години. По-специално през 2005 г. приносът на двегодишно изгладения научно-технически прогрес се оценява на 4.2%, през 2006 г. – на 3.1% и през 2007 г. – на 2%. За всяка от последните три години този принос намалява с по 1.1 процентни пункта! Това е следствие и отразява процеса на продължаващо неефективно разпределение на инвестиционните ресурси в сектори, които не създават БВП. Този вид несъответствие трябва да се коригира в перспектива.

Общо за разглеждания период се отбелязват последователни позитивни темпове на икономически растеж, но същевременно се формират условия, подсказващи за зараждането и развитието на своеобразни икономически и финансови неравновесия, които не бива да се пренебрегват.

Инфлация, доходи, заетост

През последните пет години инфлацията у нас бележи ясно очертан позитивен тренд (вж. фиг. 7). От средата на 2007 г. тя се повиши отчетливо

¹⁴ Статистически годишник. НСИ, 2006, с. 4-5.

¹⁵ Основни макроикономически показатели. НСИ, 2006, табл. 3.2.3 и 3.2.4.

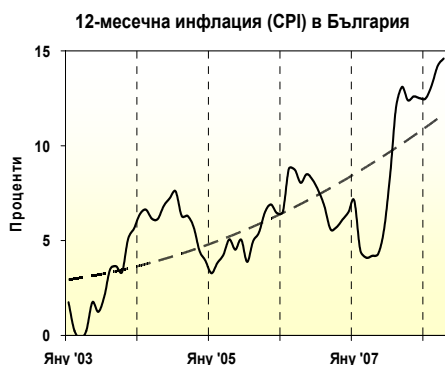
Прегрява ли българската икономика?

основно поради рязкото нарастване на цените на хранителните продукти. Последното е световен феномен най-вече поради съчетаването му с възникналата ипотечна криза в САЩ и други развити икономики, но се отрази чувствително у нас. Ако погледнем състоянието в новоприетите страни в ЕС, България заема челни позиции по ценова динамика (фиг. 8),¹⁶ особено ако се отчете натрупването на инфлационен потенциал в предходните години.

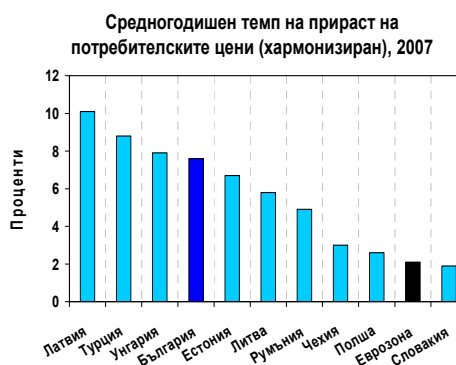
Общото равнище на потребителските цени у нас продължава да изостава чувствително от средноевропейското (към 2007 г. то се оценява все още на около 40%). Интеграцията на страната в ЕС предполага тенденция към ценово гравитиране, макар че действително изравняване може да настъпи едва при достигане на съпоставимо равнище на социално-икономическо равнище. Приемането на България в Съюза премахва административните бариери за преливане на ефекти и по принципа на скачените съдове е редно да се очаква по-силно външно (европейско) въздействие по линия на ценови натиск. Проблемът не е в по-бързата инфлация у нас в сравнение с ЕС (което ще наблюдаваме най-малкото в средносрочна перспектива), а в скоростта на поддържаня ценовия прираст.

При фиксиран валутен обменен курс (действието на паричния съвет) изпреварващата инфлация у нас в сравнение с ЕС създава неблагоприятно напрежение в производствените структури по два канала. *Първо*, намалява конкурентоспособността на местния износ на световните (европейските) пазари, тъй като се увеличават цените на местните експортни стоки и услуги. *Второ*, нараства конкурентоспособността на вносните стоки и услуги на вътрешния пазар – вносът става по-достъпен за местните потребители. Икономиката трябва да се справи с този двоен натиск (най-вече чрез повишаване на ефективността), защото в противен случай изходът е икономическа рецесия и девалвиране на местната валута.

Фигура 7



Фигура 8



¹⁶ По информация от Eurostat (Интернет).

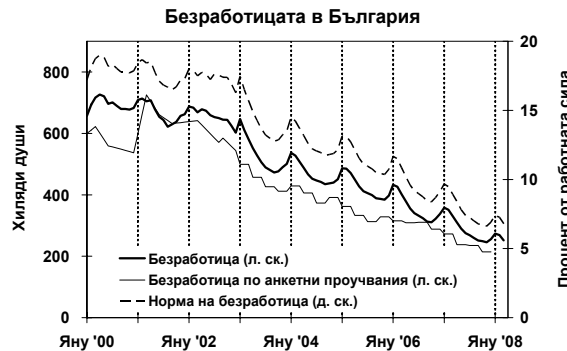
Фигура 9



Фигура 10



Фигура 11



Израз на натрупващото се напрежение в производствените структури е разтварянето на ножицата между производствени и потребителски цени (фиг. 9). Цените на производител нарастват трайно по-бързо от потребителските. При равни други условия последното означава, че се създават затруднения при съгласуването на приходно-разходните позиции на отделните производители. Практиката показва, че те съумяват да намерят път за преодоляването на подобна дисхармония. Единственият начин е чрез повишаване на ефективността. За времето след въвеждането на паричен съвет у нас производителите се адаптират успешно към промяната във финансовите пропорции, но успехът за в бъдеще зависи съществено от скоростта на ценова разходимост. Относително поносимата скорост на разтваряне на ценовата ножица предполага недопускане на шокови ефекти и поетапно последователно и безболезнено (безкризисно) адаптиране към променящата се производствена среда.

