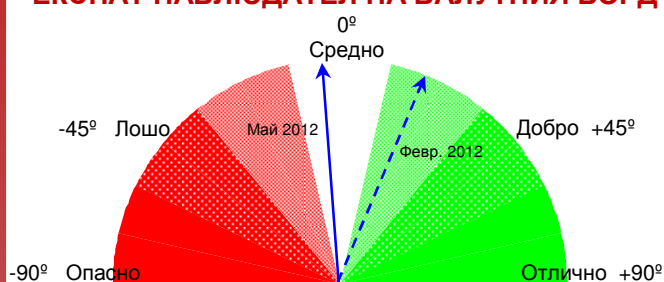


expat compass

18 май 2012 г.

ЕКСПАТ НАБЛЮДАТЕЛ НА ВАЛУТНИЯ БОРД



ПЕРСПЕКТИВА: СТАБИЛНА

Не се тревожим за валутния борд и не виждаме никаква непосредствена опасност от девалвация. Все пак възникват нови рискове, с които правителството не се справя правилно (стр. 2).

ГОСТ КОМЕНТАРИ

ДЕСИСЛАВА НИКОЛОВА, ИПИ:
QUO VADIS, Г-Н ДЯНКОВ? НАЙ-ЛЕСНО Е ДА
ОСРЕБРИТЕ СРЕБЪРНИЯ ФОНД
 Стр. 6

БИСЕР МАНОЛОВ:
ЕВРОПА, А СЕГА НАКЪДЕ?
 Стр. 9

МЕХМЕТ ГЕРЗ:
УПРАВЛЕНИЕ НА МЕКОТО КАЦАНЕ НА ТУРСКАТА
ИКОНОМИКА
 Стр. 11

ДЕСИСЛАВА ТОДОРОВА, CSR BULGARIA:
КОРПОРАТИВНАТА СОЦИАЛНА ОТГОВОРНОСТ
КАТО ИНВЕСТИЦИЯ
 Стр. 13

РАЗМИСЛИ ЗА НАЙ-ДОБРИЯ ФОНД ЗА 1995 Г.,
НАСОЧЕН КЪМ РАЗВИВАЩИТЕ СЕ ПАЗАРИ
 Стр. 14

СТАТИИ:

ЕКСПЕРИМЕНТ С 2 МИЛИАРДА СРЕБЪРНИКА
 Стр. 16

БЕЗСМИСЛЕНОТО ПРЕСЕЛЕНИЕ НА
АДМИНИСТРАЦИЯТА
 Стр. 18

СРАМНОТО ТАНГО С АЕЦ БЕЛЕНЕ
 Стр. 20

РЕДАКЦИОНЕН КОМЕНТАР

Изненадващо понижаваме нашата оценка поради нови развития, които не сме предвидили преди 8 февруари 2012 г. (датата на публикуване на бр. 9).

След 18 месеца позитивни оценки в 6 последователни броя на Expat Compass, сега преместваме стрелката на компаса наляво (т.е. в негативна посока), което изтрива всички подобрения от миналото. Причините са:

1. Фискалният резерв на България падна рязко под разумните нива – ГРЕШНА ПОЛИТИКА
2. Правителството планира да похарчи част от Сребърния фонд за финансиране на дефицита – ГРЕШНА ПОЛИТИКА
3. Страната ще трябва да вземе заем от [международния] пазар, за да посрещне плащанията по еврооблигациите в началото на 2013 г.
4. Беше взето закъсняло решение за АЕЦ Белене (стр. 20)
5. Износът се забавя. Търговският дефицит расте
6. Както много страни в Европа изпаднаха в рецесия, България също може да последва тези държави
7. Продължаваща липса на реформи – тук няма изненади
8. С приближаването на Избори 2013 са възможни повече популистки разходи – също не е изненада

Не можем ли да предвидим всичко това през февруари?

Докато липсата на реформи не е новина и имахме коментари за потенциална липса на растеж, нямаше причина да подозираме, че Министерството на финансите ще поеме по самоунищожителна траектория:

1. Напоследък проблемът с намаляващия фискален резерв е пренебрегван и омаловажаван
2. Вместо да *инвестираме* Сребърния фонд успешно (ДОБРА ПОЛИТИКА), сега ще *харчим* част от него (ГРЕШНА ПОЛИТИКА)
3. Колкото и невероятно да звучи, може да не е фасулска работа да погасим еврооблигациите следващата година. Времето за нова емисия еврооблигации може да се окаже трудно

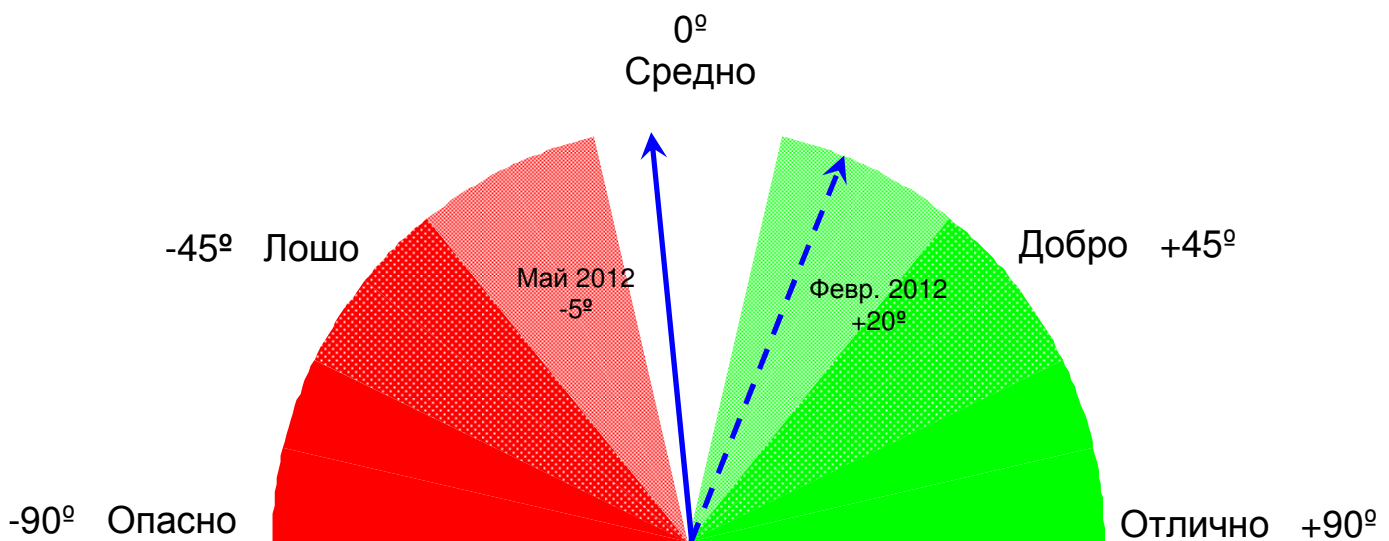
Разтревожени ли сме за валутния курс?

Не, не сме. Повечето страни от Евроразоната са в по-лоша форма от България.

Все пак ще наблюдаваме много внимателно Бюджет 2012 и нивото на фискалния резерв. Никога не е твърде късно правителството да направи още грешки.

ЕКСПАТ НАБЛЮДАТЕЛ НА ВАЛУТНИЯ БОРД

ПЕРСПЕКТИВА: СТАБИЛНА



През последната година основният въпрос, който тревожи бизнес общността в България и по света, е дълговата криза, включително в Гърция и Западна Европа. България не беше директно засегната от тези трусове. Тъй като не може да се очаква скоро икономически растеж в България, ето нашето заключение – по-малко позитивно отпреди:

Не се тревожим за валутния борд и не виждаме никаква непосредствена опасност от девалвация. Все пак възникват нови рискове, с които правителството не се справя правилно.

През следващите месеци и години регулярно ще наблюдаваме развитието на релевантни икономически показатели, за да оценяваме здравето на валутния борд и евентуално да предвиждаме негативни събития, ако те някога се случат.

Дата	Данни от Компаса (ъгливи градуси)	Промяна	Коментар
2005	+64°		Много стабилен валутен борд
2008	+44°	-20°	Влошаване поради притеснения относно текущата сметка
Ян. 2010	+20°	-24°	Влошаване поради притеснения за бюджета и рецесията
Март 2010	+9°	-11°	Влошаване поради притеснения за бюджета и реформите
Юни 2010	0°	-9°	Влошаване поради притеснения за бюджета и реформите
Окт. 2010	+4°	+4°	Подобрение поради ръста на износа
Февр. 2011	+8°	+4°	Подобрение в много икономически индикатори
Май 2011	+10°	+2°	По-малко притеснения за бюджета
Авг. 2011	+12°	+2°	Малък бюджетен и търговски дефицит
Дек. 2011	+14°	+2°	Консервативен Бюджет 2012, някои пенсионни мерки
Февр. 2012	+20°	+6°	Проблеми в Еврозоната; добър Бюджет 2012
Май 2012	-5°	-25°	Рязко падащ фискален резерв, намерения за харчене на Сребърния фонд

Става все по-трудно да се нанасят всички стрелки и дати на графиката. Затова прилагаме и таблица с историческите данни. Мерната единица е ъгливи градуси (°). Показанията на Компаса могат да се променят между +90° (хоризонтално надясно, Отлично) и -90° (хоризонтално наляво, Опасно). 0° е неутрално показание (вертикално нагоре, Средно).

Как да оценяваме стабилността на валутния борд и да предвидим опасност от девалвация? Предлагаме следния списък от 16 въпроса, както и нашите отговори:

ТЕМА	СТАР	НОВ	КОМЕНТАР
I. Политически въпроси			
1. Правителството подкрепя ли валутния борд?	+++	+++	Да
2. Централната банка подкрепя ли валутния борд?	+++	+++	Да, абсолютно
3. Европейските институции (ЕК, ЕЦБ) подкрепят ли България за присъединяването ѝ към ERM II и Еврозоната?	--	--	Не особено
II. Бюджет и дълг			
4. Бюджетен баланс	-/+	-/+	Дефицит, нисък
5. Бюджетни разходи	+++	+++	Сред най-ниските в ЕС
6. Държавен дълг	+++	⊕	Много нисък, растящ
7. Чуждестранни задължения на частния сектор	--	--	Високи, намаляващи
8. Фискален резерв	-	⊖	Падащ под критични нива
III. Въпроси, свързани с икономическия цикъл			
9. Растеж на БВП	-	-	Близък до нула
10. Инфлация	++	++	Умерена
11. Безработица	--	--	Средна, покачваща се
12. Здраве/стабилност на банковата система	+	+	Средно
IV. Външни баланси			
13. Дефицит по текущата сметка, търговски дефицит	+	⊖	Отново отрицателен
14. Преки чуждестранни инвестиции	--	--	Над нулата
15. Приходи от международен туризъм	++	++	Умерени, покачващи се
16. Валутни резерви	++	++	Високи

Легенда: ■ Добро ■ Лошо

Какво се е влошило в икономическата ситуация в България от февруари 2012 г.?

Предимно лоши новини този път

- Въпреки че **фискалният резерв** падаше постоянно от средата на 2009 г. (вижте анализа на стр. 5), неговото количество беше все още високо. Това, което прави нещата по-лоши, е, че правителството изглежда не осъзнава проблема и съответно не търси подходящи решения. В бр. 9 коментарът ни беше „Не трябва да пада повече“. Сега е „Падащ под критични нива“. Ще следим числата много внимателно.
- Сребърният фонд** не е пипан от 2008 г. Но, изправяйки се пред бюджетен дефицит и предстоящо плащане по еврооблигации, правителството променя закона, така че да може да „инвестира“ част от Сребърния фонд в български ДЦК. Думата „харчи“ би била по-подходяща (вижте статиите на стр. 6 и стр. 16).
- Доскоро не бяха правени никакви планове за издаване на нова емисия **еврооблигации** за рефинансиране на старите. Сега новият заем изглежда неизбежен. Не че е проблем, но цялата тази каша увеличи възприятието за несигурност.
- Правителството реши да не продължава строителството на **АЕЦ Белене**. Дори решението да е разумно и даже позитивно за бюджета в дългосрочен план, беше взето твърде късно и след огромни нови разходи (вижте анализа на стр. 20).
- След няколко години подобрения на **търговския баланс** над очакваното тенденцията сега се обръща.
- Отново понижаваме нашата **прогноза за ръста на БВП** през 2012 г.: от +1 до +0.3%. Прогнозата на ЕК също беше понижена до +0.5%. С вероятната нова рецесия в голяма част от ЕС България би имала късмет, ако изобщо отчете някакъв растеж.
- Последните шансове за реализирането на някакви **реформи** през този мандат вероятно ще бъдат пропуснати. Не бихме нарекли новите идеи за преместване на администрацията по страната „реформа“, а по-скоро губене на време.
- От позитивна гледна точка **бюджетът е на малък дефицит** от 217 млн. лв. от началото на годината. Все пак виждаме някои рискове за **бюджета**. От една страна, по-ниският растеж би следвало да доведе до по-малки приходи. От друга страна, възможни са някои предизборни харчове за заплати и пенсии.

