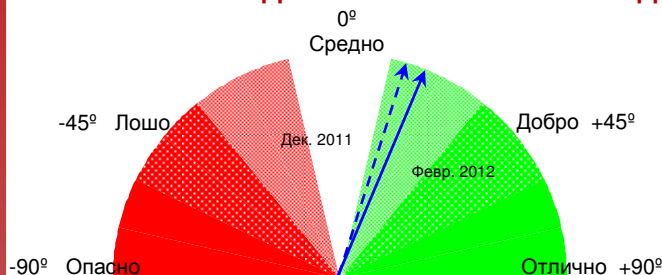


expat compass

8 февруари 2012 г.

ЕКСПАТ НАБЛЮДАТЕЛ НА ВАЛУТНИЯ БОРД



ПЕРСПЕКТИВА: СТАБИЛНА/ПОЗИТИВНА

Оптимисти сме относно валутния борд и не виждаме непосредствена опасност от девалвация (вижте стр. 2).

ГОСТ КОМЕНТАРИ

ЯН ФОН ГЕРИХ, ФИНЛАНДИЯ:
СТРАХОВЕТЕ ОТ НЕИЗПЪЛНЕНИЕ НА
ЗАДЪЛЖЕНИЯТА ПРИТИСКАТ ИТАЛИЯ И ИСПАНИЯ
Стр. 5

Д-Р ПЕТЕР ХЕЙЛ, УНГАРИЯ:
НЕОРТОДОКСАЛНА ИСТОРИЯ ЗА ПРАВЕНЕ НА
ИКОНОМИЧЕСКА ПОЛИТИКА
Стр. 6

ПРОФ. СТИЙВ ХАНКЕ, САЩ:
ЛИБЕРАЛИТЕ СРЕЩУ ГИМНАЗИСТИТЕ
Стр. 8

АДРИАН НЪСТАСЕ, РУМЪНИЯ:
ФИНАНСИРАНЕТО – ОСНОВНИЯТ ПРОБЛЕМ НА
РУМЪНСКАТА ИКОНОМИКА
Стр. 11

БОЖИДАР ДЖЕЛИЧ, СЪРБИЯ:
ХОРАТА ЩЕ ПОДКРЕПЯТ ТРУДНИТЕ РЕФОРМИ, АКО
ВИЖДАТ КУРАЖ В УПРАВЛЯВАЩИТЕ
Стр. 13

АНГЕЛОС ПАРАСХАКИС, ГЪРЦИЯ:
БЪЛГАРСКО ЗАТИШИЕ
Стр. 15

СТАТИИ:

НИКОЛА ЯНКОВ:
УПРАВЛЕНИЕ НА ИНВЕСТИЦИИ ВЪВ ВОЛАТИЛНА
МЕЖДУНАРОДНА СРЕДА
Стр. 16

НИКОЛАЙ ВАСИЛЕВ, СФА:
ДВА ВЪПРОСА ЗА 1 ТРИЛИОН ЕВРО
Стр. 19

РЕДАКЦИОНЕН КОМЕНТАР

Expat Compass навършва две години и става все по-международен

Уважаеми читатели и приятели,

На първо място бихме искали да ви благодарим за растящия интерес към нашия икономически бюлетин. За последните 24 месеца публикувахме 9 броя на български и на английски език, горе-долу по един на тримесечие. Бюлетинът достига до около 5,000 получатели по целия свят, а след това бива и допълнително разпространяван от известен брой уеб медии. Над 20 външни анализатори и професионалисти допринесоха със своите статии и анализи, някои от които са публикувани и в големите български медии.

Нашият бюлетин е независим и неpolitически. Даваме предимство на реформаторски пазарно-ориентирани икономически възгледи. Многократно сме изразявали своята подкрепа за валутния борд, балансиран бюджет и по-дълбоки пенсионни и други структурни реформи в България. В този брой обаче има и автори с противоположни виждания.

Expat Compass не е нито комерсиален продукт, нито медия

Не се състезаваме с тинк-танк центровете или медиите. По-скоро неправителствените организации и медиите са наши партньори.