Прегрява ли българската икономика?

В условията на действащ паричен съвет макроикономическото управление (извън БНБ) не разполага с ефективни механизми за контролиране и регулиране на инфлационната динамика. Възможностите опират до създаването и поддържането на реална конкурентна икономическа среда, която да не допуска формирането на монополни структури. Наред с изграждането на качествено функциониращи институции ограничаването на корупционните практики също е решаващо за нормалното развитие на инфлационните процеси. Принос за допълнителното (но неизбежно) инфлационно напрежение има и ограничаването на полето на действие на администрираните цени, което е много повече технократски, отколкото икономически проблем, доколкото опира до чисто преразпределителен процес.

Като правило високата инфлация корелира с намаляващи реални доходи на населението (същността на т.нар. инфлационен данък). По преки и косвени канали силното обезценяване на местната валута подрива основите на икономическото благополучие.

НСИ оценява реалните доходи на човек от домакинството в съответствие с регулярно провежданите месечни анкетни проучвания. Тяхната точност и адекватност не бива да се преувеличават, но с по-достоверна информация на макроикономическо равнище не се разполага.

На фиг. 10 е представено помесечното изменение на реалните доходи на човек от домакинство въз основа на анкетните проучвания на НСИ. Периодичните пикове са в края на годината, когато държавният бюджет прави всички неизвършени през годината заплащания (13-та заплата и всякакви други плащания). Този стил на работа, който е удобен за работодателя, но е неприемлив за работника и служителя, се разпространява и върху частните производители. Обратно, в началото на годината се наблюдава силно рестриктивна подоходна политика до нормализирането на постъпленията от бюджетни приходи, която води до рязък спад на реалните доходи. Този модел на помесечно доходно разпределение е безусловно неблагоприятен и се отразява негативно на оценката на качеството на живот от страна на населението, но неговото усъвършенстване в наши условия предстои. Макроикономическото управление все още не показва, че разбира важността на този проблем, който далеч надхвърля простото осигуряване на облекчение за бюрокрацията от Министерството на финансите.

НСИ регистрира позитивен тренд на прираст на реалните доходи на човек от домакинството независимо от инфлационните процеси. Темповете на този прираст се ускоряват с времето. За 2007 г. например статистиката отчита прираст на реалните доходи от 7.7% (по-висок от темпа на прираст на БВП!), въпреки че се фиксира рекордна инфлация.¹⁷ Цените се повишават, но

¹⁷ Конкретната числова оценка зависи от начина на изчисляване. Ако се отчетат и акумулират месечните изменения (а не осреднените годишни наблюдения) темпът на прираст на реалните доходи на човек от домакинство за 2007 г. ще достигне до десетина процента.

прирастът на доходите, както и на потреблението, не намалява. Заработват се доходи, търсенето на стоки и услуги се увеличава, но не и тяхното предлагане, поради което цените пълзят нагоре.

Обяснението на наблюдавания феномен е в назряващото и задълбочаващо се неравновесие между производствени и потребителски структури. Инвеститорите и производителите предпочитат да насочват финансови ресурси там, където преценяват, че има (или ще има) висока доходност, докато потребителите се насочват към потребление на текущи стоки и услуги, оценявани като неперспективни от инвеститори и производители. През последните години този инвестиционен и производствен модел се свързва със замразяването на финансови ресурси в непроизводителни мощности (нефункционално строителство). Инвестират се средства, те формират доходи на населението, но не и насрещно предлагане в съответствие с платежоспособното търсене. За подобно развитие допринася и интересът на чуждестранния инвеститор у нас.

Моделът на развитие се отразява на заетостта и на безработицата (фиг. 11). Ясно очертаното „*провисване*“ на кривата през летните месеци подсказва нарастването на гъвкавостта на пазара на труда, което може да се оцени положително. Заетостта се повишава, което корелира положително и с увеличаването на реалните доходи на човек от домакинство. В структурата на заетостта обаче настъпват промени, които хармонират с обяснението на описания феномен – едновременното ускоряване както на инфлацията, така и на реалните доходи на човек от домакинство. За 2003-2006 г. например най-бързо нараства заетостта в строителството – с 39%, докато общият прираст на заетостта в икономиката се оценява на 8%! Допълнително трябва да се отчете наличието на нерегламентирана икономическа дейност („*икономика в сянка*“), която по различни експертни оценки у нас достига до около една трета от БВП и преобладаващата ѝ част е в строителството.¹⁸ Идея за този вид нерегламентирана икономическа дейност дава разположението на кривата на фиг. 11, съответстваща на оценената безработица в съответствие с анкетни проучвания на НСИ – тази оценка показва системно по-ниска безработица. Строителството генерира доходи, които остават стоково непокрити.