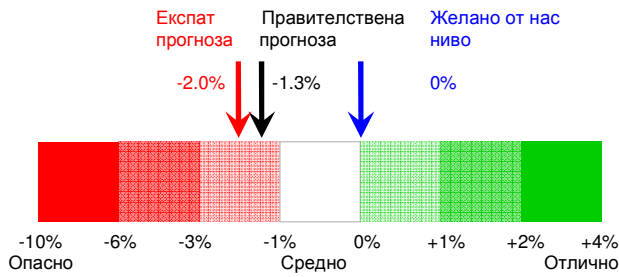
Понижаваме оценката си в нашия Експат наблюдател на валутния борд на най-ниската до момента стойност от -5^о

По-лоша ли е ситуацията от средата на 2010 г., когато оценката ни беше 0^о?

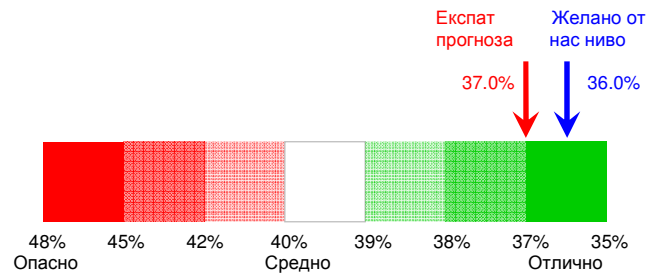
- Бюджетът и текущата сметка са в по-добра форма.
- Но липсата на реформи, фискалният резерв, плановите за Сребърния фонд и банковата система са по-зле. Следователно – негативна оценка.

ИНДИКАТОРИ, 2012

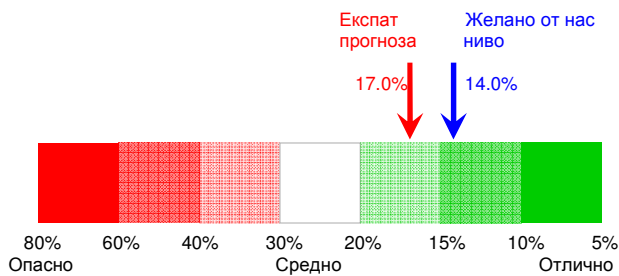
I) Бюджетен излишък/дефицит, % БВП, 2012



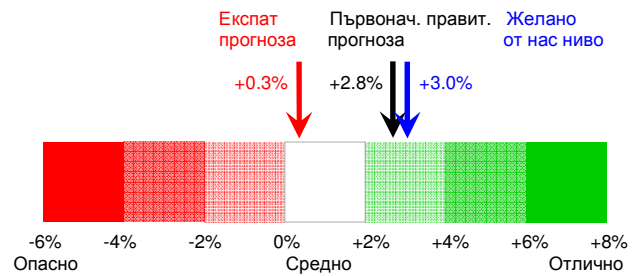
II) Публични разходи, % БВП, 2012



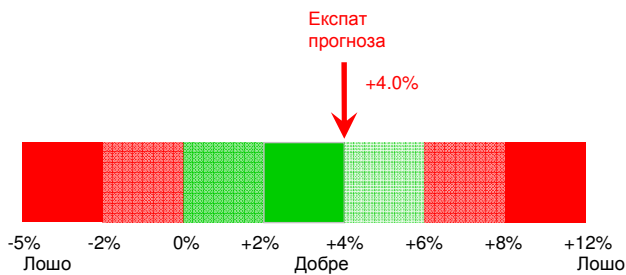
III) Държавен дълг, % БВП, 2012, в края на год.



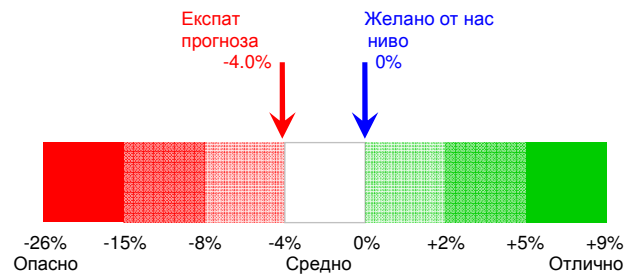
IV) Реален ръст на БВП, %, 2012



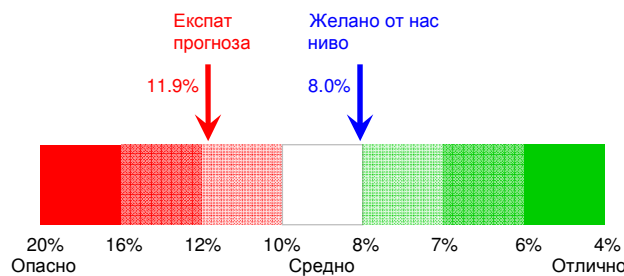
V) Инфлация, %, 2012, в края на год.



VI) Дефицит по текущата сметка, % БВП, 2012

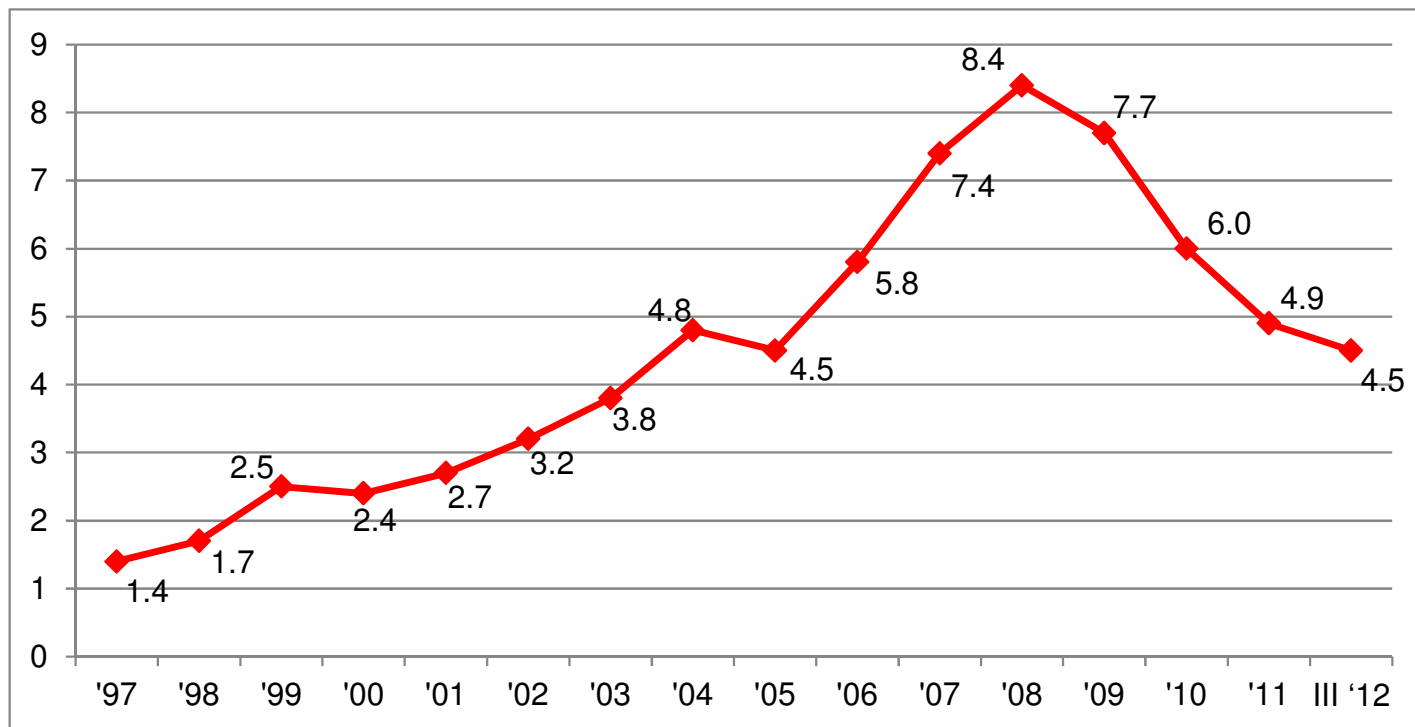


VII) Безработица, %, 2012, в края на год.



ФИСКАЛЕН РЕЗЕРВ

Графика 1. Фискален резерв, 1997-2012 г., в млрд. лв.



Източник: Министерство на финансите

Както се вижда в таблицата горе, историята на фискалния резерв през последните 15 години може да се раздели на два отличителни периода. След голямата криза през 1996-97 г. България почти банкрутира. С помощта на МВФ, чрез множество приватизационни сделки три последователни правителства акумулираха големи резерви, милион по милион. Процесът се ускори след 2003 г., когато страната ни се радваше на около 6 години голям фискален излишък – кумулативно над 15% от БВП.

Тенденцията се обърна, тъй като сегашното правителство изглежда ще завърши всички години на своето управление с бюджетни дефицити. Тъй като номиналният БВП за 2012 г. е много по-голям от този през 1997 г., резервът от 1.7 млрд. лв. през 1997 г. беше много по-голям като % от БВП от днешния.

Днес числото е между 4 и 5 млрд. лв., но без перспективи да се покачи до по-умерени нива. Причините са:

- В скоро време не се очакват бюджетни излишъци. Обратно, дефицитите станаха норма
- Не очакваме никакви големи приватизационни или концесионни сделки до края на мандата
- Правителството планира да изпразни част от Сребърния фонд чрез „инвестирането“ му в държавни облигации – т.е. чрез похарчването му за финансиране на бюджетния дефицит

Според нас всички тези политики са грешни.

ЗА СРЕБЪРНИЯ ФОНД ДЕСИСЛАВА НИКОЛОВА, ИПИ

Десислава Николова е главен икономист в Института за пазарна икономика и член на Българската макроикономическа асоциация.

Тя има докторска степен по икономика от УНСС, магистърски степени по икономика от Централноевропейския университет в Будапеща и по международни икономически отношения от УНСС, преминала е следдипломна квалификация в сферата на монетарната политика, валутнокурсните режими и валутните кризи в Университета Оксфорд. Десислава Николова има дългогодишен опит като макроикономически и икономически съветник.



QUO VADIS, Г-Н ДЯНКОВ?

Материалът е публикуван в бр. 567 (март 2012 г.) на бюлетина на ИПИ „Преглед на стопанската политика“

През последните месеци фискалният резерв попада все по-често във фокуса на общественото внимание заради продължаващото си стопяване с бързи темпове. Какво показват данните? Сравнено с пика от 12.1 млрд. лева към края на октомври 2008 г., към края на януари 2012 г. вече имаме малко по-малко от 1/3 (или 4 млрд. лева) от онова ниво на фискален резерв. Данните за депозита на правителството и бюджетните организации в управление Емисионно на БНБ, който представлява по-голямата част от фискалния резерв, показват, че **и през февруари резервът е продължил да се топи**. Докато към края на януари този депозит е бил 3.4 млрд. лева (останалите 622 млн. лева от фискалния резерв са депозирани в търговски банки), към края на февруари имаме ново свиване с почти 300 млн. лева до 3.1 млрд. лева. Ако приемем, че частта от фискалния резерв, която е депозирана в банки, е останала непроменена през февруари, то тогава **целият фискален резерв към края на февруари е бил в порядъка на 3.7 млрд. лева**.