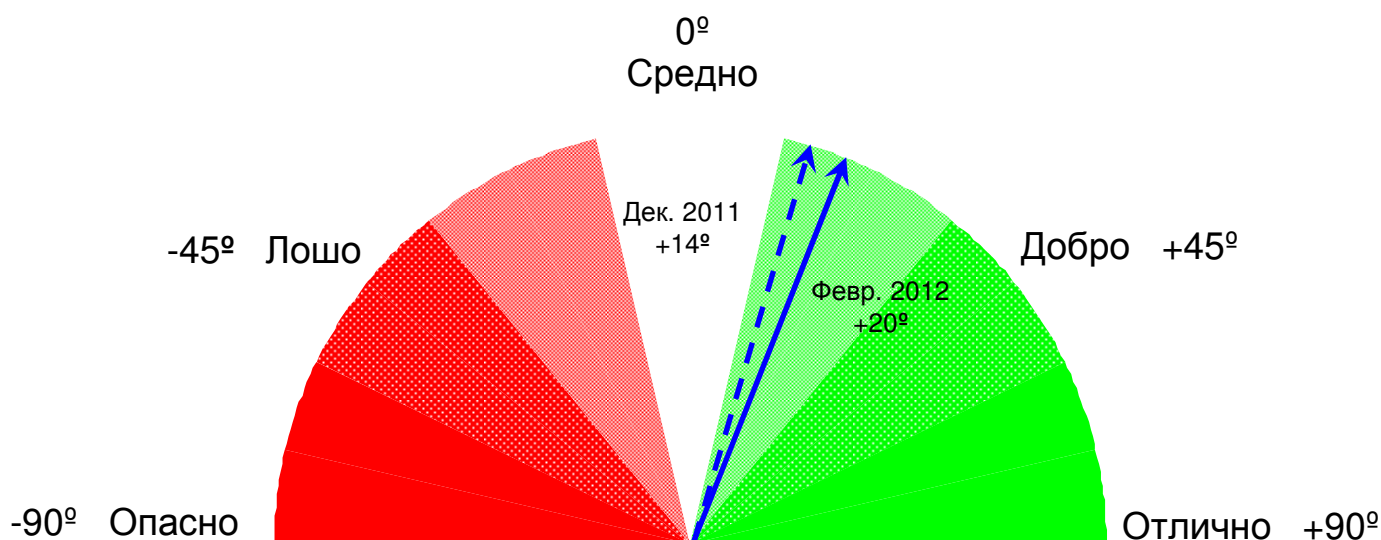
Повече международни материали

Използвайки широките си контакти в бизнеса, политическите и научните среди, този път поканихме шестима видни чужденци да се включат в 9-ия брой със свои материали. Сред тях са международно известни трима икономисти и двама политици, както и един успешен бизнесмен. Всичките шестима приеха нашата молба и написаха интересни материали. Щастливи сме, че те са сред читателите, които ценят бюлетина. Шестте статии покриват разнообразни теми – от паричното предлагане и пазарните настроения в Еврозоната, през икономическите постижения и проблеми в Унгария, Румъния и Сърбия, до позицията на гръцки експат за социалната толерантност в България.

Expat Compass се фокусира върху здравето на валутния борд

Нашият бюлетин не предлага цялостен икономически анализ. Опитали сме се да се концентрираме предимно върху онези теми, които евентуално биха имали отражение върху фиксирания валутен курс на лева към еврото: бюджета, търговския баланс и текущата сметка, банковата система, икономическия растеж, както и върху най-важните икономически реформи (или тяхната липса). Честно казано, бихме били щастливи, ако заключенията ни са сравнително скучни – т.е. ако не виждаме риск от финансова или валутна криза. Такъв е случаят в момента. Освен проблема с липсата на растеж, никакви други „сътресения“ не се очакват.

ПЕРСПЕКТИВА: СТАБИЛНА/ПОЗИТИВНА



През последната година основният въпрос, който тревожи бизнес общността в България и по света, е дълговата криза, включително в Гърция и Западна Европа. България не беше директно засегната от тези трусове. При все че страната ни още не е започнала да се движи по пътя на растежа, ето нашето позитивно заключение:

Оптимисти сме за валутния борд и не виждаме непосредствена опасност от девалвация.

