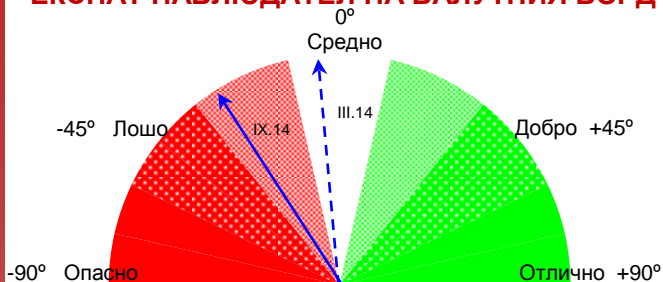


expat compass

2 октомври 2014 г.

ЕКСПАТ НАБЛЮДАТЕЛ НА ВАЛУТНИЯ БОРД



ПЕРСПЕКТИВА: НЕСИГУРНА

Преместихме стрелката на компаса до най-ниското ѝ ниво, откато е създаден. Не виждаме никакви рискове с валутните резерви, но сме притеснени за бюджетния дефицит, новите харчове и енергийния сектор. Изборите тази седмица трябва да осигурят правителство, чиито приоритети още са неясни.

КОМЕНТАРИ

СЛУЖЕБНИТЕ ПРАВИТЕЛСТВА – 2013 И 2014
Стр. 5

НЕЗАВИДНОТО НАСЛЕДСТВО НА КАБИНЕТА ОРЕШАРСКИ
Стр. 7

КАКВО ДА ОЧАКВАМЕ НА ИЗБОРИТЕ НА 5 ОКТОМВРИ
Стр. 11

ПРОЕКТЪТ „УЕСТИНГХАУС“
Стр. 13

ОБЕДИНЯВАНЕТО НА БАНКОВИЯ И ФИНАНСОВИЯ НАДЗОР НЕ Е ДОБРА ИДЕЯ
Стр. 15

СТРАТЕГИЯ ЗА ИНВЕСТИРАНЕ В ОБЛИГАЦИИ ПРЕЗ 2015
Стр. 16

ГЕОРГИ АНГЕЛОВ: БЪЛГАРИЯ КРЕТА НА НИСКА ПРЕДАВКА ПО ИКОНОМИЧЕСКАТА ПИСТА НА ЕВРОПА
Стр. 20

РЕДАКЦИОНЕН КОМЕНТАР

Живеем в интересни времена, ако използваме китайската терминология. Откато публикувахме бр. 14 на Expat Compass през март:

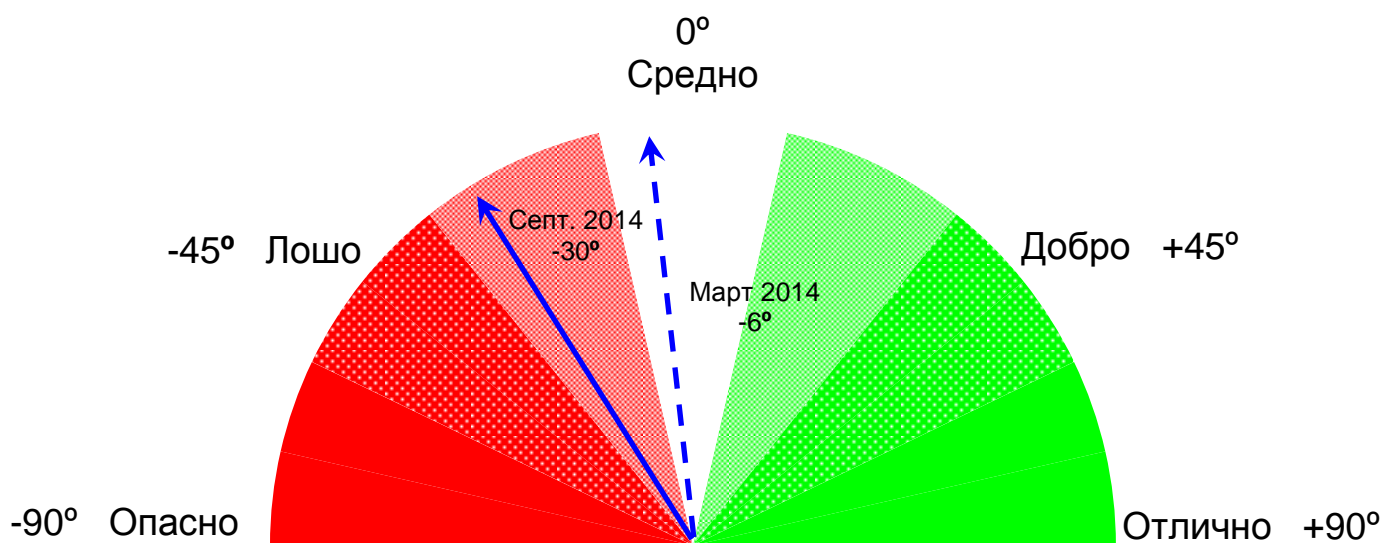
- Правителството на Орешарски падна и беше назначен служебен кабинет начело с Георги Близнашки.
- Четвъртата по големина банка, КТБ, затвори заедно с наскоро придобитата от нея дъщерна ТБ Виктория (преди това Credit Agricole). Подготвите се за голям спонсориран от правителството спасителен план.
- Бюджет 2014 е извън контрол, със задаващ се дефицит от 3-4-5-6% от БВП. Държавният дълг също расте.
- Секторът енергетика е в бедствено положение. Без рязко увеличение на цените на електроенергията с до 40% може да очакваме фалити. Скоро.
- Парламентарните избори на 5 октомври тази седмица може да доведат до силно реформаторско правителство, което ще трябва да се справи с голямата институционална и финансова каша в страната. Или пък по-скоро не.
- По тези причини настроението в този брой не е розово.

Нашите очаквания за края на годината:

- Бойко Борисов ще бъде министър-председател в коалиционен кабинет, най-вероятно с Реформаторския блок.
- Бюджетът ще бъде актуализиран, дефицитът ще се качи с около 3 млрд. лв. или повече – силно негативно за макро стабилността на страната. Кредитните рейтингови агенции може да ни изненадат някой петък следобед...
- Опасяваме се, че двете банки може и никога да не отворят отново, а правителството може да избере да плати цялата сметка от няколко милиарда лева на всички вложители.
- Цените на електроенергията ще се качат с 10% през октомври. Следващият кабинет ще има ли куража да продължи?
- Ще има ли по-дълбока пенсионна реформа следващата година?

Валутният борд трябва да продължи да е стабилен. Не очакваме никое бъдещо правителство да има алтернативни идеи за валутата.

ПЕРСПЕКТИВА: НЕСИГУРНА



„Несигурна“ да се чете като „Негативна“. Според нас основните рискове за България са политически, не икономически:

- Ще има ли стабилно правителство?
- Колко популистко или реформаторско ще бъде то?
- Ще бъде ли толкова ангажирано с валутния борд и макроикономическата стабилност, както бяха всички правителства и основни партии от 1997 г. насам, или ще има „алтернативни“ идеи?
- Какви ще бъдат бюджетният дефицит и съотношението дълг/БВП в края на годината? Ще считаме всякакъв дефицит над 3% за опасен. Но дори 4-5-6% е възможен, имайки предвид настоящите публични дискусии.
- Как ще се развие кризата с КТБ? Няма да сме щастливи да видим тотално покриване на всички депозити (bailout) с пари на данькоплатците.
- Какви ще са новите политики в енергийния сектор? Ще бъде ли новото правителство достатъчно смело да вдигне драстично цените на електроенергията? Или фалитите в сектора ще бъдат избегнати с масивен спасителен план от бюджета?

Самият валутен борд е стабилен, както винаги. Валутните резерви на БНБ щедро покриват всички банкноти и монети в обращение. Рисковете не са в хазната на централната банка, а в главите на политиците.

Става все по-трудно да се нанасят всички стрелки и дати на графиката. Затова на следващата седмица 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).

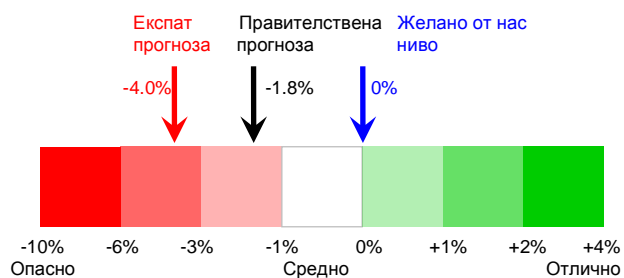
Дата	Данни от Kompasа (ъглови градуси)	Промяна	Коментар
2005	+64°		Много стабилен валутен борд
2008	+44°	-20°	Влошаване поради притеснения относно текущата сметка
Ян. 2010	+20°	-24°	Влошаване поради притеснения за бюджета и рецесията
Март 2010	+9°	-11°	Влошаване поради притеснения за бюджета и реформите
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°	Фискалният резерв пада рязко, намерения за харчене на Сребърния фонд
Ноем. 2012	+5°	+10°	Успешни еврооблигации; добър бюджет; Сребърният фонд е забравен
Ян. 2013	+15°	+10°	Почти балансиран бюджет за 2012 г.
Февр. 2013	0°	-15°	Оставка на правителството; изчерпан фискален резерв; предизборен популизъм
Май 2013	+4°	+4°	Добро служ. правителство, без улични протести, увеличаващ се фиск. резерв
Юли 2013	Непубликувано -10°	-14°	Нестабилно правителство, увеличен бюджетен дефицит за 2013 г., популизъм
Ноем. 2013	Непубликувано -8°	+2°	По-стабилно правителство, по-добри публични финанси
Март 2014	-6°	+2°	Стабилно правителство, по-добри публични финанси; внимание към сектора енергетика
Септ. 2014	-30°	-24°	Риск от популистско управление; криза с КТБ; бюджет извън контрол

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

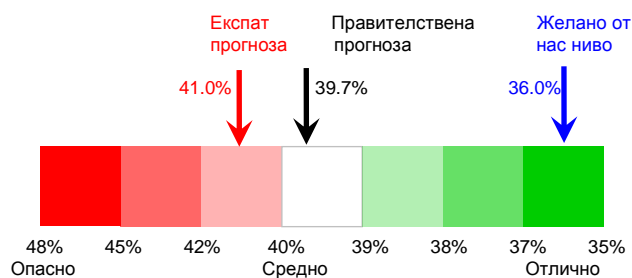
ТЕМА	СТАП	НОВ	КОМЕНТАР
I. Политически въпроси			
1. Правителството подкрепя ли валутния борд?	++	+	Очакваме ново правителство
2. Централната банка подкрепя ли валутния борд?	+++	+++	Да, абсолютно
3. Европейските институции (ЕК, ЕЦБ) подкрепят ли България за присъединяването ѝ към ERM II и Еврозоната?	--	--	Не особено
II. Бюджет и дълг			
4. Бюджетен баланс	-	--	Бюджет 2014 извън контрол
5. Бюджетни разходи	-	--	Растат (банки, здраве, енергетика)
6. Държавен дълг	+	+	Много нисък
7. Чуждестранни задължения на частния сектор	--	--	Високи, намаляващи
8. Фискален резерв	-	--	Нисък
III. Въпроси, свързани с икономическия цикъл			
9. Растеж на БВП	-	-	Малко над нулата
10. Инфлация	+++	++	Дефлация (също не е добре)
11. Безработица	--	--	Средна
12. Здраве/стабилност на банковата система	+	+/-	Несигурно
IV. Външни баланси			
13. Дефицит по текущата сметка, търговски дефицит	-	-	Стабилен
14. Преки чуждестранни инвестиции	-	-	Ниски
15. Приходи от международен туризъм	++	++	Добри
16. Валутни резерви	+++	+++	Високи