Проследяването на динамиката на заетостта и съпоставката ѝ с тази на БВП поставя поредния въпрос от научно-практическо естество. Икономическата логика подсказва и икономическата теория потвърждава, че намаляването на безработицата трябва да корелира с гравитиране към потенциалния БВП и ускоряване на темповете на икономически растеж (например широко известния модел на Окън и дори наложилото се название *Закон на Окън*)¹⁹. За пет години (декември 2002 г. – декември 2007 г.) безработицата намалява в абсолютни единици от 603 хил. на 256 хил. човека

¹⁸ Оценки за *икономиката в сянка* както за страните в преход, така и за тези от OECD са направени от *Рангелова, Р.* Сенчестата икономика не е само наш патент. - *Икономика*, 2003, N 3.

¹⁹ Вж. например *Минасян, Г.* Цит. съч., т.7.2.

Прегрява ли българската икономика?

(16.3 и 6.9% в относителни мерки), но въпреки това темповете на прираст на БВП запазват относителна устойчивост. Обяснението на тази аномалия се свързва отново с неефективното разпределение на ресурсите, по-специално ангажиране с непроизводителни дейности.

Промените в инфлационния процес, доходите и заетостта подсказват за наличието на феномени, които предстои да бъдат асимилирани от икономиката. Логично е и в бъдеще инфлацията у нас да превишава тази в Еврозоната. По такъв начин българската икономика се подготвя за приемането на еврото като единствено платежно средство. Скоростта на ценовия прираст обаче трябва да съответства на способността на икономиката да асимилира безболезнено и своевременно настъпващите промени (при фиксиран обменен валутен курс). Ако разпределението на ресурсите продължава да бъде неефективно спрямо пазарното равновесие, тогава вътрешното напрежение между отделните финансово-икономически структури ще нараства до превключването към нова параметрична конфигурация.

Финансово посредничество

Процесът на приватизация на търговските банки у нас приключи през 2003 г. Банковият мениджмънт беше подменен и качеството на търговското банкиране се повиши. Подобряващите се икономически условия в България на фона на относителната съдържаност на икономическия растеж в западноевропейските страни предоставиха добри възможности за разгръщане на доходоносно банкиране. Отпусканите кредити за реалния сектор започнаха да набъбват с чувствителна скорост.²⁰

На фиг. 12 може да се проследи изменението на годишния темп на прираст на отпуснатите от търговските банки у нас кредити за нефинансови предприятия, домакинства и нетърговски организации, обслужващи домакинствата (НТООД). В края на 90-те години на XX век темповете на прираст са на равнище от около двадесетина процента, изчислени от номинални величини, което (при състоянието на икономиката на България към момента) може да се оцени като съдържано и предпазливо. От 2002-2003 г. стартира процес на ускорено кредитиране на икономиката, като темповете на кредитиране се установяват трайно на около и над 50-процентовата граница. При годишни темпове на прираст на БВП от 5-6% поддържаното многократно по-високо нарастване на кредитите е обезпокоително за финансовата стабилност, поради което БНБ предприема охлаждащи мерки. Разширява се основата на задължителните минимални резерви и се налагат по-строги норми и изисквания за тези търговски банки, които предпочитат да се придържат към агресивна кредитна политика. Банковата система реагира адекватно на регулативните мерки и темповете на кредитиране постепенно се утаяват на 20-процентово

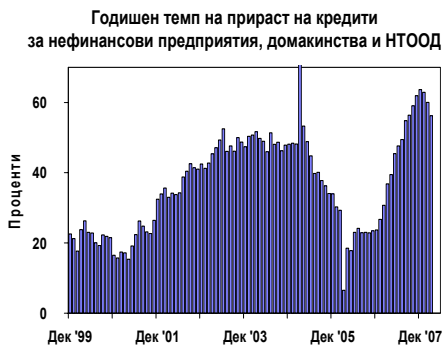
²⁰ Информацията в тази част е предимно от информационните бюлетини, както и от други информационни източници на БНБ. Ползваните други източници са изрично посочени.

равнище. Малко прибързано БНБ освобождава рестрикциите и кредитирането отново поема стръмно нагоре. В търсене на решение през есента на 2007 г. (1 септември) БНБ повишава процента на задължителни минимални резерви от 8 на 12%, но този път банковата система не реагира според очакванията.

