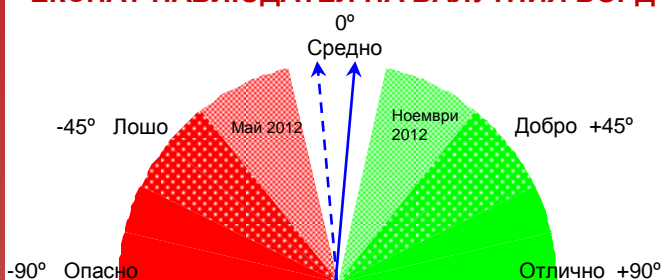


# expat compass

22 ноември 2012 г.

## ЕКСПАТ НАБЛЮДАТЕЛ НА ВАЛУТНИЯ БОРД



### ПЕРСПЕКТИВА: СТАБИЛНА

Не се тревожим за валутния борд и не виждаме непосредствена опасност от девалвация. В сравнение с миналия брой има някои подобрения в областта на бюджета (стр. 2).

## ГОСТ КОМЕНТАРИ

**НИКОЛАЙ ВЪЛКАНОВ, ИПИ:**  
МИТЪТ ЗА „ОНОВА ВРЕМЕ“  
Стр. 12

**ВЛАДИМИР КАРОЛЕВ:**  
ГЛАДЪТ НА СОЦИАЛНО СЛАБИТЕ  
Стр. 14

**СЕБАСТИАН НЪОТЛИКС:**  
ПРАВИТЕЛСТВОТО УНИЩОЖАВА ИНВЕСТИЦИИТЕ  
ВЪВ ВЪЗОбНОВЯЕМА ЕНЕРГИЯ  
Page 15

## СТАТИИ

**НИКОЛА ЯНКОВ:**  
ЕДНА ПО-РАЗЛИЧНА ГЛЕДНА ТОЧКА ЗА ДАНЪКА  
ВЪРХУ ЛИХВИТЕ  
Стр. 17

**МАРИЯ ПАНАЙОТОВА:**  
ИНВЕСТИЦИОННИ ВЪЗМОЖНОСТИ НА  
БЪЛГАРСКИЯ КАПИТАЛОВ ПАЗАР  
Стр. 20

**НИКОЛАЙ ВАСИЛЕВ:**  
ТУКА ИМА, ТУКА НЯМА... ДАНЪК ВЪРХУ ЛИХВИТЕ  
ОТ ДЕПОЗИТИ  
Стр. 23

**ОТКЪДЕ ЩЕ ДОЙДЕ РАСТЕЖЪТ?**  
Стр. 24

**ПРИКАЗКА ЗА РЕФЕРЕНДУМА**  
Стр. 26

## РЕДАКЦИОНЕН КОМЕНТАР

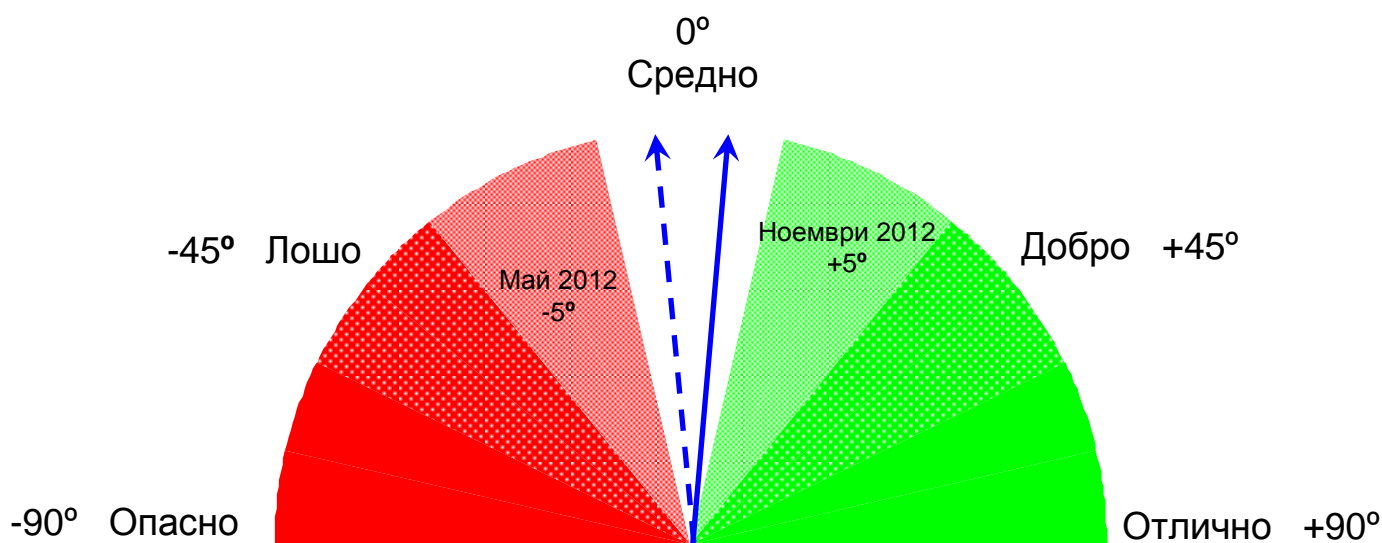
Повишаваме оценката си заради подобреното макроикономическо състояние на България през последните месеци:

1. **Бюджетът** отбеляза **излишък** от 248 млн. лв. за януари-септември 2012 г. Отлично, сравнено с други страни.
2. Новата емисия **еврооблигации** донесе 950 млн. евро с ниска доходност от 4.436%. В последвалата търговия доходността падна до около 3% – впечатляващо, сравнено с Италия.
3. В резултат от еврооблигацията **фискалният резерв** се покачи до над 7 млрд. лв. (към септември). Много по-добре отпреди, въпреки че се очаква отново да падне заради:
  - очакваните прекомерни разходи преди края на годината
  - погасяване на старите еврооблигации в началото на 2013 г.
4. Правителството временно или за постоянно забрави намерението си да *изхарчи* голяма част от **Сребърния фонд** за купуване на държавни ценни книжа. Обърнете внимание, че умишлено казваме *изхарчи*, а не *инвестира*.

Въпреки това има и отрицателни развития в икономическата политика:

1. За пръв път в България от 2013 г. се въвежда **10% данък върху лихвите от банкови депозити**. Не одобряваме тази мярка (виж статиите на стр. 17 и 23). Надяваме се, че няма да има още нови данъци върху капиталовите печалби и други сходни доходи.
2. Има устни предложения за промени във втория стълб на пенсионната система в ущърб на **частните пенсионни фондове**. Няма опасност (все още).
3. **Секторът за възобновяема енергия** (главно слънчева) изненадващо отново беше „ударен“ с 40%-на такса (данък) върху приходите. Това може да убие целия сектор. Решението обаче може да не е окончателно, тъй като противопоставянето срещу него е силно.

## ПЕРСПЕКТИВА: СТАБИЛНА



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

**Не се тревожим за валутния борд и не виждаме непосредствена опасност от девалвация. Все пак обезпокоителни са липсата на икономически растеж и странните промени в икономическата политика на страната.**

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.

*Става все по-трудно да се нанасят всички стрелки и дати на графиката. Затова прилагаме и таблица с историческите данни. Мерната единица е ъглови 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).*

Дата	Данни от Компаса (ъглови 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
Ноем. 2012	+5°	+10°	Успешни еврооблигации; добър бюджет; Сребърният фонд е забравен

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
<b>I. Политически въпроси</b>			
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
<b>II. Бюджет и дълг</b>			
4. Бюджетен баланс	-/+	<span style="border: 1px solid green; border-radius: 50%; padding: 2px;">+</span>	Излишък от нач. на год. досега
5. Бюджетни разходи	+++	<span style="border: 1px solid red; border-radius: 50%; padding: 2px;">+</span>	Сред най-ниските в ЕС, покачв.
6. Държавен дълг	++	++	Много нисък, растящ
7. Чуждестранни задължения на частния сектор	--	--	Високи, намаляващи
8. Фискален резерв	-	<span style="border: 1px solid green; border-radius: 50%; padding: 2px;">-/+</span>	Покачва се напоследък
<b>III. Въпроси, свързани с икономическия цикъл</b>			
9. Растеж на БВП	-	-	Малко над нулата
10. Инфлация	++	<span style="border: 1px solid red; border-radius: 50%; padding: 2px;">+</span>	Умерена, покачваща се
11. Безработица	--	--	Средна, покачваща се
12. Здраве/стабилност на банковата система	+	+	Средно
<b>IV. Външни баланси</b>			
13. Дефицит по текущата сметка, търговски дефицит	-	-	Отново отрицателен
14. Преки чуждестранни инвестиции	--	<span style="border: 1px solid green; border-radius: 50%; padding: 2px;">-</span>	Под средното, покачващи се
15. Приходи от международен туризъм	++	++	Умерени
16. Валутни резерви	++	++	Високи

Легенда:  Добро  Лошо

#### Този път добри бюджетни новини:

- Бюджетът** излезе на **излишък** от 248 млн. лв. (+0.3% от годишния БВП) за периода януари-септември 2012 г. Отлично. Ако вземем под внимание само икономическите съображения, годината даже може да завърши с излишък. Въпреки това в края на годината правителствата обикновено харчат големи суми, които трудно могат да се изчислят. Затова понижаваме нашата прогноза за бюджетния дефицит за 2012 г. от -2% на -1.2%. Положителна изненада (т.е. по-нисък дефицит, разбира се) е възможна.
- Фискалният резерв** се покачи с над 2.5 млрд. лв. и достига над 7 млрд. лв. през септември. Повечето от новопостъпилите средства са от новата емисия еврооблигации, която донесе 950 млн. евро. В началото на 2013 г. обаче 2 млрд. лв. ще бъдат използвани за погасяване на старите еврооблигации. След това очакваме фискалният резерв отново да падне до 4-5 млрд. лв. Трябва да наблюдаваме новините за типичните декемврийски разходи, например Коледни бонуси за пенсионерите, трансфери към общините. Тези допълнителни разходи могат да достигнат 1 млрд. лв. – сума, която не е за пренебрегване.
- Преките чуждестранни инвестиции** се покачват от много ниските си нива. Очакваме 2.5 млрд. евро през 2012 г. в сравнение с 1.7 млрд. евро през 2011 г.

#### По-високите разходи се дължат на предстоящите избори през 2013 г.

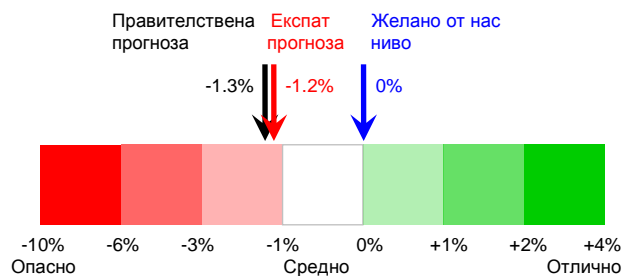
Традиционно предпочитаме бюджетните разходи като % от БВП да бъдат по-ниски. По-ниски разходи означават по-динамичен частен сектор и по-ниска данъчна тежест и стимулират правителството да направи дълбоки реформи в публичния сектор – случаят в България не е такъв. В Бюджет 2013 за заложените разходи от 38.8% от БВП – сравнително ниски по европейските стандарти (нека не признаваме това твърде шумно ☺), но по-високи в сравнение с повечето години след 2005 г.

#### Подобряваме оценката на нашия Експат наблюдател на валутния борд от рекордно ниското ниво от -5° до +5°

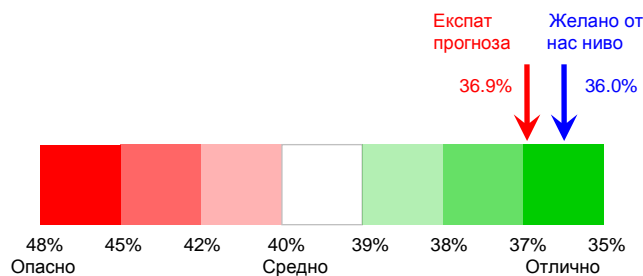
Каква е разликата със ситуацията отпреди 2 години, когато оценката беше подобна?

- Бюджетът и текущата сметка са в по-добра форма
- Въпреки това липсват реформи и фискалният резерв и банковата система са в по-лошо състояние
- Пропиляни бяха години без съществени подобрения в пенсионната система и здравеопазването. Резултатите от икономическата политика са смесени

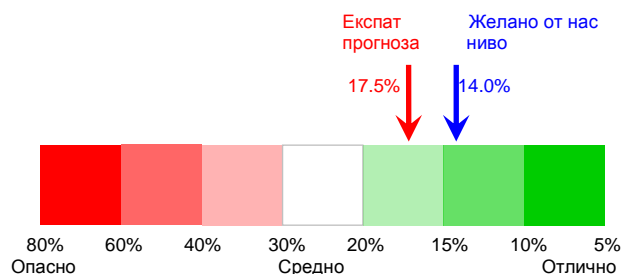
## I) Бюджетен излишък/дефицит, % БВП, 2012



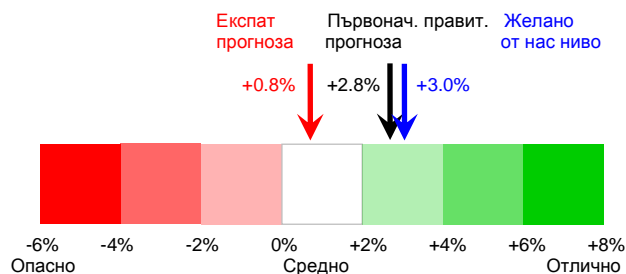
## II) Публични разходи, % БВП, 2012



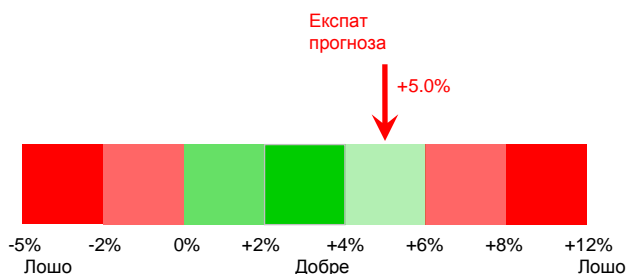
## III) Държавен дълг, % БВП, 2012, в края на год.



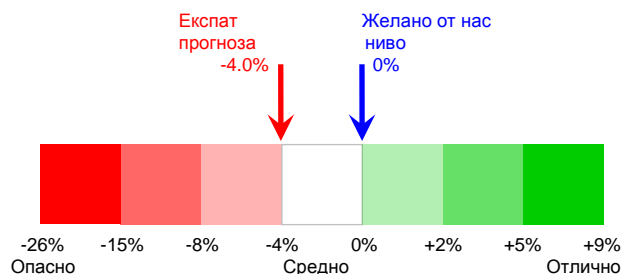
## IV) Реален ръст на БВП, %, 2012



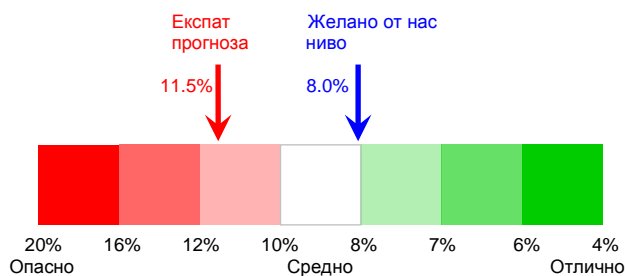
## V) Инфлация, %, 2012, в края на год.



## VI) Дефицит по текущата сметка, % БВП, 2012



## VII) Безработица, %, 2012, в края на год.\*



\* Променената методология доведе до по-ниски стойности на отчетената безработица

## БЮДЖЕТ 2013 – СМЕСЕНА КАРТИНА

Бюджет 2013 е последният за този мандат преди изборите. Нека коментираме някои от най-важните параметри в него.

### 1. Бюджетен дефицит – нисък [+], но все пак дефицит [-]

Планираният дефицит е -1.3% от БВП. От положителна страна той в никакъв случай не е много голям, особено сравнено с останалата част от света. И е напълно в рамките на лимита на ЕС от до -3% и на българския лимит до -2%. Няма опасност за задлъжнялостта на страната в обозримо бъдеще – ниска по всички стандарти – към 15-18% от БВП (в зависимост от начина, по който смятаме старите и новите еврооблигации). От негативна страна, обаче:

- Не сме впечатлени, че страната има дефицит във всяка от годините 2009-2013 г., бил той малък до среден. И това след десетилетие, в което три правителства имаха балансиран бюджет (1997-2003 г.) или много големи излишъци (до 2008 г.). Бюджетните дефицити се превръщат в навик с последици, добре познати от Вашингтон през Атина чак до Токио. Да припомним, че подкрепяме политиката на балансиран бюджет.
- Цифрите в Бюджет 2013 изглеждат твърде оптимистични. Ръстът от 1.9% може да не бъде достигнат, а планираните приходи изглеждат прекалено високи.
- В средата на 2013 г. се очакват парламентарни избори. Обикновено всяко отиващо си правителство има нагласата да харчи много преди избори, което води до трудно четвърто тримесечие веднага след сформирването на ново правителство. Затова се опасяваме, че дефицитът за 2013 г. ще е по-голям от предвиденото – около -2.0%.