Легенда: ■ Добро ■ Лошо

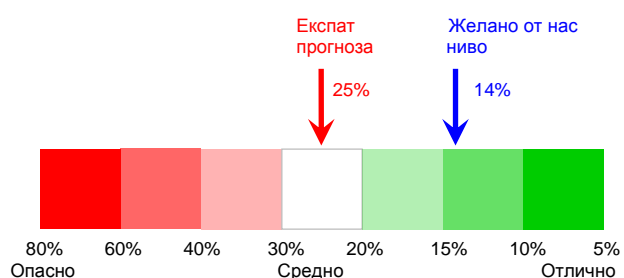
I) Бюджетен излишък/дефицит, % БВП, 2014



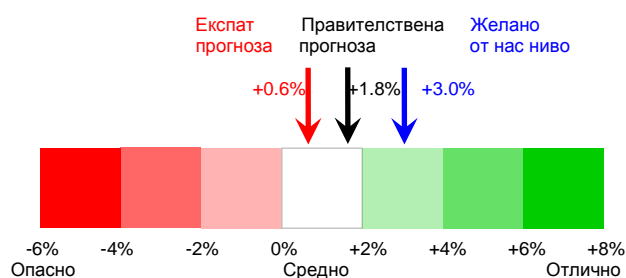
II) Публични разходи, % БВП, 2014



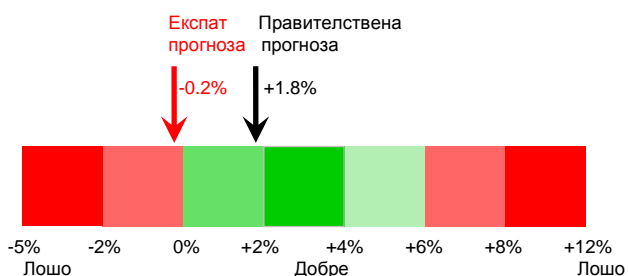
III) Държавен дълг, % БВП, 2014, в края на год.



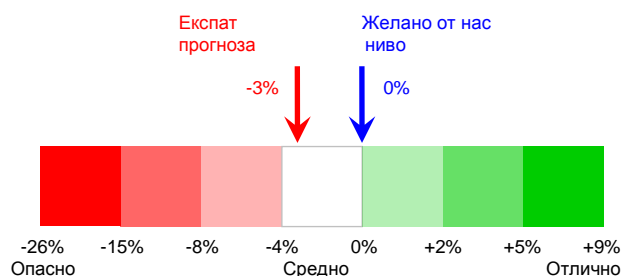
IV) Реален ръст на БВП, %, 2014



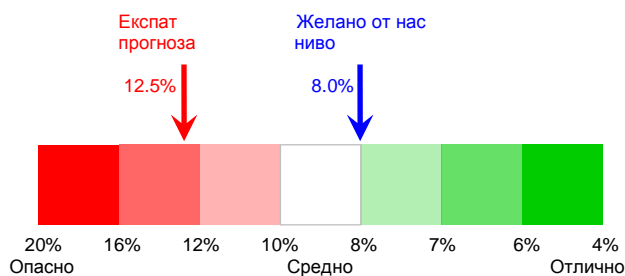
V) Инфлация, %, 2014, в края на год.



VI) Дефицит по текущата сметка, % БВП, 2014



VII) Безработица, %, 2014, в края на год.



„НАХРАНТЕ ЖИВОТНИТЕ И НЕ ПИПАЙТЕ НИЩО“ – ЕПИЗОД 2

Двете постижения на служебното правителство от 2013

В статия в бр. 13 на Expat Compass направихме няколко предположения какво би могло да свърши служебното правителство на Марин Райков от 2013 г. в рамките на около 3 месеца. После, в бр. 14 представихме нашата оценка на резултатите. Заключението беше:

1. Правителството на Марин Райков се справи много добре с две задачи:
 - Успя да **укроти протестите** и накара хората от улиците да се върнат вкъщи в очакване на предсрочните парламентарни избори.
 - Значително подобри фискалната позиция на страната. Въпреки че наследи учудващо голям дефицит през януари – февруари 2013 г., предаде поста, оставяйки **излишък!** Добър пример, който новото служебно правителство трябва(ше) да последва.
2. Но според нас се провалиха на един фронт. **Организацията на изборите** беше най-лошата от 1990 г. насам:
 - Няколкостотин хиляди готови за употреба бюлетини бяха открити в печатница, където очевидно не е трябвало да бъдат.
 - За първи път след 1990 г. медиите не зачетеха „деня за размисъл“. Въпреки че предизборната пропаганда не беше разрешена съботата преди изборната неделя, имаше значителни нарушения на това правило. Отново, правителството не направи нищо, за да предотврати случващото се.
 - Партиите нарушаваха реда по обичайните си начини, вкл. чрез купуване на гласове. Правителството пак не направи нищо смислено по въпроса.
 - Също за пръв път след 1990 г. в нощта след изборите правителството физически отсъстваше от НДК, където резултатите бяха официално оповестени. Партиите бяха оставени да организират пресконференциите си сами. Група малки партии завзеха микрофоните и говориха по всички телевизионни канали повече от час. Чувството беше, че страната няма никакво правителство.
 - Пак за пръв път след 1990 г. спечелилата партия (ГЕРБ) оспори изборните резултати пред съда. Както се очакваше, жалбата нямаше никакви конкретни резултати, но горчивият вкус остана.
3. Не си спомняме служебното правителство да е постигнало нещо в която и да е друга сфера.

Една потенциално полезна стъпка бе детайлният анализ на енергийния сектор. Както се страхувахме, обаче, последвалото ляво правителство го хвърли в коша и продължи с още по-популстка политика, заради която сега секторът е в още по-голяма каша, отколкото беше преди една година.

В стария съветски виц куче и маймуна управляват ракетата, докато задачата на космонавта е „да храни животните и да не пипа нищо“. Оттам и заглавието на статията.

Скромното ни мнение е, че не е достойна кауза за членовете на правителството просто да ходят на работа, да подписват купчина рутинни документи, да присъстват на рутинни срещи и после да си тръгнат. Не успяхме да забележим никакви особени постижения през 2013 г. По същия начин не очакваме никакви и през 2014 г. Разбира се, бихме били щастливи да бъдем изненадани позитивно.

Какво реалистично можем да очакваме от служебното правителство през 2014 г.?

Мандатът на служебното правителство на Близнашки няма да свърши с парламентарните избори на 5 октомври 2014 г. Трябва да се сформира ново редовно правителство, преди настоящото да престане да съществува. Не е известно колко седмици ще отнеме този процес. Ние залагаме на кратък срок от порядъка на 16 дни след изборите. Държавата е в болезнен „вакуумен“ период – като за начало трябва да се гласува нов бюджет и да се реши банковата каша.

Служебното правителство все още може да направи много. Министрите са добре образовани и способни професионалисти. Въпреки това ние консервативно държим на два сравнително прости приоритета:

1. Намалване на **бюджетния дефицит** и евентуално преминаване към **излишък** преди формирането на ново правителство. Според нас фактът, че предишният парламент НЕ коригира бюджета, непозволявайки на служебното правителство да вземе заем за допълнителните около 5 млрд. лева (към 6% от БВП – изключително голяма цифра), е позитивен. Лесно е да се заемат и да се харчат милиарди. По-трудно е да се постигнат резултати без заеми и харчене на милиарди, но, за да се случи това, трябва да се подобри събираемостта на данъците и да се приоритизира. Ще бъде ли постигнато това? Финансовият министър Румен Порожанов има шанс да повтори успеха на министър Калин Христов от 2013 г.
2. Организиране на по-добри **парламентарни избори** от тези през 2013 г. Досега сме видели малко разумни инициативи в тази посока, а времето практически изтече.

Други желания и надежди

Освен досега изброените, можем да изредим и много дълъг списък от желаня като:

1. Оправяне на проблемите с Корпоративна търговска банка, която беше затворена преди няколко месеца – оттогава без каквото и да е прогрес. Също така няма никаква информация, предоставена на обществено достояние.
 2. Подредба на хаоса в енергийния сектор в не по-малко от дузина стъпки:
 - да се реши какво да се прави с Южен Поток
 - да се реши какво да се прави с АЕЦ Белене (Русия)
 - да се реши какво да се прави със 7-ми реактор на АЕЦ Козлодуй (Уестингхаус, САЩ)
 - да се реши какво да се прави с производителите на енергия от възобновяеми източници (дали и как да бъде намалена изкупната цена на произвежданата от тях енергия)
 - да се реши какво да се прави с ТЕЦ Марица – Изток (дали и как да бъде намалена изкупната цена на произвежданата от него енергия)
 - да се увеличи цената на електричеството за домакинствата с 20, 30 или дори 40%
 - да се направят щастливи няколко милиона потребители на електричество
 - да се изпрати космически екипаж до Юпитер ☺
- ... Да бе, да!

.....

99. Убеждаване на Европейската комисия да възстанови всички временно замразени Европейски фондове. Възможно.
100. Новият-стар Европейски комисар Кристалина Георгиева трябва да получи авторитетен пост. Постигнато! Тя стана Вицепрезидент на Европейската комисия и е отговорна за бюджета и човешките ресурси. Впечатляващо. *Макар че преди да довършим Компаса, това се случи, оставяме задачата в този списък, защото и други задачи можеше да бъдат изпълнени, но не са...*

Правителството може и да се престарае

Правенето на почти нищо е загуба на време, но правенето на неща, които не би трябвало да се правят, също е противоречиво. Въпреки че предпочитаме активно и амбициозно служебно правителство, други с право посочват, че такива кабинети нямат политически мандат и парламентарна подкрепа да правят пресилени движения. Примери:

- Правителството иска да вземе повече заеми. Много повече. Смятаме, че това е и конституционално невъзможно, и фискално неблагоприятно.
- Правителството предприе стъпки да улесни производството на ГМО (генно-модифицирани организми). Тихомълком, без публичен дебат и анализ на вредите и ползите. Против това сме, въпреки че други може и да не са.

В края на краищата, ще съдим работата на служебното правителство, главно базирайки се на бюджетния баланс и организацията на изборите. Това ще бъде обсъдено в следващото издание на Expat Compass.

НЕЗАВИДНОТО НАСЛЕДСТВО НА КАБИНЕТА ОРЕШАРСКИ

Както обикновено, ще се стараем да не изразяваме политически пристрастия. Ще се концентрираме върху политиките.