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

Дата	Данни от Компаса (ъглови градуси)	Промяна	Коментар
2005	+64°		Много стабилен валутен борд
2008	+44°	-20°	Влошаване поради притеснения относно текущата сметка
Януари 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
Октомври 2010	+4°	+4°	Подобрение поради ръста на износа
Февруари 2011	+8°	+4°	Подобрение в много икономически индикатори
Май 2011	+10°	+2°	По-малко притеснения за бюджета
Август 2011	+12°	+2°	Малък бюджетен и търговски дефицит
Декември 2011	+14°	+2°	Консервативен Бюджет 2012, някои пенсионни мерки
Февруари 2012	+20°	+6°	Проблеми в Еврозоната; добър Бюджет 2012

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).

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

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

Легенда: ■ Добро ■ Лошо

Как оценяваме настоящата икономическа ситуация в България?

Виждаме някои позитиви:

- Сравнително нисък бюджетен дефицит (въпреки че бихме предпочели балансиран бюджет или дори излишъци)
- Драматично подобрене на текущата сметка от 2008 г. насам
- Нисък публичен дълг
- Сравнително стабилна банкова система в съпоставка с други страни
- Никакъв непосредствен риск за валутата
- Правителството замрази доходите (2 позитива: никакви популистски увеличения на заплати и пенсии, а също така и никакви болезнени съкращения на доходи)
- Продължаване на политиката на ниски данъци
- Една неикономическа тема: броят на загиналите по пътищата е намалял значително поради засиления контрол
- Позитивни, но малки мерки в администрацията и в пенсионната система

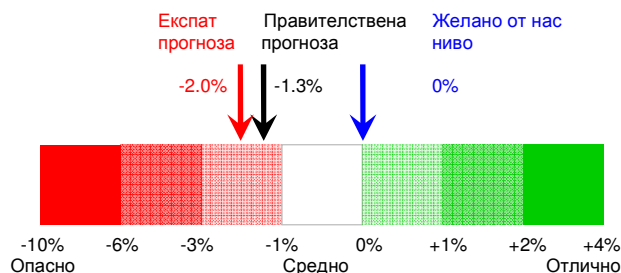
... и много разочарования:

- Бюджетът ще е с дефицит всяка година от 2009 до 2013 г. (отново да припомним – подкрепяме балансиран бюджет)
- Ниски фискални резерви
- Ниски ПЧИ (вижте интервюто на г-н Джелич на стр. 13 – ПЧИ в Сърбия са по-високи)
- Никакъв икономически растеж
- Много бизнеси срещат финансови затруднения
- След години на подобрене българската позиция в много международни класации сега се влошава: индекс на икономическа свобода, на конкурентоспособност, на свобода на медиите, на корупция
- Почти никакви реформи в нито един сектор, особено в здравеопазването. Пропуснати възможности за по-дълбока пенсионна реформа
- Продължаваща гробна тишина за АЕЦ Белене
- Много малко приватизационни и концесионни сделки
- Капиталовите пазари не са приоритет

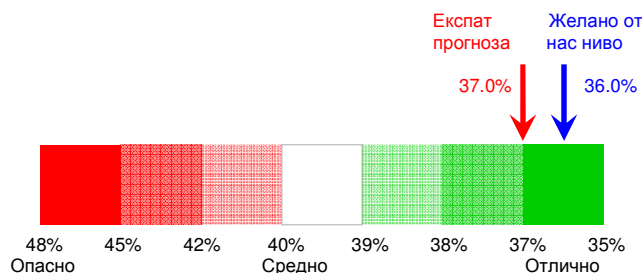
Защо подобряваме нашата оценка за Експат наблюдателя на валутния борд?