Основната причина за свиването на резерва от есента на 2008 г. насам е покриването на бюджетните дефицити. С други думи, въпреки че има различни възможности за финансиране на дефицитите – емисия на вътрешен дълг, емисия на външен дълг и приходи от приватизация и концесии – Министерството на финансите през последните 3 години и няколко месеца използва основно два начина за финансиране на дефицитите си: ДЦК на вътрешния пазар и фискален резерв.

С приватизацията нещата стоят малко по-различно. Според предписанията на закона за Сребърния фонд приходите от приватизация трябва да се насочват именно към въпросния фонд. През 2010 г. правителството измисли начин да заобикаля тази разпоредба, като създаде т.нар. Държавна консолидационна компания (ДКК). В нея се апортират дялове и цели компании за приватизация, като след приключване на продажбата им приватизационните приходи отиват директно в бюджета посредством дивидента на ДКК към правителството. Този начин обаче няма формално отношение към финансирането на дефицита под черта, тъй като дивидентът от ДКК се отчита над чертата като неданъчен приход. В крайна сметка **фискалният резерв поема основния товар от финансирането на дефицита за последните 3**

години: кумулативният дефицит по консолидирания бюджет за периода 2009-2011 г. беше около 5 млрд. лева, като 3.4 млрд. лева от тях са финансирани от фискалния резерв.

В началото на 2012 г. топенето на резерва продължи, като през януари освен дефицита по консолидирания бюджет (около 300 млн. лева) роля изиграха и субсидиите за земеделските производители по линия на Общата селскостопанска политика (ОСП) на ЕС (743 млн. лева, от които 645.5 млн. лева от ЕС, а останалото – национални доплащания). Както ни беше обяснено от Министерството на финансите, частта от тези субсидии, които са директните плащания по ОСП (645.5 млн. лева), ще ни бъде възстановена от ЕС до 3 месеца. Погледнато от тази страна, намаляването на ФР с тези 645 млн. лева е само временно. Ако не броим това плащане, фискалният резерв би трябвало да е около 4.2 млрд. лева.

Тук е може би мястото да обясним **за какво служи фискалният резерв**. Изначалният му замисъл бе да гарантира плащанията по държавния дълг за следващите 12 месеца. Дори и тази сума да се променя непрекъснато и да не е публична и дори да вземем предвид големите плащания по дълга в средата на януари 2013 г. (около 1.9 млрд. лева, ако броим и лихвите по двете еврооблигации), фискалният резерв е очевидно достатъчен да посрещне дълговете ни плащания в 12-месечен хоризонт. Големият въпрос обаче е **дали целият фискален резерв е на разположение на МФ**.

Фискалният резерв се състои от няколко различни фонда и бюджети, като **де юре МФ би трябвало да разполага само с фонда по републиканския бюджет** (без Сребърния фонд, който е част от него) и т.нар. Извънбюджетни фондове на централно ниво.

Основните компоненти на тези извънбюджетни фондове са Националният фонд към МФ, който би следвало да осигури националното съфинансиране и авансови плащания по европейски програми, и резервът на фонд „Земеделие“, който не е много ясно какви точно функции изпълнява. Факт е, че през януари бяха платени над 700 млн. лева на земеделските производители, при положение че в резерва на фонд „Земеделие“ към края на декември 2011 г. има само 193 млн. лева.

Т.е. тези плащания са покрити от други фондове във фискалния резерв – този на републиканския бюджет и/или националния фонд към МФ. Данните за миналата година показват, че резервът на фонд „Земеделие“ остава непроменен на 301 млн. лева през първите 10 месеца, докато субсидиите за земеделците бяха платени през пролетта, т.е. очевидно този фонд няма отношение към плащането на субсидиите.

Другите фондове, които са част от фискалния резерв, са резервът на НОИ (96 млн. лева към декември), фондът на НЗОК (28 млн. лева към декември) и т.нар. други бюджети (294 млн. лева), където би трябвало да се помещават двата фонда за АЕЦ „Козлодуй“: Фонд „Извеждане от експлоатация на ядрени съоръжения“ и фонд „Радиоактивни отпадъци“. С тях МФ не би следвало да разполага за финансиране на бюджетните дефицити, но кой знае. По принцип и със Сребърния фонд не можеше да се разпорежда за такива цели, но ето че се намери начин със законови промени да се използват и неговите средства.

Но да се върнем на въпроса с каква сума официално разполага МФ. Според последните налични данни (от края на декември 2011 г.), сборът от резерва на Републиканския бюджет (без Сребърния фонд) и извънбюджетните фондове на централно ниво е 2.8 млрд. лева. Извънбюджетните фондове обаче са целеви – както стана дума по-горе, Националният фонд (по който има около 1.4 млрд. лева през декември) би следвало да осигурява (гладкото) финансиране на европейски програми от българска страна.

А фонд „Земеделие“ би трябвало да има някакво отношение към земеделието (макар и да не е съвсем ясно какво точно). Т.е. ако те се извадят, **разполагаемият резерв на МФ, т.е. резервът на републиканския бюджет без Сребърния фонд, остава със скромните 1.2 млрд. лева през декември.**

Интересно е какво се е случило с този фонд през януари. Предвид свиването на целия фискален резерв

с около 1 млрд. лева през март, по-голямата част от намалението би трябвало да е дошло точно от фонда на републиканския бюджет.

Само може да гадаем за структурата на ФР през януари и февруари, но ускоряването на работата по промените в закона за Сребърния фонд от страна на Министерството на финансите навежда на мисълта, че министерството в момента търси начини да увеличи частта от ФР, с която разполага. Към края на януари балансът на Сребърния фонд е 1.8 млрд. лева. С проектопромените в закона за Сребърния фонд 70% от тази сума ще може да се инвестира в ДЦК на българското правителство, т.е. около 1.2 млрд. лева. Дори МФ да продължи с политиката на намаляване на резерва, въпросът е какво ще правим след 1-2 години, когато той ще е сведен до минимум.

Тогава вече ще трябва да се емитира дълг в по-големи размери. Предвид обективните ограничения за поемане на дълг в страната, най-вероятно ще се прибегне и до външен дълг. Въпросът тук е **дали ако стигнем до минимални нива на фискалния резерв, това няма да влоши условията, при които ще можем да вземем външен дълг** в момент, когато няма да имаме други възможности за финансиране? Факт е, че рейтинговите агенции при коментарите си за стабилното положение на държавните ни финанси цитират няколко силни страни, сред които традиционно присъства и фискалният резерв. Ако той достигне минимални размери, това няма ли да увеличи вероятността за негативно действие по отношение на суверенния ни кредитен рейтинг (или перспективата му), което също в крайна сметка ще рефлектира върху цената, на която можем да вземем външен дълг? Би било хубаво МФ да се опита да даде отговори на тези въпроси.

** Quo vadis е латинска фраза, която в буквален превод на български значи „Къде отиваш“*

НАЙ-ЛЕСНО Е ДА ОСРЕБРЯВАМЕ СРЕБЪРНИЯ ФОНД, НО Е КРАЙНО НЕРАЗУМНО

Материалът е публикуван във в. 24 часа през март 2012 г.

В началото на 2013 г. България трябва да посрещне плащане по външния си дълг в размер на 818.5 млн. евро, или 1.6 млрд. лева. Ако към тях се добави и последният лихвен купон от 61.4 млн. евро, който се дължи по тези облигации, и още 44.8 млн. долара лихви по друга облигация, тогава плащането набъбва до около 1.8 млрд. лева.

Датата, на която трябва хазната ни да се раздели с тази крупна сума, е 15 януари 2013 г. Предвид малкото работни дни от новата година преди деня на плащането, Министерството на финансите ще трябва да се подготви още през настоящата година. Т.е. освен заложените бюджетен дефицит от 1.1 млрд. лева за 2012 г., правителството тази година ще трябва да намери финансиране и за плащанията по дълга в началото на 2013 г. Общата сума на необходимия ресурс, който трябва да се набере отнякъде в следващите 8-9 месеца, е почти 3 млрд. лева.

Много се изговори през последните седмици за това как ще се финансират тези плащания. По всичко изглежда,

че единият от източниците за покриване на дълга ще бъде *резервът на т.нар. Сребърен фонд*. Към края на февруари активите на този фонд са 1.8 млрд. лева. Тази значителна сума очевидно е възбудила апетита на Министерството на финансите, след като набързо бяха изготвени промени в закона за Сребърния фонд, които да разрешат част от парите му да се използват за целта.

„Осребряването“ на Сребърния фонд ще се направи елегантно и правно издържано, като се разреши на управителите на фонда да инвестират до 70% (или около 1.2 млрд. лева) от активите му в български държавни ценни книжа. Оправданието на МФ е, че по този начин ще се позволи по-добро управление и по-висока доходност на фонда. Според цитираните данни в момента фондът има отрицателна реална доходност и де факто губи пари заради инфлацията, тъй като активите му се държат на нисколихвен депозит в БНБ.

Това, което Министерството на финансите ни спестява обаче, е, че и в момента законът за Сребърния фонд позволява да се инвестират активите му в редица инструменти. Ако управителите на фонда искаха, те и сега могат да го управляват по-активно, като инвестират в депозити в банки, акции на фирми от ЕС или от трети страни с инвестиционен рейтинг, дългови книжа с инвестиционен рейтинг, инструменти на паричния пазар и други ценни книжа. Т.е. аргументът, който се използва от МФ, за да оправдае промените в закона, е открито лъжовен.

Това, което притеснява МФ, всъщност е друг текст в закона, който изрично забранява да се инвестират активите на фонда в държавни ценни книжа на българското правителство. Тази забрана връзва ръцете на министъра да вземе парите на фонда срещу емисия на ДЦК. Това, което също ни спестява министърът, е също има такава забрана в закона. Лесно може да се остане с впечатлението, че тя е своеобразна недомислица на предшествениците му, които са творили тези норми.

Да, ама не. В тази разпоредба, която забранява изрично няколко вида инвестиции, сред които на първо място са ДЦК-тата на българското правителство, няма нищо случайно. Напротив – логиката зад едно такова ограничение е проста и тя е обвързана със замисъла за съществуването на Сребърния фонд. Идеята на неговите създатели е била той да служи като антицикличен инструмент и източник на приходи за пенсионната система, дори и при слаб или отрицателен растеж. Казано по-просто, ако българската икономика се свива, има голям шанс доходността на Сребърния фонд да пострада по-малко, ако активите му са инвестирани извън страната.

Другият сериозен проблем се крие в явния конфликт на интереси, който възниква при такава операция. От една страна, МФ ще продава ДЦК, а, от друга, в качеството си на управител на фонда ще ги купува. Въпросът е чий интерес ще защити – на фонда (да купи книжа с висока доходност) или на правителството (да пласира книжа при минимална доходност)?

През последните дни и министърът на финансите, и самият премиер ни успокояват с това, че само част от парите на Сребърния фонд ще се инвестират в ДЦК на правителството. Премиерът споменава таван от 20% от активите, а министър Дянков подхвърля идеята за „стъпково“ купуване на ДЦК от фонда – отначало 35%, следващата година 45% и т.н.

Точният процент от активите на Сребърния фонд обаче, които ще се разменят за ДЦК, няма значение и не променя факта, че резервът на фонда няма да се използва по предназначение.

Третирането на този резерв като на „бели пари за черни дни“, както и самият министър признава, е доста далече от целта, с която този фонд беше създаден, а именно да подкрепя държавната пенсионна система.

Да, парите в този фонд в момента не са кой знае колко, ако се съпоставят с нуждите на пенсионната система, но това не е причина да ги похарчим с лека ръка. Точно обратното, би следвало да се опитаме да увеличим активите му и в същото време да ги управляваме по-активно, за да носят доходност.

Но да се върнем на предстоящите плащания по дълга и възможните източници на финансирането им. Напоследък се говори за „светата троица“ от вътрешно финансиране, пласиране на външен дълг и приватизация. Планът на министъра е вътрешните ДЦК (вкл. и тези, които ще се продадат на Сребърния фонд) и приватизацията да имат водеща роля, а външният дълг – допълваща.