### 2. Държавни разходи – нарастващи [-]

Със своите 32 млрд. лв. разходи това ще е най-големият бюджет в историята на страната. Макар че всички сектори смятат, че заслужават по-голямо финансиране, не бихме нарекли ситуацията в момента „строги икономии“. С ниво от 38.8% от БВП държавните разходи през 2013 г. ще бъдат по-високи, отколкото през всичките години от 2005 г. насам. Това се дължи на липсата на забележими реформи в публичния сектор. Тези 32 млрд. лв. можеха да бъдат изразходвани по-ефективно, ако пенсионната система, здравеопазването и държавната администрация бяха реформирани.

### 3. Пенсиите се увеличават средно с около 9.3% – типичен предизборен ход

По традиция НЕ сме привърженици на прекомерното увеличение на пенсиите. Не защото не харесваме пенсионерите, а защото:

- Пенсионните разходи нарастнаха от 8.3% от БВП през 2007 г. (по-устойчиво ниво, което

харесвахме) до 11-12% през 2009 г. (неустойчиво ниво).

- Дефицитът на Национално-осигурителния институт (първия стълб на пенсионната система) се е увеличил около 10 пъти през последното десетилетие – опасно за публичните финанси и за икономиката в дългосрочен план.
- Безработицата се увеличава, а демографската картина на България е една от най-лошите в света. Раждаемостта намалява от 2009 г. насам.
- В допълнение, частичната национализация на 3% от активите на частните пенсионни фондове (втория стълб) през 2010 г. беше лош прецедент. По-късно Конституционният съд обяви това за противоконституционно.

Това увеличение от 9.3% оправдано ли е от очаквано увеличение на приходите от социални осигуровки? Не. Прекалено ли е увеличението? Това зависи от гледната точка. За пенсионерите и ръст от 30% ще е недостатъчен. Икономистите-реформатори биха предпочели по-нисък процент.

Във всички издания на *Експат Компас* подкрепяме политиката, започната в средата на 2009 г., да *няма увеличение или намаление* на пенсиите и заплатите в публичния сектор. Сегашният ход явно е предизборен, но като цяло политиката по доходите през този мандат е консервативна. Не е зле.

### 4. Нов данък от 10% върху лихвите от банкови депозити – категорично не одобряваме

Моля вижте статиите на стр. 17 и 23.

С цел да си осигури по-високи бюджетни приходи, за да финансира увеличението на пенсиите и другите разходи в изборната година, правителството изненадващо въведе нов данък върху лихвите от банкови депозити. Въпреки че данъчната ставка не е прекалено голяма и е в съответствие с ниския плосък данък от 10% върху доходите в страната, ние виждаме следните проблеми:

- Новият данък беше въведен изненадващо, без никаква дискусия и след като Министерството на финансите публично заяви, че не обмисля подобен ход.
- Традиционно България е била една от малкото страни в Европа, които нямат данък върху банковите депозити. Това спомогна за стимулиране на спестовността, стабилизиране на банковата система и намаляване на разликите между лихвите.
- Сега високият ръст при депозитите може да бъде обърнат. Банките може да се окажат притиснати да отпускат по-малко кредити.

Очакваме проблемите да надхвърлят планираните приходи от 100-150 млн. лв. през 2013 г. Въпреки че това правителство успя да запази ниските данъци в страната [добре], все пак това е първото правителство, което въвежда нов пряк данък [лошо].

## ПРЕГЛЕД НА БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА – ДОБРА МАКРОСТАБИЛНОСТ, НИСЪК РАСТЕЖ

### От позитивна страна виждаме:

- Няма рецесия
- Много нисък публичен дълг: 14-18% от БВП през последните години
- Бюджетен излишък за януари-септември 2012 г.
- Много стабилен валутен борд от 1997 г.
- Подобрени външни баланси
- Стабилна банкова система с най-високото ниво на капиталова адекватност в ЕС: 16.7% за Q1 2012 г.
- Ниска или средна инфлация: +5% за 2012Е (Експат прогноза)
- Най-ниските преки данъци в Европа: 10% за доходи и печалба, 0% за капиталовите печалби

### Все пак, от негативна страна имаме:

- Нисък ръст на БВП: 0.8% за 2012Е (Експат прогноза)
- Увеличаваща се безработица: 11.5% за 2012Е (Експат прогноза) към края на годината
- ПЧИ, много по-ниски от тези преди 2008 г.: 2.5 млрд. евро за 2012Е (Експат прогноза)
- Фискалният резерв пада от 2008 г., но напоследък се покачва
- Скучни капиталови пазари – SOFIX е надолу с -83% от 2007 г., което представлява добра инвестиционна възможност
- Относително бавни реформи (пенсионна система, здравеопазване, образование и наука, приватизация, концесии, капиталови пазари)

### Трябва да отбележим и някои впечатляващи постижения

От 1997 г. България може би е постигнала няколко световни рекорда. Дори и да има държава с по-добри постижения, опитайте се да възприемете следните факти:

- **Съотношението Дълг/БВП** падна от 303% през 1996 г. (вероятно световен рекорд) до 13.7% през 2008 г. Сравнете го с дълговата криза другаде
- **Безработицата** падна от 19.3% през февр. 2001 г. до под 6% в средата на 2008 г. Над 13 процентни пункта за 7 години
- **SOFIX**, индексът на фондовата борса, се покачи над 27 пъти в евро и над 40 пъти в щатски долари за периода юни 2001 – септември 2007 г.
- **Текущата сметка** се подобри от дефицит от -25.2% от БВП през 2007 г. (вероятно трети по големина дефицит в света) до излишък през 2011 г.
- **ПЧИ** достигнаха 9.1 млрд. евро през 2007 г., 30% от БВП (вероятно номер 3 в света)
- **Преки данъци** са сред най-ниските в света: 10% плюс данък върху печалбата и доходите на физически лица, 0% върху капиталовите печалби

## ЕКСПАТ НАБЛЮДАТЕЛ НА РЕФОРМИТЕ

Според нас повечето необходими реформи в България са спрени или сериозно забавени. А именно:

### 1. Пенсионна реформа (--)

- (-) Беше пропусната рядка възможност за реформиране на модела след 2009 г.
- (+) Възрастта за пенсиониране се увеличава...
- (-) ... но много бавно – по 4 месеца годишно
- (+) Пенсиите не са увеличавани през 2010-2012 г. – смело и позитивно...
- (-) ... но ще бъдат увеличени с 9.3% от април 2013 г. – предизборно

### 2. Здравна реформа (---)

- (---) Няма такава реформа

### 3. Държавна администрация (+/-)

- (+) Броят на служителите може би е намален малко...
- (-) ... но не сме видели официална статистика – може да няма никакви реални съкращения
- (-) Не смятаме, че опитите някои администрации да бъдат преместени далеч от столицата могат да се нарекат „реформа“. Не одобряваме този процес

### 4. Образование и наука (-)

- (-) Извиняваме се, ако сме пропуснали, но не помним да има никакви реформи след 2009 г.
- (-) Отношенията между БАН и правителството са

напрегнати и непродуктивни, няма никакви извършени реални промени

### 5. Приватизация и концесии (-)

- (+) Булгартабак беше най-накрая приватизиран (въпреки че купувачът е неизвестен)
- (+) Също и миноритарни дялове от трите електроразпределителни дружества
- (-) Почти нищо друго (енергетика, фондова борса) – разочароващо
- (+) Концесионна сделка за Пристанище Бургас
- (---) Почти нищо друго (летища, пристанища, железопътни гари, магистрали, ВиК дружества) – разочароващо
- (--) Никакви значими публично-частни партньорства – разочароващо

### 6. Контрол на движението по пътищата (+++)

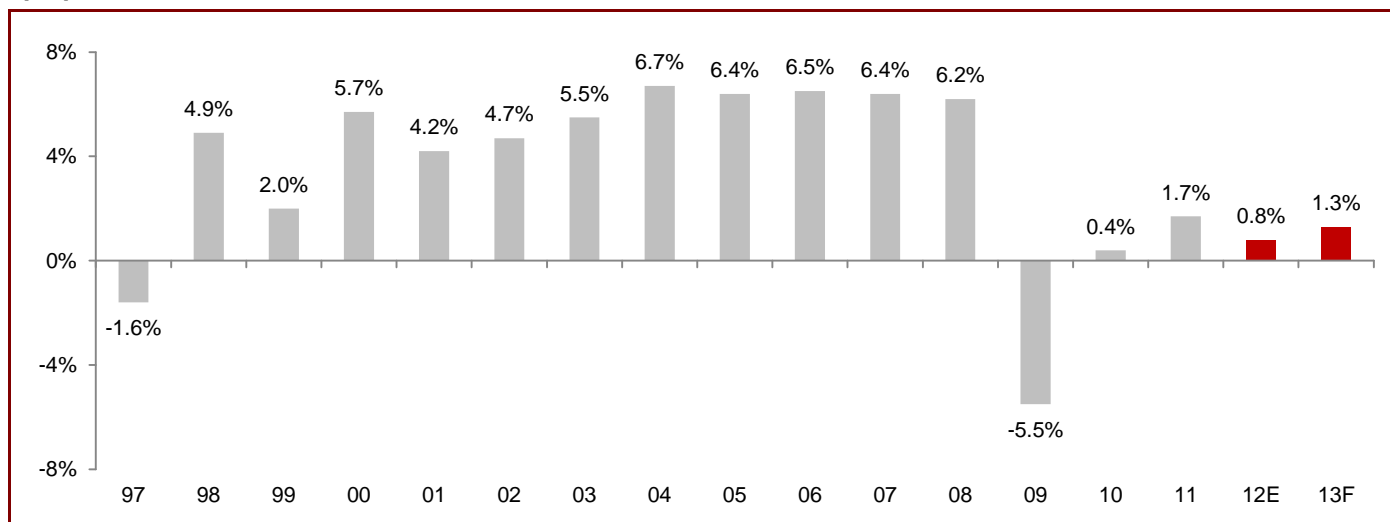
- (+++) Една от малкото области със значителни подобрения от 2009 г. Броят на пострадалите падна с 1/3 заради: 1) малко по-добрите пътища, 2) страх от полицията, 3) повече усилия от страна на полицията, 4) инвестициите в технологии, напр. камери на пътя

\* Данните за 2012 и 2013 г. са по прогнози и оценки на Експат

## 1. Ръст на БВП

След десетилетие на висок растеж през 2009 г. България беше ударена от кризата. Оттогава растежът е позитивен, но слаб. Прогнозата ни за 2012 г. е +0.8%, а за 2013 г. +1.3%.

Граф. 1. Ръст на БВП, % от БВП



Източник: БНБ, Евростат, Национален статистически институт

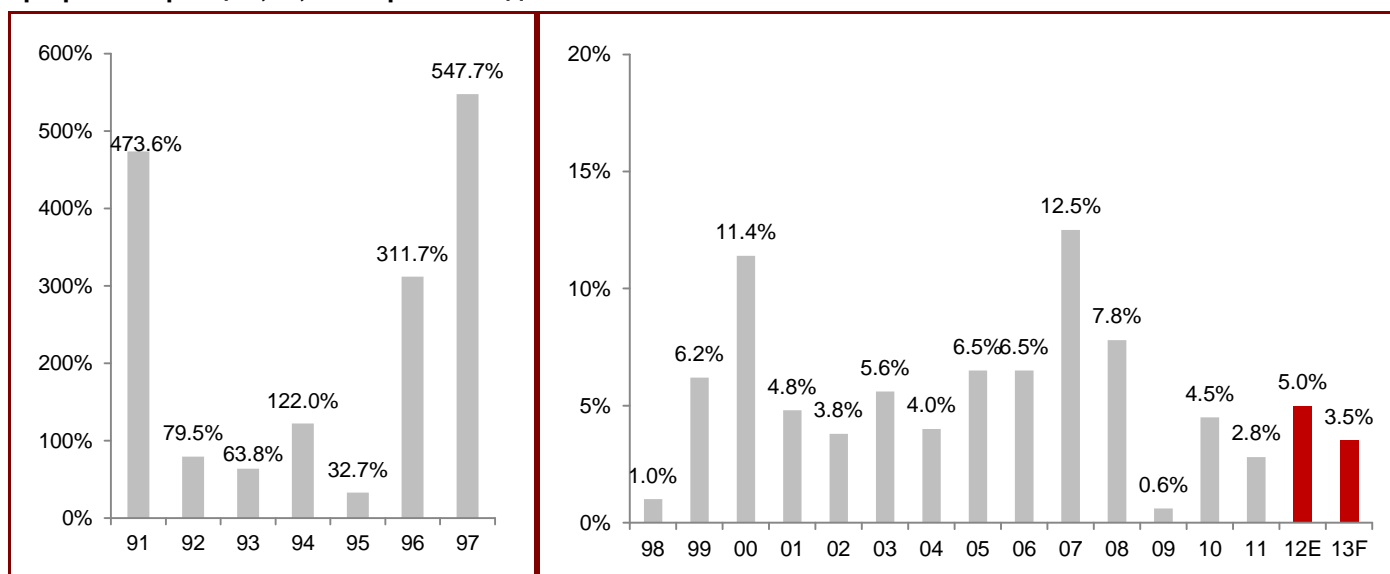
## 2. Валута

След хиперинфлацията през 1997 г. левът беше фиксиран към германската марка (сега еврото) чрез валутен борд, който досега работи добре. Оттогава левът е изключително стабилен и не виждаме никакъв риск за обменния курс лев/евро.

## 3. Инфлация

България имаше висока инфлация до 1997 г., но с валутния борд тя беше свалена. Напоследък инфлацията се повиши поради покачване на цените на горивата и храните. Въпреки това с фиксирания обменен курс нямаме притеснения и прогнозираме +5% за 2012 г. и +3.5% за 2013 г.

Граф. 2. Инфлация, %, към края на годината

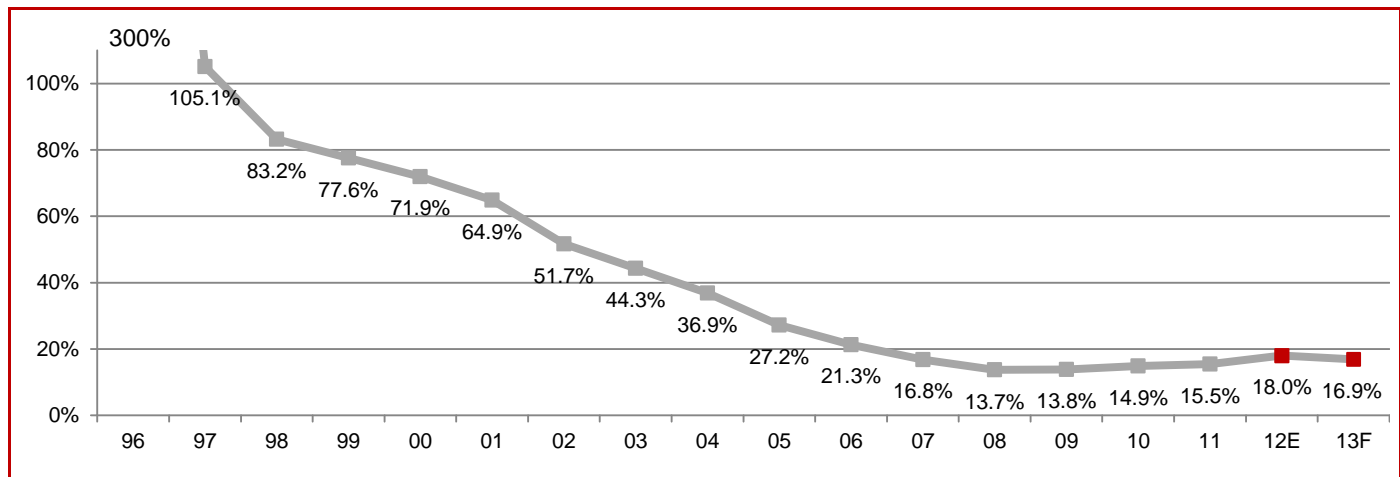


Източник: БНБ, Евростат, Национален статистически институт

#### 4. Публичен дълг

След фалита през 1990 г. и сделката по реструктуриране през 1994 г. България се представя брилянтно. През 1996 г. съотношението дълг/БВП временно скочи до над 300% заради хиперинфляцията, огромните лихви и малкия номинален БВП, изчислен в щатски долари. Съотношението публичен дълг/БВП падна от над 100% през 90-те години до 14-18% напоследък. В средата на 2012 г. беше пусната емисия от 5-годишни еврооблигации за 950 млн. евро на ниска доходност от 4.436%. Това увеличи фискалния резерв. По-късно доходността падна до около 3%.