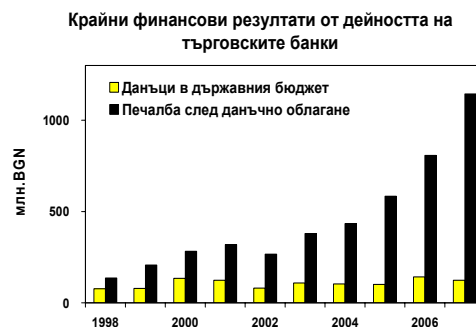
Причината за агресивното кредитно поведение на търговските банки е обяснима при проследяване на реализираните печалби (фиг. 13). Брутната печалба на търговските банки у нас за 2002-2007 г. нараства средногодишно с повече от една трета, а внесените в държавния бюджет данъци - с по-малко от 9%. Банките са готови да замразяват в БНБ по-големи резерви, но да използват максимално конюнктурата за твърдо настаняване на кредитния пазар и за своевременно натрупване на нетни печалби. В това отношение политиката на последователно намаляване на корпоративния данък, която го доведе до рекордно ниско равнище от 10%, подпомогна непремерената кредитна инвазия като форма на страничен ефект. През 2000 г. например търговските банки реализират брутна печалба от 418 млн. лв. и отделят корпоративен данък в размер на 135 млн. лв. (една трета от брутната печалба), докато през 2007 г. числата са съответно 1268 млн. и 124 млн. лв. (една десета от брутната печалба).

За благоприятната кредитна конюнктура може да се съди и по поведението на чуждестранните собственици (юридически лица) на търговските банки у нас. След драматичните 1996-1997 г. и неясната политико-икономическа обстановка и перспектива банките предпочитат да поддържат съществена част от своите финансови ресурси във вид на сигурни (но нискодоходни) депозити в чуждестранни търговски банки (фиг. 14). Ситуацията се променя след приватизацията на сектора. Поддържаните в чужбина депозити постепенно започват да се връщат в страната, а в добавка стартира ускоряващ се процес на прехвърляне на чуждестранни финансови ресурси (по същество депозити на чуждестранните собственици на българските търговски банки) у нас. Рестриктивните мерки на БНБ от 2005-2006 г. потискат този процес (отново част от активите се пренасочват към чужбина), но през 2007 г. кредитната експанзия се възстановява.

Фигура 12



Фигура 13

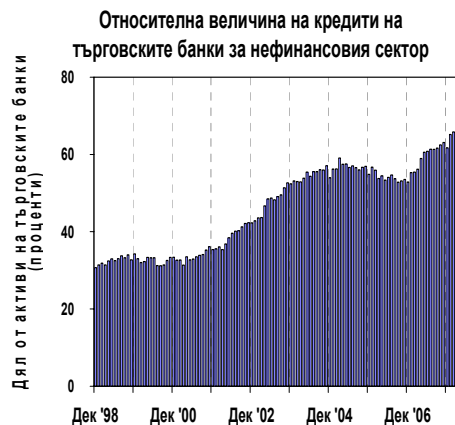


Прегрява ли българската икономика?

Фигура 14



Фигура 15



Фигура 16



Агресивната кредитна политика на търговските банки променя неблагоприятно структурата на банковия портфейл. Практиката е установила евристично правило, според което поносимата степен на кредитен риск предполага кредитите за нефинансовия сектор да ангажират до около 55% от активите на банковата система. Данните от фиг. 15 показват, че до 2004 г. този дял последователно се увеличава и прехвърля условната 55-процентова граница, задържа се и се стабилизира около нея през следващите две години и поема отново нагоре до значително по-високи равнища през 2007 г. В тази зона вероятността за сбъдването на нежелани и непредвидени финансови събития в банковата система е значително по-голяма.

Степента на банково посредничество у нас, измерена като съотношение между активи на търговските банки и БВП, е далеч от

равнището в развитите страни. България достигна дъното по този показател през 1998 г. (една трета от БВП – фиг. 16) и след това започна процес на последователно натрупване на активи, за да се прескочи 100-процентовата граница десет години по-късно. Това равнище изостава от съответното в развитите страни²¹, а България трябва да го догонва, но въпросът опира (отново както и при инфлацията) до скоростта на гравитиране. Ако тя е прекалено висока, тогава съществуват реални възможности за зараждане и възникване на някаква форма на финансова криза с всички произтичащи от това неблагоприятни последици.