Безспорно най-добрият вариант за финансиране на дългови плащания е приватизацията, тъй като тя не увеличава дълговото бреме. От икономическа гледна точка приватизацията би следвало да е водеща, като колкото повече ресурс се набере по този начин, толкова по-добре. Идеята на МФ е тази година да се пласира миноритарен дял от Българския енергиен холдинг и няколко по-малки компании. Проблемът е, че към момента не сме свидетели на кой знае какъв напредък по нито една от планираните сделки. Ако искаме на този фронт да се случи нещо преди края на годината, трябва да се действа по-решително.

Пласирането на ДЦК на вътрешния пазар също е традиционен вариант за рефинансиране. Въпросът е какъв обем ДЦК биха могли да се поемат от местните играчи (банки, пенсионни фондове, инвестиционни фондове и др.) тази година. Миналата година на вътрешния пазар са били пласирани около 1.1 млрд. лева ДЦК. Дори и да приемем, че тази година ще се пласират малко повече заради свитото кредитиране и наливането на огромна ликвидност към европейските банки от страна на ЕЦБ, то надали вътрешният пазар ще успее да осигури целия необходим ресурс.

Вариантът за външен дълг стои на масата от няколко години, но до момента правителството не е прибягвало до него. Предвид относително малките финансови нужди на нашата държава (в сравнение с Италия или Испания, например) и стабилните ни публични финанси една такава емисия би се продала лесно и на приемлива цена.

При всички положения обаче, независимо какво ще е съотношението между приватизация, външен дълг и вътрешни ДЦК, Сребърният фонд не трябва да се пипа. Ако Министерството на финансите не може да го управлява ефективно в рамките на сегашния закон, тогава нека да избере професионални управители. Както между другото успешно прави самата БНБ за част от валутния си резерв. Възможности за посрещане на финансовите нужди на правителството с приватизация и нов дълг има предостатъчно. Въпросът е да се планира отдалече и да се действа разумно, а не да се търси най-лесният вариант с похарчването на Сребърния фонд.

КОМЕНТАР ОТ ГОСТ

ЕВРОПА, А СЕГА НАКЪДЕ?

БИСЕР МАНОЛОВ

Бисер Манолов е финансов консултант. Два мандата е бил председател на Управителния съвет на Фонда за гарантиране на влоговете в банките, а сега е негов член. Работи в банковия сектор от 1990 г., като е един от основателите на Българската дилърска асоциация и неин председател в периода 1998-2002 г. Член е на Изпълнителния съвет на Международната асоциация на институциите за гарантиране на депозитите. Г-н Манолов има магистърска степен по икономика от УНСС.



Материалът е от блога на автора – www.bissermanolov.com

Не знам защо след този въпрос си спомних за онази крилата българска реплика „Ти акъл не ми давай, пари ми дай!“ Винаги съм знаел, че тази формула не действа, но не бях очаквал да получа такова потвърждение на тезата си. Доказателството са последните събития в Европа – пари много и какво от това, когато акълът е малко. А ето и фактите! През последните месеци Европейската централна банка е наляла ликвидност във финансовата система над 1 трилион евро. Очевидно е, че икономиката в Евроразона не се повлия от този факт. Питате какво се случи с парите? Европейските банки купуват германски държавни облигации. Тотален парадокс. Колкото повече ликвидност се налива в системата, толкова повече става видно, че тя не работи. Макроикономистите, напоследък известни най-вече с грешните си прогнози, натрупаха толкова материал в посока какво не трябва да се прави по време на криза, че повече им приляга ролята на хроникъри, отколкото на експерти. Повтарянето на рефрена: „Най-лошото от кризата е зад нас“ не го превръща автоматично във факт. А дали е така, кой ще ни каже?

Президентските избори във Франция ще определят посоката на икономическото развитие на един от стожерите на ЕС през следващите 5 години. Затова ще ви представя моята интерпретация по въпроса дали най-лошото вече е зад гърба на нас, европейците, през призмата на предизборното политическо говорене и икономическата статистика. На многохиляден митинг, проведен в подкрепа на заявените му амбиции за нов мандат, [бившият] френски президент Саркози заяви, че ще постави въпроса за правомощията на Европейската централна банка с цел подкрепа на икономическия растеж в Европа. В противен случай Европа ще загуби почва под краката си. Признавам си, че останах „като гръмнат“ от тези мъдри слова. Че какво повече може да направи ЕЦБ в подкрепа на растежа от ниски лихви и безкрайна ликвидност? Навярно г-н Саркози има предвид Централната банка да започне директно да отпуска и корпоративни кредити? Трябва ли да му се припомним, че през ноември 2011 г. по време на среща между него, г-жа Меркел и г-н Марио Монти той тържествено обеща, че няма повече да коментира действията на централните банкери? Няма нищо по-опасно за Европа от това

един политик да пакетира собствената си идейна безпомощност в кухи фрази. ЕЦБ да се погрижи за растежа. Но как? През 2011 г. провежданата от сегашното френско правителство политика резултира в:

- публичен дълг в размер 85% от брутния продукт на Франция, 1.69 трлн. евро като номинална сума
- дефицит в държавния бюджет от 5.8% от брутния продукт
- безработица – над 10%
- ръст на брутния продукт – около нулата

Винаги, когато говорим за Франция, съвсем логично е да се направи паралел със случващото се в Германия. В най-голямата европейска икономика нещата изглеждат диаметрално противоположно. Безработицата е на най-ниското си ниво през последните 20 години. Цените на недвижимите имоти отбелязаха 5% ръст през 2011 г. в резултат на опасенията на германците за бъдещето на единната валута. Недостигът в държавния бюджет за 2011 г. е малко над 34 млрд. евро (за сравнение във Франция е 116 млрд. евро – най-големият номинален размер на бюджетен дефицит от всички европейски държави).

На фона на тези цифри се чудя какво точно има предвид г-н Саркози, визирайки ЕЦБ като участник в мерките за стимулиране на икономическия растеж. Всички знаем за изключително либералната социална система на Франция. Видно е, че в условия на финансово-икономическа криза, тя не може да издържи и резонно възниква въпросът: „А сега накъде?“ Вече на всички европейци им става ясно, че каквото и да говори политикът, на финала става дума за пари.

Маастрихтският договор е фундаментално остарял. Фискалните критерии в него все още остават добро намерение, далеч от реалното поведение на страните-членки. Представяте ли си какво би се получило, ако трябва да бъдат приложени директно критериите за бюджетен дефицит и държавен дълг спрямо Франция? Една от държавите-стожери на ЕС потъпква заложените фискални принципи и то безнаказано.

Точно този двоен стандарт разклати устоите на цялата система. Фундаменталният въпрос е дали трябва да се променят принципите на функциониране на системата или самата система? Не ме разбирайте погрешно, аз съм отявлен привърженик на пазарните принципи на функциониране на стопанството. Но в момента има огромен брой натрупани грешки и въпросът е в какви количествени изменения ще се трансформират те. Ако може да се направи някакъв извод от ситуацията сега, той е не че „най-лошото от кризата е вече зад нас“, а че „социална Европа в стария ѝ вид е вече зад нас“. Социалната политика е функция на реалната икономика, държавата само преразпределя (ако има какво, разбира се). Ако няма „пари под дюшека“, а държавата продължава да се държи „социално“, се трупат бюджетни дефицити, които рано или късно гърмят опустошително и „взимат“ всички социални придобивки по начина, по който са раздавани.

Основната ми теза е, че в момента Европа страда симптоматично от безидейност за справяне с текущата ситуация. Ненапразно дадох за пример г-н Саркози. Точно неговото поведение е класически пример как една нереструктурирана социална система унищожават, а не създават обществено богатство. Друго е по-важно обаче: Доколко самото общество желае болезнените реформи? Във Франция изключително бързо набират популярност „левите“ политики. Само да припомня, че основни популистки идеи, с които т.нар. „ляв фронт“ придобива популярност сред избирателите, са увеличаване на минималната работна заплата от 1,400 на 1,700 евро, конфискация в полза на държавата на целия годишен доход над 360,000 евро, както и въвеждане на забрана за уволняване на наетите лица от рентабилните компании. Какво ще кажете, а? Какъв пакт за финансова стабилност, какви бюджетни ограничения?

Истината е, че Европа, за разлика от Америка, не успя да се възползва максимално от финансово-икономическата криза за истинските реформи. Всичко опря единствено до наливането на пари в банковата система и затягане на банковите регулации. Сметката отново бе платена от корпоративна Европа. Невъзможността на европейските лидери, изключваме Германия, да начертаят контурите на икономическия растеж докараха отново на сцената „популистките“ идеи. Точно в този случай ми звучат твърде актуално думите на Уилям Бъткер от 1916 г. „Не можеш да помогнеш на тези, които работят на заплата, като унищожаваш онези, които им я дават“.

Европа не успя да се възползва максимално от финансово-икономическата криза за истинските реформи.

Размерът на различните фондове за финансова стабилност вече не стряска финансовите пазари. Днес дори и децата в училище знаят с колко нули се изписва един трилион. Истинските реформи липсват. Решенията са спонтанни и целят единствено отлагане на проблемите във времето. Икономическият растеж е функция от свободния предприемаческия дух, а не от празнословието по икономическите и политически форуми. Всички изразходвани до момента от правителствата пари не стигат до реалния бизнес. Тяжното предназначение е да „стабилизируют“ финансовата система, но това без икономически ръст изглежда все едно да пълниш басейн с пясъчно дъно. Трябват ни свежи, истински свежи идеи. Или я по-добре да дойдат китайците!

УПРАВЛЕНИЕ НА МЕКОТО КАЦАНЕ НА ТУРСКАТА ИКОНОМИКА – ПО-ДОБРЕ КЪСНО, ОТКОЛКОТО НИКОГА

МЕХМЕТ ГЕРЗ, ATA ASSET MANAGEMENT

Мехмет Герз е главен експерт инвестиции в Ata Asset Management – водеща независима компания за управление на активи в Турция. Ata управлява турски взаимни фондове, инвестиращи в акции и в инструменти с фиксирана доходност, дискреционни портфейли, пенсионни фондове, както и местен хедж фонд, инвестиращ в чуждестранни активи.

Преди това г-н Герз работи за базирания в Ню Йорк хедж фонд Drake Capital като регионален директор, отговарящ за инвестициите в Турция, Средния Изток и Северна Африка и Евразия. Професионалният му опит включва още работа като завеждащ пазарни проучвания, стратег и анализатор в редица турски брокерски компании, вкл. Yapi Kredi и Bayindir, както и анализатор изкупуване в Sparx Asset Management.



Ръстът на турския БВП ще се забави до по-устойчивите 4% през 2012 г., слизайки от отчетените 8.5% през 2011 г. и 9.0% през 2010 г. Изглежда, водена от силно вътрешно потребление и частни инвестиции, Турция няма никакви проблеми с растежа. Проблемът е големият дефицит по текущата сметка (10% от БВП) – резултат от размера на вътрешните спестявания (13% от БВП), който не отговаря на инвестициите (23% от БВП). Вторият по-големина външен дефицит в света прави десетилетния успешен икономически пример на Турция податлив на потенциално задълбочаване на европейската икономическа криза. Такъв беше случаят по време на глобалната финансова криза преди четири години, когато ръстът на Турция спадна рязко до -4.8%, независимо здравата динамика на вътрешен растеж. Въпреки това годишният темп на нарастване на турския БВП между 2002 и 2011 г. отчете една здравословната средна стойност от 5.4%.

Въоръжено със силно вътрешно и международно доверие, турското правителство стана някак твърде уверено, като остави решаването на проблема с големия дефицит по текущата сметка в ръцете на Централната банка (CBRT). Приятелски настроеният към правителството мениджърски екип на банката даде всичко от себе си, като ръководеше методична, но все пак значителна девалвация на турската лира през 2011 г. В усилията си да нормализира вътрешното потребление банката наложи 25%-но ограничение на ръста на банковите кредити – намаляване от високата стойност от 40% през 2010 г.