Правителството на Орешарски беше подкрепяно от слабо мнозинство от БСП, ДПС, както и в ключови моменти от Атака. ГЕРБ остана в опозиция. То ще остане в историята като едно от най-кратките правителства за последните 24 г. със своята година и нещо на власт, от която последните няколко месеца бяха прекарани в агония. Според нас то беше и едно от най-малко успешните правителства с почти никакви позитивни резултати в който и да е сектор и редица проблеми и грешни политики.

I. Няколко успешни истории

Всяко правителство вероятно успява да постигне все нещо позитивно. Нека отбележим следните успешни примери:

1. Всеобщият страх от държавата и особено от своеволната употреба на правоохранителните органи изчезна със старта на мандата на Орешарски. Важно.
2. Сумата на ДДС, която държавата дължи на бизнеса, беше значително намалена. Добре.
3. Икономическият растеж започна леко да се вдига – от около 0% до 1-2%. Същевременно безработицата леко намалая. Добре.
4. Нов дълг от почти 3 млрд. лв. (1.493 млрд. евро) бе пласиран в най-добрия възможен момент на 26.06.2014 г. с рекордно ниска доходност от 3.056%. От една страна, просто сравнение с доходности от други исторически моменти е нечестно. Глобалните лихвени нива сега са на историческо дъно. От друга страна, МФ използва добрата възможност да пласира дълг в голям размер, преди правителството да падне и преди някои банки да бъдат разтърсени. Добра работа.

Е, паметта ни може и да е слаба, но списъкът ни приключва дотук.

II. Не считаме самоцелното „социално размразяване“ за успех

Както се очакваше, лявото правителство се хвалеше с така нареченото „социално размразяване“:

- Пенсиите бяха увеличени с 2.7% през юли 2014 г., след като предишното правителство ги държа „замразени“ от средата на 2009 до 2012 г. Да припомним, че подкрепяхме липсата на увеличения на пенсиите по времето на най-лошите години от кризата.
- Детските надбавки също бяха увеличени. Тази политика обаче подкрепяме, тъй като частично

адресира големите демографски проблеми, пред които страната е изправена.

- Минималната заплата беше допълнително увеличена от 310 на 340 лева на месец. Така общият ръст през последните 3 години става 42%. Междувременно инфлацията е била пренебрежимо ниска. През период на висока безработица (около 12%) прекомерното увеличение на минималната заплата и на заплатите въобще не води до икономически растеж и създаване на нови работни места.
- Цената на електричеството беше намалена допълнително на два пъти .

Въпреки че харченето на повече пари за социална политика може и да изглежда позитивно за тези, които получават плащанията, ние сме твърдо против следния порочен кръг:

- никакъв растеж и никакви инвестиции
- нови бюджетни дефицити
- още заеми
- още харчове – „първо харчи, после питай“
- намаление на цената на енергията – „първо намали цената на електричеството и не задавай въпроси за банкрута на енергийния сектор, следващото правителство да му мисли“

III. 9 катастрофи и грешни политики

Ето оценката ни за погрешните политики. Започваме във възходящ ред от най-малко сериозните.

9. Без [особени] съкращения в администрацията

Въпреки че кабинетът многократно обяви 10%-но съкращение в администрацията, не сме забелязали никакви твърди доказателства за това. Много подобно на 2009-2013 г. – твърдения за съкращения без никакви реални числа, които да ги потвърждават.

8. Леки обрати в предишни успешни реформи

- Преди 2004 г. нямаше ограничение за възрастта на таксиметровите автомобили. В резултат 85% от такситата бяха на по 10-35 г. с 1-2 млн. км пробег. Това повече на ЕС ли приличаше или на Филипините и Венецуела? През 2004 г. максималната възраст беше ограничена до 10 г. През 2014 г., тъкмо когато новите автомобили, закупени през 2004 г., стигнаха максималния лимит, той се вдигна на 15 г. Смятаме това за грешно и ненужно популистко решение, взето, за да успокои протестите на само няколко дузини таксиметрови шофьори. Милionите български клиенти и чуждестранни туристи едва ли биха го одобрили. Сега можем да очакваме отново да виждаме коли с по над 1.5 млн. км пробег.

- През 2012 г. предишното правителство забрани пушенето в затворени пространства (напр. ресторанти). През 2013 г. имаше опити това да се отмени. Не се случи, но забраната не се прилага стриктно. Ситуацията е и източник на корупция, тъй като собствениците на ресторанти често подкупват длъжностните лица да си затварят очите и да не проверяват техните заведения. Подкрепяме пълната забрана на пушенето на закрити обществени места.

7. Пенсионната реформа беше спряна и върната обратно

Често критикувахме Кабинет 2009-2013 в липса на кураж да започне и довърши по-дълбока пенсионна реформа. Една от стъпките би била по-рязко увеличение на пенсионната възраст. Еднократно действие е по-предпочитано от постепенен подход. Опасявахме се, че следващо правителство би могло да спре постепенния процес на увеличение на възрастта с 4 мес. годишно. Така и стана през 2013 г. Негативно.

Правителството от 2009-2013 г. увеличи пенсионната възраст за военните. Добре. Правителството на Орешарски върна нещата по старому. Негативно.

6. Катастрофалното статукво в здравеопазването продължава

Анализът на сектора здравеопазване заслужава отделна книга. Поредно правителство не направи нищо, за да подобри ситуацията:

- Нито една излишна болница не беше затворена. Не смятаме повторното отваряне на болницата в планинското градче Девин за успех.
- Нито една болница не беше приватизирана. Идеята за затваряне или приватизиране на разнебитени и работещи на загуба болници е толкова чужда на българския законодател, колкото и изпращане на български космически екипаж до Юпитер.
- Никакви намерения за въвеждане на доплащане от пациентите с цел финансово оздравяване на сектора, ограничаване на злоупотребите и въвеждане на пазарна конкуренция.
- Никакви усилия не бяха положени за подобряване на събираемостта на социалните и здравните осигуровки.
- Никакви усилия не бяха положени за намаляване на повсеместната корупция в сектора.
- Нямахме никакви намерения за демонополизирание на НЗОК и въвеждане на конкуренция между много задължителни здравноосигурителни дружества и чрез това за намаление на разходите както на бюджета, така и на домакинствата и увеличение на качеството на услугите в здравеопазването.
- Въпреки че разходите за здравеопазване са на исторически най-високите си нива, отворила се е финансова „бездна“ от около половин млрд. лв. Отново.

Ива всеобщо чувство за хаос, бъркотия и липса на удовлетвореност и реформи в сектора здравеопазване.

5. Опити за комунистически тип управление на икономиката – никакви приватизации и концесии, риторика за национализация и провеждана от държавата „реиндустриализация“, средства от бюджета за държавни дружества, контрол на цените, държавна банка за развитие.

Доколкото през последната година изобщо имаше икономическа политика, не одобряваме нейната посока.

- **Цените на електроенергията** бяха рязко намалени на няколко пъти, вместо да бъдат увеличени. В резултат от това се появи дупка от около 40% между разходите и приходите.
- Забравете **приватизацията**. Икономическият министър нееднократно и гордо изтъкваше, че ще „спаси“ една или друга компания от приватизация. ВМЗ Сопот (специална продукция), въглищни мини, енергийни компании ...
- Какви **концесии**? Какви полети до Юпитер?
- Имаше планове да се **национализират** няколко индустриални компании. И след това вероятно да се приватизират отново (традиционно не се „хващаме“ на такива обещания). Чудим се защо и подозираме някакъв конфликт на интереси. За щастие, всичко остана само на думи.
- Новата лява мантра за **реиндустриализация** стана широко разпространена в Европа. Не знаем какво точно означава това. Най-вероятно – строене на нови фабрики със средства от бюджета. Въпреки че думата *реиндустриализация* може и да звучи атрактивно, не подкрепяме идеята за държавно участие и вярваме, че инвестициите и икономическият растеж трябва да дойдат от частния сектор. За щастие, и тук всичко остана само на думи.
- **Държавният бюджет** даде около 28 млн. лева на ВМЗ Сопот. Последва ли някакво реструктуриране или приватизация? Разбира се, че не. Да живее данъкоплатецът!
- Много шум се вдигна срещу [чуждестранните] **търговски вериги**. Въпреки че не сме отделили много време да се опитваме да разберем плановете за ограничаване на влиянието на веригите, скептични сме към способностите на държавата да регулира търговията.
- Винаги сме били настроени скептично към ролята на държавната **банка за развитие**. В книгата „Меню за реформатори“ банката за развитие е описана като: а) допълнителен държавен бюджет за изхарчване, б) допълнителен партиен ресурс за усвояване. Тук не виждаме никакъв компонент на „развитие“.

В заключение, оценяваме икономическите политики през 2013-2014 г. като хаотични, старомодни и популистки. Обаче няма никаква гаранция, че и следващата година няма да бъде същото.

4. Енергийният сектор – популизъм, хаос и финансови сътресения

Това заглавие съвпада със статия от миналия ни брой. Според нас целият сектор е в бедствена ситуация. Няколкомилиардна каша. Моля, прочетете статиите по темата от предишните бр. 12 и 14.

- A) Популистки намаления на цената на електричеството. Погрешно. Резултатът е дълбоко финансово сътресение за целия сектор – държавен и частен.
- B) Кръстоносен поход срещу възобновяемите енергийни източници. „Първо намалете изкупната цена или ги отрежете от мрежата, след това мислете за последствията“. Последствията ще са фалити, съдебни и арбитражни дела срещу държавата, лоши кредити в банковия сектор, разрушено доверие у инвеститорите.
- C) По-малък кръстоносен поход срещу инвеститорите в ТЕЦ-овете Марица-Изток. „Първо намалете изкупните цени, а после мислете за последствията“.
- D) Какви приватизации?
- E) Изказване на енергийния министър: „Миньорите са ми по-скъпи от ВЕИ-тата“. Обратно в 19-ти век.

3. Банковата криза през 2014 – политически, а не икономически проблем

За повече от десетилетие българската банкова система беше в много добра форма – без фалити, с най-високата капиталова адекватност в ЕС, с много ниско ниво на лошите кредити до 2008 г. и високо след това. За щастие, болшинството банки бяха собственост на големи европейски банки от Италия, Унгария, Гърция, Франция, Австрия, и др.

В късната пролет на 2014 г. ситуацията се промени. След масовото теглене на пари от КТБ, което продължи няколко дни, банката беше затворена от БНБ заедно с новопридобитото ѝ дъщерно дружество ТБ Виктория (доскоро дъщерна на Credit Agricole).

Цялата история е доста дълга и доста объркана без видим край на хоризонта. В този брой само ще представим няколко заключения:

- Банката не беше типично търговско дружество, а по-скоро хедж фонд, управляван от собствениците ѝ със съдействието и закрилата на политическата върхушка и регулаторите. Финансирана от лекомислени вложители и с публични средства, разбира се.
- Каквото и да се е случило с баланса на банката, нейният провал е по-скоро свързан с политиките и институциите, отколкото с реални бизнес причини.