Граф. 3. Публичен дълг, % от БВП

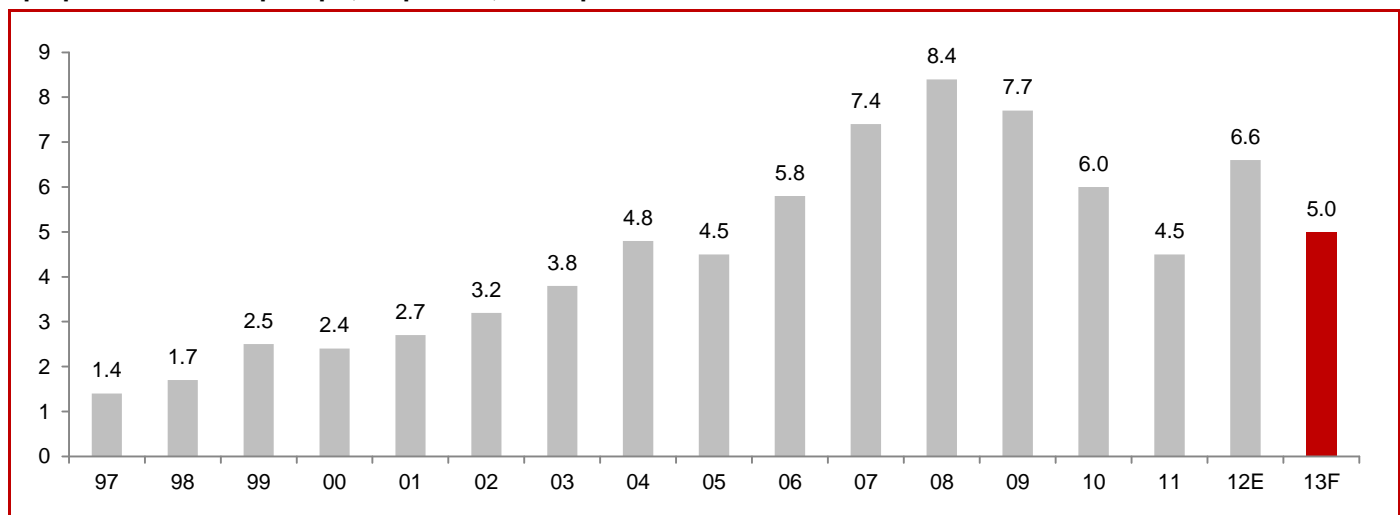


Източник: Министерство на финансите

#### 5. Фискален резерв

Фискалният резерв растеше постоянно от 1997 г. и достигна своя връх в средата на 2008 г. – над 12 млрд. лв. Когато удари кризата, той започна да пада и достигна опасно ниски нива от 4 млрд. лв. през първата половина на 2012 г. – заради фискалните дефицити през 2009-2011 г. Емисията еврооблигации през 2012 г. допълни резервите. Около 2 млрд. лв. обаче ще бъдат използвани в началото на 2013 г. за изплащане на старите еврооблигации. Според нас нивото на фискалния резерв е ниско. Освен това заради бъдещите фискални дефицити и липсата на приватизационни сделки не очакваме това ниво да се покачи.

Граф. 4. Фискален резерв, млрд. лв., към края на годината



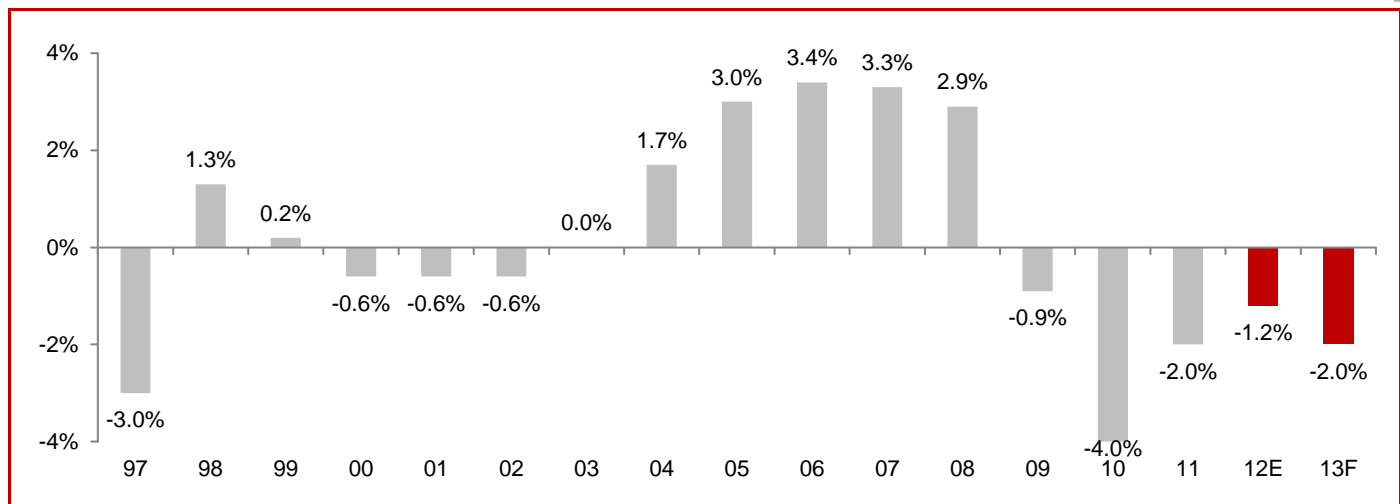
Източник: Министерство на финансите

#### 6. Бюджетен дефицит/излишък

Преди 1997 г. публичните финанси бяха каша. С въвеждането на валутен борд през 1997 г. България имаше ниски дефицити или излишъци до 2003 г. (+/-1% от БВП), последвани от години на големи излишъци от над +3%. От 2009 г. сегашното правителство допусна малки дефицити. Ние обаче подкрепяме балансиран бюджети. От позитивна гледна точка, има бюджетен излишък за периода януари-септември 2012 г. Очакваме умерен дефицит от -2% от БВП занапред. Но нека отново да подчертаем – предпочитаме нулев дефицит.



**Граф. 5. Бюджетен дефицит/излишък, % от БВП**

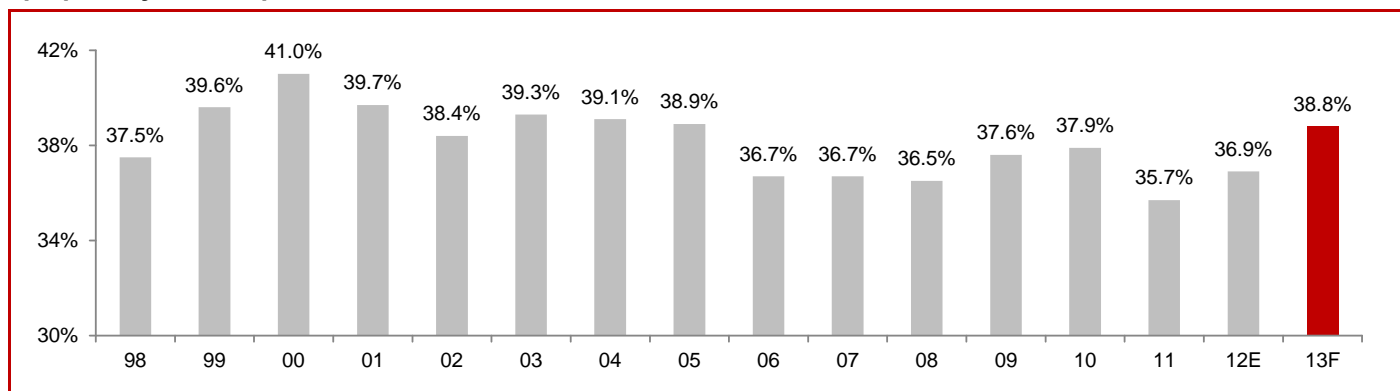


Източник: БНБ, Евростат, Национален статистически институт

## 7. Публични разходи

Традиционно след 1990 г. България има относително ниски публични разходи като % от БВП. Съчетано с малък БВП на глава от населението, това доведе до лошо качество на публичните услуги. От друга страна, подкрепяме политиката на ниски данъци и ниски разходи, тъй като тя помага на бизнеса и инвестициите. Такава политика доведе до БВП над средното и растеж на доходите през 1998-2008 г. Разходите като % от БВП в последно време достигнаха ниските нива от 35-37% – вероятно най-ниски в ЕС (което е добре), но се покачват през 2013 г. до 38.8% заради изборите (което не е добре).

**Граф. 6. Публични разходи, % от БВП**

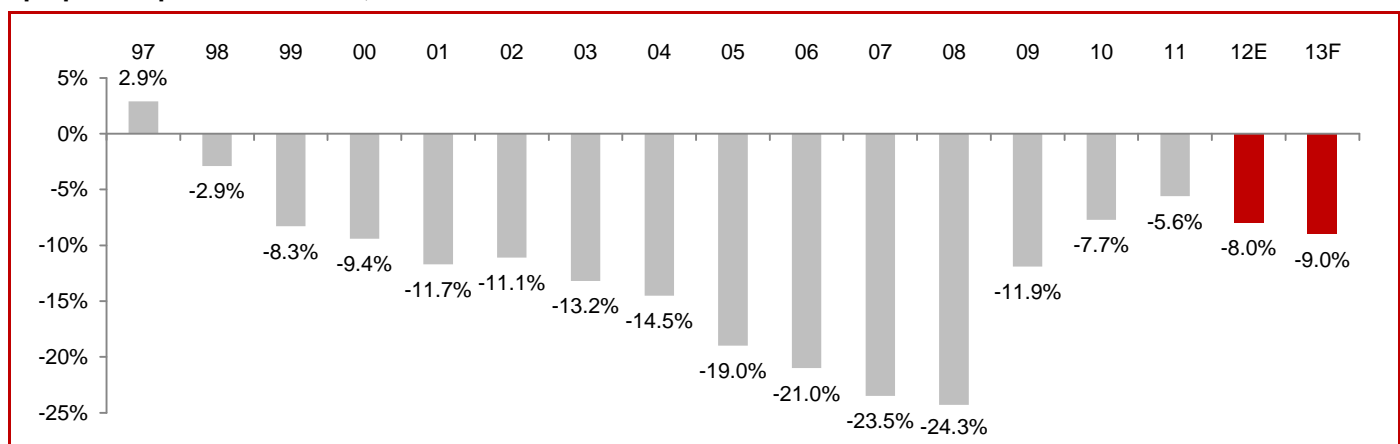


Източник: Министерство на финансите

## 8. Търговски баланс

България за десетилетие имаше много голям търговски дефицит. Пикът беше през 2008 г.: -24.3% от БВП или -9 млрд. евро. С кризата износът падна драстично, но вносът намалю дори повече заради спада на свързания с ПЧИ внос на оборудване, както и заради по-ниското вътрешно потребление. През 2010-2011 г. износът нарастна силно и по-бързо от вноса. Това значително намали търговския дефицит до по-устойчиви нива.

**Граф. 7. Търговски баланс, % от БВП**

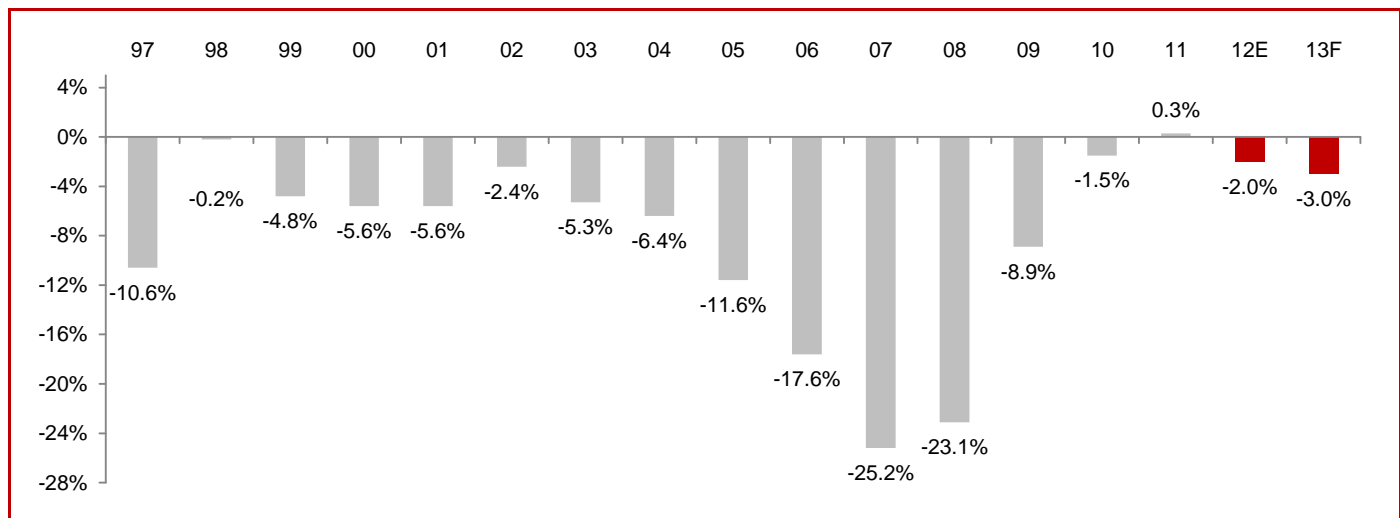


Източник: БНБ

## 9. Дефицит по текущата сметка

Заклученията са като при търговския дефицит. Данните за текущата сметка са в таблицата по-долу. Обърнете внимание на дефицита от -25.1% през 2007 г. (вероятно третия по големина в света) и излишъка през 2011 г. Силно подобрение.

Граф. 8. Баланс по текущата сметка, % от БВП

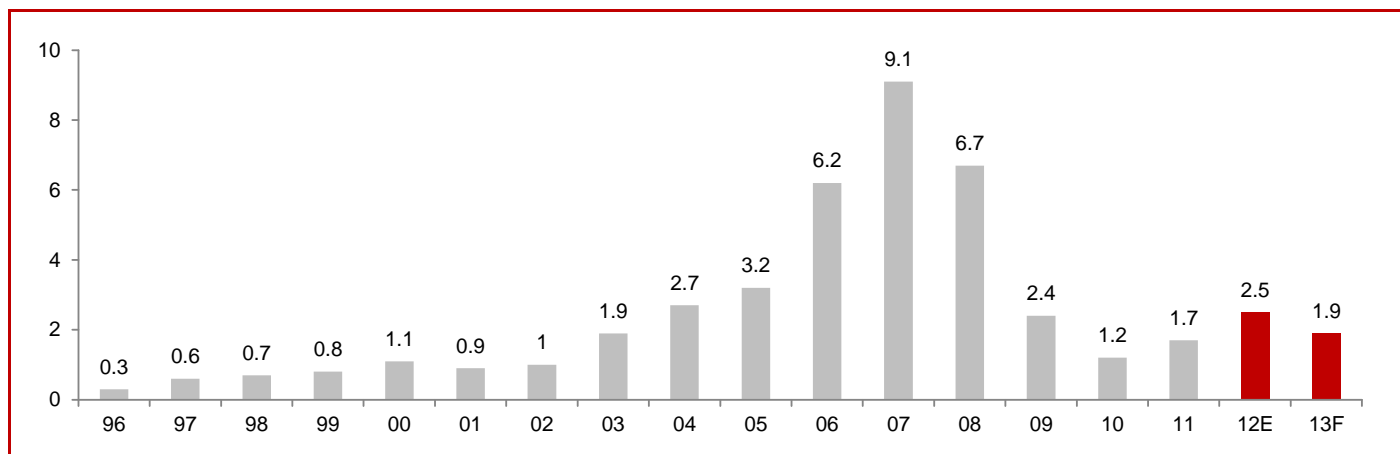


Източник: БНБ

## 10. Преки чуждестранни инвестиции

ПЧИ са много ниски преди 1997 г. заради липсата на реформи и отчасти заради войната в бивша Югославия. После за десетилетие кумулативно ПЧИ бяха над 30 млрд. евро – огромна сума за тази малка икономика. ПЧИ достигнаха своя връх през 2007 г. от 9.1 млрд. евро или 30% от БВП. По показателя ПЧИ като % от БВП за няколко години България беше отличник в световен мащаб. ПЧИ паднаха рязко след 2009 г. заради: 1) кризата, 2) не много „дружелюбните“ политики към чуждестранните инвеститори. По-конкретно – на инвеститорите в енергоразпределението, възобновяемите енергийни източници и частните пенсионни фондове бяха нанесени вреди с негативна риторика и неочаквани регулаторни промени. Макар и не колкото в Унгария.

