

Проф. д-р ик. н. Гарабед Минасян\*

## ПРЕЧУПВАНЕ НА ВЪНШНОПЛАТЕЖНИЯ МОДЕЛ

Обособени са три периода в най-новата икономическа история на България (1990-1997 г., 1997-2008 г. и след 2008 г.), особеностите на които се проявяват и в структурите на платежния баланс. Промените са особено чувствителни през последния период. Наблюдава се преориентация както на вътрешните, така и на външните презгранични парични потоци. В резултат икономическите проблеми придобиват чувствително по-различни измерения. Направен е опит да се характеризират тези измерения, да се разкрият тяхната същност и движещите им сили. Основният извод е, че възникналите и съществуващи икономически проблеми са до голяма степен резултат от неправилно провеждана вътрешна макроикономическа политика. Формулирани са и препоръки за преодоляване на съществуващите икономически неблагоприятия.

JEL: E52; E65

Макроикономическата политика е комплицирана творческа дейност, която изисква и предполага проследяването на голямо множество от показатели и връзки. Няма нито един-единствен показател, който самостоятелно да характеризира достатъчно пълно и комплексно цялостното състояние и динамиката на икономиката. Показателите трябва да се следят и оценяват по целия фронт на икономически проявления.

Платежният баланс (ПБ) концентрира в себе си почти всичко, което се случва в икономиката. Нито една страна в съвременния свят не е в състояние да се развива самостоятелно и изолирано от външната среда. Съвременните комуникации водят до преплитане и взаимодействие на всякакъв вид модели на човешко поведение. Нито една дейност или резултат не може да се оцени, изхождайки единствено от вътрешнонационални критерии. Неизбежният въпрос, към който се достига рано или късно, независимо от това дали е желан или не, е как се оценява случващото се от международни позиции. И доколкото почти всичко, което човек върши, опира до своеобразен количествен паричен измерител и се съизмерва с международни оценки, то намира място в ПБ. В известен смисъл в него се отразяват крайните постижения на националната икономика.

ПБ е основният инструмент на макроикономическото управление за проследяване на презграничното движение на финансови ресурси, както и за оценка на степента и качеството на вграждането на националната икономика в международните икономически структури. Информацията в този баланс дава представа за характера на финансово-икономическите взаимодействия на националната икономика с външния свят. Голяма част от зараждащите се вътрешноикономически процеси се проявява по определен начин в структурите на ПБ. Иденти-

---

\* Институт за икономически изследвания при БАН, секция "Макроикономика", g.minassian@iki.bas.bg

фицирането на този тип проявления е основа за оценка на ефективността на макроикономическата политика, както и за проектиране на възможни развития най-вече в краткосрочен и средносрочен план.

В ПБ се преплитат връзки с почти всички видове макроикономически баланси. Структурите в него отразяват явно или неявно почти всичко случващо се в икономиката на страната, поради което числата в ПБ кореспондират с информация във всички останали баланси.

Състоянието на ПБ е следствие от особеностите на вътрешната макроикономическа политика, както и от поведението на редица екзогенни фактори. Подборът на валутния режим и поведението на валутния обменен курс оказват съществено влияние върху външноплатежните структури.<sup>1</sup>

Общото състояние и развитието на външноплатежните отношения се материализират в дефицит/излишък на ПБ.

В най-новата икономическа история на България (след демократизацията от края на 90-те години на миналия век) се открояват три обособени периода: 1990-1997 г., 1997-2008 г. и след 2008 г. Те се проявяват и във външноплатежните структури.

През *първия период* се извършва неподредена, до голяма степен хаотична настройка към радикално различната система на управление на икономиката и обществото. Всичко става и се променя в условия на самообучение, но при активната подкрепа и съдействие от страна както на международните организации, така и от външни правителствени агенции. Липсва надеждна статистика, опит, умения, знания. Структурирането на ПБ се извършва при активното участие на МВФ, който е и институцията, оценяваща различните видове дефицити и напрежения в икономиката, предлагаща и внушаваща определени управленски въздействия.

През този период ПБ е в почти хроничен дефицит. Допускат се грешки в макроикономическото управление както при провеждането на монетарната политика, така и при фискалната политика. В крайна сметка приземяването, което настъпва през критичните 1996-1997 г., е прекалено твърдо, но съумява да подготви условията за по-нататъшно развитие и включването ни към ЕС.

*Вторият период* се характеризира с последователно прогресивно развитие на икономиката. Постигнат е чувствителен напредък при мобилизацията на вътрешните материални и трудови ресурси. Реалният БВП на страната нараства с почти 80%. Активизира се притокът на чуждестранен капитал, особено и най-вече свързан с видимата перспектива за членство в ЕС.

Към края на периода е допуснато определено прегряване на икономиката, което съвпада и се съчетава със старта на световната финансово-икономическа криза. Почти автоматично нарастващата икономика замъглява

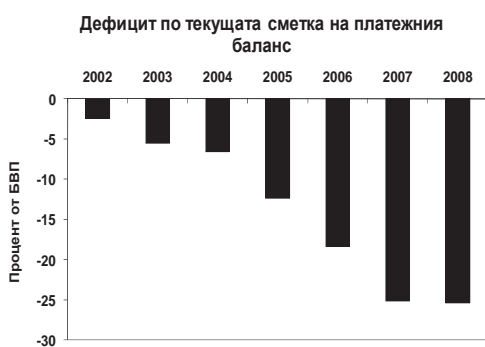
<sup>1</sup> В специализираната литература са анализирани различни възможни подходи към постигането на равновесие в ПБ (*Stern, R. Balance of Payments: Theory and Economic Policy. 2009*). Задача на това изследване е да оцени наблюдаваните в ПБ промени.

Пречупване на външноплатежния модел

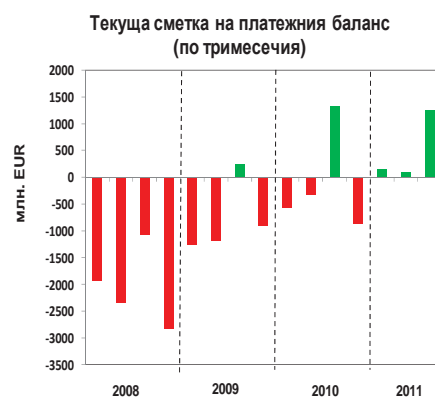
съзнанието на макроикономическия елит, корупцията се разраства и в средата на 2008 г. е последвана от строга и безкомпромисна санкция на ЕС – прекъсване на предвиденото и планирано ЕС-финансиране на българската икономика във вид на грантове и съфинансиране. Чуждестранният капитал се отдръпва и се създават предпоставки за възникване на труднопреодолими финансово-икономически напрежения.

След 2008 г. (*третият период*) настъпват радикални и трудно предвидими промени във външноплатежните отношения с последствия, които предстои да бъдат осезателно почувствани.