- Институциите демонстрираха изненадваща комбинация от, меко казано, липса на координация и решителност.
- Накратко, нямаме никакво доверие, че институциите ще си свършат добре работата и ще намерят решение, което да предпази вложителите и – също толкова важно – данъкоплатците.

Какъв е най-добрият вариант?

Най-добрият вариант е банката да се рекапитализира с частни средства – от старите или от нови акционери, евентуално с ограничена държавна финансова подкрепа. Не особено вероятно и прекалено добре, за да е истина. Ликвидността, нужна за възобновяване на дейността, може да достигне няколко милиарда лева.

Средният сценарий

- Фондът за гарантиране на влоговете в банките и държавният бюджет ще покрият депозитите до гарантирания максимум от 100,000 евро на застрахован вложител.
- Администраторите на банката (които ще се назначат в бъдеще) ще направят всичко възможно да възстановят или да продадат повечето дългове и други активи на банката и да върнат постъпления към ФГВБ, държавния бюджет, незастрахованите вложители и други кредитори.
- Така на вложителите могат да бъдат върнати допълнителни суми.
- Трябва да има повече прозрачност за това какво реално се е случило и кой е отговорен. Също така трябва да има правни последици в случай на криминални деяния.

В момента този сценарий също звучи твърде оптимистично. Има тотална липса на информация за реалното състояние на банката – воал от секретност, наложена от настоящото служебно правителство и всички други институции. Вярваме, че този начин на боравене със ситуацията ще продължи до формирането на стабилно правителство след изборите на 5 октомври. Разочароващо.

Най-лошият сценарий

Какво *трябва* да бъде направено е едно, какво *всъщност* ще се случи е друго. Ето от какво се опасяваме:

- Банката няма да отвори [скоро]. Нито ще бъде формално обявена във фалит.
- Компенсирането на вложителите (поне до гарантирания максимум) ще закъснее. Това вече доведе до наказателна процедура от страна на ЕК и може да доведе до многобройни дела срещу държавата.

- Ще има призови държавният бюджет да покрие всички задължения на банката. Размерът може да стигне 5 млрд. лв. Тези призови ще бъдат „чути положително“ в името на „икономическия растеж“ и „социалната справедливост“.
- Ако банката окончателно затвори, от анонимните администратори и ликвидатори ще зависи да преследват компаниите (много от които са близки до контролиращите акционери на банката), които са взели заеми със слабо намерение да ги връщат. Политически назначените администратори може да покрият следите и обществото никога да не разбере цялата истина, да не говорим смислени постъпления да се върнат към държавния бюджет.

2. Опасното пристрастяване към бюджетните дефицити

На пръв поглед правителството на Орешарски може да твърди, че неговата бюджетна политика е била консервативна:

- 2013 г. завърши с умерен дефицит от -1.8% от БВП
- За 2014 г. беше планиран умерен дефицит от -1.8%
- След евроизборите от май 2014 г. дните на кабинета бяха преброени. Той отказа да актуализира бюджета преди разпускането на парламента, твърдейки, че всичко на този фронт е нормално. В конкретния случай нямаше да подкрепим актуализация на бюджета. Предпочитаме служебното правителство да изпитва натиск да спестява, отколкото да има лукса да харчи няколко милиарда повече.

От друга страна, реалната ситуация с бюджета не е розова.

- Първо, не одобрявахме **актуализацията на бюджета** за увеличаване на дефицита за 2013 г. от 1.3% на 2.0%. Реалният дефицит в края на годината беше малко по-нисък на 1.8%. Да припомним, че Орешарски наследи бюджетен излишък (!) от служебния кабинет на Райков в средата на 2013 г.
- Не одобрявахме Бюджет 2014, който предвиждаше **дефицит**. Пак, за шеста поредна година.
- Планираният дефицит от 1.8% сега звучи като положителен мираж. България може да приключи годината с дефицит от 3-4-5-6%. Опитайте да уцелите крайния резултат. Зависи от начина, по който ще бъде разрешена **кризата с КТБ** и от това дали бюджетът ще похарчи милиарди за това. Все пак за спасяването на банката са необходими бюджетна актуализация плюс драстична промяна в действащото банково законодателство. Това ще зависи най-вече от волята на ГЕРБ и нейния лидер г-н Борисов, за които има голямо очакване да бъдат победителите на предстоящите избори.

- Ситуацията и в **енергийния сектор** е критична. Финансовата дупка е 1 млрд. лв. на година, а повечето компании са на ръба на фалит. Субсидирането на населението от баланса на държавните енергийни компании е възможно за няколко години, но шоуто е на път да приключи. Много скоро.

Обобщение: измерване нивото на „киреча“* в бюджета (млрд. лв.) при ерата Орешарски

Сектор	Прибл. размер
Постигнат бюджетен дефицит за втората половина на 2013 г.	-1.4
Планиран бюджетен дефицит за 2014 г.	-1.4
Допълнителна дупка в бюджета, извън проблемите в енергийния сектор, здравеопазването и банките	-0.5
Финансови загуби в енергийния сектор за 18 м.	-1.5
Допълнителен дефицит в здравеопазването	-0.5
Вероятни бюджетни разходи за справяне с КТБ	-3.0
ОБЩО лошо финансово управление на кабинета Орешарски	-8.3

* „Измерване на нивото на киреча в сантиметри“ е духовит израз от форума на Mediapool, който ни хареса и частично взаимствахме идеята.

Таблицата горе е груба калкулация. Всяка стойност може да бъде оспорвана. Цифрите обаче отразяват нашата оценка за бедственото положение в публичните финанси през 2013-2014 г. Това е резултатът от кратките 18 м. Не е имало война, рецесия или глобална криза. Просто лошо управление. Какъв срам!

1. Кой управлява държавата? Явно олигархията в задкулисието

Хората гласуват за партии и лидери, но явно не те реално взимат решения. Институциите масово се провалиха. Ситуацията изглежда доста отчайваща. Нов кабинет може да промени пейзажа. Или пък не.

НИКОЛА ЯНКОВ, Управляващ партньор в Експат Капитал

Надявахме се да видим вятър на промяната в политиките на служебния кабинет по отношение на прозрачност и публичен контрол на работата на администрацията. Очаквахме да се публикуват повечето (а защо не и всички) документи по големите инвестиционни проекти от последните години – Белене, Козлодуй, Южен поток, други по-големи сделки в енергетиката, информация за използването на публични средства за подкрепа на местни банки. Очаквахме финансовият министър да оповести детайлна информация за реалното състояние и миналите отношения на КТБ – той е упълномощен да получи такива данни и да направи независима оценка на баланса на банката, след като държавният бюджет и Фондът за гарантиране на влоговете в банките може скоро да станат първи и най-големи кредитори на институцията. Освен това подобна информация е абсолютно необходима за всяко политическо или управленско решение относно бъдещето на банката и употребата на публични пари за ликвидацията или възраждането ѝ. За жалост, не видяхме нищо от това. Ако този кабинет е индикация за това, което предстои, не очакваме драстични промени в стила на управление в България.

КАКВО ДА ОЧАКВАМЕ НА ИЗБОРИТЕ НА 5 ОКТОМВРИ?

В бр. 13 на Expat Compass не бяхме много успешни в прогнозите си за резултата от изборите през 2013 г. Нашият сценарий 1 предвиждаше коалиционно правителство, оглавено от ГЕРБ. За тази опция не стигна едно депутатско място. Вместо това се реализира нашият сценарий 2 за коалиция БСП-ДПС.

Нашите прогнози за изборните резултати на 5 октомври 2014 г.

Виждаме 5 партии в парламента със следните резултати:

Партия	% от гласовете	Бр. депутатски места
ГЕРБ	38%	104
БСП	23%	63
ДПС	14%	38
Реформаторски блок	7%	19
България без цензура	6%	16
Други партии	12%	-
ОБЩО	100%	240

Сценарий 1. Почти сигурен: ГЕРБ + който и да е друг

Днес няколко неща изглеждат сигурни:

- ГЕРБ ще спечели – отново. Интересно е да отбележим, че откакто партията ГЕРБ беше създадена преди 8 години, никога не е губила избори за национален парламент, европейски парламент или местна власт (агрегирано на национално ниво).
- БСП ще е втора, ДПС трета.
- Бойко Борисов ще е новият министър-председател. Той беше на тази позиция за почти пълен мандат в периода 2009-2013 г.
- ГЕРБ вероятно ще има нужда от 1-2 коалиционни партньора, за да сформира стабилно правителство.

Ключовите въпроси са колко партии ще преминат бариерата от 4% и кой е най-вероятно да се включи в коалицията.

Партия	Вероятност да влезе в НС	Вероятност да сформира коалиция с ГЕРБ	Степен на популаризъм
ГЕРБ	100%	*****	Ниска
БСП	100%	Много ниска, но не нулева	Висока
ДПС	100%	Висока (скрита договорка)	Не са популисти
Реформаторски блок	80%	Логична, но несигурна	Не са популисти
България без цензура	60%	Висока	Висока
Патриотичен фронт	30%	Висока	Може би средна
АБВ	30%	Висока	Висока

За пръв път победителят може да сформира коалиция с почти всяка друга парламентарно представена партия:

- Най-логичният коалиционен партньор би бил **Реформаторският блок**. РБ е сформирани от 5 партии, предимно десни и реформаторски, както предполага и името. Подобно правителство с най-голяма вероятност може да прокара непопулярни, но необходими реформи. Все пак има опасност вътрешните противоречия в РБ и личните вражди между лидерите на ГЕРБ и на Реформаторския блок да направят такава коалиция трудна.
- Най-интересният въпрос е дали ще има формално или неформално споразумение между ГЕРБ и **ДПС**. Докато такава комбинация може да е непопулярна сред избирателите на ГЕРБ в дългосрочен план, тя може да създаде стабилно и донякъде реформаторско правителство. Все пак едва ли ще доведе до силно необходимия шок за настоящата политическа конюнктура.
- Другите **малки партии** са популистки, но без ясна идеология и програма. Всяка от тях може да осигури необходимите парламентарни гласове в подкрепа на правителство на ГЕРБ, със или без формално коалиционно споразумение.
- Последният важен въпрос е дали широка коалиция от ГЕРБ и **БСП** в немски стил е възможна. Смятаме, че не. Би била възможна, само ако всички други опции не са налице и се сформира странно правителство с цел да се избегнат предсрочни избори и по-голяма каша в страната.

Основен сценарий

Очакванията ни са за коалиция ГЕРБ-РБ в правителство, водено от Бойко Борисов. Всяка от останалите партии с изключение на БСП може също да подкрепя това правителство, със или без формална коалиция.

Сценарий 2. Много малко вероятен: всички без ГЕРБ

Отново, този вариант е много малко вероятен, но българската политика понякога води до неочаквани резултати, както през 2013 г.

Основната причина за падането на кабинета Орешарски беше разрывът между БСП и ДПС след европейските избори през май 2014 г. След 10-годишен съюз с ДПС, БСП сега казва, че няма да повтори грешката и няма отново да се коалира с ДПС. Докато това не се промени отново. В Германия последните няколко десетилетия родиха коалиции между Германската социалдемократическа партия (SPD) и Свободната демократическа партия (FDP), Християндемократическия съюз (CDU) и FDP, както и между CDU и SPD.