И все пак, всички тези мерки се оказаха недостатъчни, тъй като цените на петрола продължиха да нарастват през 2012 г., въпреки лекото закрепване на икономическото възстановяване в световен мащаб. Сметката на Турция за внос на енергия през 2011 г. надхвърли 50 млрд. щ. долара, което се равнява на 2/3 от нейния рекордно висок дефицит по текущата сметка от 77 млрд. щ. долара.

Накрая, увереният в себе си и обикновено ориентиран към растежа министър-председател Ердоган беше убеден от по-умерения министър на икономиката Али Бабаджан, че е необходимо да се направи нещо по-фундаментално за намаляване на зависимостта от вноса и увеличаване на вътрешните спестявания. Първите политики в отговор на това бяха да се разкрие широк спектър от инвестиционни стимули, целящи заместване на вноса в области като минно дело,

химикали и военна електроника, които бяха причина за търговския дефицит.

Държавен принос към частната пенсионна система за подпомагане увеличаването на вътрешните спестявания

Второ и по-скорошно, правителството обяви мерки, които да подпомогнат подобряването на пословично ниското ниво на спестяване в Турция. Конкретните мерки включват: по-нисък данък за дългосрочните банкови депозити, за разлика от сегашната практика на плосък данък от 15% за всички падежи; нулев данък за взаимни фондове в акции (това са фондовете, при които минимум 75% от активите са инвестирани в листвани турски компании) срещу 10% данък за всички други взаимни фондове; и накрая, важния за всички принос на държавата към сравнително новата, но бързо растяща частна пенсионна система в Турция.

По същество, правителството ще започне да добавя към всяка вноска допълнителни 25% от нея, като максимумът на държавното участие е 25% от минималната работна заплата, която в момента е около 500 щ. долара на месец (след облагане с данъци: 400 щ. долара). Това означава, че правителството ще добави най-много 125 щ. долара на месец към частната пенсионна сметка на всеки един. С 2.8 млн. членове и 16 млрд. турски лири (9 млрд. щ. долара) активи под управление (1.2% от БВП на Турция, който е 772 млрд. щ. долара), 10-годишният сектор на частното пенсионно осигуряване приветства тази промяна с надеждата, че ръстът на активите под управление ще се ускори. Според силно вариращите изчисления размерът на пенсионния фонд за пет години ще достигне 50-90 млрд. турски лири (30-50 млрд. щ. долара).

Считаме тези прогнози за консервативни, ако ги сравняваме с други развиващи се икономики като Чили и Полша. Важна разлика в сравнението е, че частната пенсионна система на Турция е доброволна с точно определени вноски (т.нар. трети стълб в модела на Световната банка), докато повечето страни от Латинска Америка и Централна и Източна Европа приеха модела на Световната банка със задължителен втори стълб. По този начин повечето турци все още разчитат на държавната осигурителна система за социално осигуряване, която е типичен PAYGO план (вносяните сега осигуровки се използват за сегашните пенсионери) с точно определена издръжка.

Все пак, тъй като турският БВП на глава от населението вече надхвърля границата от 10,000 щ. долара, размерът на социалната пенсия ще се стори на увеличаващата се средна класа недостатъчен, за да поддържа стандарта си на живот след пенсиониране. Следователно по този начин средната класа ще увеличи участието си в доброволните частни пенсионни планове.

Ефекти на преливане на растежа на пенсионните фондове към турските капиталови пазари

Един експерт в областта твърдеше, че големият скок в частната пенсионна система ще се постигне, когато БВП на глава от населението надвиши 15,000 щ. долара – вероятно някъде между 2018 и 2020 г. Ние смятаме, че турските пенсионни фондове дотогава ще са достигнали точката, в която Полша е днес. С 15% от БВП турските пенсионни фондове имат потенциала да достигнат 180 млрд. щ. долара до 2020 г. със следните възможни благоприятни ефекти върху развитието на турските капиталови пазари:

- Едва 15% от турските частни пенсионни фондове са в местен капитал – за сравнение в Полша са 30%. При поддържане на постоянни 15% от капитала в местния пазар, проучване на Merrill Lynch прогнозира около 750 млн. щ. долара годишни притоци от турски частни пенсионни фондове в местен капитал. Приемайки примера на Полша за разумен пътеводител, смятаме, че такива притоци скоро може да достигнат 1.5 млрд. щ. долара годишно, което е повече от средната годишна стойност на чуждестранните инвестиции в турски капитали, възлизаща на 850 млн. щ. долара.
- Не успявайки да удържи на намалените си потребности от заеми, турската хазна предлага по-дългосрочни местни облигации – като 10-годишните – за да подкрепи формирането на кривата на доходността в Турция и по този начин да помогне на инвеститори и корпорации да използват по-добре дълговите пазари. След като съотношението държавен дълг към БВП в Турция миналата година падна до 39%, много под Маахстехтския критерий за ЕС от 60%, правителството вече не измества дълговите пазари (т.нар. crowding-out ефект), като по този начин позволява на корпоративния пазар на облигации да започне да расте. Облигации, емитирани от големите банки, предлагат допълнителна печалба от около 1.0% над доходността на държавните облигации, която в момента е 9.3%, докато небанкови корпоративни облигации предлагат спред, вариращ от 1.5% до 4.0%.
- Хазната също предлага полици с плаващи лихви и облигации, обвързани с нивото на инфлацията (т.нар. CPI-индексирани държавни облигации – обвързани с индекса на потребителските цени), които са от съществено значение за пенсионните фондове, чиято основна цел е да поддържат покупателната способност на участниците срещу инфлацията. Последните 10-годишни CPI-индексирани облигации излязоха на 3.5% годишна доходност над индекса на потребителските цени.

- Правителството планира да позволи на пенсионните фондове да инвестират в злато, недвижими имоти и SUKUK инструменти (ислямски облигации), подпомагайки разширяването на инвеститорската база на пенсионния фонд към по-консервативни слоеве на обществото.

Управлението на активи се нуждае от по-нататъшни реформи, за да допълни напредъка при пенсиите

Новите стимули за частно пенсионно осигуряване са в унисон с решимостта на турското правителство да подпомогне развитието на местните капиталови пазари и да превърне Истанбул в регионален финансов център. За тази цел данъчните закони се ревизират, така че правенето на бизнес по управление на активи в Турция да стане лесно като в Люксембург. Пакетът от реформи обаче не предлага никакви мерки за превръщането на управлението на активи в по-конкурентно. В момента големите банки доминират бизнеса чрез ограничаване на разпространението на ваимни фондове до себе си. В същия дух пенсионноосигурителните компании, повечето от които са собственост на големи банки, предоставят управлението на своите пенсионни фондове на сестринските си асет мениджмънт компании. Отчасти поради липсата на конкуренция, пенсионните фондове през 2011 г. плащаха високи такси за управление и разпространение, достигащи 3.7% от активите под управление.

Стимулите за частното пенсионно осигуряване са в унисон с подкрепата за развитието на местните капиталови пазари.

Една от критиките към пенсионната реформа е свързана с факта, че турската частна пенсионна система е доброволна, за разлика от задължителните пенсионни системи в страните от Централна и Източна Европа и Латинска Америка. И следователно може да не окаже желаното въздействие върху местния пазар на акции и корпоративни дългови инструменти. Макар и академично вярно, рязкото преобръщане в посока дереформиране на частната пенсионна система в страните от Централна и Източна Европа в резултат на глобалната криза се оказа в подкрепа на постепенните промени.

Например Полша намали вноските за пенсия от 7.3% до 2.3% от брутната заплата, отклонявайки 5% към социалното осигуряване, докато Унгария национализира цялата система на частните пенсионни фондове. Тези промени могат да разклатят доверието в частната пенсионна система и потенциално да нарушат растежа на местните пазари. Обратно, Турция избра да запази частната пенсионна система доброволна, но да стимулира включването чрез значително държавно участие.

КОМЕНТАР ОТ ГОСТ

КОРПОРАТИВНАТА СОЦИАЛНА ОТГОВОРНОСТ КАТО ИНВЕСТИЦИЯ ДЕСИСЛАВА ТОДОРОВА, CSR BULGARIA

Десислава Тодорова е главен редактор на първата медия за корпоративна социална отговорност CSR Media, съучредител е на първата мрежа за корпоративна социална отговорност CSR Bulgaria. Десислава е автор на множество статии за КСО. Завършила е Международни икономически отношения в УНСС. В момента е лектор по „КСО бизнес практики“ в магистърска програма „Корпоративна социална отговорност“ (Финансов мениджмънт) във ВУЗФ – първата магистратура в България с такава насоченост.



Корпоративната социална отговорност е сравнително ново явление в България, но със сигурност има на какво да се опре и да се развива у нас. Дори вече го прави успешно.

За тези, на които това словосъчетание звучи неправдоподобно и още по-малко биха го оценили като инвестиция, в следващите редове ще започна малко по-отдалече с цел да обясня съдържанието му и синергичен ефект, който стои зад тези думи.

Корпоративната социална отговорност (КСО) е част от бизнеса. Тя дори е начинът, по-който правим бизнес – с отговорност за всички заинтересовани лица – за нашите акционери, служители, доставчици, потребители, жители на общността, в която извършваме дейността си и пр. КСО е концепция, която компаниите доброволно внедряват в своите бизнес стратегии, така че да покажат своята дългосрочна ангажираност към устойчивото развитие на своя бизнес, обществото и околната среда. Те поемат ангажименти, надхвърлящи законовите изисквания, стремейки се да подобрят стандартите за качество, за социално развитие, опазване на околната среда и разбира се, стандарта на живот на своите служители.

Какво обаче би мотивирало компаниите да обърнат внимание на „социалното“, на „отговорността“, да увеличат ангажираността си, а както изглежда на пръв поглед – и разходите си? Фокусът на компаниите не е ли само и единствено печалбата и намаляването на разходите?

От една страна, мотивацията за това е зараждащата се нова конкурентна среда – изискванията на потребителите, натискът от страна на неправителствени организации и конкурентите, които вече са започнали да осъществяват КСО дейности. Но това е външната, „негативната“ мотивация. От друга страна е вътрешното желание за устойчив растеж, добър имидж в обществото и естествено – маркетинговият аспект от внедряването на корпоративната социална отговорност в стратегията на компанията. Именно този план показва разбирането за КСО като устойчива и дългосрочна инвестиция.

Днес е изключително важно да сме конкурентоспособни и да правим правилните инвестиции. Какво точно означава да инвестираме чрез КСО и къде точно инвестираме – в обществото, в служителите си или в развитието на компанията си? И за кого са ползите?

Ако искаме нашите дейности по КСО да имат икономически смисъл и за да реализират своя максимален синергичен ефект, те трябва да идват от „сърцето“ на бизнеса – да бъдат въткани в корпоративната мисия, култура и климат на организацията. Тенденциите са именно такива – от откъслечни дейности, които не могат да се идентифицират по нищо с дадената компания и нямат почти никакъв маркетингов ефект, освен вдигане на шум около дадено събитие,

компаниите все повече се ориентират към стратегическия подход при решенията за КСО активности. Това означава дейностите да са съобразени с бизнес целите, да са припознати като полезни от служителите, да имат връзка с продуктите и/или услугите, които компанията предлага.

Следвайки тези основни изисквания, съвсем логично идват и ползите – за обществото, служителите и други заинтересовани лица, за компанията и нейното развитие, за имиджа ѝ в обществото и сред акционери, инвеститори и конкуренти.

Конкретни ползи:

- По-отговорни и мотивирани служители, които се идентифицират с компанията и добрите дела, които тя прави за обществото, и се гордеят с това
- По-лоялни клиенти, които купуват продуктите, направени по-екологично, или подкрепят кауза, към която са съпричастни
- По-добри доставчици и партньори, с които има сключени дългосрочни win-win договори, отговарящи на изискванията за качество и екологосъобразност
- По-голяма публичност и то в положителните новини, а не в черната хроника
- По-конкурентни продукти/услуги, задоволяващи високите изисквания на днешните потребители
- Намаляване на разходите в следствие на оптимизирането и екологизирането на процесите на производство, мотивацията и ефективността на служителите, по-голямата отдаденост към фирмата и културата ѝ и по-малко отсъствия от работния процес
- Доверие в компанията от страна на обществото, защото е доказала, че мисли за своите потребители и им предлага качество на конкурентни цени
- По-силно позициониране на марката в съзнанието на потребителите
- По-добър корпоративен имидж и влияние
- По-лесен достъп до капитали, защото стойността на компанията се повишава

Монетата, разбира се, има и друга страна. Ползите от КСО не са пряко измерими, фирмите все още не отчитат разходите си за тази дейност, а възвръщаемостта от нея трудно може да бъде проследена и оценена. Тези ползи идват след повече усилия, стратегически насочени действия и преследване на цели.