Този вид процеси и техните вероятни последици са достатъчно детайлно анализирани в специализираната литература и са формулирани ясни и красноречиви изводи за макроикономическата политика. Въпреки това те отново и често се повтарят, като се извършват допускани аналогични грешки. В широко известния си модел американският финансист Х. Мински инкорпорира спецификата на бизнес-цикъла, натрупването на печалби в добри икономически времена, зараждането и развитието на спекулативни инвестиционни мехури и по-нататъшното завъртане на финансово-икономическата спирала след задължителното отрезвяване. Отявлените или неосъзнати противници на логиката на Мински обикновено акцентират или на уникалността и неповторимостта на всяка отделна финансово-икономическа ситуация, или на съществената промяна на изходните условия от *“преди”* и *“сега”*, или на погрешната монетарна политика на централната банка, която със своите непремерени действия инициира финансовата криза, доколкото пазарните взаимодействия притежават вградени автоматични регулатори. Анализирайки аргументите *“за”* и *“против”*, Ч. Киндлбъргър стига до извода, че все пак моделът на Х. Мински изучава миналото и не е предназначен за прогнозиране на бъдещето, но също че *“...светът сякаш не се учи от натрупания опит”*. И че може и трябва да го направи в бъдеще.²²

Агресивната кредитна политика подклажда също инфлацията (т. нар. кредитна инфлация). Въздействията вървят по линия на паричното обръщение и чрез него се формира натиск върху цените. На фиг. 17 може да се проследи почти перфектната връзка (коефициент на корелация 0.85) между годишния темп (12-месечен) на прираст на кредитите за нефинансовия сектор, домакинствата и нетърговските дружества, обслужващи домакин-

²¹ Делът на активите на ТБ от БВП (2000 г.) е: за Полша – 65%, Унгария – 65%, Словения – 79%, Словакия – 96%, Чехия – 181% (*Wagner, N., D. Iakova. Financial Sector Evolution in the Central European Economies: Challenges in Supporting Macroeconomic Stability and Sustainable Growth. IMF WP/01/141, September 2001, p. 7*). В Япония той е около 150%, в ЕС – повече от 250%, докато в САЩ е значително по-малък – 53% през 1993 г. (*Allen, F., D. Gale. Comparing Financial Systems. The MIT Press, 2000, p. 47; Structural Analysis of the EU Banking Sector, Year 2002. ECB, November 2003, Table 5*). В САЩ финансовата система е ориентирана повече към капиталовите пазари, докато в Европа и Япония – към търговските банки.

²² *Kindleberger, C. Manias, Panics and Crashes (A History of Financial Crises). Third Edition, John Wiley & Sons, Inc., 1996, p. 19.*

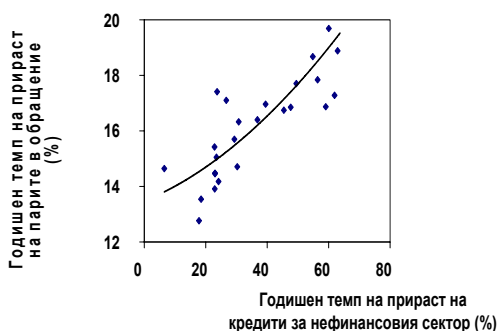
Прегрява ли българската икономика?

ствата (НТООД), от една страна, и годишния темп на прираст на парите в обръщение, от друга, за 27-месечния период от януари 2006 г. до март 2008 г. Зависимостта не е просто линейна, а се засилва при по-високите темпове на прираст на отпуснатите кредити.

В съответствие с количествената теория на парите не цялата маржи-нална парична маса напompва инфлацията – част от прираста на парите в обръщение обслужва нарасналата маса на БВП. На фиг. 18 е демонстрирана формата на връзката между годишния темп на прираст на кредитите за нефинансовия сектор, домакинствата и НТООД, от една страна, и 12-месечната инфлация (CPI) за същия период. Тук зависимостта е по-размита, въпреки че отново се откроява. Своеобразна инфлексна точка е 35-процентовата граница на кредитната активност, до която връзката между двата показателя е негативна. При преминаване на тази граница кривата поема стръмно нагоре, т.е. прекалено високата кредитна активност на търговските банки не просто стимулира инфлацията, а я стимулира със силно ускоряващи се темпове.

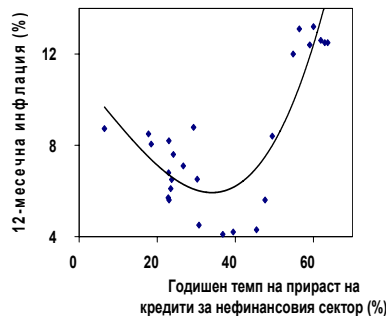
Фигура 17

Кредитна активност и парично обръщение
(Яну '06 - Мар '08)



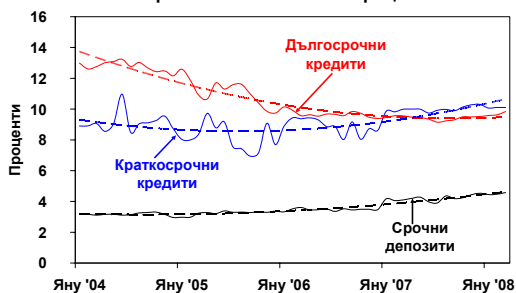
Фигура 18

Кредитна активност и инфлация
(Яну '06 - Мар '08)