Нека си представим парламент с 4 партии: ГЕРБ, БСП, ДПС и България без цензура. Подобен резултат не може да бъде изключен. Никоя партия няма пълно мнозинство. Какво правителство може да бъде сформирано?

- ГЕРБ + ДПС. Това попада в Сценарий 1.
- ГЕРБ + БСП. Това също попада в Сценарий 1.
- ГЕРБ + България без цензура. И това попада в Сценарий 1.

Всяко от гореизброените е нестабилен резултат от много проблеми. Ако никое от тях не проработи и ако Бойко Борисов не може или откаже да направи такова правителство, тогава идва комбинацията:

- БСП + ДПС + България без цензура

Възможна ли е? Смятаме, че е. Това е нашият Сценарий 2 с под 10% вероятност да се случи.

ПРОЕКТЪТ „УЕСТИНГХАУС” – 7-МИ БЛОК НА АЕЦ КОЗЛОДУЙ

Подкрепяме идеята, но не сме доволни от начина на изпълнение

Принципно ядрената енергия и построяването на нови реактори може да е добро решение за диверсифицирането на енергийния „микс” в страната и намалянето на риска с доставките. Привличането на реномирани американски партньори и инвеститори също е позитивна стъпка. Обаче бихме предпочели повече прозрачност във всички аспекти на сделката.

Как си купуваме къща?

Какво би станало, ако попитаме едно семейство дали иска да купи голяма къща на морското крайбрежие във Варна? „Да”, ще отвърне жената – тя ще може по-често да ходи на шопинг във Варна с приятелките си. „Да”, ще извикат децата – те ще играят на плажа.

Бащата обаче вероятно ще зададе въпроси като:

- Колко струва къщата и как цената се съотнася с тази на подобни къщи на други места?
- Може ли семейството да си позволи ипотеката?
- Какво е техническото състояние на къщата и как е сравнено с това на други къщи? Колко биха били годишните разходи по поддръжка?
- Търсило ли е семейството по-добри къщи около Варна?

Определено закупуването на къща е голяма инвестиция и житейско решение за всяко семейство. Затова човек трябва да обърне малко повече внимание на процеса, отколкото при купуването на книга, да речем. Ако бащата просто каже „Намерих чудесна къща. Вярвайте ми, добър избор е, въпреки че сега трябва да вземем голяма ипотека и да изхарчим парите за образование на децата.”, тогава се очаква семейството да протестира: „Може ли първо да го обсъдим? Може ли поне да я видим?”

Един ядрен реактор се равнява на кажи-речи 30,000 къщи

Обществеността често широко обсъжда скандали и проблеми около процедури за възлагане на обществени поръчки с размери около 1 млн. лева. Така и трябва – харченето на парите на българските и европейските данъкоплатци трябва да бъде прозрачно и разумно. Противно на това, процесът по строежа на 7-ми блок на АЕЦ Козлодуй до момента не е достатъчно прозрачен:

- Не са се състояли обществени дискусии относно това дали България има нужда от още ядрени реактори и от колко.
- България ще строи Козлодуй-7 *заедно* с или *вместо* Белене 1 и 2?

- Какъв ще е ефектът от строежа на Козлодуй-7 върху течащия международен арбитраж за Белене?
- Защо трябва да си партнираме с „Уестингхаус”, а не с някой друг – Великобритания, Канада, Франция? Не че има нещо лошо в „Уестингхаус”, просто задаваме принципен въпрос.
- Колко ще струва реакторът? Чували сме за някакви 5 милиарда (в каква валута?), но какво влиза в тях? Дяволът винаги е в детайлите – дали не купуваме къща без градина и покрив?
- Колко ще струва електроенергията на киловатчас? 5 цента? 15? 50? Нямаме никаква представа. А вие?
- Международният партньор всъщност инвеститор ли е? Или просто доставчик на оборудване. Изглежда държавният бюджет ще трябва да финансира проекта. Бихме предпочели проект с частно финансиране.
- А какво ще кажем за договорите за доставка на гориво?
- А какво ще кажем за депозитните разходи за ядрено гориво?
- А що се отнася до прогнозите за развитието на пазара – както при търсенето, така и при предлагането?
- Няма ли да е по-евтино, по-разумно, екосъобразно, по-бързо и по-лесно вместо това да се инвестира същата сума в проекти за енергийна ефективност, спонсорирани от правителството, които да намалят битовото и промишлено потребление на енергия?

Проблем 1: Винаги трябва да има конкурентна процедура

В едно демократично общество (а дори и в много авторитарни такива) не е приемливо за правителството просто да посочва купувач на компания при приватизация, доставчици на стоки и услуги, строители на проект, голям инвеститор.

АКО СА НАМЕСЕНИ ОБЩЕСТВЕНИ ПАРИ И ОБЩЕСТВЕНИ ИНТЕРЕСИ, ВИНАГИ ТРЯБВА ДА ИМА КОНКУРЕНТНА ПРОЦЕДУРА. ТОЧКА.

В случая шепа хора от правителството са решили да изберат точно определен партньор, „Уестингхаус”, да построи нещо, което ще бъде далеч най-големият проект в държавата за последните 25 години. Идеята може да е добра, но това не е най-добрият начин за нейната реализация.

Провалената концесия на автомагистрала „Тракия“ през 2005 г.

Преди едно десетилетие българското правителство се опита да назначи португалски консорциум за построяването на автомагистрала „Тракия“ чрез BOT (Build-Operate-Transfer) договор (концесия). Проектът определено имаше много позитивни страни:

- според нас е по-добре проекти, свързани с инфраструктурата, да се строят с частно финансиране под формата на концесия, отколкото с обществени пари
- цената на строителството беше ниска, около 2 млн. евро на километър
- договорот беше изработен професионално
- избраният португалски партньор имаше необходимия опит
- проектът имаше политически преимущества – бившият португалски премиер Барозу беше избран за президент на Европейската комисия за следващите 10 години
- няколко години по-късно съдът реши, че сделката е сключена в съответствие със законодателството

Въпреки това проектът имаше два големи недостатъка:

- Нямахме конкурентна процедура.
- Пиарът очевидно беше неуспешен, особено от гледна точка на приближаващите избори през 2005 г. Опозицията кръсти проекта „Обирът на века“. Едва ли това беше обирът на века, но действащото правителство пострада сериозно на изборите.

Заклучението: сделката може и да беше добра, но все пак трябваше да има отворена и публична конкурентна процедура. При Козлодуй-7 е същата история, само че 7 пъти по-голяма.

Проблем 2: Защо тайното сключване на големи сделки се превръща в навик на българските правителства?

Примери:

- всички сделки с Газпром
- газопроводът „Южен поток“
- АЕЦ „Белене“
- споменатата по-горе концесия на автомагистрала „Тракия“
- седмият реактор на АЕЦ „Козлодуй“...

Повечето от тези проекти са договорени от Министерството на енергетиката. Обичайният алгоритъм е следният:

- Няколко заемащи високи постове политици решават да започнат проект или да подпишат голям договор. Тайно.
- Често дори останалите членове на правителството не са информирани за това.
- Някой преговаря с чуждестранните партньори, обикновено от Североизток. Тайно. Този някой не е задължително да е представител на публичния сектор.
- Подписва се договор за няколко милиарда евро. Тайно. Времето, мястото и подписалите страни стават тепърва ясни няколко седмици или месеци след подписването.
- Обществото няма никаква представа какви са условията на сделката. Обяснението, което получаваме, е „търговска тайна“. Не сме съгласни.
- Проектите обикновено включват финансиране от държавния бюджет, а ако не – от държавни енергийни компании. Не одобряваме.
- Взима се заем за стотици милиони от държавните енергийни компании, за да започне изпълнението на проекта. Тайно. Не одобряваме.
- Партньорите и изпълнителите са избирани без реален конкурентен търг. Строителните разходи обикновено изглеждат много големи. Не е трудно да отгатнем защо.
- Политическата опозиция обикновено определя сделката като скандална. Постфактум.
- Следващото правителство обикновено спира проекта. Публично. След това често го възобновява. Тайно. Можем да гадаем защо. *Например, повече пари бяха похарчени за Белене през 2009-2013 г. – когато проектът беше „спрян“ – отколкото преди това.*
- Много от сделките свършват с международен арбитраж. Има тенденция България да губи повечето дела. С оглед на липсата на отговорни и надеждни институции, едва ли някой е изненадан...

ОБЕДИНЯВАНЕТО НА БАНКОВИЯ И ФИНАНСОВИЯ НАДЗОР НЕ Е ДОБРА ИДЕЯ НИКОЛАЙ ВАСИЛЕВ, УПРАВЛЯВАЩ ПАРТНЬОР В ЕКСПАТ КАПИТАЛ

Материалът е публикуван в *Pressa Daily* на 2 октомври 2014 г.

Пиша тази статия като един от хората, участвали в създаването на Комисията за финансов надзор в качеството си на тогавашен министър на икономиката, а също така работил дълги години в областта на финансовите пазари. Вярно е, че има държави в света, където има общ надзор върху банките и финансовите институции, но има и много страни с 2 отделни органа. Според мен не е удачно да се говори за обединение на БНБ и КФН. Преди повече от 10 години се проведе същата дискусия, която имаше за резултат създаването на отделен орган. Какво толкова се промени, че сега да вземаме обратно решение? Ето още няколко причини.

1. Всяка организационна промяна означава блокж на системата от поне 1 година

Който го е преживял, знае за какво става дума. Нови закони (кой коя година ще ги напише и приеме?), нови ръководства (кой парламент и кога ще ги избере?), нови кадри, сгради, бюджети, софтуери и много други детайли. Междувременно в преходния период повечето от служителите, очаквайки промените да ги засегнат, ще следят политическите процеси, а не ежедневната си работа. А важни и спешни текущи задачи в момента и в двата органа не липсват. Голяма част от изградения с много усилия административен капацитет ще се изпари.

2. Подобни стъпки обикновено се предприемат по кадрови причини

Повечето нови правителства идват на власт и се чудят как да видят сметката на заварените членове на регулаторните органи. Какъв по-добър начин от някакво организационно реструктуриране? Тази практика е порочна и води само до негативни резултати. За справка – енергийният регулатор. Честото уреждане на свои хора с цел да изпълняват политически задачи не доведе до нищо добро, освен до хаос и финансова катастрофа в сектора.

3. Като се обединят големи структури, едната „половина“ обикновено е negliжирана

Когато министерството е на икономиката, енергетиката и туризма, 90% от вниманието на ръководството е върху енергетиката. За туризма остават „цели“ 2%. Когато информационните технологии са в един ресор с транспорта, за тях може да няма и 1%.

4. Проблемите с КТБ не са в КФН

Идеята за обединение на двата надзора се появи около ситуацията с банките това лято. КФН не се занимава с депозити, кредити, капиталова адекватност. По отношение на банките Комисията се занимава с листването на акциите на борсата, емисиите на облигации, проспекти. Сигурно ще се съгласите, че причините за затварянето на банката не бяха свързани с публичния статут на дружеството.