Все пак, ефектът от този процес компенсира положените усилия. В крайна сметка компаниите винаги взимат повече, отколкото са дали. Но за да има какво да вземеш, първо трябва да дадеш.

РАЗМИСЛИ ЗА НАЙ-ДОБРИЯ ФОНД ЗА 1995 Г., НАСОЧЕН КЪМ РАЗВИВАЩИТЕ СЕ ПАЗАРИ

Стийв Ханке е американски икономист, специалист по международна икономика и монетарна политика, смятан за баща на валутните бордове. Той е професор по приложна икономика в университета Johns Hopkins в Балтимор и старши преподавател в института Cato във Вашингтон, САЩ.



Материалът за фонда на Стийв Ханке Toronto Trust Mutual Fund Argentina е публикуван в *MicroPal*

През 1995 г. дългата тъмна сянка на мексиканската валутна криза падна върху света на развиващите се пазари като зловещ таласъм, плашещ инвеститорите и пращащ много от специализираните мениджъри да препускат в далечните непознати ъгли на инвестиционния свят: Африка, Близкия Изток и Русия.

За някои обаче кризата в Мексико беше неочакван тласък напред. Само попитайте Стийв Ханке, професор по приложна икономика в Johns Hopkins University, колумнист във *Forbes*, съветник на аржентинския министър на икономиката, президент на най-добре представящия се за 1995 г. фонд, насочен към развиващи се пазари (Toronto Trust Mutual Fund Argentina), който нарасна с изумителните 79.25%.

Инвестиционната политика на Toronto Trust Argentina беше изложена в статията на проф. Ханке във *Forbes* през декември 1994 г., точно преди Мексиканската криза. Ханке посочи, че познаването на монетарната политика на една страна е решаващо за постигането на добър тайминг при инвестиране в развиващи се пазари. Ключът към това е разбирането на системата на обменния курс.

Има три типа обменни курсове – плаващ (floating), фиксиран (pegged) и система на валутен борд (в тази статия авторите наричат това fixed). Плаващият обменен курс, използван от САЩ и повечето основни валути, не се използва в развиващи се пазари, където и фиксираният, и валутният борд се прилагат, като последният преобладава. Валутният борд и плаващата система са механизми на свободния пазар, ограничаващи контрола на правителството върху валутата, докато фиксираният курс е инструмент за интервенция, постановяващ, че централната банка трябва да поддържа валутния курс, ликвидността и капиталовата сметка. Ханке посочва това като почти невъзможна задача и предупреждава инвеститорите да обръщат специално внимание на системите с фиксиран обменен курс.

Валутният борд до 1996 г. е използван само в малка част от страните: Аржентина, Литва, Естония и Хонг Конг. Проф. Ханке е участвал в създаването на

системата на валутен борд в Литва (април 1994 г.), Естония (юни 1992 г.) и най-изявено в Аржентина (април 1991 г.). В резултат аржентинското песо, напълно обезпечено от активи, деноминирани в щатски долари, е свободно конвертируемо в щатски долари при постоянен курс от едно песо към един долар. А Аржентина сега е част от единната зона на щатския долар.

Пазарите разглеждаха валутния борд на Аржентина като високорисков дори преди кризата в Мексико. Картината изглежда различно за базираната в Торонто Friedberg Mercantile Group, която управлява Toronto Trust Argentina и където Ханке тогава е вицепрезидент. Цялостното разбиране на Ханке за системата, придобито отвътре, предполага различен сценарий. Докато останалата част от пазара мисли Ханке и Friedberg за не напълно сериозни и свръх оптимистични, компанията започва своите

„Мексико беше най-доброто нещо, което се случи“, потвърждава проф. Ханке.

инвестиции.

Основното допускане на Friedberg е, че след като веднъж обменният курс е напълно фиксиран чрез валутен борд, лихвените проценти и тези на инфлацията в страна с валутен борд ще започнат да се приближават към онези в страната на валутата-котва. Инфлацията в Аржентина наистина падна, завършвайки през 1994 г. на нива малко над американските стойности. Лихвените проценти обаче бяха доста над тези в Съединените щати. Деноминираният в песо съкровищни бонове имаха доходност от около 10%, а 7-годишните книжа бяха с 16.75% доходност. По същото време сравнимите стойности в Съединените щати са съответно малко над 5 и 8%. Разликите могат да се появят по ред причини – за международните инвеститори общата цена на инвестиране в аржентински книжа е по-висока от тази в американски облигации и, вероятно по-важното, надеждността на Аржентина като длъжник е до известна степен по-ниска от тази на



Въпреки това, Ханке и Friedberg считат, че разликите в доходностите между САЩ и Аржентина са неоправдани и следователно, дълговите ценни книжа на Аржентина са много интересна перспектива.

Тогава мексиканското песо се обезцени и по-голяма част от останалия свят търси да ликвидира вложенията си в аржентинско песо. До март 1995 г. паническото продаване приближаваше връхна точка, а доходността на някои книжа стигна 46%. Всички по света продаваха, докато Friedberg купуваше. Докато светът виждаше колапс и катастрофа, Ханке видя по-голяма възможност – „останалата част от пазара го разбра погрешно”.

Защо се получи това почти единодушно погрешно схващане? Как е възможно опитни трейдъри и мениджъри от останалия свят да пропуснат тази възможност?

Ханке посочва като основна причина своя опит и този на Friedberg като трейдъри на валута. „Това ни дава по-добро разбиране за пазарите от това на много други играчи. В средата на 1995 г. никой не предвиди, че аржентинският фонд ще бъде начело на ранглистата в края на годината, но тази „аномалия“ беше предвидима. Просто изисква познаване на системата”, твърди Ханке.

Наистина, на 17 януари 1995 г. аржентинският финансов министър Кавайо нае Ханке за официален консултант, който да обясни на света как работи валутният борд. „Но слушаше ли някой наистина?”, пита професорът. Според Ханке международните играчи приеха оптимизма му с голяма доза съмнение. „Хората, с които говорих и които очевидно ме смятаха за малко ексцентричен, по-късно ми звъняха и казваха „ти си бил прав през цялото време”, но въпреки това не предприеха нищо”.

Развиващите се пазари, повече от развитите, изобилстват от мъгли и слухове. „Познавам Менем [аржентинския президент] от 1989 г. и знаех, че мъглите, че Кавайо ще бъде уволнен или ще напусне са глупости“, коментира професорът. За да подсилят този факт, Ханке и жена му Лилиан интервюират Менем за списание Forbes през септември 1995 г. Интервюто завършва с изказването на Менем, че Кавайо ще остане в правителството до 1999 г. Очевидно мениджърите на фондове не вярват на всичко, което четат в пресата.

„Хората изглежда не винаги обръщат внимание. Възприятието на пазарите беше тотално в разрез с реалността. Земя на фантазии”, продължава Ханке. Той също така е леко критичен към някои от по-неопитните играчи, най-вече от Лондон и Ню Йорк. „Те твърде много се влияят от аржентинците, които, имайки предвид склоността на Аржентина да се прострелва сама в крака, са станали доста песимистични.“ Поради собствените си знания за пазара Friedberg не се поддадоха на този негативен местен предрасъдък. В комплект с доста повърхностното разбиране на валутните пазари, особено на системата на валутен борд с постоянен лихвен процент, влиянието на този местен песимизъм държеше повечето големи чуждестранни играчи далеч от аржентинския дългов пазар.

Ханке отбелязва, че „сега повече хора осъзнават силните черти на Аржентина“. Това до известна степен подкрепя виждането на Ханке, че конкурентите през 1995 г. са били „твърде колебливи, твърде бавни и твърде реактивни. Познаването на системата ни помогна да предвидим развитията и да изберем правилния тайминг.“

През 1996 г. при намаляващи лихвени проценти в Аржентина, бързо нарастваща ликвидност, икономика с очакван реален ръст от 5% (според Ханке дори е възможно и повече) и възвръщащи се печалби, Friedberg обръща сериозен поглед към инвестициите в акции. Те вече държат 10% от портфейла на фонда в конвертируеми облигации и първите директни инвестиции в акции вероятно ще последват скоро.

Проф. Ханке повтаря многократно предимствата от познаването на валутните пазари. „Ако не разбираш валутната ситуация, може да бъдеш напердашен. По тази причина ще избереш грешно време за купуване/продаване и само ще реагираш на събитията, а няма да ги изпреварваш. Успяхме през 1995 г., защото предвидихме ситуацията. Мексико просто направи нещата по-добри.“

Според професора Friedberg са на първо място валутни специалисти, а след това експерти в избора на страни и алокация на портфейла. „Ако избереш правилно страната и знаеш колко да разпределиш в облигации и акции, подборът на отделни инструменти не винаги е толкова съществен. Очевидно, ако просто избереш зле представящите се, няма да стигнеш доникъде. Но ако избереш правилно валутата, тогава подборът на инструменти ще бъде по-малко важен.“

„В края на краищата, често победата означава да не бъдеш смазан от противоположните действия на конкурентите“, размишлява проф. Ханке, цитирайки дюка на Уелингтън.

ЕКСПЕРИМЕНТ С 2 МИЛИАРДА СРЕБЪРНИКА НИКОЛАЙ ВАСИЛЕВ, CFA

Идеите за по-изобретателни действия със Сребърния фонд се появяваха още в началото на мандата – уж по две благородни причини:

- Да се постигне по-висока доходност за тази доста голяма сума – натрупана най-вече при предните правителства
- Средствата да се ползват за стимулиране на българската икономика, вместо да „работят за чужди държави“

За неспециалистите тези аргументи звучат приятно и генерират подкрепа за предлаганите напоследък промени – да се инвестира голяма част от Сребърния фонд в български ДЦК, акции и облигации.

Според мен обаче причината за предложенията е друга, не толкова благородна: търсят се по-лесни начини за финансиране на натрупващите се всяка година бюджетни дефицити. Това ще е първото правителство от Виденов насам, което ще приключи всичките години от мандата си с дефицит, макар и по-малък от този на десетки други по-безотговорни и нереформирани държави.

Лесно ли се постига по-висока доходност? А рискът?

Широката публика лесно може да бъде убедена в следното:

- Българските банки дават 6% лихва по депозити, а швейцарските или германските – малко над нулата.
- Защо да финансираме Франция чрез френски ДЦК, като може да инвестираме в български?

Неслучайно обаче има голяма връзка между доходност и риск. Лихвите в Румъния закономерно са по-високи от тези в Австрия, защото и рискът да изгубим всичко е по-голям.

„Белите пари“ и „черните дни“ на едно семейство

Нацията е като едно голямо семейство – децата учат, родителите работят, възрастните получават пенсия. Независимо от размера на доходите си, всяка разумна фамилия се стреми да натрупа поне малко резерв – под формата на депозит, „буркан“ или злато и семейни бижута. Той се използва само в екстремни ситуации: бедствие, болест, срив в доходите, обучение на децата. Ако вместо да се пазят за „черни дни“, белите пари лекомислено се пропиляват за по-нов телевизор, по-модерен телефон и скъпи екскурзии, това ще постави под въпрос възможността семейството да излезе от евентуална кризисна ситуация без поражения.

Всички яйца в една кошница?

Да приемем, че работите за Кодак (фалира през 2012 г.). Разумно ли е да влагате всичките си спестявания в акциите на своя работодател? Ако фирмата банкрутира, ще загубите и работното си място, и спестяванията. Такива примери, описани в учебниците по финанси, доскоро ми звучаха абстрактно. Докато не научих, че двама мои състуденти от САЩ, постигнали цяла кариера в Lehman Brothers, останаха без работа след неочаквания ѝ фалит през 2008 г. и освен това са имали неблагоприятното да инвестират стотици хиляди долари в акции на същата банка.