Граф. 9. ПЧИ, млрд. евро

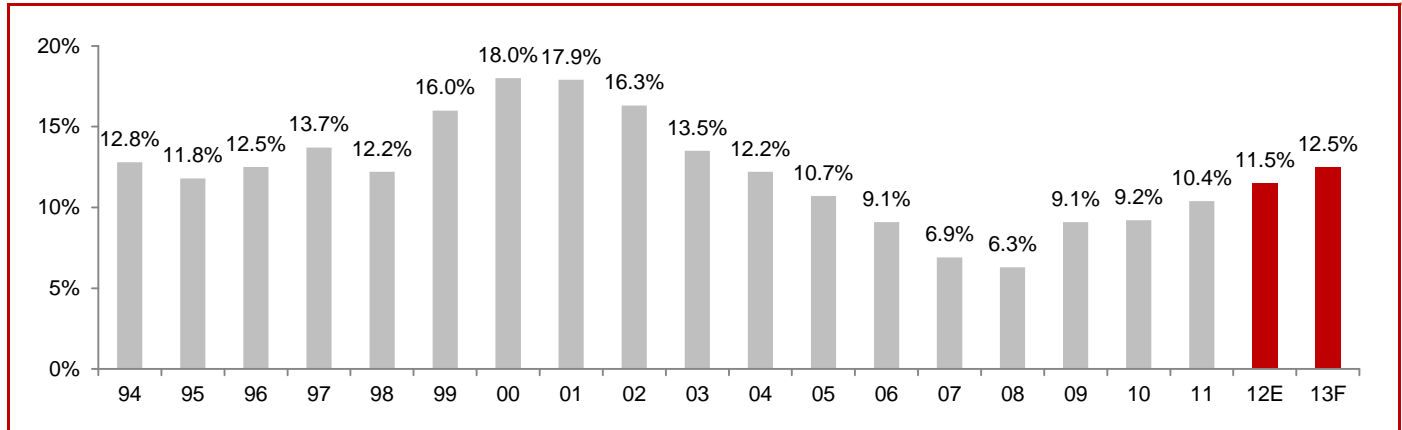


Източник: БНБ

## 11. Безработица

Безработицата беше висока през 90-те години заради реструктурирането на старата планова икономика и ниския растеж. Върхът беше в началото на 2001 г. – 19.3%. От 2001 до 2008 г. безработицата падна с 2/3 – това вероятно е европейски рекорд. Има няколко причини за това: 1) десетилетие на висок растеж на БВП и растящи инвестиции; 2) политики в подкрепа на бизнеса, вкл. умерена либерализация на пазара на труда; 3) ниски преки данъци и по-ниски вноски за социално осигуряване. От 2009 г. безработицата се увеличи заради кризата и очакваме до края на 2012 г. да достигне 11.5%, след което да се покачи с още 1-2%. Имайте предвид, че методологията на Агенцията по заетостта за отчитане на данните беше променена по начин, който прави стойностите по-ниски с поне 1 процентен пункт.

Граф. 10. Безработица, %, към края на годината



Източник: Агенция по заетостта

## 12. Преки данъци

След десетилетие на данъчни облекчения България има най-ниските преки данъци в Европа. Според нас тези ниски данъци са оказали много благотворно влияние за икономическия растеж и за стимулиране на спестяванията и инвестициите. Има известна опасност разпространящата се в Европа зараза за увеличаване на данъци да засегне и България в бъдеще. Наблюдавайте парламентарните избори в средата на 2013 г.

Табл. 1. Преки данъци в България

Плосък данък за доходите на физическите лица	10%
Данък върху корпоративната печалба	10%
Данък дивидент при източника	5% (0% към юридически лица)
Данък върху лихвите от банкови депозити	0%. Увеличаващ се до 10% през 2013 г. – не одобряваме
Капиталови печалби от акции/облигации/взаимни фондове	0%
Данък печалба за АДСИЦ (Акционерни дружества със специална инвестиционна цел)	0%

## 13. Капиталов пазар

Историята на българския капиталов пазар може да се раздели на 3 отчетливи периода:

1. Преди 2001 г.: скука. Ниски обеми на търговия, падащи цени
2. 2001-2007 г.: SOFIX се покачи над 27 пъти в евро и над 40 пъти в щатски долари. Много нови листвания, високи обеми на търговия
3. След 2007 г.: обратно към скуката от 90-те години. Ниски обеми и цени. SOFIX падна с -83%. Това предоставя добра възможност за инвестиции в подценени български акции.

Граф. 11. Индексът SOFIX



Source: Investor.bg

# КОМЕНТАР ОТ ГОСТ

## МИТЪТ ЗА „ОНОВА ВРЕМЕ“ НИКОЛАЙ ВЪЛКАНОВ, ИПИ

Николай Вълканов е икономист в Института за пазарна икономика. Работи по проект за анализиране на селското стопанство, осъществява с подкрепата на фондация „Америка за България“.

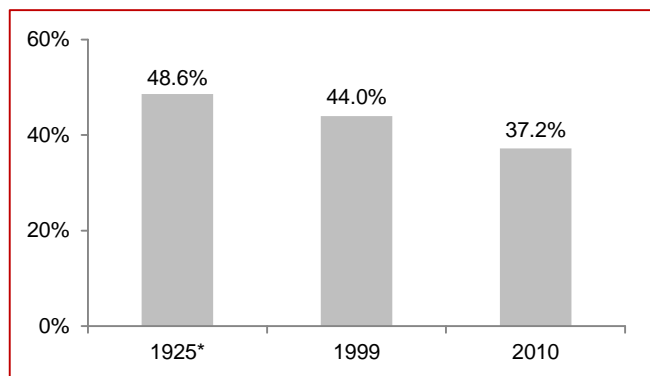
Преди това е работил като бизнес консултант в South East Europe Research Corporation, както и за изданията „Капитал“, „Пари“ и др. Завършил е Европейистика в Софийския университет „Св. Климент Охридски“ с профили Икономика и Право.



Материалът е публикуван в бюлетина на ИПИ

Ако сте се уморили от споровете дали се подобрява стандартът на живот в България, гледайки данни на Евростат за БВП по паритет на покупателната способност, ще ви предложим друг поглед върху развитието в страната. Не става въпрос за доходи и цени. Има и други показатели, които измерват благосъстоянието на едно общество и един от тях е бюджетът на домакинствата и как той се харчи. За целта ще разгледаме дела на разходите за храна в едно домакинство и как се изменя структурата и количеството на потребяваните храни. Използваме данните на Националния статистически институт (НСИ) за бюджетите на домакинствата за периода 1999-2010 г., както и произволно избрана година по-назад във времето (1925 г.). Всъщност 1925 е първата година, за която открихме статистика за бюджетите на домакинствата.

**Граф. 12. Дял на храната и безалкохолните напитки в общия разход на домакинствата**



Източник: НСИ

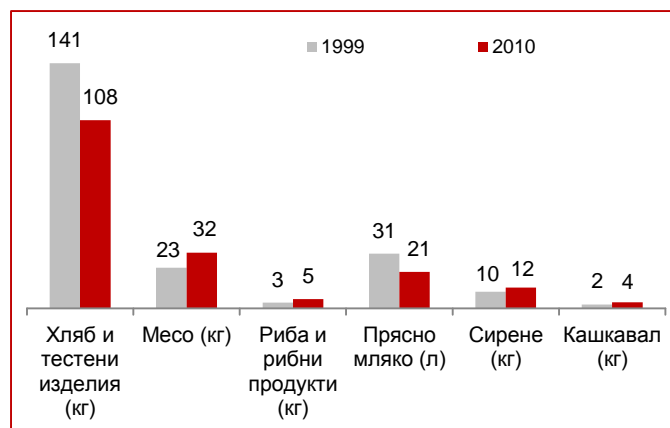
\* Данните за 1925 г. не са напълно сравними с тези за 1999 и 2010 г., тъй като са на база извадка от 691 чиновнически домакинства от общо 3,143 членове, живеещи в собствено жилище. Домакинствата, живеещи под наем, са отделяли 43.4% от разходите си за храна. Данните за 1925 г. са представителни за градското население (около 20% от населението на страната). Разходите за храна в домакинствата в градовете през 2010 г. са 36.4% от общите разходи.

Спадът на дела на разходите за храна в общите разходи на домакинствата е един от явните признаци за нарастващо благосъстояние, когато това не се дължи на спад на цените на храните. При цялата условност на сравнението с 1925 г. (забележката към

графиката), благосъстоянието на градското население се е повишило значително по-бързо през последните 12 години, отколкото през 74-те предходни години.

Наблюдава се ясна тенденция на намаляване на храните с високо въглехидратно съдържание и повишаване количеството консумирани протеинови храни – сурови и преработени. Потреблението на хляб и брашно спадат съответно с 23% и 33% през периода 1999-2010 г., а с над една трета расте консумацията на месо. Изобщо се наблюдава ориентиране към по-богата и здравословна храна – засилва се присъствието на риба (с 60%), птиче месо (с над 75%), зеленчуци (с 18%), сирене (25%), кашкавал (56%). Рязко намалява консумацията на консервирано месо, мас, сланина, овче, шилешко, козе месо, конфитюри, сладка и компоти.

**Граф. 13. Консумация на някои основни продукти, сравнение на 1999 и 2010 г.**



Източник: НСИ

С други думи, българските домакинства се хранят значително по-добре спрямо 1999 г., като за тази цел отделят все по-малка част от дохода си.

Ако се върнем на сравнението с 1925 г. обаче, ще открием интересна съпоставка, при която е видно, че градските домакинства от това време са консумирали повече месо и риба, отколкото тези през 1999 г. Основното меню преди 85 години се е състояло от хляб и мляко. Относително постоянна изглежда консумацията на ориз и яйца.

**Табл. 2. Количество на потребените основни продукти от домакинствата (средно на лице)**

	1925	1999	2010	2010 – градове
Хляб и тестени изделия (кг.)	258.0	140.6	108.0	95.6
Ориз (кг)	6.0	5.5	7.0	6.6
Месо (кг)	27.6	23.3	32.0	32.1
Риба (кг)	3.6	3.3	5.3	5.3
Прясно мляко (л)	50.8	31.4	20.9	20.4
Сирене (кг)	7.0	9.6	12.0	12.0
Кашкавал (кг)	1.1	2.3	3.6	3.8
Яйца (бр)	125.8	133.0	137.0	131.0

Източник: НСИ и собствени изчисления на ИПИ

Да разгледаме темата и от друг ъгъл. Този път ще сравним покупателната способност на средната заплата/надница за страната в избрани години – 1912, 1925, 1972, 2010, измерена спрямо някои основни хранителни продукти.

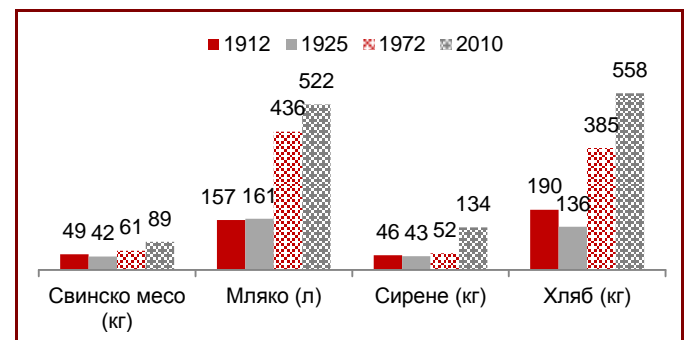
Периодите са избрани умишлено. 1912 г., защото е годината, в която приключва т.нар. „българско икономическо чудо“ от началото на XX век и започва периодът на войните. 1925 г., защото бележи върха на стопанския подъем от следвоенните години и малко след това икономиката отново навлиза в рецесия. 1972 г. като приблизителна вървна точка на разцвета на социализма. 2010 – годината, в която икономическият бум от началото на XXI век е приключил и доходите на населението вече са пострадали от настоящата криза.

Използвани са данни на НСИ за средните за страната дневни надници на работниците за годините 1912 и 1925, които са приравнени към месечни на базата на 22 работни дни в месеца; средната за страната годишна работна заплата за 1972 г., разделена на 12, и средномесечната работна заплата за 2010 г. Покупателната способност на заплатите е изчислена на база средните цени на четири основни вида хранителни стоки, като се приема, че цялата заплата отива за закупуването на една от съответните стоки.

**Табл. 3. Средна месечна заплата за страната и цени на някои основни храни в лв.**

Година	Приравнена месечна заплата (лв)	Свинско месо (за кг)	Мляко (за л)	Сирене (за кг)	Хляб (за кг)
1912	55.0	1.1	0.4	1.2	0.3
1925	1,553.2	37.3	9.7	36.0	11.5
1972	130.9	2.1	0.3	2.5	0.3
2010	641.7	7.3	1.2	4.8	1.2

**Граф. 14. Покупателна способност на месечната работна заплата, измерена в основни хранителни стоки**



Източници: Статистически годишници на Българското царство за 1912 и 1925 г., Статистически годишник на НР България за 1972 г., средни цени и купени количества основни хранителни и нехранителни стоки от домакинствата за периода 2001-2010 г., НСИ

Данните показват, че който и измерител да използваме (вид хранителна стока), като цяло могат да се направят следните изводи:

- Ръстът на благосъстоянието в периода след Първата световна война не е достатъчен, за да навакса изоставането през периода на войните и през 1925 г. покупателната способност на населението все още е под тази от 1912 г.
- Социализмът успява да осигури доста по-добър стандарт на живот спрямо този в Царство България. Друг е въпросът на каква цена, но това не е предмет на настоящата статия.
- Данните категорично оборват мита, че през социализма стандартът на живот е бил по-висок, отколкото днес, дори сравнявайки силните му години с период на криза и спадащи доходи, какъвто наблюдаваме днес. Даже ако изключим сиренето като измерител (което би отхвърлило и нападки от типа на „сега сиренето е от палмово масло, преди беше от истинско мляко“) и използваме само хляба, млякото и прясното свинско месо, получаваме между 20 и 45% по-висока покупателна способност спрямо 1972 г.

## ГЛАДЪТ НА СОЦИАЛНО СЛАБИТЕ ВЛАДИМИР КАРОЛЕВ, СФА

Владимир Каролев е български икономист с богат опит в областта на консултирането по приватизации, сливания и придобивания, бизнес развитие и корпоративни финанси. Той е управляващ партньор в Balkan Advisory Company. Преди това е работил за KPMG, Europa Capital Management и Българския следприватизационен фонд.

Г-н Каролев има магистърска степен по икономика от УНСС (София), докторска степен по индустриална икономика от Химикотехнологичния и металургичен университет (София), както и магистърска степен по бизнес администрация от University of Alberta (Канада).



Материалът е публикуван в [www.forumat-bg.com](http://www.forumat-bg.com)

Най-силният аргумент срещу лявата вълна в Европа е жестоката реалност на празната банкова сметка. И докато всички започнахме да залагаме на коя от развитите европейски икономики ще й свършат първо парите, Дейвид Камерън направи невъзможното – в стегнат и прав текст оправда мерките си за намаляване на социалните разходи с тяхната контрапродуктивност. А именно, че все по-малко хора намират стимул да започват работа и да учат, като гледат как съседите им преживяват съвсем нормално само на помощи.

Криворазбраната цивилизация на европейската социална държава в Англия отдавна е придобила плашещи размери. Премиерът Камерън посочва, че около 5,000-10,000 трайно безработни са се отказали от всякакви намерения да си търсят работа и възнамеряват да изживеят живота си единствено на социални помощи. Около 400,000 нископлатени или безработни младежи получават по 90 паунда седмично, за да се изнесат от жилището на родителите си, без реално да има някаква основателна причина за това. Великобритания харчи над два пъти българския годишен бюджет само за подпомагане на британци под 35-годишна възраст за настаняване в частни квартири. Самотен родител с 4 деца и живеещ под наем пък получава социални помощи от около 25,000 паунда, което е повече от средствата, с които живее работническо семейство с двама заети родители. Всеки, който е посещавал Обединеното Кралство, знае, че там съществува професия „майка“ – жени, които възнамеряват да изживеят поне половината си живот, без да работят, единствено на социални помощи.