Фигура 1



Фигура 2



Фигура 3



Фигура 4



Към края на втория период основен проблем на ПБ става неудържимо нарастващият дефицит по текущата сметка (фиг. 1). Макроикономическата политика е насочена основно към неутрализиране на възможните негативни последствия от високия дефицит. Подобна ситуация през тези години е

характерна и типична за страните от Централна и Източна Европа и е обяснявана с множество от фактори, вкл. и чисто психологически, например изкушенията на увеличеното външно предлагане както по количество, така и по качество, които потискат стремежа към натрупване на по-дългосрочни спестявания.<sup>2</sup>

Ефектите на финансово-икономическата криза и тяхното въздействие върху текущата сметка започват да се чувстват у нас от началото на 2009 г. Елементите на текущата сметка, вкл. търговският баланс (стоки), бързо се подобряват и много скоро се появяват немислими дотогава нейни положителни стойности (фиг. 2). Почти рязко се понижава вносът, основно поради свиване на инвестиционната активност – нормата на натрупване през 2009 г. спада с повече от 8 процентни пункта спрямо предходната година. Износът също намалява поради свиване на външното търсене, но в по-малка степен, така че се подобрява търговският баланс. От 2010 г. е фиксирано постепенно възстановяване на външнотърговската активност. Благоприятно въздействие върху износа оказва повишаването на цените на производител (PPI), респ. цените на суровините и материалите на международните пазари. Инвестиционната активност продължава да спада (през 2010 г. нормата на натрупване намалява с нови пет процентни пункта спрямо предходната година), но вносът се увеличава паралелно с износа. Последното е израз на високата импортоемкост на износа, която поставя ограничения върху подобряването на търговския баланс (стоки).

Външната търговия с услуги (невидима търговия) почти не е засегната (фиг. 4).

Износът на услуги съхранява достигнатите през 2008 г. стойности, като дори се отбелязва известно повишение на приходите. През 2009 г. общото посещение на чужденци в страната се свива с близо 8%, но през следващата 2010 г. е отбелязано повишение, като почти се достига предкризисното равнище (8 532 972 чужденци, посетили България през 2008 г. срещу 8 374 034 човека през 2010 г.). Възстановяването на статуквото се осъществява благодарение на посетители (туристи) от традиционни за страната дестинации – Гърция, Германия, Русия, Македония, Полша.

Възстановяването на приходите от туризъм става възможно поради повишената атрактивност и конкурентоспособност на българските курорти.

По-осезаемо е негативното въздействие върху вноса на услуги (отново туризъм, но на резиденти). Разходите за пътувания на резиденти се оценяват на 1.6 млрд. EUR през 2008 г. (рекордна за България величина), които спадат с почти една пета през 2009 г. и с повече от една четвърт през следващата година. Причината трябва да се търси в свитото вътрешно потребление и отлагане във времето на извършването на по-големи разходи от населението.

<sup>2</sup> По този въпрос вж. детайлното изследване на *Stojkov, A. Current Account Deficit and Economic Growth: Evidence from the South Eastern European Economies*. Instinianus Primus Faculty of Law, Ss. Cyril and Methodius University in Scopje, 2009.

Пречупване на външноплатежния модел

Очертаната особеност на невидимата търговия съдейства за още по-съществено подобряване на сумарния търговски баланс (стоки и нефакторни услуги). През 2008 г. е достигнат максималният размер на дефицита на външната търговия със стоки и факторни услуги (7.3 млрд. EUR), през 2009 г. той спада съществено (на 2.9 млрд. EUR), като намалението продължава и през 2010 г. (до половин млрд. EUR). През първото полугодие на 2011 г. е отбелязан дори излишък в търговията със стоки и нефакторни услуги (от около 170 млн. EUR).

Логичният въпрос е дали и доколко очертаната динамика на търговския баланс е устойчива. Официалната информация отчита позитивни темпове на реален прираст на БВП за последните шест тримесечия (Q2 '10 – Q3 '11) средно по около 1.6% (спрямо същото тримесечие от предходната година). В същото време крайното вътрешно потребление намалява средно по около 4% на тримесечие, а брутното капиталобразуване – с близо една пета на тримесечие. Единственият компенсатор е външната търговия.

Таблица 1

Износ на стоки (fob), %

	2009 г.	2010 г.	H1 '11
Потребителски стоки	32.3	29.4	25.4
Суровини и материали	49.0	50.7	54.2
Инвестиционни стоки	18.6	19.9	20.4
Общо неенергийни стоки	100.0	100.0	100.0

Същественият дял от износа на стоки се осигурява от “Суровини и материали” (табл. 1). За времето след 2008 г. приносът на това перо за прираста на износа на стоки нараства с близо пет процентни пункта! Повече от половината (около 55% за първите пет месеца на 2011 г.) от износа на “Суровини и материали” се състои от метали (най-вече цветни) и от суровини за хранителната промишленост.

Значителен дял от неговия прираст се обяснява със световната конюнктура, по-специално с ценови изменения на световните стокови пазари. По оценки на БНБ приблизително три четвърти от прираста на износа на цветни метали за първите пет месеца на 2011 г. (около 500 млн. EUR) се дължат на ценовия ефект и едва една четвърт - на натуралния прираст.<sup>3</sup>

Принос за номиналното нарастване на износа за разглеждания период има и динамика на реалния ефективен валутен курс (РЕВК).

От въвеждането на паричния съвет (ПС) до средата на 2009 г. РЕВК последователно се повишава със 75%! Неговият прираст обяснява много от наблюдаваните промени във валутните съотношения в икономиката за този период, вкл. до голяма степен и драматичното намаляване на относителния

<sup>3</sup> БНБ. Платежен баланс на България, януари-юни 2011 г., с. 40.

размер на държавния външен дълг. Той се свързва с по-високата оценка на вътрешния труд от международни позиции.

Позитивната динамика на РЕВК подобрява финансовото състояние на местното население спрямо средноевропейското, но влошава финансово-производствените структури на производителите, намалява конкурентоспособността на местния износ и увеличава тази на вноса на вътрешния пазар.<sup>4</sup> Такава е логиката на пазара – по-ефективно работещата икономика повишава сравнителните финансово-икономически характеристики на местното население, и обратно. Съществуващите резерви за подобряване на ефективността на производството позволяват икономиката да се справи успешно с този вид затруднения.<sup>5</sup>

Световната финансово-икономическа криза променя реалните валутни съотношения. РЕВК отбелязва задържане, дори намаление (фиг. 5), което въздейства благоприятно върху конкурентоспособността на износа и потиска конкурентоспособността на вноса на местния пазар.

Динамиката на РЕВК зависи от много фактори, чието влияние е трудно да се идентифицира количествено. Съществено въздействие оказва различието между инфлацията у нас и в Еврозоната. България продължава да поддържа чувствителен USD-дял в своите външноплатежни отношения, което означава, че промените във валутните съотношения между EUR и USD също влияят върху РЕВК.

Фигура 5



При съпоставянето на различните видове въздействия все пак се откроява очакваното в бъдеще логично изпреварване на вътрешната инфла-

<sup>4</sup> Това е причината, поради която вносните продукти в България към 2009 г. са много по-достъпни за населението в сравнение с десетина години преди това.