Фигура 19

България: Левови лихвени проценти



Посочените особености на кредитния процес у нас въздействат върху лихвените проценти. В условията на действащ паричен съвет БНБ няма възможност да упражнява своя собствена лихвена политика, така че лихвените равнища се определят изцяло на пазарен принцип като следствие от търсенето и предлагането на паричния пазар. Разгърнатата се банкова конкуренция води до постепенно понижаване на високите лихвени проценти от началото на XXI век, въпреки че различието между лихви по кредити, от една страна, и лихви по депозити, от друга, продължава да се поддържа на достатъчно високо равнище (фиг. 19). През 2007 г. вече започва да се чувства обратът в тенденцията. Кредитната активност продължава да е висока, но финансовият ресурс постепенно поскъпва. В действията си търговските банки калкулират повишаващия кредитен риск, т.е. пазарът започва да чувства известно кредитно неудобство. Случващото се на международните финансови пазари (най-вече на ипотечния пазар в САЩ) не може да остане без последствия у нас и правилата на здравословното банкиране повеляват подходяща премереност.

Състоянието на кредитния пазар и регулирането на банковата активност е в компетенциите на централната банка (БНБ) и е нейна отговорност. Финансовата стабилност обаче е атрибут, който се свързва с цялостното икономическо развитие на страната. Търговските банки се ръководят от свои собствени оценки и критерии, при тях пазарната експанзия може да компенсира едни или други пропуски при банкирането. Последствията от непремереното банково надбягване обаче могат да бъдат болезнени и стресиращи за цялата икономика, затова те не трябва да се допускат от централната банка.

*

Изведените характеристики на българската икономика показват, че съществуват основания да се говори за прегряване. Не е задължително всяка подобна ситуация да завърши обезателно с обхватна рецесия, но индикациите не бива да се пренебрегват. Добрият стопанин се грижи за мрачните зимни дни тогава, когато е най-горещо и изглежда невероятно студ да скове земята през лятото. Сигурно е, че инвестиции в българската икономика има, те водят до нарастване на съвкупното търсене, но темповете на прираст на БВП изостават и остават на скромни равнища. Съществува определена неефективност на разпределението на ресурсите, която нарушава пазарното равновесие и създава напрежение в производствените и потребителски структури. Вероятно е това напрежение да се прояви по-явно в близката перспектива и да причини най-вече забавяне на темповете на икономически растеж.

Въпрос от теоретично-практическа важност е дали и доколко пазарният автоматизъм е в състояние да поддържа устойчиво финансово-

Прегрява ли българската икономика?

икономическо равновесие. Инвеститорите се ръководят от своите перспективни оценки и очаквания, но невинаги очакванията се оказват оправдани, а и практиката далеч невинаги потвърждава тяхната рационалност. Индивидите нерядко преиграват с реакциите си при появата на нова информация, а и информацията има своята цена и достъпност. Очакванията се влияят и от неикономически фактори (например традициите или придържането към стадно поведение). Безкритичното копиране на поведението (инвестиционно) е силно застъпено, особено във времена на чувствителна промяна на модела на развитие и на ценностната система на обществото. Твърде често очакванията като основа за определена инвестиционна активност се формират под въздействието на чисто психологически причини. Този момент се откроява особено отчетливо при структурно пречупване на икономическата динамика. Много поразпространеният случай е на ограничена рационалност, при която икономическите агенти са само частично рационални в рамките на достъпността на необходимата информация и на способността им да възприемат, оценяват и отразяват събдващите се събития.²³

Текущата външна устойчивост на българската икономика е следствие от т.нар. *равновесие на рационалните очаквания*,²⁴ при което формираните очаквания за развитието на перспективата индуцират действията на икономическите агенти, които оправдават и потвърждават първоначалните очаквания. Това стои в основата и на формирането на характерните финансови мехури.

Типичен пример за подобен вид фиктивна устойчивост през последните пет-шест години в световен план е поведението на USD на международните валутни пазари. Международните наблюдатели и финансови анализатори посочваха немалко основания за задължителен срив на долара спрямо другите световни валути, отчитайки най-вече последователно набъбващите непроизводителни разходи на правителството на САЩ във войната в Ирак, Афганистан и със световния тероризъм. Дефицитите в държавния бюджет и в текущата сметка на платежния баланс (двоен дефицит) твърдо и неотклонно нарастваха и предвещаваха неизбежното отслабване на американската валута. Икономическите агенти в целия свят обаче не можеха да допуснат, че доларът би могъл да се срина и техните действия, продиктувани от очакванията им за вероятната стоическа (магическа!?) издръжливост на USD, поддържаха световните

²³ *Imam, P.* Effects of IMF Structural Adjustment Programs on Expectations: The Case of Transition Economies. IMF WP/07/261, Nov. 2007, p. 8.

²⁴ Rational expectation equilibrium (*Hahn, F.* Money and Inflation. The MIT Press, 1985, p. 4).

Дългосрочното съчетание между стабилност и икономически растеж е най-желаното и благоприятното, но в световната икономическа практика е много повече рядкост, отколкото правило. Сп. "The Economist" дори го нарича "... магическа комбинация от стабилност и растеж" (Sep 22, 2007, p. 33).