Солидарността в обществения договор би трябвало да изгради предпазна мрежа, която да улови най-уязвимите групи преди да паднат под „морално приемливото“ ниво на живот. Колкото по-богата е една държава, толкова по-високо би трябвало да е това ниво. Както знаем от Айнщайн, всичко е относително. Очевидно е обаче, че една толкова мощна социална система като английската се превръща не в предпазна мрежа, а в удобен хамак за перманентна дрямка. Социалистите веднага ще контрират, че всъщност хората не стават мързеливи, а просто нямат работа. Нека за миг оставим този вече болезнено клиширан спор и погледнем под различен ъгъл – дори сега работа да няма, какво става, когато работа всъщност има?

Светът на 21 век е „малко“ по-различен от този 2000 години пр. Хр., когато работата на голяма част от населението в Древен Египет се е състояла в

механично пренасяне на ресурси, било то в строителството или земеделието. И тогава е имало кризи. Но след всяка Фараонът просто посочва с пръст празно място и мобилизира трудовата сила да носи камъни и строи храмове, пирамиди, земеделски складове, напоителни канали. Всички египтяни запретват ръкави и местят ресурси под вещото ръководство на шепа инженери. Сега е малко по-различно. Повечето работни места изискват умения, които не са вродени, а придобити. Дори и да приемем, че за момента колкото и да търсят, получаващите социални помощи няма да намерят работа, попадането им в ступор и пасивно очакване на Годо се оказва фатално за възможностите им да си намерят работа в бъдещ период. Това създава структурна безработица.

С други думи, „заспалите“ англичани, получаващи социални помощи, не развиват никакви умения и не придобиват никакви знания, които да ги направят подходящи за заемане на работна позиция, когато такава предполагаемо се създаде (продължаваме под допускането на социалистите, че засега работни позиции няма). Какво би стимулирало млада жена с няколко деца в Англия да придобива знания и умения, при положение, че тя се чувства повече от комфортно само със социалните си помощи? След определена възраст тя просто ще продължи да получава не майчински, а помощи за безработни. После и социална пенсия. И през цялото време ще се оплаква, че няма необходимите знания и умения за работните места, които се предлагат. Е как да ги има? Ние не живеем в древен Египет, когато всеки можещ да носи камъни веднага си намира работа на някой строеж или нива.

И не, не си мислите само вие, че положението с ромите в България е същото. Без значение дали има или няма криза, те все работа нямат и все помощи получават. Дори сайтовете за работа да са препълнени с обяви, ако питате някой ром, той веднага ще отговори „няма работа“. Всъщност, работа може и да има, но конкретно за него – наистина няма. Защото освен да помести механично някакъв ресурс, той друго не умее. Няма и стимул да се научи. А още по-лошото е, че останалите хора, гледайки този начин на живот, дори да не се запитат „Защо аз трябва да работя като луд и те да живеят от моите данъци?“, ще се запитат, „Защо аз трябва да работя като луд, вместо да си живея от нечи други данъци, както правят и те?“. Маргарет Тачър отдавна отговори на тези въпроси, но така и никой не я чу: „Болестта на социализма е, че евентуално парите на другите свършват.“

## ПРАВИТЕЛСТВОТО УНИЩОЖАВА ИНВЕСТИЦИИТЕ ВЪВ ВЪЗОбНОВЯЕМА ЕНЕРГИЯ

СЕБАСТИАН НЪОТЛИКС, УПРАВЛЯВАЩ ДИРЕКТОР НА N-VISION ENERGY

*Себастиан Нъотликс е управляващ директор на N-vision Energy, българският офис на семейната компания на немската фамилия Нъотликс. Компанията работи в областта на възобновяемата енергия. Себастиан се присъединява към семейния бизнес пълноценно през 2005 г., а през 2007 г. основава N-vision Energy и се мести в София.*

*Себастиан е първият главен изп. директор на Бълг. ветроенергийна асоциация. Член е на Борда на Германската търговска камара, където също така председателства работна група по енергетика. Бил е трейдър на опции върху електричество и емисии в Goldman Sachs в Лондон. Има бакалавърска степен по мениджмънт от London School of Economics.*



*Последните регулации за ретроактивно намаление на тарифите застрашават финансовото оцеляване на по-голямата част от инвестициите в проекти за възобновяема енергия в България.*

Въпреки месеците на груба риторика от страна на правителството срещу възобновяемата енергия, през лятото нещата в българския сектор на зелена енергия се поуспокоиха. Рязкото намаление на тарифите за електроенергия от бъдещи проекти показва, че след 1 юли на практика нито един нов проект за слънчева или вятърна енергия няма да заработи. Тогава на собствениците на вече работещи такива обекти не им остана нищо друго, освен да се наслаждават на изключително слънчево-продуктивно и ветро-доходоносно лято. Но, оказа се, този спокоен период на добра възвръщаемост на инвестициите е просто затишие пред буря.

### Една дълго създавана криза

Докато инвеститорите във възобновяема енергия и банките, които финансират техните проекти, видждаха бизнес планове си валидирани, проблемите се зараждаха другаде. На 1 юли Държавната комисия за енергийно и водно регулиране вдигна цените на електричеството за крайния потребител с доста непопулярните 13%. Въпреки че вината за покачането бе удобно хвърлена върху възобновяемата енергия, това действително беше необходимо увеличение с цел справяне със структурния дефицит, който клати енергийния сектор от години. С най-ниските потребителски цени в Европа, по-ниски от разходите за производство както на стандартна енергия, така и такава от възобновяеми енергийни източници (ВЕИ), Националната електрическа компания (НЕК) трупаше дълг с обезпокоителни темпове.

До средата на юли обаче беше ясно, че колкото и рязка и опасна от политическа гледна точка да беше тази нова потребителска цена, тя все още е недостатъчна, за да се покрие натрупаният дефицит. За ново увеличение на цените изобщо не можеше да става въпрос за поне година напред – което щеше да е само няколко месеца преди парламентарните избори. И така, с липса на решение в обозримо бъдеще, горещият картоф беше прехвърлен от НЕК към трите електроразпределителни дружества (ЕРП) – ЧЕЗ, ЕнергоПро и EVN.

До юли ЕРП-тата събираха приходи от премията за зелена енергия в сметките за електричество, пращаха събраните средства на НЕК, а след това НЕК разпределяше сумата между тях и себе си пропорционално според това колко възобновяема енергия всяка от компаниите е купила от проекти, свързани с нейната мрежа. Но от юли този прост метод беше заменен с необичайно нововъведение. Оттогава НЕК продължава да събира приходите, но вече ги разпределя между ЕРП-тата не според техните реални покупки на възобновяема енергия, а базирано на прогнозите за очакваната инсталирана мощност и производство. Уловката тука е, че тези прогнози датират от началото на годината. Една от тези прогнози – тази на EVN – се оказа толкова грешна, че инсталираната мощност от солари беше подценена с 400MW. Т.е. половината от цялата инсталирана мощност от солари в България липсва в прогнозите.

### Кой пръв ще се падне от скалата?

Реално това означава, че НЕК преразпределя само половината от приходите от премията за зелена енергия, която събира от ЕРП-тата, а останалото запазва за себе си. Колкото и странна и краткосрочно ефективна за решаване на проблемите на НЕК да се окаже новата методология, тя хвърли в паника електроразпределителните дружества и най-вече EVN със своите 400MW грешка в прогнозата. EVN обяви загуба от над 80 млн. лв. само за два месеца (доста слънчеви) от въвеждането на новата практика. Загубата, от която EVN се оплака, застрашаваше оцеляването на оператора на втората по големина електроразпределителна мрежа в България. Недоволството на компанията беше чуто и на 14 септември енергийният регулатор се намеси. Решен да не остави EVN да се претъркули през ръба, ДКЕВР в нов опит да релокира структурния дефицит взе загубите на енергийното дружество и ги стовари върху проектите за възобновяема енергия.

## Ретроактивни намаления на тарифите с до 39%

Под прикритието на новосъчинени „такси за достъп до мрежата“, които проектите за възобновяема енергия трябвало да плащат на ЕРП-тата, регулаторът ретроактивно отрязва преференциалните тарифи за ВЕИ. От средата на септември всички вятърни проекти губят заплашителните 10%, а соларите смайващите 20-39% от приходите си. Чрез пренасочване на структурните загуби на целия енергиен сектор към неговия най-малък компонент – възобновяемите енергийни източници – регулаторът причинява безпрецедентно умишлено унищожение на инвестициите и подкопава икономическите основи на цялата страна.

## Инвеститорите отвърщат на удара

С влизането в сила на ретроактивните намаления инвеститорите в зелена енергия вече се борят за оцеляването на своите инвестиции. Заемите по тези проекти не могат да бъдат върнати – коефициентът за покритие на задълженията не може да поеме 20 или 39% намаление на приходите – поискани са корпоративни гаранции, а в случая с много дребни инвеститори – имоти, дадени като гаранция, са на масата. С инвестиции от милиарди евро под въпрос и много малки инвеститори, застрашени от загуба на собствените си домове, Върховният административен съд получи стотици искиове срещу решението на регулатора. Само вятърните и соларните асоциации са събрали над 300 ищци за дела, които ще бъдат изслушани през ноември. В същото време пред касите на електро-разпределителните дружества се извиват опашки от хора, които обжалват и подават оплакване. Но докато непосредственото въздействие и щетите, които са нанесени на инвеститорите в зелена енергия, са били ясни на регулатора и правителството, то пълните последици ще засегнат далеч по-голям кръг от хора.

## Щети, далеч отвъд зеления сектор

Откакто регулаторът взе това спорно решение, правителството чува от всички страни едно и също: ретроактивната промяна на инвестиционните стимули за енергия от възобновяеми източници ще има пагубни последици за България като инвестиционна дестинация за всички сектори и може да вкара банковата система в криза. Цели петнадесет посланици от ЕС, Китай, Корея и Турция казаха същото на правителството. Китайската банка за развитие с над 400 млн. евро инвестиции в зелена енергия в България, както и Японската банка за международно сътрудничество заплашиха, че ще замразят всякакво бъдещо финансиране към страната, докато въпросът не бъде решен. Всяка от двете банки е инвестирала в България над милиард евро. Към тях се присъедини и ЕБВР, която изпрати своя вицепрезидент в България да накара правителството да се заеме с темата. И накрая, на местния фронт, Асоциацията на търговските банки в България се присъедини към редиците на засегнатите кредитори. Нейният председател – Левон Хампарцумян, шеф на УниКредит Булбанк, най-големият местен кредитор на ВЕИ проекти – смята, че заеми за около 2 млрд. лв. са застрашени. Това е сума, достатъчна да създаде местна кредитна криза.

## Решение?

Огромните препятствия пред енергийния сектор и тежките последици от необмислените действия на регулатора бяха ясно и шумно очертани. Енергоразпределителните дружества, банките и инвеститорите изглеждат нетърпеливи да се намери и приложи постоянно решение. Правителството обаче, пред влошаващото се обществено мнение и с по-малко от година мандат, изглежда се плаши да се справи с проблема, оставяйки вместо това, поне засега, регулатора да се мотае. За инвеститорите, банките и всички заинтересовани от развитието на България остава да се надяват посланието да достигне до управляващите, преди нанесените щети да станат необратими.



## ЕДНА ПО-РАЗЛИЧНА ГЛЕДНА ТОЧКА ЗА ДАНЪКА ВЪРХУ ЛИХВИТЕ НИКОЛА ЯНКОВ, УПРАВЛЯВАЩ ПАРТНЬОР В ЕКСПАТ КАПИТАЛ

*Никола Янков е управляващ партньор и председател на Борда на директорите на Експат Капитал. От 2003 до 2005 г. е бил заместник-министър на транспорта и съобщенията. Преди това г-н Янков е бил заместник-министър на икономиката (2001-2003). Той е заемал различни мениджърски позиции в частни компании. Завършил е Икономика на потреблението в Cornell University, САЩ.*



Ако се отиде отвъд политическото говорене и се анализира по-спокойно предложението за данък върху лихвите, може да се окаже, че все пак идеята няма да има апокалиптичните измерения, които масово се прогнозира. Дори обратното – освен ползите за фиска може да се видят и положителните ефекти върху икономическия растеж. Но има и някои „местни“ особености, на които трябва да се обърне сериозно внимание.

### Добрата новина

В България правителството и централната банка нямат големи възможности да влияят върху лихвените нива в икономиката. БНБ нито може да предоставя евтини (всъщност никакви) заеми на банките, нито има възможности и практика да изкупува големи количества ДЦК от пазара, за да налива ликвидност. Министерството на финансите традиционно не е предприемало действия чрез продажби или покупки на ДЦК, за да влияе върху ликвидността и лихвените нива в икономиката. МФ може лесно да вдигне лихвите, ако издаде голямо количество ДЦК с висока доходност, но едва ли ще може лесно да ги свали по някакъв начин. Сред икономистите и бизнес средите има консенсус, че в ситуация на рецесия лихвените нива трябва да се намалят, за да се стимулират инвестициите, потреблението, капиталовите пазари и по този начин да се предизвика растеж. Това, разбира се, се прави от всички централни банки в света от няколко години – или поне в тези държави, където няма валутен борд. В България има много политическо и публично говорене за намаляване на лихвите, но реално няма никакви действия по въпроса. Има опити за „сплашване“ на банките от страна на представители на политическите партии и правителството. Те правят намеци за изтегляне на държавен бизнес от онези, които не намалят лихвите, или предупреждават за възможни антикартелни процеси срещу големите банки в държавата. Такива изявления обаче срещат твърд отпор от БНБ, която освен като регулатор напоследък все по-често се изявява и като основен защитник на интересите на банковия сектор. Резултатът е нулев – няма икономически и законов механизъм, чрез който да се свалят лихвите в страната, а публичното говорене очаквано не плаши никого и не предизвиква никакви резултати. Досега.

За първи път от въвеждането на валутния борд в България финансов министър се опитва да се намеси чрез регулация (в случая данъчна) в лихвените нива и в разпределението на капиталовите потоци в икономиката. Предложението е просто, лесно и евтино за администриране. И най-важното – не противоречи на ограниченията, поставени от системата на валутния борд. Освен това със сигурност ще има и някакъв положителен ефект за публичните финанси. Данъкът върху банковите лихви (важно е да се подчертае думата „банкови“, защото върху другите лихвени приходи отдавна си има данъци и никой не се оплаква от това) е и мярка с незабавен икономически ефект – друго важно предимство спрямо алтернативни методи за интервенция, които могат да отнемат повече време, за да покажат резултати. Въпреки че е данък върху доход, удържан при източника, той има ефект, подобен на косвен данък – т.е. нещо, което се носи като тежест само от крайния потребител на конкретната стока или услуга, а не от този, който произвежда или продава тази стока или услуга. По своята логика този данък прилича на акциза върху горивата или цигарите, например. Той не намалява печалбата на банките, а отнема стойност от потребителя – в случая спестителя, инвестирал в банков депозит. Като всеки косвен данък и този ще има някакъв ефект на намаляване на потреблението на обложената стока или услуга – в случая инвестирането в банков депозит.

Разбира се, никой не спори, че е добре да се насърчава спестяването на населението, защото натрупаният капитал в България след периода на хиперинфлация все още е незначителен в сравнение с другите развити държави. Никой не спори също, че е добре банките да разполагат с достатъчно ликвидност и достъп до финансиране. Има обаче и други не по-малко важни тези, които също са неоспорими. Кредитирането не е на необходимото ниво и огромната част от българските фирми – особено малките и средните предприятия, които би следвало да са гръбнакът на икономиката и приоритет за всички политически партии – имат непреодолими затруднения при осигуряването на банков кредити в момента. Осигуряването на финансиране за много от тези фирми е въпрос не просто на растеж, а на оцеляване. А от тяхното оцеляване зависи икономическият цикъл в страната.

Банките станаха много по-предпазливи и консервативни след рязкото увеличаване на лошите кредити в портфейлите им през последните няколко години. Това обаче е по-скоро положителна тенденция. Не могат да бъдат обвинявани за това, че искат да намалят риска си и да не губят пари. Причината за намаленото кредитиране сега е именно свръхкредитирането и прекомерното поемане на риск в годините на икономически подем. Така много от фирмите, които имаха лесен достъп до банково финансиране тогава, го предпочетоха пред други форми на привличане на капитал и изпаднаха в сериозно затруднение в годините на криза.