<sup>5</sup> Показателно е например, че за 1998-2008 г. БВП нараства с 80% при почти неизменно потребление на енергия на национално равнище – нещо, което е било немислимо да се постигне у нас преди 90-те години на XX век!

ция спрямо тази в Евророната, което при равни други условия би трябвало да се свързва с позитивна динамика на РЕВК. Последното обаче ще създаде затруднения при прираста на износа, с които националната икономика трябва своевременно да се справя.

Посочените особености, свързани с доминиращото влияние на търговския баланс за наблюдавания прираст на БВП, показват, че тази тенденция не може да бъде трайна. Ресурсните възможности на страната за износ на суровини и материали са силно ограничени, а същевременно съпътстващите благоприятни конюнктурни условия не биха действали продължително. В непосредственото бъдеще е логично наблюдаваният тренд на съществен принос на външната търговия за подобряването на макроикономическите показатели да се пречупи и икономиката трябва да е подготвена за това.

Позицията *“Доход”* на текущата сметка също се подобрява. Тази позиция почти традиционно поддържа отрицателни стойности (т.е. дефицит), който с действието на финансово-икономическата криза намалява абсолютно. През 2008 г. средно на тримесечие по нея се изнасят около 440 млн. EUR, а за времето след това изтичането намалява до около 300-350 млн. EUR на тримесечие с неголеми колебания. Структурните промени в позицията подсказват за определени изменения, свързани с действието на финансово-икономическата криза.

В активната част на позицията *“Компенсации на наетите”* се отчитат доходите на резиденти, работещи по временни договори в чужбина. От съществуващата в ЕС клауза за подобен вид временна заетост се възползват немалка част от българските граждани. През 2007 г. по тази линия в страната постъпват по 316 млн. EUR на тримесечие, през следващата година сумата спада наполовина (151 млн. EUR), през 2009 г. се понижава с още една трета (106 млн. EUR) и през следващите две години се установява на около 75 млн. EUR. Посоченият спад илюстрира допълнителните трудности, които България изпитва и с които трябва да се съобразява като следствие от намаляването на възможностите на резиденти да си осигуряват доход като временно заети лица в страните от ЕС.

В активната част на *“Инвестиционен доход”* фигурират основно приходите от резидентни портфейлни и други инвестиции, свързани най-вече с инвестирането на брутните валутни резерви (БВР) в първокласни ДЦК и във вид на депозити също в първокласни търговски банки (в съответствие с изискванията на Закона за БНБ). Там състоянието е относително устойчиво.

В пасивната част на *“Инвестиционен доход”* намалява (в отрицателния сегмент) доходът от преки чуждестранни инвестиции (ПЧИ), който в основната си част се репатрира. Тук отново се осчетоводяват лихвите, изплащани от страната по емитираните през 2002 г. глобални облигации. Лихвите са фиксирани, така че по тази позиция не се наблюдава особено движение.

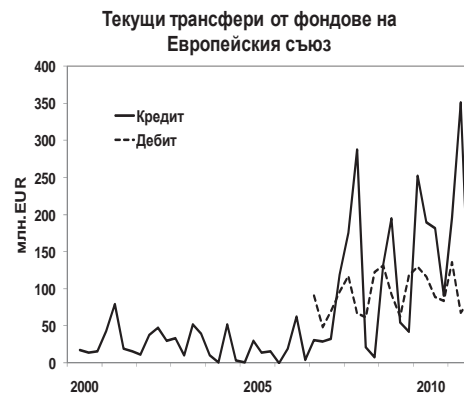
Позицията *“Текущи трансфери”* също допринася за подобрието на текущата сметка (фиг. 6). Основни съставки на текущи трансфери-кредит са

преводите на български емигранти в чужбина, от една страна, и преводи по линия на фондове на ЕС (фиг. 7), от друга. Те формират около 70% от общата сума. Ясно очертаният тренд на нарастване на текущи трансфери-кредит след 2009 г. се дължи както на повишаване на усвояването на европейските фондове по линия на текущите разплащания, така и на увеличените трансфери на българските емигранти. Последното видимо е следствие от материалните трудности, които местното население изпитва напоследък, както и от ограничените възможности за инвестиране в развитите страни от наши емигранти.

Фигура 6



Фигура 7



България започва да ползва средства от фондове на ЕС във вид на текущи трансфери (кредит) от 2000 г. До третото тримесечие на 2007 г. като стойност те са устойчиви на равнище от около 30 млн. EUR на тримесечие. Чувствително увеличение се отбелязва през последното тримесечие на 2007 г., което се свързва с приемането на страната в ЕС. През следващите години се наблюдава повтаряща се цикличност – през първата половина на годината се фиксира чувствителен трансфер, който рязко намалява през втората половина. Началото на тази цикличност е през 2008 г., когато в средата на годината ЕС констатира, че отпуснатите средства не се използват по предназначение и не се спазват изискванията за тяхното изразходване - респективно реалните трансфери са рязко съкратени. През 2009 и 2010 г. се отбелязва определено подобрение, но моделът на усвояване се запазва.

Наред с кредит статистиката отчита и дебит на текущи трансфери по фондове на ЕС. Той е свързан с възстановяване на неусвоени средства, както и с необходимостта от извършването на вноски в европейските фондове. Този дебит е относително постоянен във времето.

Вътрешното макроикономическо управление няма много възможности за активно въздействие върху елементите на текущата сметка. Активната



макроикономическа политика по отношение на текущата сметка се свързва най-вече със стимулиране на износа, който да включва все повече потребителски и инвестиционни стоки. Това е един комплексен проблем, който има отношение към създаването на атрактивни инвестиционни условия както за вътрешния инвеститор, така и особено за външния.

Съществен елемент на макроикономическата политика е подобряването на условията за усвояване на текущите трансфери от ЕС. В това отношение видимо предстои да се извърши много, макар че статистиката сочи определено подобрене през последните една-две години. Степента на усвояване обаче остава незадоволителна.

В компетенциите на макроикономическото управление е поддържането на връзката с българските емигранти в чужбина, както и с българските временни работници в чужбина. Данните илюстрират, че икономическият ефект от финансовите ресурси на местните емигранти съвсем не е за пренебрегване и в това отношение има още какво да се направи.

По-дефиниция в капиталовата сметка на ПБ се включват: (1) Капиталови трансфери; (2) Придобиване или предоставяне на нематериални, нефинансови активи. Капиталови трансфери се формират от различни видове инвестиционни субсидии, например от фондове на ЕС. Когато са в натура, те включват: прехвърляне на собственост на основни средства; безвъзмездно опрощаване на пасив от страна на кредитора.<sup>6</sup>

Фигура 8



Основната (преобладаваща) част на капиталовата сметка се формира от капиталови трансфери от фондове на ЕС. Такива се трансферират във вид на грантове от 2004 г. насам. До средата на 2007 г. те са относително постоянни (с вариация) в размер средно от около 40 млн. EUR на тримесечие (фиг. 8). За периода 2000-2006 г. България получава общо 1173 млн. EUR от

<sup>6</sup> БНБ. Платежен баланс на България, януари-юни 2011 г., с. 66.