След като сте прочели списъка с разочарования по-горе, може да очаквате, че прогнозата ни би била доста негативна. Все пак зависи от въпроса, който задавате. Ако питате дали има по-голяма вероятност от девалвация на лева спрямо еврото, отговорът ни е НЕ – което се отразява в оценка от +20°, както и стабилна/позитивна перспектива. Причината не е в някаква специална сила на българската икономика, а в слабостта на резервната валута (еврото). Не виждаме никаква причина левът да девалвира спрямо валутите на страните от Южна Европа – било то евро или други.

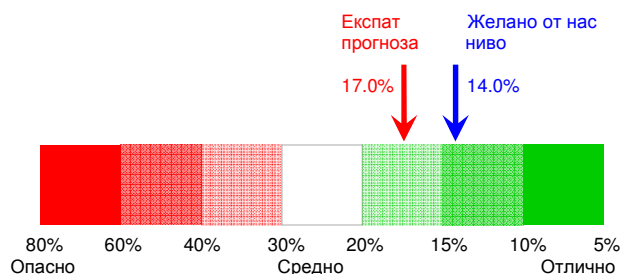
I) Бюджетен излишък/дефицит, % БВП, 2012



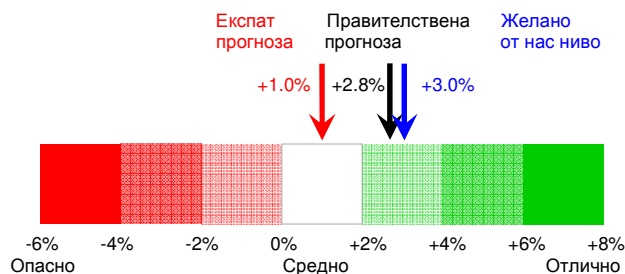
II) Публични разходи, % БВП, 2012



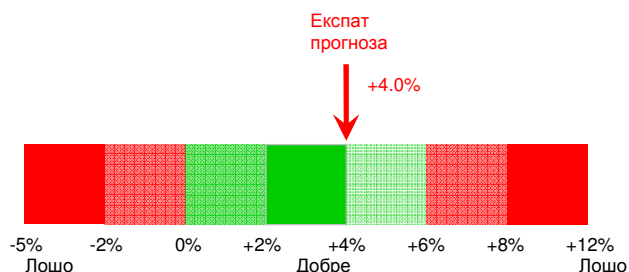
III) Държавен дълг, % БВП, 2012, в края на год.



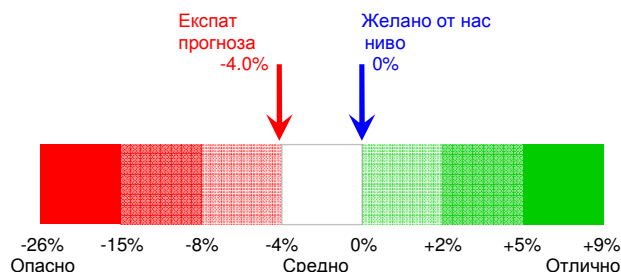
IV) Реален ръст на БВП, %, 2012



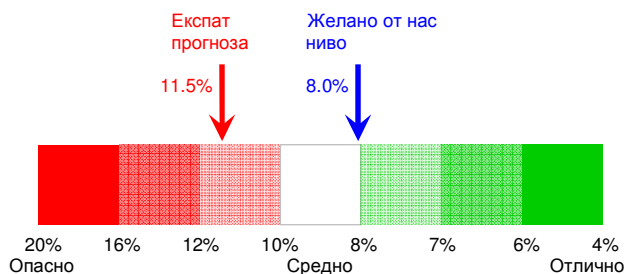
V) Инфлация, %, 2012, в края на год.