Колкото и да са вярвали в успеха на компанията, трябвало е да спестяват другаде. Ако банката е успешна, тяхната кариера ще ги възнагради достатъчно. Защото ако се провали, получават горчивият урок за ползите от диверсификацията и за рисковете от слагането на всички яйца в една кошница.

Същото важи за Сребърния фонд

Бъдещето на българските пенсионери зависи в огромна степен от успеха на българската икономика. При инвестиции, растеж, работни места ще събираме повече данъци и осигуровки и ще има по-високи пенсии. А ако последват кризи и рецесии?

Ако и Сребърният фонд инвестира предимно в български книжа, пак слагаме яйцата в една кошница. Застигне ли ни нова криза, няма да имаме нито достатъчно бюджетни приходи (както е сега), нито печеливши ценни книжа (българската борса е надолу с 84%, а много корпоративни облигации „гръмнаха“).

Вижте Гърция. Ако и държавните, и частните пенсионни фондове, та и личните спестявания на хората там са предимно в гръцки книжа (ДЦК и акции), какво се случва с пенсионерите? Хем им намаляват държавните пенсии, хем им се изпаряват спестяванията. А ако ги удари и валутна криза с връщане на драхмата – честито!

Глобалният портфолио мениджмънт и познаването на местния пазар

Еднакво или различно трябва да се инвестират спестяванията на шведския и датския пенсионер?

Днес финансовите пазари са глобални и е лесно да инвестираш от Токио до Торонто. Съвременните финансови теории биха препоръчали и шведските, и датските, и бразилските пенсионни фондове да имат приблизително еднакви диверсифицирани портфейли. Абстрахирайки се от краткосрочните тактически прогнози за движенията на пазарите, в портфейла трябва да има разнообразни инструменти. Американските и европейските книжа ще са много повече от индонезийските, защото размерите на финансовите пазари са различни.

В този смисъл не би трябвало да има значение дали фондът е шведски или датски. В рамките на това разпределение книжата от Швеция и Дания ще бъдат под 1%. Същото се отнася и за българските фондове – теоретично правилното разпределение в български активи трябва да е минимално.

Какво се получава на практика?

В действителност не е така. Когато работех във Великобритания, частният пенсионен фонд, в който спестявах, беше към 40% инвестиран в британски книжа – а го управлява една от най-големите банки в света. Както и очаквах, липсата на диверсификация изигра лоша шега. Обезценката на британската валута през последните години доведе до отрицателна доходност в евро за моите пенсионни сметки.

Съществува т.нар. home bias или склонност на портфолио мениджърите да инвестират у дома повече, отколкото е логично. Има няколко обяснения – някои правилни, други не:

- По-ниски транзакционни разходи – по-лесно и евтино е да търгуваме на нашата борса, отколкото на австралийската
- По-добра информация за местните компании. Българските портфолио мениджъри по-добре познават успехите на Албена, Софарма или ПИБ, а за фалита на Кодак може да научат от световните медии, когато е вече късно
- Скъпо и невъзможно е малки фондове да поддържат стотици компетентни анализатори, владеещи много езици, и денонощно да следят хиляди компании и инструменти по света
- Съществуват и корпоративни обвързаности – „Нашият фонд ще инвестира в нашите свързани компании“

Рисковете за политиците

Животът често е несправедлив към добрите намерения на политиците. Ако имат късмет с движенията на пазарите, инвестират Сребърния фонд в български книжа и постигнат доходност от +20%, вероятно няма да получат особени благодарности. Ако обаче нямат този късмет и фондът загуби -20%, размерът на скандала би отнесъл министри, дори правителства.

Никакви експертни анализи, че инвестиционните решения са изглеждали логични, няма да помогнат. Това се случи в Гърция с кабинета на Караманлис преди няколко години. У нас преди 5 г. пак имаше предложения Сребърният фонд да инвестира в България. Ако тези мераци не бяха спрени, можеше да загубим дори милиард, знаейки какво се случи след 2008 г.

За политиците има и други рискове:

- Кой ще решава кой да управлява Сребърния фонд?
- Кой ще подбира ценните книжа?
- Кой ще избира в коя банка да се слагат депозитите?

Сребърният фонд (т.е. фискалният резерв) в ДЦК?

Интересно как ще се осчетоводи операция, в която парите на правителството (Сребърният фонд е част от фискалния резерв) се инвестират в ДЦК. Това е като да даваш заем на самия себе си. Ако дадеш всичките си спестявания на себе си, за да ги изхарчиш, реално вече нямаш спестявания. Идеята, че си „инвестирал“ във финансов инструмент, издаден от самия теб, няма да ти помогне, когато трябва да плащаш сметки. Какво мисли по въпроса Евростат?

Идеята толкова трудно натрупаните пари в Сребърния фонд да финансират дефицитите в бюджета е поне толкова вредна, колкото национализацията на частните пенсионни фондове. В Унгария национализираха към 10 млрд. евро, за една година ги „изядоха“ и неотдавна пак за малко да фалират.

Изводи и препоръки

1. Никакви експерименти със Сребърния фонд.
2. Проблемът е защо изобщо има бюджетни дефицити. Ако бяхме на излишък, такава дискуссия нямаше да има.
3. Недопустимо е фискалният резерв да пада до критични нива. Той трябва спешно да бъде попълнен чрез повече бюджетни приходи и по-малко разходи, приходи от приватизации и концесии, а ако трябва – нови външни заеми.

БЕЗСМИСЛЕНТО ПРЕСЕЛЕНИЕ НА АДМИНИСТРАЦИЯТА НИКОЛАЙ ВАСИЛЕВ, CFA

Материалът е публикуван във в. Преса през май 2012 г.

Идеята за преместване на агенции и части от министерства от столицата към други градове макар не съвсем нова, е авангардна и смела. Трябва да признаем пиарския усет на управляващите. Посланието, че в няколко избрани града ще отидат значими административни централни, ще бъде прието много положително от местната общественост. Градовете са подбрани удачно. Ако обаче всичко това изобщо се реализира, в което се съмнявам.

Има много въпроси и рискове

1. Кога ще се случи преместването?

Ако намеренията са сериозни, промените трябва да се извършат веднага, а не след 1-4-5 години. В противен случай администрацията ще се окопае в глуха отбрана и ще саботира процеса. Терминът „нужен е функционален анализ“ на чиновнически език означава, че не искаме промени и ще ги протакаме докрай. Ще наближат избори и темата ще се отложи и забрави.

2. Преместването не е нито безплатно, нито лесно

През 2005 г. бяха създадени две нови министерства. За да се намерят сгради, да се назначат екипи и те да заработят, бяха нужни много месеци и немалко средства. Дори да има във Велико Търново сграда, подходяща за НАП, милиони ще отидат за транспорт, ремонти и т.н. Този разход ли е най-приоритетен за държавата? А някой мислил ли е колко месеца и години ще трае подготовката и изпълнението? За да се преместите в ново жилище, ви трябва може би седмици да сортирате багажа. А цялата сграда на НАП? Кой ще събира данъците в този преходен период? Бъркотията и забавянето на работата са гарантирани.

3. Какво става със служителите?

От една страна, ако досегашните служители на съответните ведомства се преместят със семействата си в другия град (малко вероятно), аргументът за нови работни места там отпада. Ако пък не се преместят, ще бъдат ли съкратени и на какво основание? Или ще бъдат преместени в други администрации в София, което ще раздуе бройките, вместо да има оптимизация? Има служители, работили дълги години в системата на министерства и агенции в София. Какво ще стане с техния опит, институционална памет, с инвестициите в тяхното професионално обучение? Сигурен съм, че в Русе има много квалифицирани вишисти, които ще се справят с работата в митниците. Но колко време и средства ще са нужни, за да „да влязат в час“ новите? Хората не са работи. Не мислете, че просто щракваме с пръсти и ново суперефективно Министерство на земеделието заработва в Пловдив.

4. Това ли е най-важното за другите градове?

Посланието „туризмът се управлява от Пловдив“ вероятно ще е много популярно в града на тепетата. Но едва ли там са опрели до 40-те работни места от тази дирекция, от които поне някаква част ще е за досегашни служители, приходящи от София. За интелектуалното развитие и гордостта на Русе и Пловдив може би беше по-добре да не се планира закриване на филхармонии и опери. Не е ли по-удачно да се водят политики за стимулиране на производството, износа, туризма, които да създадат не 40, а 4 хиляди или 40 хиляди нови работни места? Унгарският град Кечкемет не е получил министерство, а нов завод на Мерцедес за 800 милиона евро. Преценете кое е по-важно.

5. Практично ли е разпокъсването на ведомствата?

И трите министерства, които съм ръководил, са били разделени в по две сгради. Макар и на разстояние от няколко минути пеш, това разпокъсване затруднява комуникацията и ефективността на работа. Контролът също страда. Сега части от министерства ще бъдат в друг град – те ще са откъснати от епицентъра на събитията и животът там ще тече доста по-бавно. Броят на командировките между двете части на едно ведомство ще нарастне.

6. Кое е удачно за бизнеса?

Силно се съмнявам, че за туристическите фирми от Варна до Сандански или пък за селскостопанските производители от Видин до Силистра ще има някаква полза да ходят до съответните министерства не в София, а в Пловдив. Ако имат работа в две администрации, ще се наложи да се разходят до два града и вместо да намалее трафикът, ще задръстят автомагистрала Тракия, както и Цариградските шосета – и софийското, и пловдивското. За добро или лошо, голяма част от бизнеса и особено централите на големите компании са разположени в столицата. Това всъщност са едни от най-големите работодатели и данъкоплатци в държавата. Досега министерствата и агенциите им бяха под ръка, а сега?

Моята прогноза

Както стана с много други предложения през последните години, ще изиграем още едно „танго“ – две напред и много назад. Ще обсъждаме, анализираме и планираме. Накрая мандатът ще завърши без нито една запомняща се реформа – пенсионна, здравна, образователна. Министерствата ще отидат далеч от жълтите павета точно толкова, колкото столична община и министерството на земеделието си разменят сградите вече няколко години. Следващият кабинет снизходително ще забрави намеренията за преместване.

Какво друго не се случва в администрацията?

- Не знаем колко са съкращенията, но са недостатъчни
- Обученията ще доближат ли 225-те хиляди от предния мандат?
- Никой не изпълнява закона за транслитерацията
- Не се изпълнява законовото изискване да се назначават хора с увреждания
- Къде е инспекторатът в държавната администрация?

Препоръката ми е да се насочим към други приоритети

След като се изконсумира пиарският ефект в избраните градове, ще дойде отрезвяването. Ще се разбере, че никой в самата администрация не е очарован от новите предложения. Сигурно и министърът на земеделието не би искал да е самотен в друг град – това в колко държави по света го има? Ще се изчисли, че ползите от промяната са малки, а вредите много повече. Не би ли било далеч по-добре усилията и средствата да се насочат към изграждане на електронни услуги за гражданите и бизнеса? Тогава наистина няма да има значение дали от другата страна на интернет връзката е София, Варна или Пловдив. Много по-важно за държавата би било да се реформират системите в публичния сектор, както и да расте икономиката. Тогава частният сектор ще създаде повече и по-атрактивни работни места и в Бургас, и във Велико Търново.

СРАМНОТО ТАНГО С АЕЦ БЕЛЕНЕ: 1981-2012-20XX НИКОЛАЙ ВАСИЛЕВ, CFA

Думата танго подходящо описва (без)действията през последните години – управляващите правят крачки напред и повече назад. Специално по темата АЕЦ Белене тангото продължава вече 31 години и може още да не е свършило. Смятам, че независимо дали е изгодно или не да се строи тази мощност, България изигра възможно най-лошия танц:

- Два пъти се взема решение за строеж и два пъти се анулира
- Инвестирани са милиарди и преди 1989 г., и през последните 10 години, както и в момента...
- ... но АЕЦ накрая пак няма!
- Държавата демонстрира хронична неспособност да взема правилни и навременни управленски решения, както и да управлява големи проекти

Бил съм прекалено млад през 1981 г., за да помня дали решението за втора АЕЦ е имало нещо общо с 1300-годишнината на България. Мисля си обаче, че ако Хан Аспарух се беше мотал по брега на Дунава както ние с моста Видин – Калафат, ВЕЦ Никопол – Турну Мъгуреле и АЕЦ Белене, нямаше да създаде държава, оцеляла до днес. Китайците пък явно не са се мотали нито със строежа на Великата китайска стена, нито сега със строежа на много нови централи всяка година.