фондовете на ЕС в изпълнение на предприсъединителни програми, като 676 млн. EUR са във вид на текущи трансфери, а 497 млн. – във вид на капиталови трансфери.

През втората половина на 2007 г. капиталовите трансфери бележат чувствително увеличение, свързано с присъединяването ни към ЕС. Този процес на интензификация се пречупва в средата на 2008 г. Тогава преценката на ЕС е, че корупцията в страната е прекалено висока, че парите на европейските данъкоплатци не се използват по предназначение и капиталовият финансов поток се редуцира до въвеждането на ред при ползването на средствата от ЕС.

Дори и за времето след 2008 г. процесът на усвояване на капиталовите трансфери от ЕС не е нормализиран. На фиг. 8 може да се проследи съществуващата тримесечна цикличност на постъпващите ресурси. През първата половина на годината капиталовият приток е значително по-интензивен, докато през втората той се забавя, което видимо е следствие от проблеми с усвояването им. Ако финансовите ресурси се усвояват равномерно, подобна цикличност не би трябвало да съществува.

В съответствие с договореностите с ЕС за периода 2007-2013 г. за България са предвидени общо 16 млрд. EUR, от които 6.7 млрд. по Националната стратегическа референтна рамка, 3.2 млрд. за Европейския фонд за регионално развитие, 2.3 млрд. по Кохезионния фонд, 1.2 млрд. по Европейския социален фонд, 2.6 млрд. по Европейския земеделски фонд за развитие на селските райони.<sup>7</sup> Използването на тези средства по години е представено на табл. 2.

Таблица 2

Реално движение на финансови средства от фондове на ЕС (млн. EUR)

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	I-IX 2011 г.	Общо
Текущи трансфери, кредит	211	491	425	714	706	2547
Текущи трансфери, дебит	-304	-367	-405	-417	-370	-1863
Капиталови трансфери, кредит	356	274	475	396	287	1788
Капиталови трансфери, дебит				-149		-149
Общо (нето)	262	397	495	544	623	2323

За 57 месеца в България реално (нето) са постъпили финансови ресурси от фондове на ЕС в размер на около 2.3 млрд. EUR. Ако се предположи равномерно по години разпределение на общата маса предвидени за трансфери финансови ресурси от фондове на ЕС, то за същия този период в стра-

<sup>7</sup> МС на РБ. Национална стратегическа референтна рамка на България, 2007-2013 г.; Орешарски, Пл. Българската икономика: Състояние и перспективи. Презентация в Икономически университет, Варна, 17.05.2007 (<http://www.minfin.bg/bg/pubs/2/2310>); Доклад от Комисията до Европейския парламент и Съвета относно управлението на средства от ЕС в България. COM (2008) 496, Брюксел, 23.07.2008 (<http://ec.europa.eu/bulgaria/documents/news/230708-funds.pdf>).

ната би трябвало да постъпят примерно 10.1 млрд. EUR. Това е равносилно на усвояемост на европейски финансови ресурси по-малко от една четвърт.

За същия период остават неусвоени 7.8 млрд. EUR. Общо произведеният БВП за този период се оценява на около 164 млрд. EUR, т.е. неусвоените средства от фондове на ЕС са средногодишно 4.6% от него. Ако отчетем, че реалното използване на европейските средства би се съпровождало с приток на допълнителни съпътстващи чуждестранни инвестиции, то можем да преценим, че от неусвояване на финансови ресурси от ЕС страната губи ежегодно поне пет процентни пункта прираст на БВП. Това е цената на неспособността на правителствената администрация – неспособност, която включва неумение, незнание, корупция и некадърност.

Необходимо е да се подчертае, че безусловно има напредък при използването на ЕС-ресурси (вж. табл. 2), но направената равностметка показва, че все още нормализацията на процеса е прекалено далеч.

В табл. 2 се откроява и друга особеност на кредитно-финансовите ни взаимоотношения с ЕС. За посочения период по тази линия в България постъпват (кредит) 4.3 млрд. EUR, а същевременно се връщат обратно (дебит) около 2 млрд. EUR. Това обратно движение на финансови ресурси също подсказва за съществуването на резерви за подобряване на усвояемостта на европейските помощи, които са безусловно съществен положителен стимул за ускоряване на икономическия растеж.

Проблемите с финансовата сметка на ПБ започват от втората половина на 2008 г. След въвеждането на паричния съвет се наблюдава устойчив прираст на тази сметка до момента, в който се проявяват последствията от финансово-икономическата криза.

Фигура 9



Фигура 10



В края на 2008 г. се фиксира рязко влошаване на финансовата сметка и оттогава нейното състояние не съумява да се нормализира (фиг. 9).

Три са основните съставки на финансовата сметка на ПБ: (1) Преки инвестиции; (2) Портфейлни инвестиции; (3) Други инвестиции.

Преките инвестиции на резиденти в чужбина са все още в зародишна форма и не са в състояние да окажат съществено влияние върху външно-платежните структури. С развитието на икономиката и интегрирането на България в световната икономическа общност е редно този вид финансово-икономически контакти с външния свят да се интензифицират. За 2000-2006 г. общата сума на изнесените от страната финансови ресурси във вид на преки инвестиции в чужбина се оценява на около 300 млн. EUR. Членството ни в ЕС пораздвижва малко този процес, но не съществено. Отбелязани са само отделни по-големи инвестиции (например 414 млн. EUR през първото тримесечие на 2008 г.), и то много повече като изключение, отколкото като правило.

Съществено влияние върху вътрешното икономическо развитие и свързаните с това промени във външноплатежните отношения оказват преките инвестиции в България. Атрактивността на страната за ПЧИ нараства чувствително след изясняването на детайлите, свързани с присъединяването към ЕС. Членството ни създава благоприятни възможности за чуждестранните инвеститори, доколкото познатите и приеманите принципи на поведение в Съюза са универсални и приложими за всички страни-членки. България е относително изостанала в своето развитие, което означава, че предстои продължителен процес на гравитиране към европейските икономически равнища. Неминуемото изпреварващо развитие на икономиката предоставя добри възможности за правене на бизнес и за формиране на добри печалби.

Повишеният интерес на чуждестранните инвеститори към страната стартира една година преди официалното ни присъединяване в ЕС (2006, фиг. 10), доколкото вече е ясна европейската перспектива на България. През следващата година (първата от членство ни) се достига локален връх в притока на капитал във вид на ПЧИ. Междувременно разгърналото се негативно финансово-икономическо развитие в света повишава неустойчивостта в поведението на чуждестранния инвеститор. Такава е обичайната практика – инвеститорите са предпазливи хора, винаги съществува риск за съответната инвестиция и при опасност за непремерено нарастване на риска инвестиционният процес се забавя, резервите в преценката на реалностите нарастват, надделява изчакването с оглед на изясняване на ситуацията. Такъв елемент на въздържане се забелязва в поведението на чуждестранните инвеститори през 2008 г.