VI) Дефицит по текущата сметка, % БВП, 2012



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



НАРАСТВАЩИТЕ СТРАХОВЕ ОТ НЕИЗПЪЛНЕНИЕ НА ЗАДЪЛЖЕНИЯТА ОКАЗВАТ НАТИСК ВЪРХУ ИТАЛИЯ И ИСПАНИЯ

ЯН ФОН ГЕРИХ

Ян фон Герих е главен анализатор и стратег за глобалните инструменти с фиксирана доходност в Nordea, най-голямата скандинавска банка. Той работи във финансовия сектор по-сериозно от 2004 г. Бил е експерт по държавни облигации още преди финансовата криза, така че познава пазара отвътре. Неговите анализи се четат от някои от най-големите инвеститори в света. Ян е работил за Nordea в Хелзинки, Копенхаген и Стокхолм. Преди това е бил за кратко в Ню Йорк, отново във финансовата индустрия. Ян се стреми при своите анализи да започне от общата картина, тъй като вярва, че разбирането на по-широкия контекст е от съществено значение в сегашната ситуация, и от тази изходна позиция преминава към по-пазарно ориентирани гледни точки.



Традиционните дългови инвеститори, т.е. тези, които инвестират в облигации най-вече заради сигурността и доста стабилната възвращаемост, са много чувствителни към всякакви страхове, че може да се наложи да понесат загуби от вложенията си. Когато такива страхове се появят, тези инвеститори могат моментално да променят поведението си. За илюстрация, замислете се какво се случи с надеждността на всички банки при колапса на Лиймън Брадърс през 2008 г. До онзи момент банковите дългове бяха гарантирани по подразбиране от правителството. Но веднъж след като тази презумпция беше нарушена, много инвеститори се втурнаха да се отърват от банкови дългове. Голям брой по-нататъшни мерки за подпомагане бяха необходими, за да се възстанови доверието.

Повечето инвеститори в държавни облигации на Еврозоната също така считаха вложенията си за почти безрискови. В крайна сметка регулаторната рамка им даваше 0% рисково тегло, докато Европейската централна банка (ЕЦБ) и лидерите на Еврозоната дори считаха намеците, че страните от Еврозоната няма да си платят заемите, за смехотворни. Всъщност проблемите на Ирландия най-вече произлизат от това, че за да се избегнат загуби към първостепенните кредитори на банките в страната, ирландското правителство предложи бланкови гаранции към банките – под натиска на ЕЦБ и партньорите от Еврозоната.

Тогава не трябва да е изненада, че когато Меркел (Германия) и Саркози (Франция) за първи път предложиха в Довил през октомври 2010 г. частният сектор да сподели тежестта, последствията бяха тежки. Към този момент Гърция вече беше получила първия спасителен пакет, но коментарите от Меркел и Саркози общо взето разбиха шансовете на Ирландия (и по-късно Португалия) да оцелеят без подобен пакет. Въпреки че по-късно лидерите на Еврозоната се опитаха да изяснят, че всякакви загуби за инвеститорите в държавни облигации на Еврозоната ще бъдат възможни само за дълг, издаден след средата на 2013 г., вредата вече беше нанесена.

Ирландия и Португалия бяха спасени, а покупките на ЕЦБ също помогнаха да се успокои ситуацията. Обаче още един шок за доверието се появи през лятото на 2011 г., когато се разгърнаха нови разговори относно това, че частният сектор трябва да допринесе към нов

пакет от помощи за Гърция. Тази новина запрати Испания и Италия в центъра на дълговата криза, тъй като създаде впечатлението, че дългът на Еврозоната вече не е сигурен.

Бяха нужни мащабни покупки на облигации от ЕЦБ, за да успокоят пазарите, но дълговата криза бързо нанесе отведен удар. Този път важен катализатор беше искането на лидерите от Еврозоната частните кредитори в гръцки дълг да понесат 50% загуби от своите инвестиции, имайки предвид, че преди това разговорите бяха насочени към удължаване на матуритета и намаляване на лихвените плащания. Въпреки това лидерите твърдяха, че това реструктуриране на дълга трябва да бъде доброволно, т.е. никой няма да бъде накаран да понесе загуби.