Общественото мнение по-скоро подкрепя ядрената енергетика

Тук няма да коментирам темата за или против ядрената енергетика по принцип. Ясно е, че след Фукушима Япония и Германия сменят курса. В България протестите доведоха до спиране на втората АЕЦ след 1990 г. (в Белене смятат, че ревността на съседите от Свищов е част от причините), но никой не е против АЕЦ Козлодуй.

Какво не изяснихме до 2009 г.?

Сегашните управляващи са прави, че за близо два мандата техните предшественици не се справиха с основните параметри на проекта:

- Кой ще е акционер? Все пак до 2009 г. беше привлечена RWE.
- Колко в крайна сметка ще струва АЕЦ Белене? Цифрите са някъде между нула и безкрайност.
- Колко ще струва произведеният ток и изгодно ли е това?

Но не го направихме и след 2009 г.

С нищо последните 3 години не подобриха картината. Нямаме никакви нови отговори на тези решаващи въпроси.

Защо изгонихме RWE?

Непремерените послания към чуждите инвеститори – особено в енергетиката – доведоха до отлив на половината чужди компании в бранша, вкл. германската RWE. Едно е в Белене да участва и тази голяма европейска фирма със своите капитали, опит и лоби, друго е проектът да е чисто руски в стил „троянски кон в Европа“. Отиде си и германската E.ON от ЕРП в Североизточна България.

Как се държахме с Русия?

Ясно е, че Русия не ни е партньор в НАТО и ЕС. Това обаче не означава, че неравноделното танго е подходящият танц с този важен за нашата енергетика доставчик. Някой помни ли колко пъти се отлагаше срокът за вземане на решение за „след 3 месеца“? Не станахме ли за смях в международната преса, че не знаем какво искаме и нямаме нито компетентност, нито смелост да вземем решение? А кой ще носи отговорност за изхарчените нови стотици милиони през този мандат? И защо ги изхарчихме?

Колко време чакахме доклада на HSBC?

Никой не поставя под съмнение професионализма на тази водеща световна банка. Правят впечатление обаче две неща. Първо, постоянно се казваше, че докладът ще е готов „след 3 месеца“, като изготвянето му отне години. Второ, накрая се взе политическо решение да се спре проектът, без да е готов окончателният доклад. Да се надяваме, че поне черновите са били прочетени. Макар няколкото милиона, платени за този анализ, да са нищо на фона на общите прарасани милиарди, те са също част от харченето, без накрая да има реализиран проект.

Белене може да стане и космическа площадка

След решението да се спре проектът АЕЦ Белене, управляващите предприеха типичните за последните години медийни ходове, за да се заблуди публиката:

- Идеята за преместване на реактора в нов 7-ми блок на АЕЦ Козлодуй считам по-скоро за PR упражнение, отколкото за обосновано техническо и икономическо решение. След колко управленски мандата ще имаме работещ 7-ми блок с този реактор?
- Това в още по-голяма степен се отнася до идеята за газова централа на площадката в Белене. До нея няма нито газопровод, нито друга инфраструктура – нали това беше една от причините за отказ от втория АЕЦ? Нямам усещане, че изобщо някой смята да строи там газова централа.

- Със същия успех не бих се учудил, ако някой предложи в Белене да строим площадка за космически совалки. Ще звучи добре в новините довечера...

Това ли е краят на АЕЦ Белене?

Не съм сигурен. Уж решението е окончателно, както беше и преди 20 години. Но напълно е възможно едно ново правителство да опита да рестартира проекта. Ако е изцяло с частно финансиране – целесъобразността ще зависи от конкретната математика. Ако е с държавно, това може да събори финансите на страната.

Все пак – как трябваше да постъпим с АЕЦ Белене?

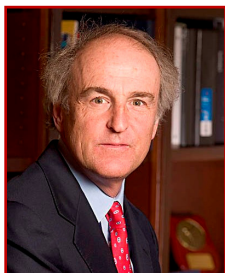
С уговорката, че като член на предишните два кабинета не съм отговарял за енергетиката, мнението ми за проекта не се е променяло:

1. Държавата не трябва(ше) да харчи пари от бюджета или от държавните фирми за АЕЦ Белене.

2. Трябва(ше) да се обяви международен конкурс за строеж на проекта от водещи световни (не само руски) компании, като не държавата, а чуждата компания е мажоритарен собственик и инвеститор. Не виждам причини проектът да е държавен.
3. Държавата не трябва(ше) да поема ангажменти за изкупуване на тока. Нека това да е част от риска на новия инвеститор. Ако иска, да инвестира. Ако не – да не се явява на конкурса.

Така ако има(ше) участници, за България ще(ше да) има много ползи и никакви нови рискове. Ако няма инвеститори – няма Белене. Отделно, всички съображения за безопасност в стил Фукушима се подразбират от само себе си.

ПОЛ КИМБЪЛ Е НОВИЯТ ПАРТНЬОР В ЕКСПАТ КАПИТАЛ



От март 2012 г. Пол Кимбъл е част от екипа на Expat Capital като партньор и член на Съвета на директорите. Включването му в мениджърския екип е свързано с придобиването на 14.94% от дружеството.

Пол Кимбъл е американски гражданин и има дълга и успешна кариера в инвестиционното банкиране. Той е прекарал 23 години в Morgan Stanley, издигайки се до мениджърски позиции сред топ 10 в банката, като глобален директор за отношенията с клиенти, глобален директор за търговията с чуждестранна валута и член на фирмения Комитет по риска. Г-н Кимбъл е бил член и председател на Нюйоркския комитет за валутна търговия – група, създадена от банковата индустрия, която съветва Federal Reserve Bank на Ню Йорк по важни въпроси, свързани с валутните пазари. Той е бил в бордовете на различни организации от системна важност, като например Чикагската стокова борса. Г-н Кимбъл е и първият председател на FXall – най-голямата в света платформа за валутна търговия. През 2006 г. той основава Sagebrush Capital – инвестиционна компания, фокусирана върху дялови инвестиции и управление на портфейли. В момента живее в Джаксън, щата Уайоминг. Г-н Кимбъл има магистърска степен по бизнес администрация от Университета на Чикаго, бакалавърска степен от Университета в Нотр Дам и бакалавърска степен по икономически науки от Католическия университет в Льовен, Белгия.

ЕКСПАТ БЕТА АДСИЦ ВЛЕЗЕ В ИНДЕКСА BGREIT

От март 2012 г. Експат Бета АДСИЦ влезе в индекса BGREIT като шестия най-голям сред активно търгуваните на борсата фондове. Експат Бета е със 100% свободни за търгуване акции (free float). Парите на фонда са изцяло вложени в различни инвестиционни проекти, като приблизителната пазарна оценка на портфейла към момента е над 7 млн. евро.

В допълнение, от март т.г. поради реализираните голям обем и оборот на търгуване на акции на фонда емисията попада в основния сегмент на Българска фондова борса – София.

Шеста сделка за Експат Бета АДСИЦ

До момента Експат Бета АДСИЦ имаше 5 инвестиционни проекта. На 28 март 2012 г. фондът реализира шеста сделка – закупи 16 урегулirани поземлени имота в жилищен комплекс „Св. Стефан“, гр. Баня, с обща площ 21,814 м² и право на строеж върху друг имот в комплекса на еднофамилна къща със застроена площ 97 м².

Имотите бяха придобити на цена 3.25 евро на м² (или общо 71,121 евро / 139,100 лева), което е атрактивно за Експат Бета АДСИЦ и в унисон с политиката за закупуване на висококачествени подценени активи. В тази сделка предишният собственик има опция за обратно изкупуване за срок от 2 години с фиксирано оскъпяване.

Инвестиционни проекти на Експат Бета АДСИЦ до момента

	1. КАМЧИЯ	2. ЦАРЕВО	3. ВАРНА	4. БАНЯ	5. СОФИЯ	6. БАНЯ
Сключена сделка	2009 г.	Окт. 2010 г.	Февр. 2011 г.	Юни 2011 г.	Юли 2011 г.	Март 2012 г.
Локация	К.к. Камчия, обл. Варна	Царево, обл. Бургас – първа линия в града с поглед към морето	Кв. Винаца, гр. Варна	Гр. Баня, затворен жилищен комплекс "Св. Стефан"	Гр. София, кв. Лагера	Гр. Баня, затворен жилищен комплекс "Св. Стефан"
Описание	Регулирано за проектиране и строителство	4-етажна сграда с 9 апартамента – завършени и в експлоатация	3-етажна къща с дворно място	5 УПИ	3-стаен апартамент	16 УПИ и право на строеж върху друг имот
Площ	3 парцела, общо 140,099 м ²	Парцел – 284 м ² РЗП на сградата – 826 м ²	Парцел – 390 м ² ; РЗП на сградата – 640 м ²	5,079 м ²	123 м ² , плюс 16.5 м ² мазе	21,814 м ² имоти и право на строеж върху друг имот на площ 97 м ²
Цена	BGN 4,711,913 (EUR 17 на м ²)	BGN 300,000 (EUR 186 на м ² ; земя – безплатна)	BGN 300,000 (EUR 240 на м ² ; земя – безплатна)	BGN 298,010/ EUR 152,370 (EUR 30 на м ²)	BGN 50,852/ EUR 26,000 (EUR 211 на м ²)	BGN 139,100/ EUR 71,121 (EUR 3.25 на м ²)
Текуща употреба	Урегулirани поземлени имоти	Ваканционни апартаменти с разрешение за ползване	Жилищна сграда с разрешение за ползване	Урегулirани поземлени имоти	Апартамент с разрешение за ползване	Урегулirани поземлени имоти
Прибл. оценка към момента	Над EUR 5,000,000	EUR 550,000	EUR 500,000	EUR 300,000	EUR 80,000	Над EUR 95,000

ЕКИПЪТ НА ЕКСПАТ КОМПАС

Автори:

Николай Василев, CFA
Управляващ партньор, Експат Капитал

Гостуващи автори:

Десислава Николова, ИПИ
Бисер Манолов
Мехмет Герз, Ata Asset Management
Десислава Тодорова, CSR Bulgaria

EXPAT CAPITAL

София 1000, България
Ул. Георги С. Раковски 96А
E-mail: compass@expat.bg
Тел.: +359 2 980 1881
Факс: +359 2 980 7472
Web: www.expats.bg

Редакции и преводи:

Наталия Димитрова, Мениджър ПР и реклама, Експат Капитал
Мария Панайотова, Главен финансов анализатор, Експат Капитал
Виктория Рангелова, Административен асистент, Експат Капитал
Евелина Баронова, Стажант, Експат Капитал

Дизайн:

Наталия Димитрова, Мениджър ПР и реклама, Експат Капитал

Икономическа информация:

Надежда Гогова, Външен експерт

ОГРАНИЧЕНИЕ НА ОТГОВОРНОСТТА

Този документ („Документът“) е изготвен от Експат Капитал и контролираните от нея компании. Документът има само информационна цел и не може да бъде тълкуван като оферта или покана за сделка за продажба или покупка на финансови инструменти и/или професионален съвет, свързан с инвестиционно решение. Документът се разпространява по e-mail и никоя част от него не може да бъде разпространявана, репродуцирана, представяна или публикувана без посочване на източника. Информацията, мненията, оценките и прогнозите, включени в документа, са изготвени на базата на източници, които се считат за достоверни от Експат Капитал. Но Експат Капитал не поема никаква изрична или подразбираща се гаранция и отговорност за това съдържание и не поема обезщетения към получателите или трети страни по отношение на прецизността, пълнотата и/или коректността на информация, включена в документа.