Българските фирми като цяло нямат достатъчно собствен капитал и имат прекалено много задължения. Това е основната причина (освен влошената обща конюнктура и намаленото потребление) банките да са много предпазливи при даването на пари. Начинът да се засили кредитирането следователно не е да се наливат все повече пари в банките (под формата на депозити), защото това няма да доведе до понижаване на риска и до повишване на качеството на кредитополучателите. Начинът да се засили кредитирането е да се предприемат мерки, които да стимулират инвестирането в собствен капитал. Т.е. част от натрупаните пари в банките под формата на депозити, които няма да бъдат инвестирани в икономиката като фирмени кредити, е добре да бъдат инвестирани в дялове и акции на фирми, за да може после същите тези фирми да получат вече по-лесно банково кредитиране. Тогава нещата ще започнат да си идват на мястото.

В момента основната част от спестяванията на българите (въпреки че е трудно да се намерят сериозни изследвания на темата) са под формата на депозити, а съвсем малка част са инвестирани в други капиталови инструменти. Това не е така в развитите икономики, където дългосрочните спестявания на населението са свързани чрез различни продукти (основно взаимни фондове, частни пенсионни фондове, животозастрахователни продукти и лични инвестиционни сметки) с капиталовите пазари и в много по-малка степен с банкови депозити. За да е по-силна икономиката на България, това трябва да се промени. Да се твърди, че да се влагат пари в банките е добре, а да се влагат пари в капиталови инструменти е лошо, защото парите на хората трябва да стоят само в банките, е късогледо и дълбоко погрешно.

Лихвите по кредитите няма да се вдигнат, защото този данък не е разход за банките, а за клиентите им с депозити. Няма да се вдигнат и лихвите по депозитите, защото банките в България в момента изпитват затруднения не при привличането на пари, а при намирането на качествени кредитополучатели, на които да ги дадат на заем. Банките имат свръхликвидност от увеличаващите се депозити, върху които плащат лихви, които пък няма как да компенсират с доходи от добри работещи кредити. Така че лихвите по депозитите ще падат дългосрочно със или без данък върху тях.

Ефектът от данъка ще е като при минимално понижение на лихвите, защото икономическата печалба от тях за инвеститорите в депозити леко ще спадне и това може да доведе до някакви промени в техните бъдещи инвестиционни решения. Предложеният от МФ данък има шанс да промени дори и минимално съотношението между депозити и инвестиции в капиталови инструменти. Това ще е добре дългосрочно както за банките (защото ще произведе постепенно по-добре капитализирани кредитополучатели и ще намали общия кредитен риск), така и за икономиката като цяло.

Мярката няма да нанесе вреда на банките. Ужасяващите сценарии за масови тегления на депозити няма да се състоят, защото: 1) разликата между 5.0% и 4.5% годишна лихва не е достатъчен стимул човек да вземе решение да прекрати една инвестиция, особено ако очакванията са за бъдещи падащи лихви по принцип, 2) хората в България нямат много текущи алтернативи за инвестиции на дребно с гарантирана от държавата главница (средният размер на личен депозит у нас е под 5,000 лв.) и няма да извадят парите си от банките, за да ги сложат в бурканите или дюшеците си, където могат да бъдат откраднати, унищожени или просто постепенно обезценени от инфлацията, и 3) този данък няма да накара хората да изхарчат своите спестявания за потребителски стоки, защото склонността към увеличено потребление се влияе от съвсем други фактори – инфлационни очаквания, увеличен разполагаем доход, оптимизъм за бъдещето и т.н. – все неща, много далеч от темата за нови данъци.

Нереалистично е да се очаква съществен ефект за общия размер на депозитите в банковата система (между 35 и 40 млрд. лв. в момента). Дори и малка част обаче (да кажем 5%, или около 2 млрд. лв.) да се насочат към алтернативни инвестиционни възможности, това би предизвикало истинска финансова революция в малка държава като България и би осигурило жизнено нужен собствен капитал на стотици малки и средни бизнес проекти, които постепенно ще предизвикат икономически растеж, ще намалят безработицата и ще извадят страната от рецесията. Публичните инвестиции нямат и не могат да имат такъв ефект. Увеличаване на частните инвестиции (особено в малкия и среден бизнес сегмент) е това, от което се нуждае икономиката ни в момента.

За банковата система съществува много подробна статистика, затова ще е лесно да се измери ефектът от въвеждането на този данък следващата година. Ако се окаже, че ефектът върху размера на депозитите е минимален при 10% данък, тогава ставката може да вдигне още (на 20%, например) при следващия бюджетен цикъл, за да се мобилизират приходи за бюджета и индиректно да се стимулира пренасочване на спестяванията на населението към алтернативни инструменти, включително такива, свързани с капиталовите пазари.

Може парадоксално да се окаже, че това е единствената мярка в подкрепа на капиталовите пазари, предприета от българско правителство през последните осем години, въпреки че риториката на финансовия министър по отношение на други данъци върху капиталовите трансакции не издава подобен първоначален замисъл. Данъкът върху банковите лихви може да се окаже единственият възможен регулатор на капиталовите потоци в условията на валутен борд. Не е лошо този инструмент да започне да се използва от правителствата за правене на истинска парична политика.

Данъкът върху банковите лихви не е данък върху капитала, какъвто е данъкът върху имотите, например. Той не отнема от благосъстоянието на инвеститорите и не преразпределя стойност от едни слоеве на обществото към други. В този смисъл това не е „ляв“ данък. Ляв преразпределителен данък би бил еднократен данък от 10% върху самата стойност на депозитите над 1 млн. лв., например. В случая това съвсем не е така и данъкът върху банковите лихви е малка стъпка в правилната посока.

#### **А сега, лошата новина**

В България сигурно има не повече от 1000 души, които имат по-значими суми в банкови депозити (да кажем над 1 млн. лв.). Освен че са състоятелни, тези хора имат вероятно най-добрите адвокати и данъчни консултанти и едва ли техните банкови спестявания са от проблемни източници и с неплатени данъци. Повечето от тях са работливи и талантиливи хора, изградили с много труд и малко късмет собствен бизнес през годините. След въвеждането на данъка върху лихвите обаче банките може да подават информация за наличностите по сметките на всички граждани към данъчната администрация и точно тези клиенти изведнъж автоматично ще попаднат във фокуса на цялата държавна машина. Едва ли някой се съмнява, че ако премиерът или министърът на вътрешните работи поиска справка от министъра на финансите за състоянието на банковата сметка на конкретен български гражданин, последният ще им откаже информация с аргумента, че представлява данъчна тайна. Или че няма да е особено трудно от анонимен данъчен служител за джобна сума да се закупи флашка с банковите наличности на всички по-състоятелни лица в страната.

Въпросът е какво ще последва от това практическо анулиране на банковата тайна в България. И по-конкретно какви ще са последствията не за човек с 4,750 лв. депозит в банка ДСК, а за някой с 3,500,000 лв. в УниКредит Булбанк, например. Състоянието на правосъдната и правоохранителната система в страната е все още такова, че всеки може да бъде обвинен проформа в укриване на данъци, репутацията му може да бъде опетнена непоправимо и бизнесът му разрушен за нула време, преди да успее да се защити и да докаже своята невинност в съда.

А дори и да успее да го направи след време, няма как да върне бизнеса, репутацията и кариерата си (да не говорим за адвокатските си разходи). Рискът от криминално посегателство върху семействата с цел изнудване или откуп също не е за пренебрегване. Това се знае както от богатите хора в България, така и от тези, които скоро ще получат информацията от банките за състоянието на същите тези богати хора. Само наивник би оставил състоянието си и бъдещето на семейството си на благоволенieto на български бюрократи и магистрати или на трети злонамерени лица. А повечето богати хора в България не са наивници.

*След въвеждането на данъка върху лихвите банките може да подават информация за наличностите по сметките на всички граждани към данъчната администрация и точно тези клиенти изведнъж автоматично ще попаднат във фокуса на цялата държавна машина.*

Няма как един човек, колкото и богат и влиятелен да е той, да се пребори с държавната машина, когато и ако тя тръгне срещу него. Примери за това има много, особено в държави като Русия. Ето защо нормално е да се очаква тези български вложители, които са най-състоятелната част от обществото и представляват бизнес елита, най-бързо и най-болезнено да реагират чрез изтегляне на своите влогове от банките и пренасочването им към алтернативни инвестиционни канали. Какъв ще е ефектът на тези реакции върху общото равнище на банковите депозити и за всяка една конкретна банка предстои да видим.

Дали тези пари ще отидат автоматично към други български инструменти с капиталов характер също е под въпрос, доколкото това движение няма да е съвсем доброволно и осъзнато решение, а по-скоро плод на конюнктурна необходимост. И това ще се случи не защото 10% е висок данък върху лихвите, а защото рискът, на който ще бъдат изложени тези хора, е от съвсем друго и по-страшно естество. Това е риск, който не е финансов, не може да бъде хеджиран и може в определени случаи да доведе до 100% загуба както на депозитите им, така и на всичко друго, което притежават семействата им в България. Това е политическият риск на нашата държава, стояща в много отношения все още някъде между Европейския и Съветския съюз. В този смисъл данъкът върху банковите лихви не е добра идея. Не и в България, не и днес. Все още не.

## ИНВЕСТИЦИОННИ ВЪЗМОЖНОСТИ НА БЪЛГАРСКИЯ КАПИТАЛОВ ПАЗАР МАРИЯ ПАНАЙОТОВА, ГЛАВЕН АНАЛИЗАТОР В ЕКСПАТ КАПИТАЛ

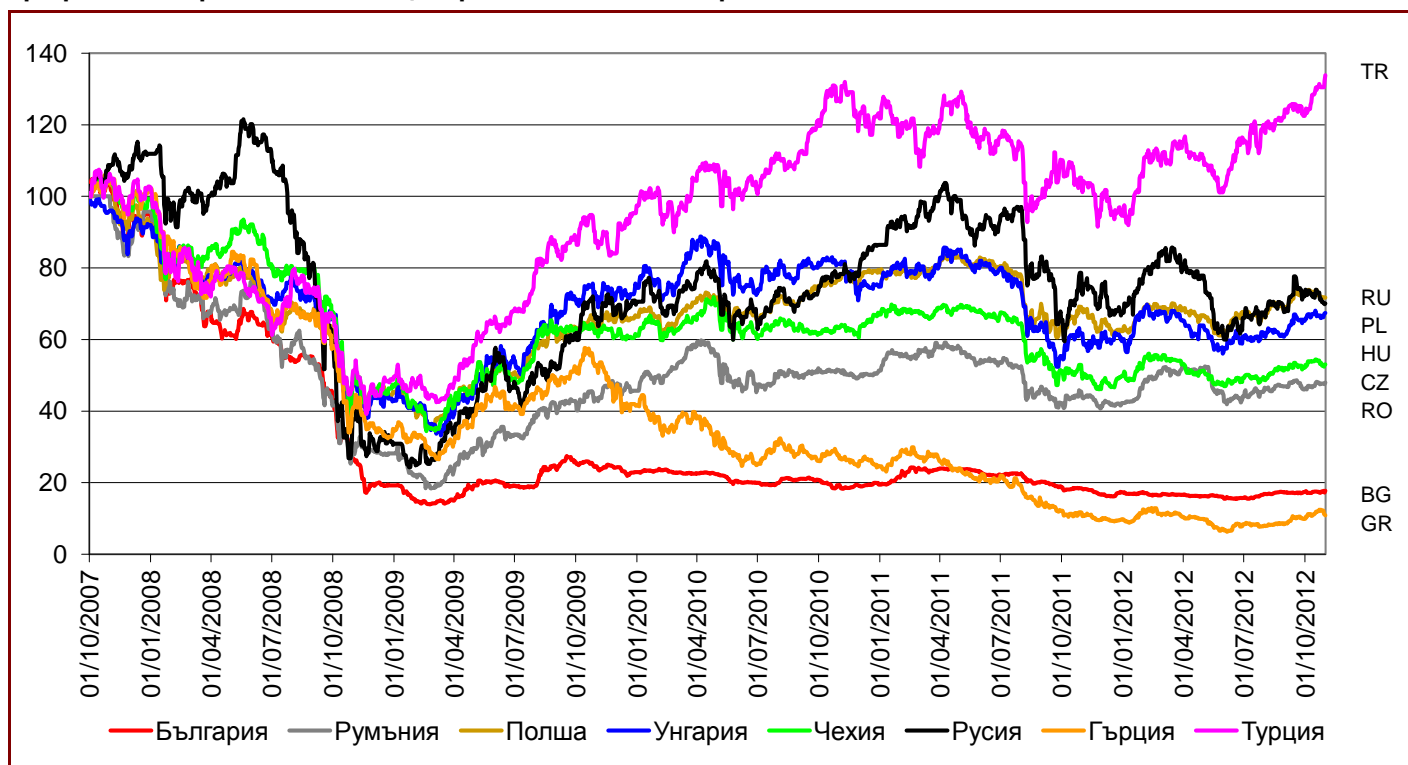
В Експат Капитал Мария Панайотова отговаря за проучванията на публични компании, капиталови пазари и финансови инструменти. Преди това тя е работила като финансов анализатор в норвежката финансова компания Edge Capital, където анализира публични компании за недвижими имоти в Германия, Швейцария и Австрия и издава инвестиционни препоръки за взаимни фондове и дискреционни сметки. Професионалната ѝ кариера в сферата на финансите започва в Ню Йорк, където тя е стажант в Merrill Lynch Wealth Management и в отдел „Анализи на акции“ и „Стратегии за инструменти с фиксирана доходност“ в JP Morgan. Мария има бакалавърска степен по икономика и математика от Vassar College, Ню Йорк, а през 2008 г. участва в обменна програма в London School of Economics. Преминала е първо ниво от изпитите за CFA (сертифициран финансов аналитик).



SOFIX, най-широко следеният индекс на българския фондов пазар, се покачи с 2668% от средата на 2001 г. до октомври 2007 г., представяйки се по-добре от борсовите индекси по целия свят. Обаче разпространяващата се дългова криза накара инвеститорите да изоставят рисковите активи в търсене на сигурност. Тенденцията доведе до големи загуби на развиващите се европейски пазари, сравнено с развита Европа.

На графиката по-долу показваме представянето на най-големите борсови индекси в Централна и Източна Европа от 2007 г. насам, когато всички те достигнаха своите върхове и впоследствие се понижиха със задълбочаването на финансовата криза. Изглежда, че SOFIX изостава значително във възстановяването си спрямо другите основни индекси от региона.

Граф. 15. Пазарни индекси в Централна и Източна Европа\*



Източник: Investor.bg, The Wall Street Journal

\* Пазарни индекси по страни: България – SOFIX; Румъния – BET; Полша – WIG; Унгария – BUX; Чехия – PX; Русия – RTS; Гърция – ATHEX; Турция – XU100

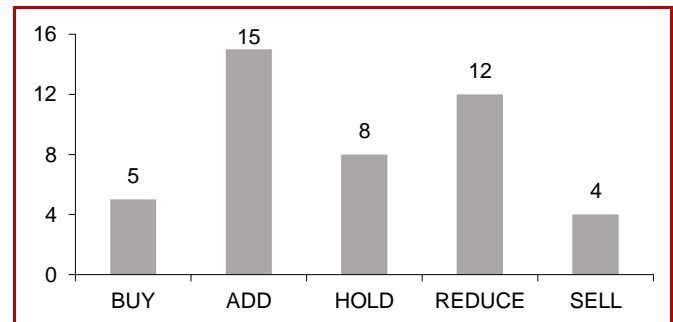
Екипът на Експат Капитал анализира 44-те най-големи и най-ликвидни компании на Българската фондова борса – София, изключвайки публичните компании от банковия сектор. Кумулативната пазарна капитализация на тези 44 акции е 1.16 млрд. евро или 17% от целия пазар към ноември 2012 г. Анализиранията от нас група се търгува при P/B от 0.47x и P/E от 8.22x (2012E). Като цяло смятаме, че българският фондов пазар е подценен, но не препоръчваме инвестиране във всички акции и сектори. Харесваме само определени позиции.

Използваме 5-степенна рейтингова система, като най-високия рейтинг BUY (Купувай) даваме на акции, чието очаквано повишение на цената през следващите 12 месеца е над +25%. Най-атраaktivни са компаниите, които имат съотношения P/B (Price to Book, съотношение цена/счетоводна стойност на акцията) и P/E (Price to Earnings, съотношение цена/печалба) под средното, имат растящи приходи, ниско ниво на задлъжнялост и високо качество на корпоративно управление. Всички фактори, които използваме за оценката, с изключение на качеството на управление, са обективни. На Граф. 11 сме показали разпределението на броя компании според дадената препоръка.

Към момента в разпределението, което сме направили, взните леко накланят към позитивната

страна – 20 от 44-те акции са с рейтинг над HOLD (Задръж) – Граф. 16.