Още една огромна ликвидна инжекция от страна на Централната банка отново въведе известен ред в пазарите, но вероятно предстои друго срутване. Изглежда все по-ясно, че доброволна сделка за реструктуриране на гръцкия дълг няма да има, така че навярно ще последва принудителен подход. Естествено, лидерите от Еврозоната твърдят, че Гърция е специален случай и намесата на частния сектор в Гърция няма да бъде повторена в нито една друга държава. Същите тези лидери, разбира се, твърдяха преди, че всички страни в Еврозоната – т.е. също така и Гърция – ще изплащат дълговете си. По-късно пък казваха, че всякаво реструктуриране на гръцкия дълг ще трябва да бъде доброволно. Оттеглянето от предишни обещания няма да направи новите по-правдоподобни. Така че едно принудително реструктуриране на гръцкия дълг ще бъде още един голям удар върху доверието и ще има риск дълговата криза да се изостри още веднъж.

Добрата новина е, че за разлика от случая с Лиймън, сега инвеститорите са имали време да се подготвят за огромните загуби от инвестициите си в гръцки дълг. Лошата новина е, че оттеглянето от предишни обещания ще има негативен ефект върху доверието, за което Испания и Италия се борят, за да запазят достъпа си до пазарите за облигации. Вероятно ще бъдат нужни повече мерки за подпомагане – най-вече от ЕЦБ. Все пак кредитният риск, който лидерите от Еврозоната са въвели към държавните облигации, означава, че няколко страни от Еврозоната ще трябва дълго време да плащат по-висока цена за заемите си.

ОТ ЗВЕЗДА ДО ЧЕРНА ДУПКА? НЕОРТОДОКСАЛНА ИСТОРИЯ ЗА ПРАВЕНЕТО НА ИКОНОМИЧЕСКА ПОЛИТИКА

Д-Р ПЕТЕР ХЕЙЛ

Петер Хейл е международно признат експерт по фондовете за развитие на Европейския съюз. 15 години е работил в унгарската държавна администрация, 13 от които на ръководни позиции. Той има богат опит по отношение на предприемаческите програми на ЕС ФАР и ИСПА, както и на структурните и кохезионните фондове на ЕС. В момента той е директор на ConsAlt, консултантското подразделение на Altus Group. Завършил е Университета по икономически науки в Будапеща, където получава и докторска степен. Изучавал е също така Европейска интеграция в университетите в Хайделберг и Оксфорд.



Внимателният читател със сигурност не е пропуснал във вестниците скоростния смут около икономическите несполуки на Унгария. Страната, която десетилетия наред беше считана за един от пионерите на либералните икономически реформи в Централна и Източна Европа (ЦИЕ), днес е смятана за един от водещите претенденти за съмнителната почест да стане „следващата Гърция“. Съдбата ѝ може да има неочаквано влияние върху развитието на ЦИЕ като цяло. И действително може да предложи редица важни уроци за хората, които правят икономическата политика в цяла Европа.

Как се обяснява това, че една относително малка държава само със 10 милиона жители и сравнително малка икономика – която дори не е член на Евразоната – всява толкова много опасения? На кого и защо трябва да му пука какво ще стане с унгарците? Те наистина ли имат значение за неяко?

На маджарите им харесва да мислят за себе си като за малка нация с гордо наследство – въпреки факта, че не много от тях биха определили историята си като особено щастлива. Последната война, която унгарците успяха да спечелят, датира от XV век. През почти половината от своята 1000-годишна история унгарската държава е била управлявана или окупирана от чужденци: турци, австрийци, германци и руснаци. Въпреки това през голямата част на последните две десетилетия Унгария беше отличен пример за мирен и успешен преход от потисничество към свобода, от провалилия се комунистически модел към модерен капитализъм. Действително тя беше един от символите на обединяването на Европа и живо доказателство, че Европейският съюз има потенциал да стабилизира и издигне по-малко развитите държави от региона на Централна и Източна Европа. Парадоксално, точно тези 20 години от историята си много унгарци искат да забравят, като по-скоро търсят вдъхновение в по-далечното си минало, колкото и да е спорно и често трагично.