5. Вместо да се обединява с други органи, по-добре КФН да се концентрира върху своите задачи

През последните години Комисията отигра добре няколко ситуации. Противопостави се на идеята Сребърният фонд да инвестира [приоритетно] в български ДЦК. Жалко, че тогава повечето от нас не се сетиха да повдигнат темата защо половината от средствата на Фонда за гарантиране на депозитите също са в български ДЦК. КФН не допусна грешка в сложния гамбит с неосъществената продажба на голям пенсионен фонд. Комисията също така се обяви против частичната национализация на частните пенсионни фондове, която беше много погрешна стъпка. Годишите след 2008 г. са трудни, но и застраховането, и инвестиционният бизнес все пак гледат напред, макар понякога отношенията с регулатора да са по-бавни и по-формални от желаното.

В същото време нека не се заблуждаваме, че всичко в системата е наред. В ресора на КФН се е заформил голям потенциален проблем със свързани лица и непазарни отношения. Със съдействието на бъдещото правителство регулаторът би следвало позадълбочено да анализира в какво инвестират приоритетно някои пенсионни фондове, договорни фондове и застрахователни компании, за да не се окаже след години, че и там ни чакат изненади. Приоритет на КФН трябва да са капиталовите пазари, които в момента не се развиват достатъчно добре, за да осигуряват алтернативен достъп до финансиране на българския бизнес. Нивото на корпоративното управление на публичните дружества също не е на нужното ниво, а някои мажоритарни собственици се държат като еднолични търговци.

6. Финансирането на КФН е сложен въпрос

В контекста на приемането на нов Закон за КФН се повдигна темата за адекватното заплащане на служителите на комисията. БНБ в рамките на своята оперативна самостоятелност е решила този въпрос, като е успяла да привлече висококвалифицирани специалисти и да им осигури заплащане, съвместимо с високите позиции в частните банки. И правилно. Комисията пък е бюджетна организация, която изпитва традиционните проблеми на министерствата и агенциите, затова заплатите не са адекватни. Един от предлаганите варианти е КФН да се финансира от таксите и глобите в сектора, които регулира, а те и днес не са ниски. Тук критиците правилно съзират конфликт на интереси – комисията ще има интерес да събира колкото се може по-високи такси и глоби за щяло и нещяло, защото това е единственият начин да се повишат приходите и съответно доходите там. Друг вариант е просто КФН да излобира пред МФ по-висок бюджет за следващите години. А браншът би следвало да я подкрепи, защото всички имат интерес от по-професионален регулатор, в който работят по-добре обучени, по-добре платени и с предишен опит в частния сектор специалисти.

СТРАТЕГИЯ ЗА ИНВЕСТИРАНЕ В ОБЛИГАЦИИ ПРЕЗ 2015

МАРИЯ БОЙЧИНОВА, ГЛАВЕН ФИНАНСОВ АНАЛИЗАТОР В ЕКСПАТ КАПИТАЛ

Мария Бойчинова е главен финансов анализатор в Експат Капитал.

Професионалната ѝ кариера в сферата на финансите започва със стаж в Merrill Lynch Wealth Management в Ню Йорк (2007). В JP Morgan в Ню Йорк работи като стажант в отдел „Анализи на акции“ и „Анализи на инструменти с фиксирана доходност“ (2007-2008). Преди да се присъедини към Експат, е работила като финансов анализатор в норвежката финансова компания Edge Capital (2009-2012).

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, Великобритания. Преминала е второ ниво от изпитите за CFA (сертифициран финансов аналитик).



Материалът е публикуван в *Investor.bg* на 29 септември 2014 г.

Облигациите имаха много добро представяне през последните години, движени от политиките на централните банки за подкрепа на пазарите, исторически ниските лихвени нива и възстановяването след кризата от 2008 г. Апетитът за риск сред инвеститорите се засили и това доведе до исторически ниски нива на кредитните спредове. В същото време лихвите в САЩ и Европа по безрискови и нискорискови инструменти паднаха много.

В средносрочен и дългосрочен план очакваме както основните лихвени нива в Европа и САЩ, така и кредитните спредове да се покачват. Това ще се отрази негативно върху пазарите на инструменти с фиксирана доходност. В такава ситуация инвеститорите трябва да обмислят стратегия за реструктуриране на своите портфейли от облигации.

От какво зависят цените по облигациите?

Ето накратко три от основните видове рискове, на които са изложени инвеститорите в облигации:

1. Риск от покачване на лихвените нива

Лихвените нива и цените на облигациите се движат в обратна посока – когато лихвите се покачват, цените на облигациите падат. Покачването на лихвените нива има най-силно влияние върху инструментите с фиксиран купон и много години до падеж. Да кажем, че облигация X се търгува на цена 100% от номинала, има фиксиран купон 5% годишно и падежира след 30 г. Лихвените нива в икономиката за ниво на риск по-ниско от това на облигация X са 2%. Инвеститорите са съгласни да получават доходност от 5% годишно върху облигация X за нейното ниво на риск и затова цената ѝ е 100. Централната банка обаче решава да вдигне лихвените нива в икономиката от 2 на 4%, като започне да финансира търговски банки на по-високи лихвени нива и/или да продава държавни ценни книжа (с цел да намали паричното предлагане и по този начин да повиши лихвите). Инвеститорите могат да взимат лихва от 4%, ако сложат парите си в банка или си купят на пазара държавни ценни книжа и вече не са съгласни да платят цена 100 за облигация, която дава само 5% купон при по-висок риск. Така започват да разпродават облигацията, докато цената ѝ падне до нива, при които доходността ѝ е отново атрактивна (напр. доходност от 7 или 8%).

2. Кредитен риск или риск от изпадане в несъстоятелност

Корпоративните облигации са дълг, издаден от компания. Дали този дълг ще бъде обслужван, зависи от финансовото състояние и развитие на съответната компания. Доходността на корпоративните облигации трябва да е достатъчно висока, за да компенсира инвеститорите за кредитния риск, който поемат. До голяма степен кредитният рейтинг на облигациите отразява кредитния риск. Облигации с рейтинг от BBB- (от S&P или Fitch) и от Baa3 (от Moody's) и нагоре имат т.нар. инвестиционен кредитен рейтинг (investment grade), докато облигации с рейтинг от BB+/Ba1 и надолу са със спекулативен профил (junk = боклук).

3. Системен риск

Познат е също като „волатилност“ или „пазарен риск“. Този тип риск е невъзможно да се избегне напълно, но може да бъде намален чрез хеджиране или с помощта на правилна стратегия за разпределение между различни класове активи, в различни географски зони, валути и икономически сектори.

Тези три основни риска при инвестицията в облигации в момента са на едни от най-ниските си исторически нива и потенциалът за допълнително намаляване изглежда изчерпан. Напротив – опасенията са, че през следващите няколко години тези рискове ще се засилват, което ще доведе до спад на цените на облигациите.

Кога централните банки ще качат лихвите?

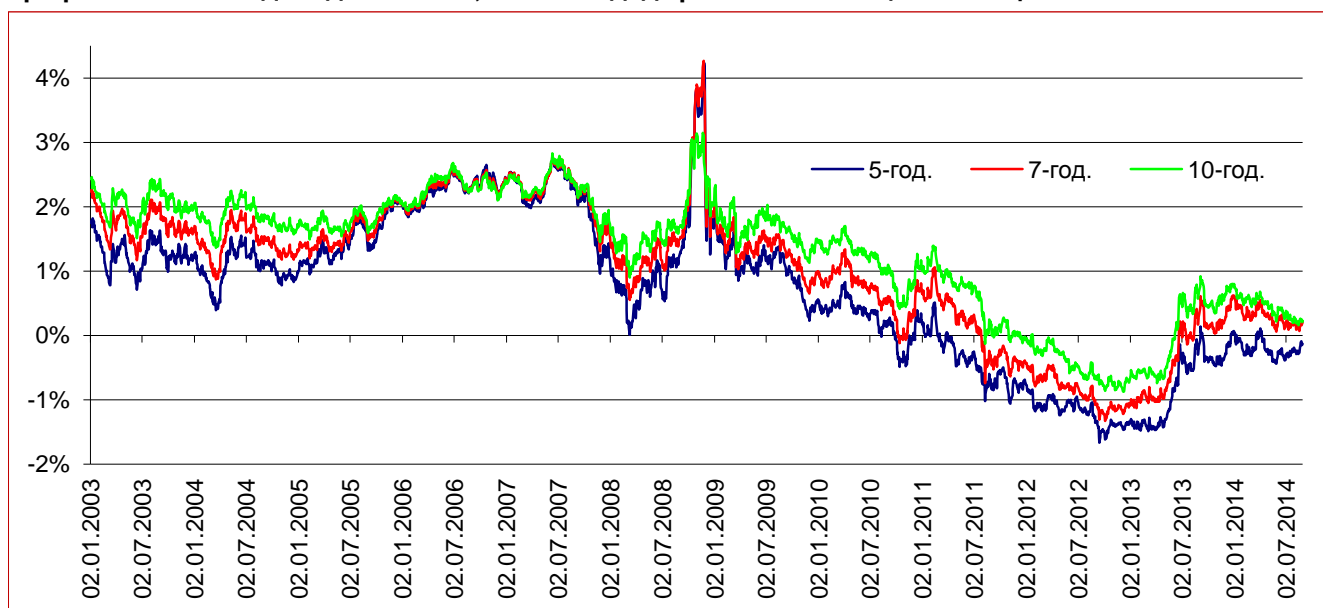
Една от най-коментираните икономически теми през 2014 г. е бъдещата лихвена политика на централните банки. Очакванията са, че първо лихвените нива ще бъдат вдигнати в САЩ, където икономическият фундамент е значително подобрен, а Федералният резерв не е покачвал лихвите от май 2006 г.

Всяко тримесечие Федералният резерв публикува очакванията си за основните лихвени нива. В доклада от юни 2014 г. беше отразено, че по-голяма част от членовете на Федералния комитет за операциите на открития пазар очаква основните лихвени нива да достигнат 1.00-1.25% до края на 2015 г. В момента целевото ниво е между 0.0% и 0.25%. С покачване на основните лихвени нива в САЩ ефектът върху инструментите с фиксирана доходност най-вероятно ще е негативен поради причините, описани в примера по-горе. От известно време реалната доходност (номинална, намалена с

инфлацията) по 5-годишните американски облигации е негативна, което е още една индикация, че номиналните лихвени проценти ще бъдат повишени до нива, които ще направят реалните отново положителни.

Промяната в лихвените нива има най-силно влияние върху дългосрочните облигации. Всяка облигация има характеристика, наречена дюрация, която измерва чувствителността ѝ към изменението на лихвените проценти. Колкото по-дългосрочна е една облигация, толкова по-висока е нейната дюрация. Колкото по-висока е тя, толкова по-силно се променя цената на облигацията за дадено изменение на лихвените нива. Например, ако една облигация има модифицирана дюрация 5 (т.е. падеж след приблизително 6 години), при покачване на лихвените нива с 1% при непроменени други фактори цената ѝ ще падне с 5%.