Междувременно ЕС обявява своите собствени оценки за използването на финансовите му ресурси в България не по предназначение и за високо ниво на корупция, поради което замразява предоставянето на финансови средства по европейските фондове. Това е допълнителен повод за повишаване на подозрителността на чуждестранните инвеститори и процесът на инвестиционно въздържане се засилва.

През следващите години намаляването на ПЧИ продължава с нарастващи темпове. Макроикономическото управление формира хаотични сигнали за преценката на ситуацията и собствените си действия, несигурността се засилва и въздържанието на чуждестранните инвеститори се увеличава.

В търсене на компенсационни механизми правителството обявява твърдата си решимост да поддържа системата на плосък данък от 10%. Този размер е минимален за ЕС - във всяка друга страна-членка инвеститорите плащат по-висок корпоративен данък. Въпреки това обаче чуждестранните инвестиции продължават активно да отбягват България.

Този факт е илюстрация на ограничените възможности на отделните стимули за привличане на ПЧИ. Лансираните финансови облекчения са недостатъчни за повишаване на инвестиционната атрактивност на страната. Всеки отделен вид стимул има своето ограничено поле на действие. Няма универсални стимулиращи мерки, както и няма универсални лекарства. Не е възможно слабости на системата в една област да бъдат компенсирани със стимули в друга област.

Специфично за инвеститорите е и придържането им към стадно поведение. Всяка инвестиция е рискова дейност, тя е свързана с оценки на непосредствената перспектива и инкорпорира тези оценки в конкретните си решения. Инвеститорът е наясно с процесите в своята собствена производствена област, той се ангажира с предвиждания за развитието на пазара и на търсенето на конкретния продукт, но успешният финал на инвестиционния процес зависи съществено и от вътрешните за страната политически и социално-икономически условия. Като правило инвеститорът не притежава знания за оценка на този вид перспектива, поради което следва поведението на субект (институция), който може да прави такива предвиждания. Такъв субект (институция) е ЕС, както и МВФ. Ако ЕС е ангажиран финансово и по всякакъв начин с конкретната страна, това е сигурна гаранция за инвеститора, че процесите в нея ще се развиват възходящо и рисковете намаляват. В противен случай надделява въздържанието.

ЕС изказва ясно и категорично негативната си оценка на условията за бизнес в България и в средата на 2008 г. се оттегля от финансово подпомагане. По-късно нееднократно възникват скандални ситуации, свързани с проблеми при усвояването на европейските средства. Всичко това неизбежно оказва въздействие върху решенията на инвеститорите дали да предпочетат конкретната страна. Спадът на чуждестранните инвестиции е сигурен признак за същността на техните оценки.

Позицията *“Портфейлни инвестиции”* на финансовата сметка е почти традиционно отрицателна (нетно изтичане на чуждестранна валута). В близкото минало е доминирало изплащане на емитиран държавен дълг, а в по-ново време преобладават инвестициите на местни инвеститори в чуждестранни дългови ценни книжа.

Съществува определена специфика, която заслужава да се дискутира.

В активната част на позицията се представят операции (покупко-продажба на акции и облигации на международните пазари), извършвани от резиденти. До 2006 г. този вид операции имат епизодичен характер. Сумарно за периода 2000-2006 г. например са направени 47 млн. EUR портфейлни

инвестиции от резиденти в чужбина. Динамиката се променя непосредствено преди приемането на България в ЕС (фиг. 11). Активността на местните инвеститори нараства. Те са основно инвестиционни фондове, както и различни видове институционални инвеститори. Показателно е, че три четвърти от направените портфейлни инвестиции са във вид на дългосрочни ценни книжа (облигации, а не акции).

Фигура 11



Заслужава да се коментира поведението на местните портфейлни инвеститори, свързано с въздействието на финансово-икономическата криза. Непосредствено след 2008 г. (първото тримесечие на 2009 г.), когато става ясно, че България няма да съумее да се предпази от финансовите сътресения, местните инвеститори влагат рекордна сума в чуждестранни дългови ценни книжа. Тяхната висока инвестиционна активност се запазва през 2009-2010 г. (по 575 млн. EUR годишно), но относително намалява през първото полугодие на 2011 г.

Правителството не разполага с инструменти за административно ограничаване на този вид изтичане на валутни ресурси от страната, тъй като финансовата сметка на ПБ е изцяло либерализирана. Единствената възможност за регулация се свежда до косвени икономически въздействия, най-вече подобряване на вътрешните икономически условия, чрез повишаване на инвестиционната атрактивност на България.

Поведението на местните институционални инвеститори показва, че когато става въпрос за пари, понятията “местно” и “чуждестранно” се размиват. Проблемът е следният: Защо местните инвеститори предпочитат да инвестират в чуждестранни дългови ценни книжа, а не в националната икономика? Отговорът на този въпрос може да се търси в две направления.

От една страна, доверието на местните инвеститори в националните дългови ценни книжа не е високо. В допълнение трябва да се добави, че

твърде често формални правила изискват да се инвестира в достатъчно надеждни ценни книжа, като индикатор за надеждност е официалният кредитен рейтинг (не особено висок за България). От друга страна, видимо местните финансови власти не съумяват да емитират достатъчно атрактивни ценни книжа и в необходимите обеми, така че да привлекат местните капитали. Първият случай трябва да формира обратна връзка към цялостното макроикономическо управление, а вторият – към финансовите власти.

Ръководейки се от свои собствени тесноведомствени интереси Министерството на финансите не успява да прецени последствията от рестриктивното си поведение. В различни парични фондове се натрупват немалко финансови ресурси, които трябва да се управляват по носещ приемлив доход начин. Като правило изискванията за сигурност ограничават инвестирането единствено в относително безрискови ценни книжа. Такъв тип ценни книжа издава правителството.

Таблица 3

Резултати от проведени аукциони за продажба на ДЦК и направени портфейлни инвестиции в чужбина от резиденти

	Валута	2009 г.	2010 г.	I-VI 2011 г.
Емитирани ДЦК	млн. BGN	545	615	440
Емитирани ДЦК	млн. EUR		140	60
Направени портфейлни инвестиции в чужбина	млн. EUR	575	575	63

За две години и половина (2009, 2010 и първото полугодие на 2011 г.) правителството е емитирало ДЦК за 1.6 млрд. BGN и за 200 млн. EUR (без специфициране на падежите (табл. 3), т.е. общо за около 2 млрд. BGN. Същевременно за този период страната са напуснали 2.5 млрд. BGN, инвестирани в портфейлни инвестиции в чужбина. Показателна за ликвидните възможности на институционалните фондове в България е величината на коефициента на покритие на аукционите за ДЦК (съотношение между съвкупната номинална стойност на допуснатите до участие в аукционите поръчки и съвкупната номинална стойност на предложеното от Министерството на финансите количество ДЦК), който се колебае около три, т.е. търсенето им е около три пъти по-голямо от предлагането. Като алтернатива за ефективно управление на разполагаемите финансови ресурси, институционалните инвеститори се насочват към чужбина, с което страната се лишава от живителни инвестиции. Видимо по-големият обем на емитирани ДЦК през първата половина на 2011 г. обяснява донякъде и намалялата интензивност на инвестиране в чуждестранни дългови ценни книжа.