валутни съотношения. Макар и със закъснение от няколко години, все пак икономическата логика надделя.

Малко по-различни, но все пак аналогични, бяха основанията за избухването на ипотечната криза в САЩ и развитите страни. Съзнателно поддържаните от централните банки в развития свят (ФЕД, ЕЦБ) рекордно ниски лихвени равнища след терористичните атаки от есента на 2001 г. намалиха неимоверно доходността на различните видове финансови активи. В търсене на по-висока възвръщаемост капиталите се насочиха към строителния сектор, а финансовият мехур започна да се издува до неизбежното му спукване.

В българската практика от началото на XXI век се фиксира нов социално-икономически феномен. Най-новата ни история от Освобождението насам предоставя аргументи в полза на твърдението, че българинът е пестелив човек с вечно поддържана мисъл и грижа за благосъстоянието на собственото си поколение. Практиката от последните десетина години демонстрира определено изместване на този тип добродетели. Благодарение вероятно и на интензивните глобализационни процеси българският гражданин все повече и повече преориентира мислите си към днешния си ден, преосмисля максимата за съчетанието на аскетизма днес с мъглявото удоволствие утре в полза на удоволствието днес. Изборът на спестовно поведение се подчинява на своеобразен *“психологически закон”* (по думите на Р. Солоу²⁵), а психологията е следствие от особеностите на обкръжаващата среда. Традицията все пак не е изоставена безследно и грижата за утрешното поколение се реализира чрез взимането на банкови кредити. Това обяснява съчетанието между скромни спестявания, от една страна, и висока инвестиционна активност, от друга. Дългосрочната инвестиция в традиционната по характер недвижимост, която трябва да се погаси някъде в бъдещето, дава възможност за комбиниране на грижата за утре с възможността (и вероятността) материалното ѝ осигуряване да се поеме от бъдещите бенефициенти. Тази специфика не бива да се подминава при анализирането на различните варианти на макроикономическо управление.

Адекватната оценка на перспективата е вечен и трудноразрешим (нерешим?!) проблем за икономиката и икономистите, също както и принципната връзка и проектиране на икономическото настояще в бъдещето.²⁶ Неоправданото (но удобно) чувство за това, че българската икономика стои настрана от световните икономически катаклизми нерядко

²⁵ Solow, R. Monopolistic Competition and Macroeconomic Theory. Frederico Caffè Lectures, Cambridge University Press, 1998, p. 9.

²⁶ “Не съществува процес на формиране на очаквания, който да постигне еквивалентна координация” (Tobin, J. Asset Accumulation and Economic Activity. The University of Chicago Press, 1980, p. 23-26).

Прегрява ли българската икономика?

е изигрвала лоша шега на макроикономическото управление.²⁷ Наивно е да се мисли, че колапсът на ипотечния пазар в САЩ и в други развити страни през 2007-2008 г. е далеч от българските реалности. Независимо от стремежа към икономическа специализация структурните характеристики на отделните страни все повече гравитират помежду си, което обяснява донякъде и значително по-широкото и бързо разпространение на негативните кризисни ефекти в съвременния свят.²⁸

Критичен е моментът на отрезвяване, в който доминиращите позитивни очаквания се заменят със съмнения и негативен обрат. В крайна сметка финансовите кризи могат да бъдат или предвидимо следствие от провеждана неадекватна макроикономическа политика, или непредвидим резултат от внезапна промяна в пазарните очаквания²⁹. Макроикономическата политика у нас допусна задълбочаване на неефективното разпределение на материални и финансови ресурси, насочени към замразяване в непроизводителни обекти, и в близката перспектива е вероятно да се промени системата на обществени нагласи и очаквания.

След инкасиране на първоначален импулс махалото може да заеме равновесното си положение едва тогава, когато го подмине и изразходва кинетичната си енергия. Тези неустойчиви състояния на икономиката са не по-малко интересни за науката и за практиката, доколкото те се свързват със ситуации, в които относително слаба управленска намеса може да причини чувствителни изменения в средата и протичането на конкретните процеси.³⁰

Задача на макроикономическото управление е да коригира дефектите на пазара, без обаче да пречи на действието на пазарните механизми. Като правило несъвършенството на пазарните процеси не се оспорва от специалистите, както и че "... паричната и финансовата политика са работещи инструменти за изглаждане на конюнктурата".³¹ Тук е и трудно доловимата граница между необходимата управленска намеса, от една страна, и недопустимото икономическо управленско ангажиране,

²⁷ Да си припомним самодоволното поведение на българските управници в средата на 70-те години на XX век при избухването на световната енергийна криза. Упорито и официално насажданата мисъл беше, че България е сигурно защитена от подобен вид колизии благодарение на общия социалистически щит на стабилност. Тези уверения бяха набързо забравени десет години по-късно, когато страната осъмна с режим на електричеството. Подобно по характер спокойствие е напълно неоправдано в края на първото десетилетие на XXI век, когато страната се намира в коренно различно обкръжение и икономическа среда.