Графика 1. Реална доходност по 5-, 7- и 10-год. държавни облигации в САЩ



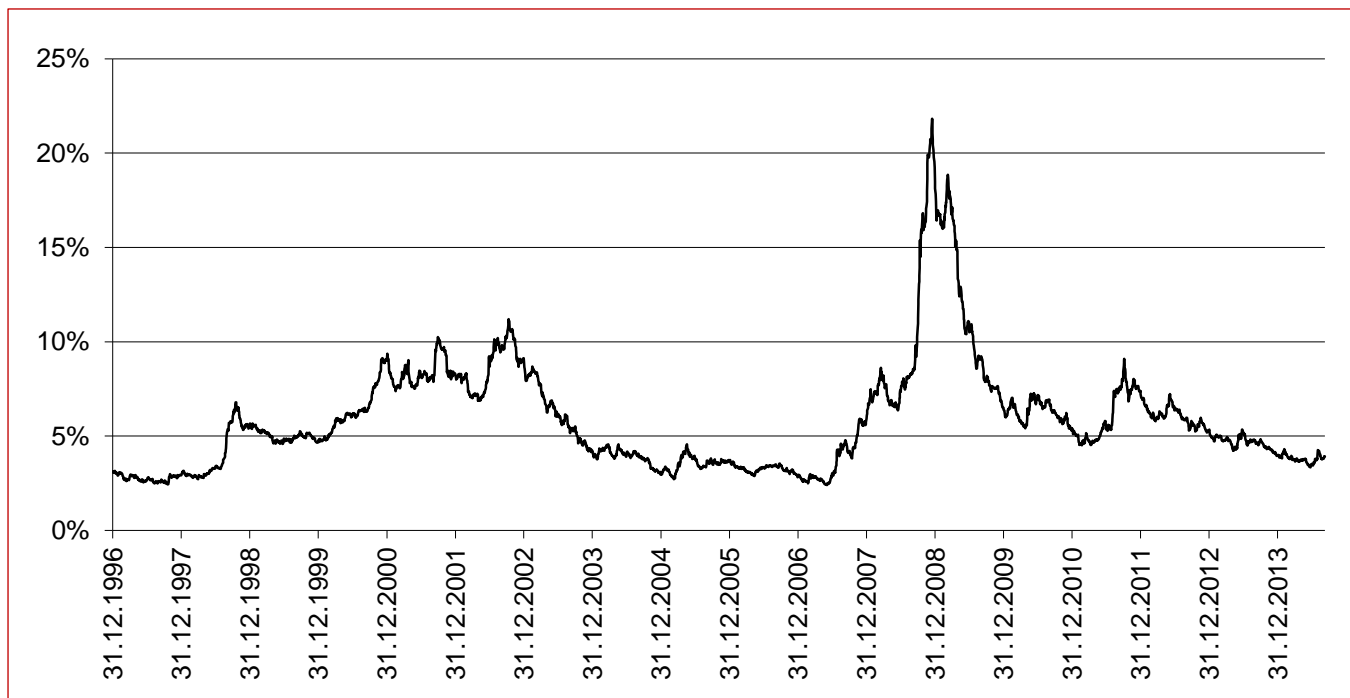
Източник: U.S. Department of the Treasury

Има ли балон на пазара на спекулативни облигации?

През последните няколко години наблюдаваме засилен инвеститорски интерес към по-рискови активи, включително спекулативни облигации. Причините за това са много, сред които търсенето на по-висока доходност в периоди на изключително ниски лихвени равнища в икономиката; възстановяване на света от финансовата криза; подобряване на икономическите показатели; подобряване на финансовите резултати на компанията. Един от резултатите от този интерес е намаляването на кредитния спред до исторически рекорди.

Кредитният спред представлява разликата в доходността между две облигации с различно ниво на кредитен риск, но еднакви други характеристики (падеж, валута и др.). В момента кредитният спредът на високорисковите облигации в САЩ е близо до историческото си дъно за последните 18 години. Това може да се тълкува като индикация за спекулативен балон на пазара на високорискови облигации. Ако кредитният спред се покачи до средните си исторически нива, това би означавало значителен и по всяка вероятност рязък спад в цените на облигациите с неинвестиционен кредитен рейтинг.

Графика 2. Кредитен спред на вискорискови облигации в САЩ по данни на индекс Merrill Lynch US High Yield Master II (BofA Merrill Lynch US High Yield Master II Option-Adjusted Spread)



Източник: Federal Reserve Economic Data

Как инвеститорите да се защитят от промените на пазара на облигации?

Историята показва, че през определен период от време се наблюдават сътресения на пазарите. Икономическите и финансовите проблеми в Европа все още не са разрешени и най-пресният пример са банковите проблеми в Португалия. Напрежението в Украйна и Близкия Изток набира сила. Волатилността и несигурността ще се засили през следващите 12 месеца, но не очакваме нова финансова или икономическа криза в САЩ и Европа. Смятаме обаче, че постепенно ще наблюдаваме покачващи се лихвени нива и увеличаване на кредитните спредове до нивата от началото на 2012 г. В периоди на пазарна несигурност обикновено наблюдаваме „бягство към качество“ (flight to quality).

При такъв сценарий на развитие на пазарите препоръчваме на инвеститорите в облигации да се придържат към няколко основни принципа:

1. По-ниска дюрация на портфолиото

Облигациите с по-скорошен падеж обикновено са по-защитени при покачващи се лихвени нива, тъй като дори и да има временен спад в цената им, могат да бъдат държани до падеж. През това време инвеститорите получават купонни плащания, а цената на облигацията постепенно ще се доближи до 100 на датата на падежа.

2. Инвестиции в облигации с плаващи купони

Това са облигации, чиито купони не са фиксирани, а зависят от лихвените нива в икономиката. За

доларови емисии обикновено купоните на такива облигации се формират на базата на доходността на американските държавни ценни книжа с аналогичен матуритет, на лихвения процент по депозитите на междубанковия пазар в САЩ (federal funds rate) или на лихвения процент по депозитите на междубанковия пазар в Лондон (US Dollar Libor) плюс фиксирана надбавка.

3. Инвестиции във фондове на паричния пазар (Money market funds)

Това са взаимни фондове, инвестиращи в краткосрочни дългови ценни книжа (например американски държавни облигации). Тези инструменти намаляват експозицията на инвеститорите към кредитни и пазарни рискове. По данни на Vanguard средната годишна доходност от такива фондове в САЩ за последните 10 г. е 1.35%.

4. Насочване към емитенти с висок кредитен рейтинг

Доходностите на облигациите с неинвестиционен кредитен рейтинг в момента не компенсират достатъчно атрактивно инвеститорите за поетия кредитен риск. Кредитните спредове са на исторически ниски нива в период на политическа и икономическа несигурност в много региони от света. В такава обстановка е добре да се търси инвестиция в емитенти с висок кредитен рейтинг и подобряващи се финансови резултати.

5. Диверсификация на портфейла

Добрата диверсификация подобрява цялостното представяне на портфейла. Това означава балансирана експозиция към различни инструменти, сектори, държави и валути. При очакване за покачване на лихвените нива умерена експозиция към пазара за акции може да е добра стратегия. Историческото представяне на борсовия индекс S&P 500 показва, че пазарът на акции реагира добре след покачване на лихвените нива – индексът се е покачил средно с 31% за период от 3 години след започнало покачване на лихвите.

Таблица 1. Представяне на S&P 500 след покачване на лихвените нива в САЩ

Нач. на покачване на лихвите	Доходност от момента на покачване на лихвите		
	до 12 м. след това	до 24 м. след това	до 36 м. след това
16.07.1971	8.4%	6.6%	-18.8%
16.08.1977	5.7%	10.6%	25.2%
21.10.1980	-8.9%	5.5%	25.9%
22.03.1984	-14.3%	48.9%	90.3%
04.12.1986	-11.5%	7.4%	38.9%
30.03.1988	13.3%	31.7%	45.4%
04.02.1994	1.9%	35.3%	68.0%
30.06.1999	-6.0%	-10.8%	*-27.9%
30.06.2004	-4.4%	11.3%	31.8%
Средна доходност	3.7%	16.3%	31.0%

Източник: Книгата *Debunkery* от Ken Fisher

* Периодът след 30.06.1999 г. обхваща краха на пазара в САЩ в резултат на дотком балона ("dot-com bubble"), който се спуква в началото на 2000 г., а падащите цени продължават и през 2001 г.

Покачването на лихвените нива в дадена икономика е съпроводено и със засилване на съответната валута. Така например при евентуално покачване на лихвите в САЩ през 2015 г. инвеститорите, които преди това са обърнали еврови инвестиции в доларови, най-вероятно ще реализират печалби от валутния курс.

За диверсификация на портфейла инвеститорите могат да добавят и експозиция към злато и нефт – два сектора, които са се представяли исторически добре при пазарни несигурности.

6. Хеджиране на риска

Съществуват финансови инструменти, които са обратно корелирани с пазара на облигации – когато облигациите падат, тези инструменти се качват. Пример за такъв инструмент е ProShares Short High Yield ETF, който взема къси позиции срещу пазара на спекулативни облигации в САЩ. Представянето на този фонд е противоположно на представянето на Markit iBoxx \$ Liquid High Yield Index – индекс от ликвидни облигации с неинвестиционен кредитен рейтинг, деноминирани в щатски долари. В момента цената на ProShares Short High Yield ETF е на най-ниското ниво от създаването на фонда през 2011 г. поради силното представяне на сектора високорискови облигации в долари.

7. Селекция на подценени облигации

На пазара с фиксирана доходност съществуват облигации, които дават по-висока премия за кредитен риск от средната за групата си от сходни инструменти. Атрактивната доходност обикновено е свързана с влошени финансови резултати и очаквано понижаване на рейтинга на компанията. При някои облигации обаче няма обективна причина за по-атрактивния кредитен спред. Тези облигации според нас са подценени и при тях очакваме покачване на цената.

* Материалът е с аналитичен характер и не е препоръка за покупко-продажба на ценни книжа.

БЪЛГАРИЯ КРЕТА НА НИСКА ПРЕДАВКА ПО ИКОНОМИЧЕСКАТА ПИСТА НА ЕВРОПА

ГЕОРГИ АНГЕЛОВ

Георги Ангелов е старши икономист в Институт „Отворено общество“ в София и координатор на инициативата Macro Watch на института. Той е и член на УС на Българската макроикономическа асоциация и член на Консултативния съвет на БНБ. Преди това е работил като анализатор в Института за пазарна икономика.

Публикувал е множество анализи и статии за данъчна и фискална политика, бюджет, икономически реформи и развитие и др. Съавтор е на книгите „България в международните класации“, „Анатомия на прехода“ и „Държавата срещу реформите“. Г-н Ангелов има бакалавърска степен по финанси от УНСС (София).