За същия период фискалният резерв на България е намалял с 3.5 млрд. BGN, т.е. настъпила е трансформация, при която една съществена част от него престава да се съхранява от БНБ, а е напуснала страната и подпомага чужди икономики.

Общото преформатиране на макроикономическата политика неизбежно опира до същността на фискалната политика. Проведената силно рестриктивна бюджетна политика, свързвана с поддържането на бюджетен дефицит, чийто размер е значително под средното равнище в ЕС, изтласква финансови ресурси към други държави. Ресурсите отиват там, където могат да бъдат използвани. Това е смисълът на житейската максима, че най-доброто поведение на отделен член на стадото (т.е. ЕС) е да си вътре, а не извън него.

Банковият сектор също допринася по определен начин за наблюдаваното положение. През 2010 г. единствено Българска банка за развитие емитира петгодишни облигации в EUR на обща стойност от 40 млн. EUR. Емисиите са предназначени за финансиране на нови и рефинансиране на съществуващи инфраструктурни проекти, вкл. в сферата на производството на енергия от възобновяеми източници. Нито една друга ТБ не е направила опит за привличане на финансови ресурси чрез облигационни емисии, макар че има признаци за съществуването на определено ликвидно напрежение.

Спецификата на чуждестранните портфейлни инвестиции (пасиви) е по-различна. Различието е следствие най-вече от държавните външнодългови отношения (емисии на дългови книжа на международните финансови пазари – брейди книжа, евро- и глобални облигации).

За периода 1994-2001 г. движението на финансови ресурси по тази позиция е относително спокойно – статистиката отчита ежегодно репатриране на средства средно по около 17 млн. EUR. През 2002 г. се емитират българските глобални облигации, предназначени за замяна и обратно изкупуване на намиращите се в обръщение дотогава брейди-облигации.

Финансовата политика на българското правителство след 2002 г. е постепенно обратно изкупуване на тези брейди-облигации. Това обяснява репатрирането на финансови ресурси от нерезиденти за периода 2002-2005 г., когато този процес приключва (фиг. 12).

Фигура 12





През 2006 г. се наблюдава нетен приток на чуждестранни валутни ресурси по това перо (видимо свързано с предстоящото присъединяване към ЕС), след което през следващите две години се възстановява отново репатрирането на финансови ресурси, този път вероятно свързано с финансово-икономическата криза.

За времето след 2008 г. чуждестранните инвеститори не изчистват портфейлите си от български дългови ценни книжа. През първата половина се забелязва малко по-голяма активност, но все пак тя не е обезпокоителна от национални позиции.

Статистиката показва, че няма сериозни основания да се обвиняват чуждестранни портфейлни инвеститори в опити да репатрират финансови ресурси във връзка с финансово-икономическата криза. Много по-подозрителни към финансово-икономическото състояние на страната във времената на криза са местните инвеститори. Както винаги, те са тези, които познават ситуацията най-добре и знаят какво могат да очакват. Това е причината, поради която съществуват много повече основания да се предполага, че местните инвеститори проявяват по-висока рационалност, отколкото чуждестранните.

В позицията *“Други инвестиции”* на финансовата сметка на ПБ се отразява презграничното движение на всякакви други финансови ресурси с инвестиционно предназначение – търговски кредити, заеми (държавни и частни), депозити на юридически и частни лица.

Промените в тази позиция преминават през четири етапа:

За 1991-2001 г. се отчита слабо движение, като все пак надделява нетното изтичане на валутни ресурси, но средногодишно в рамките на 16 млн. EUR. През този период съществуват редица административни ограничения за презграничното движение на инвестиции (нелиберализиран ПБ), а и България не представлява предпочитана дестинация за приток на капитали. Това обяснява ниските обеми.

През 2002-2006 г. се забелязва видимо раздвижване. През този период завършва процесът на цялостна приватизация на мащабни предприятия от национално значение, както и особено на банковата система, започват да се очертават по-ясно контурите на политико-икономическата перспектива, страната постепенно се откъсва от опекуството на МВФ и поема самостоятелно по свой собствен път. Откроява се и реалната гравитация към европейските икономически структури. Приватизираните предприятия се нуждаят от нови инвестиции и преобладаващата част от тях се оформят като заеми от нерезидентното предприятие-майка, използват се и търговски кредити от чуждестранни банки. Нетното движение на капитали преминава от отрицателния към положителния сектор, като средногодишният нетен приток на капитали е 983 млн. EUR.

Следват първите две години от членството на страната в ЕС, когато средногодишният нетен приток на валута по тази позиция се увеличава спря-

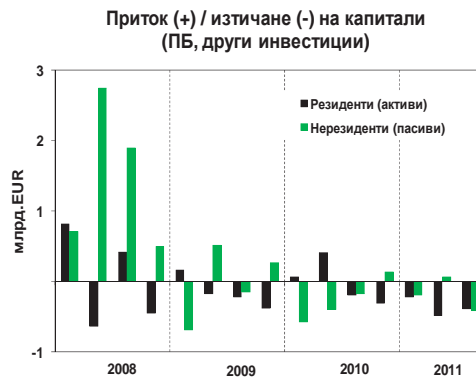
мо същия показател за предходните пет години почти шест пъти! Присъединяването ни към Съюза разкрива добри икономически перспективи, предстои продължителен период на приближаване към средноевропейските икономически равнища. Разкриват се привлекателни инвестиционни възможности, които индуцират усилия за своевременно настаняване в една перспективна икономическа среда.

В края на 2008 г. настъпва драматичен обрат (фиг. 13). Многомилиардният приток на капитали се срива през последното тримесечие на 2008 г. и оттам нататък преминава твърдо в отрицателната полуравнина. Съществуват дори основания за задълбочаване на наблюдаваната капиталова криза през следващите години.

Фигура 13



Фигура 14



Финансово-икономическата криза започва да разтърсва света през втората половина на 2007 г. Данните от фиг. 13 показват, че през първите три тримесечия на 2008 г. инвеститорите в България сякаш не чувстват притеснения. За да се стигне до подобен рязък обрат, би трябвало през втората половина на 2008 г. да е станало нещо необичайно. Това, което се случи, е категорично изразената преценка на ЕС за високото равнище на корупция в България и за наличието на съществени пропуски в макроикономическото управление на страната. ЕС се отдръпва и стадният принцип на поведение на инвеститорите се задейства безотказно.

Навлизането в структурата на процеса откроява определени особености. Притокът на капитали по това перо на нерезиденти действително намалява чувствително и преминава към изтичане на капитали през първото тримесечие на 2009 г., но не по-малко чувствителен е и обратът в поведението на резидентите (фиг. 13). От връщане в страната на резидентен капитал се преминава към нетен износ на такъв. През 2009 г. например резиденти изнасят капитал във вид на търговски кредити, отпуснати заеми на нерезиденти и валутни депозити в размер на 628 млн. EUR, докато репатрираният от

нерезиденти капитал от същия вид е едва 91 млн. EUR. Тази тенденция се пречупва през 2010 г., но през първото полугодие на 2011 г. отново доминира активността на местни инвеститори при изнасянето на капитал. За последните две и половина години (2009, 2010 и първото полугодие на 2011 г.) се забелязва определено съревнование между резиденти и нерезиденти при изнасянето на капитал – първите изнасят 1142 млн. EUR, а вторите 1357 млн.