„Беше ни твърде добре при Кадар“ – наскоро написа един от водещите в страната либерални ежедневници. Съответно жителите на бившата „най-весела казарма на комунизма“ никога не са приемали присърце каквито и да било политики на радикални икономически реформи. Всъщност при всеки повод те гласуваха за партиите, които обещаваха „лесни мечти“ и няколкото опити за някаква смислена устойчива реформа на социалната система днес са смятани, поне от мнозинството депутати в парламента, за актовете на насилие срещу хората. Точно обратното на това, което се случи да речем в Естония или Словакия – две страни, където избирателите приеха да бъдат сложени на зъболекарския стол и където нивото на БВП на глава от

населението сега е по-високо от това в Унгария. Впоследствие и двете страни успяха да въведат еврото и също така се радват на постоянно високи темпове на растеж. Макар че социалната цена на прехода в тези страни (ниво на безработица и съкращения в държавните разходи) беше много по-висока, малцина биха твърдяли, че Унгария е направила по-добър избор. Даже по отношение на чуждестранните инвестиции – дисциплина, в която Унгария в продължение на много години е имала водещ статут в Централна и Източна Европа, сега страната губи почва.

Действително отношението към външния свят е особено докачлива тема днес. Министър-председателят Виктор Орбан обвинява световната икономика за лошото представяне на форинта напоследък, както и за падащите нива на растеж, точно както през 80-те години Кадар обвиняваше „проникването на външни фактори“. В същото време той все още настоява, че неговите „неортодоксални“ икономически политики бяха правилният начин да се излезе от последната криза и че Унгария би посочвала пътя на другите в региона: въвеждането на едностепенна данъчна система, болезнени „кризисни данъци“ на по-добре представящите се икономически сектори като банки и телекомуникационни оператори, принудителната де факто национализация на частни пенсионни фондове и също така принудителното реконвертиране на ипотeki, деноминирани в чуждестранна валута. Орбан се хвали, че „за първи път от присъединяването към ЕС“ държавният бюджет е с дефицит под 3% от БВП, а държавният дълг беше последователно намаляван – за разлика от която и да е друга страна в Европейския съюз.

За съжаление, ЕС, МВФ, чуждите инвеститори като цяло или Националната банка на Унгария не изглежда да са съгласни с това.

Брюксел беше особено разгневен от скорошен закон, който би дал възможност на правителството да сваля от длъжност ръководителя на Националната банка чрез сливането ѝ с Държавния финансов надзор – при който случай новият орган „очевидно“ ще се нуждае от нов президент. Разширяването на Монетарния съвет на Унгарската национална банка с нови членове, номинирани от управляващото мнозинство, е допълнителен „косъм в супата“. Във всеки случай последният ход изглежда вече дава ефект. Това е най-вероятното обяснение за неотдавнашното решение на Унгарската национална банка да не повишава допълнително лихвените проценти – огромна изненада за повечето анализатори. Самият управител на банката – страхувайки се от нарастване на инфлацията – също не изглеждаше „развеселен“.

ЕС също разследва законосъобразността на последните данъци за банките и телекомите, както и принудителното реконvertиране във форинти на ипотеките в евро и швейцарски франкове, което причини сериозни загуби за чуждите банки в страната. Както се опасават мнозина, дестабилизацията на унгарския банков сектор може да има сериозни странични ефекти върху банките в Австрия и други страни в ЕС. Това несъмнено е последното нещо, от което Съюзът, борещ се с последиците от гръцката криза, се нуждае в момента. Като непосредствен резултат от това, търговските банки вече намаляват активността си по предоставяне на кредити в Унгария – отново възможно най-лошата новина за растежа.

Относно бюджетния дефицит ЕК, както и Съветът на министрите по икономика и финанси, излязоха с официално заключение, че Унгария не успява да спази Маастрихтския критерий за дефицит. Според тях ниската стойност на дефицита, с която Орбан толкова се гордее, е резултат от еднократни ефекти, докато структурният дефицит е много по-лош отколкото през 2010 г., когато сегашното дясно популистко правителство пое управлението. Възможна последица от това решение може да бъде преустановяването на финансова помощ за Унгария от 2 милиарда евро от Кохезионния фонд на ЕС, което ще застраши силно необходимите инвестиции в транспорта, околната среда и енергетиката.