Материалът е публикуван в изданието *Politiki.bg* на Институт „Отворено общество“

Европейският двигател на конвергенцията не е спрял, дори и в лошите времена за европейската икономика. Бедните нови страни членки от Източна Европа успяват дори и в най-тежките времена за еврозоната да напредват. Това доказва, че конвергенцията не е просто временен резултат, а реално структурно постижение, което работи дори в лоши времена.

Някой би попитал „Какво значение има икономиката?“ Защо се занимаваме с нея, защо не се интересуваме само от качеството на живота в една страна? И ще е прав, поне до известна степен. Наистина най-важното е постигането на жизнен стандарт, на високо качество на живот. Обаче историята ни показва, че добрият жизнен стандарт изисква и добра икономика. Без стабилна, просперираща и растяща икономика безработицата ще е висока, бедността и неравенството ще се увеличават, потреблението ще бъде ограничено, бюджетните възможности за финансиране на публични услуги ще се влошат, а в резултат ще се влошат и здравните и образователните постижения. С две думи - няма качествен живот без икономика.

Гърция е типичният пример – въпреки тежката икономическа криза, преди няколко години изглеждаше, че е възможно да се поддържа добър стандарт на живот в страната. Лоша икономика, но добро качество на живот. Гърция беше дори давана за пример, че икономиката няма значение, важно е как се живее. Да, обаче това не е устойчиво. Потъваща икономика, рязко увеличение на безработицата, фалит на държавата и социалните системи – всичко това постепенно започва да се пренася върху индикаторите за качество на живота. Само за последната година Гърция е загубила 5 процентни пункта от оценката си за качество на живота. С други думи, спадът в икономиката се пренася постепенно върху стандарта на живот, макар и с 1-2 години забавяне.

Именно затова е важно да се наблюдава икономиката внимателно. Това ни позволява да видим как се променя фундаментът, върху който се градят условията за живот в една страна. И това важи не само при влошаване, но и при подобрене. Когато икономиката устойчиво се подобрява, тогава в крайна сметка и качеството на живот ще я

последва, макар и с известно забавяне във времето. Икономиката е и измерител доколко работят реформите по отношение на качеството на управлението и институциите в една страна. Ако институциите се подобряват, в крайна сметка това ще даде резултат в по-добри икономически показатели.

Еврокризата през 2012-2013

След като през 2008 г. икономиката на еврозоната отчете голямо забавяне, а през 2009 г. – дълбока рецесия, през 2010 и 2011 г. ситуацията започна да се подобрява с икономически растеж от 2% и 1.6% съответно. Обаче, от края на 2011 г., както и през по-голямата част на 2012 и 2013 г. еврозоната беше изправена пред голямо изпитание – съмнението, че единната европейска валута може да загине. Това съмнение във възможностите на Европа да противодейства на кризата (заедно с политическа нерешителност, оспорвани избори в ключови страни, смени на правителства и лидери) доведе не само до бягство на капитали и спад на еврото, но и до продължителна рецесия, обхванала много страни от еврозоната. Така, след световната финансова криза, Европа пострада от вътрешна финансова криза.

Това се вижда много ясно и в новото издание на Индекса на настигането и най-вече в тенденциите по отношение на икономиката. Повечето страни от еврозоната отчитат спад на показателите си (единствено Германия и Естония отчитат подобро класиране през последната година). Не е учудващо, че Гърция губи 7 места в класацията по икономика само за две години (от 2011 до 2013 г.), в същото положение е и Португалия, докато Кипър е по петите им със влошаване с 6 места в класацията и то само за една година. Следват Малта – влошаване с 4 места за две години, и Ирландия – с 3.

През последната година обаче Ирландия успява да спре потъването, тъй като решителните реформаторски мерки на тамошното правителство успяха да върнат икономиката към растеж, да стабилизират финансовата система и да поставят държавния дефицит и дълг под контрол. Ирландия стана първата страна в еврозоната, която успешно излезе от спасителната програма на ЕС и МВФ и вече успява да се справя със собствени сили, без да разчита на постоянни заеми. В този смисъл, запазването на оценката на Ирландия през 2013 спрямо 2012 г. е важна индикация, че страната вече не е в режим на световно падане и Индексът на настигането коректно улавя развитието.

Точно в обратното положение е Кипър, тъй като страната изпадна в тежка финансово-икономически криза точно през 2013 г. и цялото влошаване в класирането на тази страна се случва именно през последната година. Да припомним, че точно през 2013 г. най-големите банки в Кипър фалираха и тъй като страната и без това беше свръхзадлъжняла, тя не можеше да си позволи да ги спаси (а и самите банки бяха толкова огромни за размера на кипърската икономика, че беше невъзможно да бъдат спасени). Така бяха защитени само малките вложители, а останалите понесоха значителни загуби. В допълнение, за да се избегне паника и масово бягство на капитали, страната въведе капиталов контрол и ограничения върху разплащанията и тегленията, което повлия негативно на икономиката, както и на мястото на Кипър като офшорен център.

Настигането

Въпреки всички трудности на еврозоната, които се пренесоха и в нашия регион, трябва да отбележим, че новите страни членки се справят относително добре в тези трудни времена. Една-единствена нова страна членка е отчела влошаване на своето класиране през последната година и това е Словения. С други думи, докато старите членки – особено тези от еврозоната – като цяло влошават икономическите си индикатори, при новите членки тенденцията е в обратна посока. Лидери са балтийските страни – Литва, Латвия и Естония, но Вишеградската четворка също като цяло напредва (Полша, Чехия и Унгария се придвижват напред, докато Словакия остава на същото място). Дори и най-зле представящите се нови страни членки като цяло нямат влошаване, а просто запазват същото класиране – България, Румъния, Хърватия, Словакия. Както споменахме, Словения е единственото изключение в групата на новите членки, но тя само подчертава постижението на региона.

Във всеки случай европейският двигател на конвергенцията не е спрял, дори и в лошите времена за европейската икономика. Бедните нови страни членки от Източна Европа успяват дори и в най-тежките времена за еврозоната да напредват.

Те доказват, че конвергенцията не е просто временен резултат от лесните пари и балона на изкуствения просперитет преди кризата, а реално структурно постижение, което работи дори в лоши времена. Няколко нови страни членки вече изпреварват по икономически индикатори стари страни членки – например, Чехия вече е по-богата от Португалия, а Словакия – от Гърция. Съвсем скоро, когато излязат новите данни на Евростат за 2013 г., вероятно още поне 1-2 нови страни членки ще изпреварят Гърция и/или Португалия, а Чехия има шанс скоро да надмине по доходи Кипър.

Разбира се, в добрата новина има и негативна нотка, защото именно най-изостаналите страни по отношението на индикатора за икономика (България, Румъния и Хърватия) не успяват да отбележат напредък през последната една година. Но и те не са съвсем спрели – оценката и на тези страни се подобрява спрямо 2011 г. с 1 до 2 процентни точки. Практически, цяла нова Европа свети в зелено по отношение на подобрене в оценката за икономиката спрямо 2011 г., отново с единственото изключение на малка Словения, която е потисната от тежестта на проблемна банкова система, губещи държавни предприятия и неефективно бюджетно харчене.

Бедните нови страни членки от Източна Европа успяват дори и в най-тежките времена за еврозоната да напредват.

По-слабите резултати на България, Румъния и Хърватия не са изцяло учудващи – особено като имаме предвид, че тези страни са в дъното и по отношение на институционалните индикатори (за управление и демокрация). Няма да направим откритие, ако заключим, че настигането се случва при наличие на съответните вътрешни условия, т.е. реформи, които осигуряват добра среда за икономическо развитие.

Фокус енергетика

Ако използваме популярната напоследък тема за енергетиката и енергийната зависимост, можем доста ясно да покажем какво различава реформаторските страни, които подобряват институциите си, от пасивните – като България, например. И балтийските страни, и България, и други страни от ЕС са зависими от вноса на природен газ. Всъщност, повечето страни в ЕС са изцяло или частично зависими от внос на природен газ, вкл. Испания, Португалия, Австрия, Германия, Франция, Белгия и пр. С други думи, повечето страни имат един и същ проблем. Това е приликата. Разликата е в това как те решават този проблем.

Данните показват, че България има едни от най-високите доставни цени на природен газ в ЕС, докато други страни – макар също зависими от вноса – имат далеч по-ниски ценови равнища. Да кажем, цената на природната газ в България е с 20-25% по-висока, отколкото в Австрия, Белгия, Испания и Португалия според най-новите данни на Европейската комисия. Как се получава тази разлика?

Всъщност, отговорът е сравнително прост. В много страни от ЕС има зависимост от внос, но не от един доставчик. Т.е. България не просто е зависима от внос, но е зависима от внос от монополен доставчик (Газпром) и няма възможност да внася от друг доставчик поради липса на инфраструктура и газопроводи, които да осигуряват алтернатива. В повечето страни от ЕС зависимостта от внос е ограничена, тъй като много доставчици на газ се конкурират да предлагат газ – и този конкурентен сблъсък води до спад на ценовите равнища. В Европа има внос на газ не само от Русия, но и от Норвегия и Алжир, има собствено производство (Холандия, Дания и Англия), също така има и внос от други износители по море чрез терминали за втечен газ.

Очевидно е, че при наличие на желание, за последните десетилетия (и дори за последните години) и България можеше да изгради съответната инфраструктура, която да позволява достъп до алтернативни доставки. Това така и не се случи тук, макар че се случи в повечето от останалите страни.

В ЕС масово се инвестира в терминали за втечен газ, които дават възможност дори на изцяло зависими от Русия страни (като балтийските) да започнат алтернативни доставки (първият такъв терминал е почти готов). България не се е включила в такъв проект, нито има газопровод, по който да получава такъв газ. Дори проекти с осигурено финансиране отпреди 5 години – като връзката с Румъния или Гърция – са изключително забавени, а други са още на фаза преговори. В крайна сметка, след поредната криза между Украйна и Русия ЕС вероятно ще принуди и България да ускори съответните инфраструктурни проекти и в резултат различията в цените между отделните страни от ЕС постепенно ще намалеят, а страната ни ще има реална алтернатива. Къде е разликата обаче? Едни страни вече са се справили с този проблем и черпят ползите от това, а други – като България – ще се справят с голямо забавяне и само под външен натиск. Така е и с много други реформи. Не е учудващо, тогава, че някои страни се движат напред с реформите и забогатяват бързо, докато България е на опашката.

С изследването „Индекс на настигането“ може да се запознаете на <http://thecatchupindex.eu/TheCatchUpIndex/>

ЕКИПЪТ НА ЕКСПАТ КОМПАС

Автори:

Николай Василев, CFA
Управляващ партньор, Експат Капитал

Гостуващи автори:

Никола Янков
Мария Бойчинова
Георги Ангелов

Редакции и преводи:

Наталия Тодорова, Мениджър маркетинг и връзка с инвеститорите, Експат Капитал
Владимир Новачев, Стажант, Експат Капитал
Веселин Марешки, Стажант, Експат Капитал

Дизайн:

Наталия Тодорова, Мениджър маркетинг и връзка с инвеститорите, Експат Капитал

ЕКСПАТ CAPITAL

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

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.