**Граф. 16. Разпределение по рейтинг (бр. компании)**



BUY – Купувай; ADD – Добавай; HOLD – Задръж; REDUCE – Намали; SELL – Продавай

Най-атраaktivните компании според нашия модел за оценка са: Софарма (3JR), Юрий Гагарин (4PX), Агрива Груп Холдинг (A72), Албена (6AB) и Албена Инвест Холдинг (5ALB) – всички те с рейтинг BUY. Освен това смятаме, че Булленд Инвестмънтс АДСИЦ (5BD), Неохим (3NB), Фонд за недвижими имоти България (5BU), Експат Бета АДСИЦ (E7P) и Адванс Терафонд АДСИЦ (6A6) представляват добра инвестиционна възможност в момента (Табл. 4).

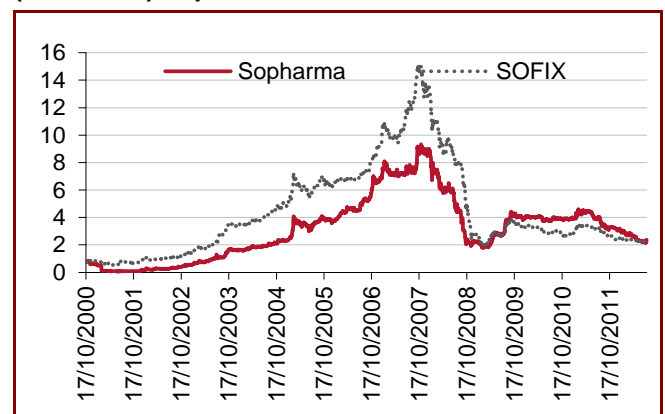
**Табл. 4. Препоръчани акции от Експат Капитал**

Компания	Сектор	Текуща цена (лв.)	Повишение	2012E P/E	2012E P/B	Рейтинг
Софарма	Фармация	2.22	35%	7.51	0.88	BUY
Юрий Гагарин	Хартия и свърз. продукти	24.50	30%	3.07	0.36	BUY
Агрива Груп Холдинг	Земеделие	3.02	30%	4.30	0.40	BUY
Албена Инвест Холдинг	Недвижими имоти	4.82	25%	17.35	0.25	BUY
Албена	Хотели и курорти	40.00	25%	10.26	0.49	BUY
Булленд	АДСИЦ	0.97	20%	8.89	0.65	ADD
Неохим	Химически	28.00	20%	14.02	0.67	ADD
ФНИ България	АДСИЦ	0.52	20%	21.92	0.42	ADD
Експат Бета АДСИЦ	АДСИЦ	1.10	18%	neg.	1.10	ADD
Адванс Терафонд	АДСИЦ	2.16	15%	6.80	0.85	ADD

Накратко представяме компаниите с прогноза за най-висок ръст в цените през следващите 12 месеца.

Според нас скорошният рязък спад в цената на акцията на **Софарма** представлява рядка възможност за закупуване. Цената падна с -48% през последните 16 месеца и акциите в момента се търгуват при P/E от 7.51x и P/B от 0.88x, докато историческите съотношения P/E и P/B са били около съответно 12.0x и 1.6x. Нашата 12-месечна цел за цената на акцията е 3.00 лв., което съответства на +35% повишение. Смятаме, че има няколко фактора, които психологически нарушиха доверието в акциите. Фундаментално обаче Софарма остава стабилна и доходна компания и е въпрос на време цената на акциите да го покаже.

**Граф 17. Историческо представяне: Софарма (лв./акция) спрямо SOFIX**



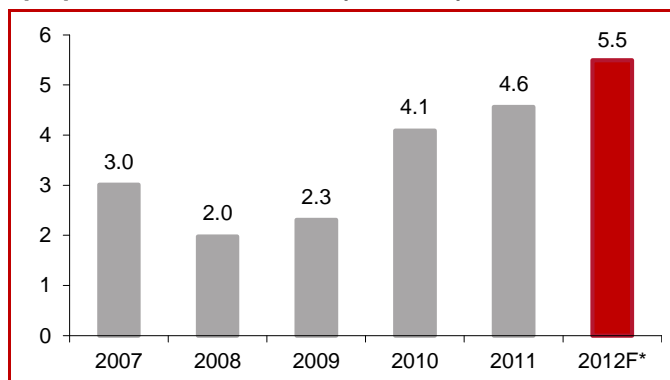
Източник: Investor.bg

Цената на акциите на **Юрий Гагарин** е с 25% пониска от нивата си в началото на 2011 г. заради промяна на закона за тютюна, който вече забранява производството и продажбата на заготовки за цигари с филтри. Само 22% от приходите на Юрий Гагарин идват от този бизнес сегмент. Смятаме, че текущата цена на акциите не отразява стабилността на другите бизнес направления на компанията и потенциалното преместване на бизнеса с цигарени филтри в чужбина. Нашата препоръка е BUY с 12-месечна целева цена от 31.85 лв., съответстваща на възвръщаемост от +30%. Акциите се търгуват при P/B от 0.36x, най-ниското за последните 5 години. Коригирахме печалбата за 2012 г. надолу, за да отразим липсата на приходи от продажби на цигарени гилзи, и въпреки това P/E коефициентът е атрактивно нисък на ниво от 3.07x.

Цената на акциите на **Агрива Груп Холдинг** падна близо до своето историческо дъно от 2009 г., въпреки че бизнесът се е подобрил значително. Компанията функционира чрез 8 дъщерни компании, чийто бизнес е развитието на земеделска земя, производството, съхранението и търговията с висококачествена пшеница. Бизнесът на фирмата се разраства бързо чрез постоянни инвестиции и стратегически придобивания на компании. Печалбите нарастват през последните 4 години, надминавайки нивата си от преди кризата. В момента са със 131% по-високи от ниското си ниво през 2008 г. (Граф. 18).

Според нас преобладаващият негативизъм на пазара, високото съотношение дълг към собствен капитал и политиката на неизплащане на дивиденди са причините за спада в цената на акциите. Макар че цената се е понижила, мащабът и качеството на бизнеса са се подобрили. Нашият модел показва атрактивно очаквано повишение от +30% през следващите 12 месеца.

**Граф. 18. Нетна печалба (млн. лв.)**



Източник: Агрива Груп Холдинг, Експат Капитал  
\* Прогноза на Експат Капитал

Смятаме, че акциите на **Албена Инвест Холдинг** са силно подценени. Настоящото съотношение P/B е 0.25x – едно от най-ниските измежду всички от анализирания от нас група български компании. Албена Инвест Холдинг има диверсифицирано портфолио от 15 компании в 6 сектора. Диверсификацията е доста ценна в несигурни икономически времена. Печалбите на фирмата останаха положителни през всички години от 2007 г. насам, с изключение на 2010 г. През 2012 г. очакваме печалбата да остане 0.7 млн. лв., което е нивото от 2011 г. Смятаме, че акциите предоставят добра възможност за краткосрочна капиталова печалба. Препоръчваме закупуване на Албена Инвест Холдинг и излизане от позицията при цена от 6.03 лв., което би представлявало +25% възвръщаемост.

**Албена** най-голямата хотелиерска компания в България и е фокусирана върху морския туризъм. Притежава и управлява над 40 хотела, ресторанти, балнеологични и спортни центрове. Компанията има активи от 241 млн. евро към юни 2012 г. Към момента пазарната капитализация е 85 млн. евро. За последните 12 месеца цената на акцията е паднала с 33% заради очаквания за слаб летен сезон. Компанията вече представи неконсолидираните си печалби за първите 9 месеца на годината, които показват 57%-ен годишен ръст на нетния приход. Отчетени са по-малко туристи, посетили курорта, но похарчените от един турист средства са се увеличили. Освен това разходите на един турист са намалени значително. Според нас позитивното развитие би следвало да се отрази и върху цената през следващите 12 месеца. Очакваме туризмът в България да се развива благоприятно в средносрочен план. Акциите на Албена в момента се търгуват при P/B от 0.49x. Нашата целева цена е 50 лв., което съответства на очаквана възвръщаемост от +25%.

В заключение, 2012 г. изглежда подходящ момент за преосмисляне на българския фондов пазар, който беше тежко наказан от инвеститорите от 2007 г. Докато повечето останали пазари в региона се удвоиха от 2009 г. (турският се утрои), българският е скучен и непроменен. Един ден, вероятно след смяна на правителството догодина, пазарът може дори и да се удвои, без да настъпят фундаментални промени на корпоративно ниво. Всичко е въпрос на пазарни настроения. Същото се случи преди 10 години. Пазарът беше скучен и пренебрегван между 1997 и 2001 г. После, след смяна на правителството, се изстреля нагоре. Това може да се повтори. Ще е добре за инвеститорите да не пропуснат такова развитие.

## ТУКА ИМА, ТУКА НЯМА... ДАНЪК ВЪРХУ ЛИХВИТЕ ОТ ДЕПОЗИТИ НИКОЛАЙ ВАСИЛЕВ, CFA

През септември управляващите първо предложиха и 24 часа по-късно изоставиха идеята да се обложат с 10% доходите от лихви по банковите депозити. През октомври – ново двайсет – по-точно ново 10 като 10%. Министерският съвет изненадващо прие въвеждането на новия данък. В тези действия има две големи вреди. Първо – каква поредна глупост се прави. И второ – по колко лош начин.

### Нулевият данък помогна на финансовата система

България е една от няколкото държави в Европа, където през годините никога не е имало данък върху доходите от лихви. Не приемам тезата, че трябва да въведем такова облагане, защото то съществува в други държави. Във Франция максималната ставка върху дохода предлагат да е 75%. И този опит ли да копираме? У нас нулевата ставка допринесе за стабилността на банковата система и стимулира спестяванията, които са жизненоважни за цялата икономика. Винаги съм бил против облагането на депозитите. Вредите от него многократно биха надхвърлили ползите.

### Колко приходи ще се съберат?

В статичен свят, където вложителите в банките просто ще си платят данъка, ще се съберат например 150 млн. лв. С падането на лихвите тази сума ще намалява. Министерството на финансите ще каже: колкото и милиона да се съберат, пак е повече от нула, значи си струва. Но страничните ефекти биха били опасни, защото светът не е статичен. Според вас какво ще стане с количеството на депозитите? Много хора едва ли ще се чувстват стимулирани да спестяват в банките, защото няма да искат да плащат данък или защото депозитите вече няма да бъдат изгодни. Други ще пратят парите си в чужбина, вкл. по екзотични дестинации. Чужди граждани в момента имат немалко депозити у нас. Какво ще се случи с тях?

### Защо са ни повече приходи? И от правилните хора ли ще ги съберем?

Ако някой смята, че „бюджетната пица е постна“, не съм съгласен. Планираните разходи за 2013 г. от близо 32 млрд. лв. са най-големите в историята на страната. Това е 38.8% от БВП – дори и трейнната коалиция в златните години за световната икономика харчеше по-малко, а сегашните управляващи трябваше да намалят тази пропорция. Според мен би било правилно чрез реформи в публичния сектор да паднат разходите, а не да се търсят източници на нови приходи. Ако става дума за събиране на повече приходи в хазната чрез повишен контрол или борба с контрабандата – добре. Така тежестта справедливо би паднала върху нарушителите. Спестяванията обаче са един от най-важните фактори в икономиката. Върху тях се крепят банките. Те финансират кредитите и инвестициите, създават стабилност. Цялата световна криза през последните години е предизвикана от многото дългове и липсата на спестявания. Ако въведем данък върху лихвите, значи вземаме пари от хората, които спестяват, за да ги изхарчим за онези, които не спестяват. Нека припомним, че повечето пенсионери също имат депозити.

### Какво ще стане с банките и с лихвите?

Недостатъчното банково кредитиране е един от основните проблеми на икономиката. А с новия данък ще нанесем допълнителен удар върху банките и кредитите: депозитите вероятно ще намалеят; за да ги задържат частично, банките ще трябва да вдигнат лихвите по тях и така да компенсират данъка; тогава и лихвите по кредитите ще се покачат – тежко на производителите, а ако няма нови депозити, няма откъде да дойдат пари за нови кредити. Тези тенденции са обратното на това, от което има нужда.

### Странно е да се твърди, че „парите от депозити ще се влеят в икономиката“

Когато парите са в банките, да не би да са извън икономиката? Май забравяме потока: депозити – кредити – инвестиции – производство и т.н. Ако не е добре парите да стоят в депозити, нека премахнем този инструмент и всички пари „да се влеят в икономиката“? По-вероятно е обаче да се „излеят“ към чужди икономики, където поне рискът от невидими промени в бизнес средата изглежда по-малък.

### Да се радват ли небанковите институции?

Чувал съм колеги от финансовия сектор да приветстват въвеждането на данък върху лихвите по депозити, защото така повече средства щели да се инвестират в акции, облигации, взаимни фондове, пенсионни сметки. Това може и да е така, но злорадството също може да се окаже краткотрайно. Току-виж някой се сетил да обложи и тях. *Ще спра дотук, за да не давам лоши идеи...*

Да не забравяме, че всички небанкови финансови институции също по един или друг начин работят с банките. Правят депозити, инвестират в компании с кредити. Банките не са изолиран сектор и по-вероятно е цялата бизнес среда да се влоши допълнително. Имиджът на държавата, успехът на икономиката и дори на отделната компания зависи на първо място от доверието – в институциите, в нормалната среда, в утрешния ден. Имиджът много трудно се изгражда и много лесно се руши. България тъкмо е въвела едни от най-ниските преки данъци в света, което безспорно даде добри резултати до преди кризата и пак ще даде с възстановяването на икономиката. Глупаво би било сега да почнем да вдигаме данъци и да унищожим доверието.

### Данъчната политика трябва да е стабилна и предвидима

Управляващите постоянно подхвърлят нови и често вредни предложения за промени, а после се отричат от тях. „Какво пък – ще кажат някои – няма лошо да се сондира общественото мнение с различни предложения и да се реализират само добрите.“ Дали обаче е толкова просто? Представете си какво ще стане, ако Министерството на отбраната предложи да бъде нападната съседна държава и утре официално се откаже. Или сеизмолозите предскажат голямо земетресение и после го отрекат. А ако голяма банка днес обяви фалит, а утре това се окаже блъф. Или Обама подаде оставка, а после каже, че било грешка... Можем да гадаем какви ще са последствията, но няма да са безобидни.

## ОТКЪДЕ ЩЕ ДОЙДЕ РАСТЕЖЪТ?

НИКОЛАЙ ВАСИЛЕВ, CFA

От учебниците по икономика знаем формулата:

БВП = потребление + инвестиции + нетен износ + държавни разходи

Оттук идват честите рецепти от политици и популисти за постигане на растеж:

- 1) Да стимулираме потреблението с повишаване на доходите
- 2) Бюджетът да харчи повече
- 3) Да накараме банките да дават повече кредити и на по-ниски лихви, за да има повече инвестиции

При настоящата дългова и бюджетна криза по света тези лекарства не действат. Напротив, точно те предизвикаха кризата. Все едно с шоколад да лекуваме кариес. Вижте САЩ, Япония и повечето държави в Европа – през последното десетилетие техните правителства харчиха безогледно, доходите се покачваха изпреварващо (Унгария е прекрасен пример). Тогава защо нещата стигнаха дотук? Вече 4 години бюджетните дефицити в света са рекордни – защо не излизаме от кризата? Защото лечението е грешно. Едно кафе преди изпит ще помогне, но десет водят до по-сериозен проблем – този път здравословен. По същия начин големите държавни разходи могат да са краткосрочно решение за постигане на растеж, но дългосрочните дефицити водят до колосални дългове, които предизвикват катаклизми.

В годините на бума банките кредитираха повече, отколкото е разумно. Сега имат голям брой лоши кредити – и заради свои грешки, и заради неуспеха на същите представители на бизнеса, които днес очакват още финансиране и се сърдят на „лошите“ банки.

### Истинският проблем е липсата на доверие

Икономиката не се нуждае от изкуствено стимулиране на потреблението, а от възстановяване на изгубеното доверие.

- Инвеститорите не вярват във волята на правителствата да намалят бюджетните дефицити и държавните дългове
- Бизнесът не вярва в бъдещето на данъчната система и възможностите за печалби
- Никой няма илюзии за прозрачността на обществените поръчки и скоростта на съдебните процедури
- Никой не е сигурен за работното си място и бъдещите си доходи
- Банките не смятат, че повечето проекти ще успеят и не кредитират
- Никой не вярва в щедрите пенсионни системи, а всеки се страхува от влошаващите се демографски процеси

- Нито еврото, нито йената, нито доларът изглеждат сигурно убежище – няма към коя валута да избягаме
- Да не споменавам думи-табу като войни, конфликти, природни катаклизми

### Друга формула за растеж – възстановяване на доверието

Формулата не трябва да бъде изкопирана от предизборната програма на Франсоа Оланд – убийствено високи данъци, общи европейски облигации, европейска псевдо-кредитна агенция и не знам какви мерки за стимулиране на растежа за сметка на стабилността.