²⁸ Mauro, P., Y. Yafeh. *Financial Crises of the Future*. - Finance and Development, Dec 2007, p. 27.

²⁹ Marion, N. Some Parallels Between Currency and Banking Crises. In: *International Finance and Financial Crises*. Kluwer Academic Publishers – IMF, 2000, 6 p.

³⁰ Solow, R. *Growth Theory (an Exposition)*..., p. xiii.

³¹ Солоу, Р. Ако можеш да избирам между ЕЦБ и ФЕД... (интервю за *Handesblatt*). - *Икономика*, 2008, N 1, с. 85.

от друга, което прави макроикономическото управление съчетание между наука и изкуство и може би нерядко – много повече изкуство, отколкото наука.³² Практиката показва, че макроикономическото управление (почти традиционно у нас) проявява ясно очертана склонност към генерализиране на появяващите се дефекти на пазара и лесно се приплъзва към разширяване на обхвата на управленските въздействия. Придържането към допустимата мяра на управленска интервенция е възлов проблем в пазарната икономика. Правителствата у нас стартират своя мандат с ясно изразена и декларирана неокласическа позиция и постепено тихомълком превключват и завършват мандата си като практикуващи войнствени и вулгарни неокейнсианци.

Комбинацията от вътрешно и външно търсене формира предпоставките на икономическия растеж. В съвременния глобализиран свят съчетанието между екзогенни и ендогенни фактори предопределя характера и динамиката на социално-икономическия прогрес. Оптималната пропорция между двата вида фактори не е универсална и фиксирана, тя се свързва с конкретните обстоятелства и се променя в зависимост от продължителността и амплитудата на бизнес-цикъла. В краткосрочен план са възможни колебания с различна сила и размах, но в дългосрочен нещата изглеждат по-различни и по-детерминирани.

В България от началото на XXI век доминират външните (екзогенни) фактори на икономически растеж, но това не може да продължи прекалено дълго. Членството на страната в ЕС действа благотворно върху изглаждането на цикличните колебания и влива гориво в икономическата машина. Икономическото „прохождение“ ще трябва да се замени със самостоятелен ход, при който вътрешните (ендогенни) фактори на икономическия растеж ще са определящи.

В конкретната ситуация на България от 2008 г. макроикономическата политика, която е насочена към предотвратяване на възможни неблагоприятия като следствие от прегряването на икономиката, трябва да стъпи на следните четири пилона:

1. Изграждане и поддържане на качествена и ефективна институционална среда, която да не допуска нерегламентирано (криминално) отклоняване на ресурси. Несанкционираното присвояване на материални и финансови средства, последвано от тяхното натрупване и замразяване, което по своята същност е корупционно, действа като препятствие за икономическия растеж и е спирачка за социално-икономическия напредък, създава и задълбочава пазарни неравновесия.

2. Провеждане на политика на ограничаване на непроизводителното натрупване. В български условия традиционно инвестициите в недвижими

³² В това отношение ювелирният анализ в *Kindleberger, С.* Цит. съч. остава сякаш ненадминат в специализираната литература.

Прегрява ли българската икономика?

мости се оценяват като най-доходоносни и най-сигурни. Това е причината за замразяване на мащабни финансови ресурси в непроизводителни обекти. Едно съзнателно конструирано законодателство, изградено върху данъчни регулатори и строго съблюдаване на закона, може да пренасочи интереса на инвеститорите към производително инвестиране.

3. Подобряване на контрола върху сделките с недвижимости, предотвратяване на спекулациите във вид на фиктивно извършвани покупко-продажби, ограничаване на нерегламентираната и неотчитана дейност, най-вече в строителството.

4. Макроикономическото управление трябва да полага целенасочени усилия за контролиране и ограничаване на паричното обръщение. В това отношение е препоръчителна добре обмислената координация между действията на Министерството на финансите и на БНБ. Чрез фискалната си политика Министерството има възможности да изтегля финансови ресурси от паричния пазар и да ги пренасочва към БНБ (поддържане на т.нар. фискален резерв), докато БНБ трябва да понесе отговорността за охлаждане на агресивната кредитна политика на търговските банки в търсене на бързи и големи печалби. Непремерената кредитна експанзия корелира с висока инвестиционна активност, а практиката показва, че инвестициите се насочват към непроизводително натрупване.

Описаните елементи на макроикономическа политика могат и е редно да доведат до повишаване на пазарните лихвени равнища в страната. Подобно развитие ще се почувства и възприеме болезнено от определен слой от населението и икономическите агенти – по-специално и най-вече от тези, които са заели значителни финансови ресурси за инвестиране в недвижимости в търсене на бързи и лесни доходи. В една пазарна икономика инвестиционният риск се оценява, приема и се носи от всеки отделен инвеститор, а оздравителните мерки почти винаги причиняват болезнени възприятия.

8.V.2008 г.