При износа на капитал както от резиденти, така и от нерезиденти доминират валутни депозити в чужбина. При резидентите това е почти единствена форма, докато при нерезидентите се наблюдава плахо поддържане на някакви позитивни стойности на отпускани търговски кредити и заеми.

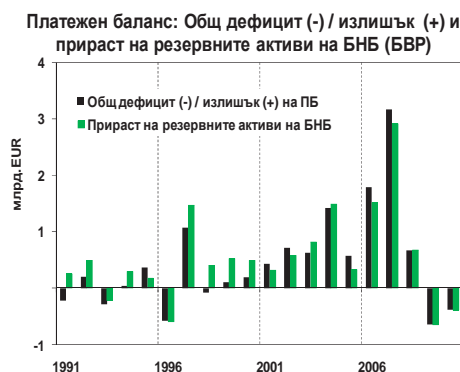
Както и при портфейлните инвестиции, така и при тази форма на събирателен капитал участието на резиденти при формирането на общия дефицит в ПБ е много чувствително. Проблем на макроикономическото управление е да намери пътища за преодоляването на тези затруднения.

Преди да се премине към общия баланс на външноплатежните отношения, е необходимо да се направи важна уговорка. Отчетната информация за отделните позиции на ПБ трябва да се приема до голяма степен като ориентировъчна и нуждаеща се от допълнителна корекция. Тя се налага от величината на един нерядко съществен компонент – “Грешки и пропуски”.

Фигура 15



Фигура 16



Причината за съществуването на тази досадна съставка е, че далеч не всички елементи и позиции в ПБ могат да се определят със задоволителна точност. Още по-неприятно е, че “Грешки и пропуски” варира в изключително широки граници (фиг. 15), което поражда проблеми със съпоставимостта на елементите на ПБ във времето. За преодоляването на това затруднение съставителят на ПБ (БНБ) полага усилия за натрупването на допълнителна информация и за използването на различни по характер аналитични техники, които да позволят разпределянето на колкото се може по-голяма част от тази

позиция по отделни части на ПБ. Процесът изисква време и невинаги приключва задоволително. БНБ въвежда систематично корекции на изходната информация, които понякога се връщат назад с 4-5 години. Същевременно необходимостта от надеждна и навременна информация за състоянието на презграничното движение на финансови ресурси е от безусловна важност за оценка на текущата макроикономическа политика. В крайна сметка претенциите на съответните финансово-икономически анализи се свеждат до открояване на движещи особености, характеристики и трендове на външноплатежните отношения, а не толкова до формирането и представянето на точни статистически и аналитични числови оценки.

Животът е прекалено динамичен и периодично формира нови и необхващащи се от статистиката явления, които налагат промяна в използваните методологически похвати. Така може да се обясни нарастването на *“Грешки и пропуски”* през последните пет години. Величината на този компонент за отделни години е наистина впечатляваща и смущаваща. Например за 2008 г. тя се оценява на близо 3 млрд. EUR (минус), при условие, че сумата на текуща и финансова сметки е 3.3 млрд.<sup>8</sup> Последното означава, че отрицателната стойност на текущата сметка, както и положителната стойност на финансовата би трябвало да се намалят наполовина! Но тогава съотношенията биха изглеждали много по-различно, т.е. през 2008 г. вероятно е имало много по-голям дефицит по текущата сметка и чувствително по-малък сумарен приток на капитали. Добра новина е, че за първото полугодие на 2011 г. величината на *“Грешки и пропуски”* е значително по-малка – само 133 млн. EUR.

Отчетите за състоянието и динамиката на последната част на ПБ – *“Резерви и друго финансиране”*, са достатъчно надеждни. Там трудно могат да се допуснат грешки, доколкото става въпрос за трансфериране на финансови ресурси от и към БВП, както и за постъпления на трансове от МВФ или за друго извънредно финансиране, най-често в подкрепа на ПБ. Тези данни се поддават на съвсем точно отчитане, което предопределя задоволителната точност на общия дефицит/излишък на ПБ.

През първата половина на 90-те години на миналия век общият баланс на външноплатежните отношения е неустойчив и се колебае около нулата. Това е период на доминиране на МВФ при определянето на националната макроикономическа политика и на адаптация към коренно променените външноикономически и финансови условия. По-специални са кризисите 1996 и особено 1997 г., която е хисторически пример на позитивното въздействие на силно девалвираната местна валута върху прираста на БВП. Девалвацията на местната валута е радикална крайна мярка за заздравяването на външноплатежните структури и е действително ефективна.

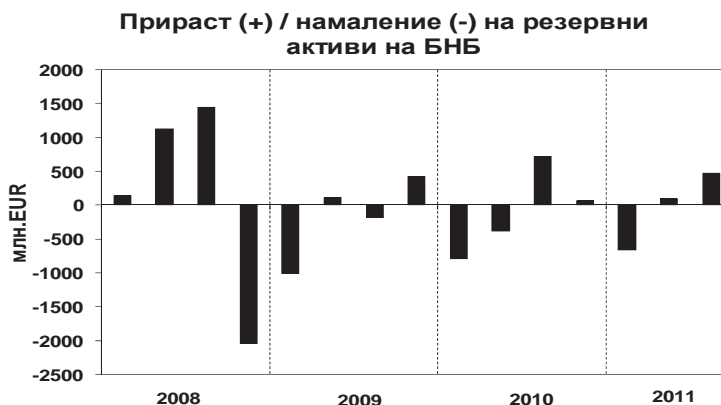
<sup>8</sup> Капиталовата сметка подлежи на значително по-малко корекции, доколкото нейните съставни елементи се поддават на по-прецизно определяне.

След въвеждането на паричен съвет започва десетгодишен период на последователно нарастване на БВП. Наблюдаваното отклонение от тренда през 2005 г. е резултат от обратното изкупуване и окончателно изчистване на намиращите се дотогава в обръщение български брейди-облигации. Краят на тази позитивна тенденция е през 2008 г.

Като противодействие на появяващата се вече финансова криза в края на 2008 г. правителството решава да използва съществена част от фискалния резерв (около една трета) за предоставяне на благоприятни възможности на бизнеса за оцеляване и развитие. Това донякъде обяснява спада на прираста на резервните активи на БНБ, т.е. този акт може да се оцени като дирижиран. През следващите години обаче наблюдаваното последователно намаляване на резервните активи на БНБ е неконтролируемо следствие от протичащите в страната процеси и от спецификата на макроикономическото управление.

В тази последна част на ПБ (под линия) фигурират още две позиции – *“Ползвани кредити от МВФ (нето)”* и *“Извънредно финансиране (нето)”*. На фиг. 16 може да се проследи въздействието на тези две позиции върху измененията на резервните активи на БНБ. През 2007 г. България изчиства финансово-кредитните си задължения с МВФ и престава да ползва извънредно финансиране в подкрепа на ПБ, поради което от 2008 г. величината на изменението на резервните активи на БНБ се покрива с общия баланс на платежния баланс.