В сегашната ситуация България се нуждае от няколко ортодоксални (т.е. класически) реформи и действия: 1) макроикономическа стабилност (има), 2) ниски преки данъци (има), 3) добра бизнес среда (няма подобрене), 4) работещи капиталови пазари (има влошаване), 5) намаляване на междуфирмената задлъжнялост (никакви идеи), 6) по-ефективни съдебни процедури за защита на кредитора, а не на длъжника, 7) повече приватизации и концесии, по-добро управление на все още държавните дружества (няма), 8) привличане на конкретни инвестиции и реализация на големи проекти (няма).

#### 1. Макростабилност

Препоръчвам забраната на бюджетните дефицити да се запише в Конституцията, най-добре и във всички държави на континента. Това може да е политически болезнено, но ще доведе до огромно подобрене на доверието – повишени кредитни рейтинги и намалени лихви. Тук чашата на ГЕРБ е наполовина пълна. Идеята на Дянков да ограничи дефицита до 2% е по-добре от ситуацията в Гърция, но правилното решение е изобщо да няма дефицит.

Валутният борд вече 15 години работи отлично и просто не трябва да се пипа.

#### 2. Запазване на ниските преки данъци

Имаме най-ниските преки данъци в Европа, които, слава Богу, това правителство не повиши (освен данъка върху лихвите от депозити, който ще бъде въведен от 2013 г.). Именно ниските преки данъци са сред малкото ни конкурентни предимства.



### 3. Бизнес среда и конкуренция

Няма значимо опростяване на регулаторните режими от 2005 г. насам. Обществените поръчки не са прозрачни. Конкурентната среда в цели сектори като медии и горива не е благоприятна. България срамно изпада назад в световни класации като възприятие за корупцията, икономическа свобода, конкурентоспособност, свобода на медиите. Това и цялостният влошен имидж на държавата не стимулират българския и чуждия бизнес да инвестират у нас. Точно обратното, все повече успешни български бизнесмени разпродават бизнеса си и се изнасят със семействата си в чужбина.

### 4. Капиталови пазари

Ситуацията е скръбна като през 2000 г. Държавата не листва достатъчно дялове на големи дружества, частният сектор не е активен. Повечето български фирми не се нуждаят от кредити, каквито не могат и не заслужават да получат. Трябва им акционерен капитал, но не могат да го съберат нито от борсата, нито от индустрията на инвестиционните фондове, която също е в лошо състояние. Идеи от управляващите – нула.

### 5. Междуфирмена задлъжнялост

По темата трябва да се действа бързо, иначе години наред ще се занимаваме с наследени проблеми вместо с нови проекти. Така стана в Япония – след спукването на имотния балон през 1990 г. тя вече две десетилетия се бори с лошите кредити и не може да излезе от капана на рецесията и дефлацията. За този период японците бяха катастрофално задминати от бумтящия Китай.

Компаниите се нуждаят от свеж ресурс, но като акционерен капитал. У нас държавата и общините не плащат навреме и също са част от проблема. Могат да се измислят триъгълни или многоъгълни схеми за разчистване на задълженията. Възможна е секюритизация на задълженията (преобразуване в търгуеми инструменти – облигации или акции). Но явно не през този мандат.

### 6. Съдебни процедури

Ако събирате вземания по съдебен път, не зная след колко години ще успеете. Същото се отнася за процедурите по несъстоятелност и ликвидация. Често се говори за скоростта на знакови наказателни дела, но търговските са стотици пъти повече. Воля за промени липсва.

### 7. Приватизация, концесии, управление на държавните дружества

През този мандат напредъкът е разочароващ. Какво става с Летище София, БДЖ Товарни превози, БФБ, цялата енергетика? Едва ли някой все още има илюзии, че железниците, пощите, енергетиката или болниците ще прогресират в държавни ръце – разкъсвани между лошото управление на политиките, популизма и липсата на инвестиции. През последните 20 години растежът идва от частния сектор. Държавният предимно трупа дългове.

Дано няма знакови фалити.

### 8. Няма големи проекти

Управлението ни прилича на изчерпан кинематографичен екип, който произвежда някакви филми (всъщност във „филмите“ и медийните изпълнения май сме най-добри), но нищо достойно за Оскар. Този мандат няма да се запомни с някакъв значим бизнес проект. Не говоря за безспорните успехи с магистралите. Лесно е да се харчат публични средства, трудно е да се привлекат частни инвестиции. До 2008 г. България беше рекордьор по инвестиции като % от БВП, сега намалението е в пъти.

„Тангото“ с Белене е типичен пример за безпомощност и нерешителност. Хем след 2009 г. изхарчихме нови стотици милиони, хем се изложихме многократно пред руските партньори, хем пак няма АЕЦ. И това може да е предпоследно.

### Списъкът може да продължи

Нужни са по-активни действия за стимулиране на износа и туризма. За еврофондовете е ясно – колкото повече, толкова по-добре. Пенсионният модел трябва да се промени в посока намаляване на разходите за пенсии като % от БВП. Трябва да се стимулират спестяванията (вкл. за пенсии) и инвестициите в ценни книжа и в дялови участия. Потреблението (например на автомобили и електроуреди) не трябва да е изпреварваща самоцел, защото просто ще увеличи търговския дефицит. То самó ще нарастне при повече инвестиции от частния сектор, повече работни места и повишено доверие в бъдещето. Изоставаме с образованието – особено висшето, с науката и иновациите – все повтаряни теми, но без действия.

### Нужни са визия и посока

Сегашното правителство не разруши много от постиженията на миналото, но и няма гениални успехи. И в спорта, и в икономическото състезание между страните един от начините да излезеш напред е като другите се провалят и изостанат. България поне няма дългова криза и дълбока рецесия. Имаме обаче дефицит на добри управленски идеи и решителност. В година на избори едва ли някой ще има кураж за зъболекарския стол. По-скоро ще ни зальжат с парче шоколад.

## ПРИКАЗКА ЗА РЕФЕРЕНДУМА НИКОЛАЙ ВАСИЛЕВ, CFA

В едно семейство двамата родители дълго време не намирали съгласие по темата дали да купят апартамент в строяща се кооперация или не. Жената била за това да има сделка, защото познавала добре продавача, а мъжът бил ту против, ту за, но приятелите на семейството така и не разбрали защо. На няколко пъти платили голямо капаро на строителите, но след всяка вноска пак продължавали да се колебаят дали взимат правилно решение и не искали да поемат отговорност пред децата и внуците си – а животът така щял да си отmine. Накрая решили да съберат семейния съвет и всички членове на фамилията демократично да вземат колективно решение. Задали следния въпрос: „Да осигурим ли бъдещето на семейството чрез закупуването на този апартамент?“

- Дъщерята Ани щяла да гласува За, защото харесвала бъдещите розови завеси
- Баба Пенка и тя била За, защото съседката й Мария казала, че това е добра идея
- Лелята била Против, защото по навик винаги била против мнението на баба Пенка
- Дядото чул по телевизията, че инвестициите в имоти били винаги изгодни, затова бил За
- Бащата бил Против, защото той трябвало да осигури парите, което в онези времена изобщо не било лесна работа
- Майката била За, защото се надявала фирмата на братовчед й да бъде наета за довършителните работи
- Братът на бащата – икономист, работещ в компания за жилищно строителство, вероятно бил единственият в семейството, компетентен по темата, но никой не искал неговото мнение. Той решил да не участва в референдума, защото не разбирал въпроса. Няма информация за основните параметри на сделката, а без тях на какво да базира своето решение?

В разразилата се дискусия чичото все пак взел отношение и казал:

- Ако цената е 400 евро на квадрат, да го купим, но ако е 1400 – не е изгодно
- Ако на партньорите-съседи може да се разчита – да действаме, но ако са неприемливи, по-добре да се откажем
- Ако кредитът е с 3% лихва, си струва, но ако е с 12% – не си струва

Накрая с 4 гласа За, 2 гласа Против и 1 негласувал семейният съвет дал зелена светлина за покупката. Но тогава се появили проблемите. Продавачът почнал да потрива ръце и удвоил цената, защото знаел, че след семейното гласуване няма мърдане – сделка ще има. Появили се лоши съседи, но вече нямало какво да се прави. Накрая чичото се замислил какво ще стане, ако въпреки общото

фамилно решение не купят апартамент. Колко ще загубят от всичко дадено досега и кой ще плати сметката за промененото намерение?

Нека умножим неволите на това семейство по 100,000 и ще получим казуса АЕЦ Белене.

### Кога е разумно да има референдум?

Провеждането на референдум е подходящо, когато може да се зададе ясен въпрос с отговор Да или Не. Казусите трябва да са повече глобални, стратегически и ценностни, а не технически. Например за присъединяването към НАТО и ЕС, отмяната на смъртното наказание, формата на държавно управление. Неподходящи са въпроси като дали пилотите трябва да кацат по-стръмно или по-полегато, дали лекарите да оперират под или над 4 часа (без да се уточни видът на операцията), както и дали националният отбор по футбол трябва да играе по-дефанзивно или не.

Широката публика няма как да е компетентна по лекарските и пилотските въпроси. Дори по цял ден да гледаме филми като „Има ли пилот в самолета?“ и „Доктор Хаус“, няма да се научим нито да управляваме Боинг 747, нито да различим птици грип от наблюдаваме споровете между лекари с различни мнения, няма да сме способни да вземем решение дали да се оперира сърцето на пациента или не. Защо тогава питат точно нас?

С футбола уж е различно. Там всички сме „специалисти“ и викаме пред телевизора, но как да отговорим с Да или Не на въпроса, като не е все едно дали съперникът догодина ще е Германия или Андора?

### От ядрена енергетика повече ли разбираме, отколкото от медицина?

Ако си мислите, че да, тогава си отговорете на следните въпроси:

- Какво отличава реактора тип ВВЕР от последните френски разработки? А от чешките или американските?
- Кога за последен път влязохте в някоя АЕЦ?
- Колко е температурата в реактора и какво е напрежението на произведения ток? Ако сбъркате с по-малко от две нули, значи сте на прав път...

Няколко хиляди души в България сигурно знаят отговорите, но и аз като повечето хора не съм от тях.

## А от инвестиции ли разбираме?

Тук е като с футбола – всички горе-долу разбират. Но колко души в държавата са правили (успешни) инвестиции за 10,000 евро? А за 10 милиона? А 10 милиарда? Колко души знаят как да оценят сладкарница с оборот 20 хиляди лв., да не говорим за АЕЦ на стойност с шест нули повече? Колко хора знаят какво е IRR? А NPV? Аз поне от тези неща разбирам. Но при условие че повечето хора не знаят, тогава как ще гласуват на референдум, където едните ще им казват, че от енергетика никога не се губи (което не е вярно), а другите – че подписвате празен чек (което може и да е вярно)?

## Не знам как да гласувам на такъв референдум

За да взема компетентно и отговорно решение, бих имал десетки въпроси, сред които:

- Кой ще е инвеститорът? Ако ще е държавата, съм Против. Ако е водеща (западна) компания от бранша – За.
- Какъв ще е делът на държавата? Бих желал рискът да е само за частния инвеститор.
- Откъде ще идва ядреното гориво и има ли повече от един доставчик?
- Къде ще се складират радиоактивните отпадъци?
- Ще има ли гаранции за изкупуването на тока, за колко години и на какви цени? Бих искал да няма.
- Колко ще струва централата и как ще се финансира изграждането? Ако ще е 20 милиарда евро, съм Против.
- Колко ще струва токът? Ако ще е по-скъп от соларите, също съм Против.
- През кой век ще се завърши? Имам право да питам, след като строежът започна преди 31 години.
- Има ли сеизмичен или радиационен риск?
- Какво е мнението на премиера и на министрите, ако изобщо има такова?

## Цялата сага с АЕЦ Белене е срам за държавата

Въпросите ми за Белене са много повече от отговорите, но все пак в някои неща съм сигурен:

- Не е нормално за няколко десетилетия България да не може да вземе ясно решение дали да строи един проект или не. Вината е на дузина правителства
- Не е разумно и през този мандат да сме прахосали нови стотици милиони, а накрая пак да нямаме АЕЦ. Тогава защо ги прахосахме?
- Защо се излагаме толкова години пред чужденците – тука има, тука няма?

Очевидно и тези управляващи са неспособни да вземат правилно решение и да го защитят. Затова прехвърлят топката ту на парламента, ту на хората. Тъй като мнозина няма да се чувстват подготвени да вземат решение без достатъчно информация, резултатът от референдума ще зависи от розовите завеси на Ани и от съседката на баба Пенка. Пилоти в самолета е ясно, че няма, но ние с вас ще платим сметката с 11 нули.

## НИКОЛАЙ НИКОЛОВ СТАНА АСОЦИИРАН ПАРТНЬОР В ЕКСПАТ КАПИТАЛ

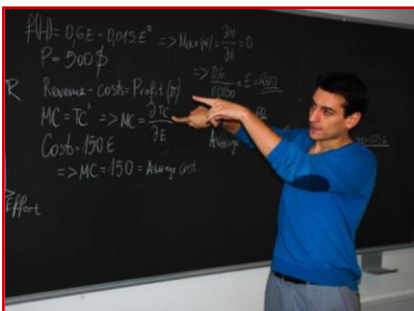


От септември 2012 г. Николай Николов е част от екипа на Експат Капитал като асоцииран партньор.

Преди да се присъедини към Експат Николай участва в създаването и развитието на редица стартиращи компании. От 2009 г. като основател и мениджър на Island Renewable той се фокусира върху изграждането, финансирането и разработването на проекти за възобновяеми енергийни източници в Източна Европа. Николай е бивш изпълнителен директор на Мобилтел АД, водеща българска компания за мобилни телекомуникации. През 2004 г. той ръководи ливъридж изкупуване на компанията от голяма група известни частни инвеститори, сред които Citigroup Venture Capital, ABN Amro Capital и Sandler Capital, на обща стойност от 1.2 млрд. евро. По-късно, през 2005 г., Мобилтел е продаден на Telekom Austria за 1.6 млрд. евро (Enterprise Value). Николай е бивш зам.-министър на транспорта и съобщенията, бивш депутат и председател на Съвета на директорите на БТК.

Николай е член на бордовете на няколко малки технологични компании и е председател на Надзорния съвет на Българската ветроенергийна асоциация. Той 6 години е бил в Борда на настоятелството на Американския университет в България, където е завършил икономика и бизнес администрация.

## СТАЖАНТЪТ НА ЕКСПАТ КАПИТАЛ БОРИС ГЕОРГИЕВ СЪС СВЕТОВНА НАГРАДА



Стажантът на Експат Капитал Борис Георгиев спечели второ място на състезанието за Най-добра дипломна работа на 2012 г., участвайки заедно с над 50 студенти от различни университети от цял свят.

В престижното международно състезание, организирано от Международната атлантическа икономическа общност, Борис представи своята разработка на тема „Последици от публичния дълг върху икономическия растеж и развитието“, написана под ръководството на проф. Набанита Гупта от университета Орхус, Дания.

Борис беше стажант в Експат Капитал през лятото на 2012 г. Той има бакалавърска степен по икономика и бизнес администрация от университета Орхус и сега е в магистърска програма по количествена икономика в същия университет. В момента е и асистент преподавател в Департамента по икономика и бизнес на университета Орхус.

Екипът на Експат Капитал е горд с представянето на Борис и му пожелава най-доброто във всички негови бъдещи начинания.

## ЕКИПЪТ НА ЕКСПАТ КОМПАС

### Автори:

Николай Василев, CFA  
Управляващ партньор, Експат Капитал  
Никола Янков  
Управляващ партньор, Експат Капитал  
Мария Панайотова  
Главен анализатор в Експат Капитал

### Гостуващи автори:

Николай Вълканов  
Владимир Каролев  
Себастиан Ньотликс

### EXPAT CAPITAL

София 1000, България  
Ул. Георги С. Раковски 96А  
E-mail: [compass@expat.bg](mailto:compass@expat.bg)  
Тел.: +359 2 980 1881  
Факс: +359 2 980 7472  
Web: [www.expat.bg](http://www.expat.bg)

### Редакции и преводи:

Наталия Димитрова, Мениджър ПР и реклама, Експат Капитал  
Мария Дивизиева, управляващ директор на Експат Груп  
Мария Панайотова, Главен финансов анализатор, Експат Капитал  
Виктория Рангелова, Административен асистент, Експат Капитал  
Борис Георгиев, Стажант, Експат Капитал  
Димитър Богоев, Стажант, Експат Капитал  
Константин Димитров, 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.