Фигура 17



Намалението на резервните активи на БНБ не е последователно, а следва колеблива динамика (фиг. 17). Тези промени видимо са свързани с колебания в оценките на инвеститорите, а и на всички икономически агенти и на населението. Общо за две и половина години след 2008 г. страната са напуснали 1.6 млрд. EUR (нето). Това е класически случай на неустойчив

платежен баланс, който поражда напрежение и изисква коригиращи макроикономически решения.

\*

Във все по-глобализацията се свят платежният баланс е един от най-важните и съществени индикатори, както и инструмент на макроикономическото управление, който инкорпорира в себе си почти всичко, което се случва (или не се случва) в националната икономика. В неговите елементи и структури се отразяват оценките на външните пазари за състоянието и за развитието на икономиката и се формират сигнали за възникващи макроикономически напрежения.

Критичният прочит на структурата и на динамиката на външноплатежните отношения води до следните изводи:

1. Общото състояние и динамика на външноплатежните структури на България след средата на 2008 г. е незадоволително и продължава да се влошава. За времето от третото тримесечие на 2008 г. до второто тримесечие на 2011 г. страната са напуснали (нето) повече от 3.6 млрд. EUR, т.е. по около 1.1 млрд. EUR средногодишно. През първото полугодие на 2011 г. е отбелязано презгранично изтичане на 573 млн. EUR. Такова положение е неустойчиво и пряко атакува устоите на паричния съвет. Необходимо е своевременното приемане на ефективни мерки, за да се предотврати евентуалното прилагане на радикалната мярка – отказ от него и девалвация на местната валута.

2. Финансово-кредитните отношения с ЕС са от ключово значение за възстановяване на икономическото развитие и устойчивостта на външноплатежните структури. За времето от приемането ни в ЕС правителствената администрация съумява да използва реално едва около една трета от неговите средства, предназначени за подпомагане на националната икономика. България би могла да добави приблизително 3-5 процентни пункта върху годишния прираст на БВП при задоволително използване на предоставената от ЕС финансова подкрепа, респ. страната губи 3-5 процентни пункта от недоизползването на тези средства. Такава е цената на неумението, корупцираността и некадърността на правителствената администрация.

Значението на ефективното използване на финансовата подкрепа от ЕС надхвърля размера на пряко усвоените ресурси. Финансово-кредитното поведение на Съюза е заразително за чуждестранните инвеститори. Теорията постулира и практиката потвърждава, че финансово-кредитното поведение на официалните инвеститори, от една страна, и на частните инвеститори, от друга, е сходно, като водещо е поведението на първите. Не е възможно да се очаква голям приток на чуждестранни инвестиции, ако ЕС проявява видимо инвестиционно въздържание.

3. В съществуващия си вид структурата на износа на стоки не предполага доминация на неговата положителна динамика при формирането на

темповете на прираст на БВП (така, както е за периода от първото тримесечие на 2010 г. до второто тримесечие на 2011 г.). Водещата позиция на *“Суровини и материали”* в структурата и динамиката на износа на стоки предизвиква постепенното изчерпване на резервите, толкова повече, че тя е следствие и от колебливи особености на международната конюнктура. Националните източници за захранване на тази позиция са бедни. Теорията постулира и практиката потвърждава, че устойчив прираст на износа може да се осигури при изпреварваща реализация на външните пазари на стоки с потребителски и инвестиционен характер.

Евентуалното пречупване на динамиката на износа на стоки ще повлияе неблагоприятно на търговския баланс, респ. на текущата сметка.

4. Резервите за по-нататъшно подобряване на текущата сметка на ПБ са свързани най-вече със създаването на възможности за по-голямо усвояване на текущите трансфери от ЕС. На практика далеч не са за пренебрегване трансферите, които се правят от местни емигранти в чужбина. Една от възможностите за поддържането на този финансов канал е чрез провеждане на целенасочена активна пробългарска политика в емигрантските среди, чрез съхраняване на българското самосъзнание и неоткъсване от корените на произхода. В това отношение примерът на еврейската диаспора трябва да се оцени безусловно положително.

5. От края на 2008 г. се отчита катастрофален срив на ПЧИ в страната. Известно е, че за една развиваща се икономика, каквато е българската, вътрешните инвестиции не са достатъчни за осигуряване на необходимия социално-икономически просперитет. ПЧИ са носители на ноу-хау както в областта на технологиите, така и в мениджмънта. Тяхното връщане е от ключово значение за осъвременяването на вътрешните производствени структури.

Животът показва, че примитивната логика за привличане на ПЧИ (както и изобщо за интензификация на инвестиционния процес) чрез предоставяне на фискални облекчения (нисък плосък данък) не води до очаквания позитивен резултат. Елементарно е да се мисли, че инвеститорът се интересува единствено от моментните финансови предпоставки. Те (финансовите предпоставки) могат да се окажат определящи при презумпцията за *“равни други условия”*, където всъщност е и ключът на атрактивността.

Фискалните и финансовите облекчения не помагат там, където институционалната среда е некачествена. Това означава, че приоритет при повишаването на инвестиционната атрактивност на страната има подобряването и рационализирането на институционалната среда в най-общ смисъл.

6. Кой изнася капитал от България? Непосредственият и доминиращ първосигнален отговор е: Чужденците! Обикновено следва допълнението: Чужденците и глобализацията са виновни за всичко лошо, случващо се у нас!

Истината е много по-различна. За две години и половина (януари 2008 – юни 2011 г., т.е. 30 *“кризисни”* месеца) резиденти са изнесли капитал от

страната в размер на 2.5 млрд. EUR,<sup>9</sup> т.е. по около 1 млрд. EUR средногодишно! Тази сума е инвестирана приблизително по равно в чуждестранни дългосрочни ценни книжа (портфейлни инвестиции) и във вид на депозити в чуждестранни търговски банки. За същия период нерезиденти са внесли капитал (нето) в размер на 3.2 млрд. EUR.<sup>10</sup> При тях също се наблюдава изтегляне на портфейлни инвестиции и депозити в български търговски банки, но в много по-малка степен (общо около 850 млн. EUR), които се компенсират със значителен излишък от приток на ПЧИ.

Естествено налагащият се извод е, че резидентите се страхуват много повече от това, което се случва в страната и от неговите финансово-икономически последици, отколкото нерезидентите.

Окончателното обобщение на числата от ПБ и на това, което стои зад тях, води до извода, че случващото се в България през последните няколко години трябва да се окачестви като българска финансово-икономическа криза, а не като елемент и следствие от световната финансово-икономическа криза. Следователно обяснението и решаването на проблемите трябва да се търсят в полето на вътрешната икономическа политика, а не на световната арена.

1.XII.2011 г.

---

<sup>9</sup> Активи във финансовата сметка на ПБ.

<sup>10</sup> Пасиви във финансовата сметка на ПБ.