Общият държавен дълг – който според министър-председателя намалява – достигна ненадминати нива от 82.9% от БВП по статистиките на Националната банка. Това е отчасти ефект от скорошното падане на форинта (през януари унгарската валута се срина до приблизително 84% от стойността си за 2010 г.), но също така и знак, че изглежда не всички от неортодоксалните политики на Орбан работят толкова добре.

Аналогично на ЕС Международният валутен фонд се въоръжава за битка с унгарското правителство. Докато предишната водена от социалистите администрация успешно потърси помощта на МВФ през 2008 г., за да избегне риска от неизпълнение на държавните задължения – поради неспособността на правителството да финансира държавния дълг от свободния пазар – Орбан гордо изрита МВФ от Унгария през 2010 г., нежелайки да се съобрази с техните изисквания за икономическата политика. Оттогава той обяви, че Унгария не се нуждае от заем от МВФ. Все пак, проследявайки редица неуспешни търгове на държавни облигации, международните наблюдатели вече брояха времето, за което парите на Унгария ще свършат. Съответно в края на 2011 г., след като беше изправено пред продължителни колебания на валутата и нарастващо международно недоволство, правителството поднови разговорите с МВФ. Отново, след като не искаше да направи компромис, предварителните преговори зрелищно се провалиха през декември. Когато започнаха слухове, че целият театър относно ръководството на Националната банка всъщност е бил индикация за непосредствените планове на министър-председателя да сложи ръце върху резервите на банката, за да продължи финансирането на неортодоксалната си Орбаномика, форинтът потъна в пропастта и доходността на облигациите се повиши до рекордни нива.

През последните седмици Орбан изглежда отстъпва. Според неотдавнашни проучвания на общественото мнение 84% от гласувалите мислят, че „нещата в Унгария отиват в грешна посока“. Проучванията показват също, че за пръв път от много години обществената подкрепа за управляващата коалиция е по-ниска от тази за опозицията. Европейската комисия играе твърдо, а МВФ дори не е готов да започне официални разговори, докато правителството не предприеме конкретни стъпки за структурни промени. Междувременно хиляди доктори заплашват да напуснат работа, а планираните съкращения на разходите за висше образование доведоха до възмущение далеч извън академичните среди. Натискът от консервативните партии в ЕС също изглежда се увеличава. Къщата гори от всички ъгли.

Малки и отворени икономики, особено онези в несигурна макроикономическа ситуация, вероятно няма да пожънат успех с „борби за икономическа свобода“.

Чия е вината тогава? Може ли Орбан да обвинява гръците? Или предишните правителства? Предвидимо – по малко и от двете. Основният урок обаче е, че малки и отворени икономики, особено онези в несигурна макроикономическа ситуация, вероятно няма да пожънат успех с „борби за икономическа свобода“. Обявеният от министър-председателя за негова „дясна ръка“ министър на икономиката и финансите Дьордь Матолчи е малко вероятен кандидат скоро да получи Нобеловата награда за икономика. Когато той гордо обяви, че прилага „икономически политики от учебници, които все още не са написани“, читателите, към които беше насочено това изказване, не изглеждаха много заплениени. Накрая се наложи той дори да се оттегли от унгарската делегация за разговорите с МВФ – вероятно е първият министър на финансите, направил това. Докато Орбаномиката изключително дълго време до голяма степен беше пренебрегвана от външния свят, в края на 2011 г. пазарите, ЕС и МВФ очевидно загубиха търпението си към Унгария. Търпение изгубиха и най-влиятелните икономисти у нас.

Въпреки всичко, това дали Орбан в крайна сметка ще се предаде, е все още под съмнение. Той все още е човек на мисия – дори и да е все по-опасна.

ЛИБЕРАЛИТЕ СРЕЩУ ГИМНАЗИСТИТЕ ПРОФ. СТИЙВ ХАНКЕ

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



Интерпретацията на либералите за историята се заключава във фразата „напред и нагоре“. Курсът на последните финансови и икономически събития в САЩ и Европа поставя тази идея под съмнение. С всеки изминал ден нещо ново и негативно изскача. Този модел пасва на тълкуването на гимназистите: „това е просто поредица от проклетии“.

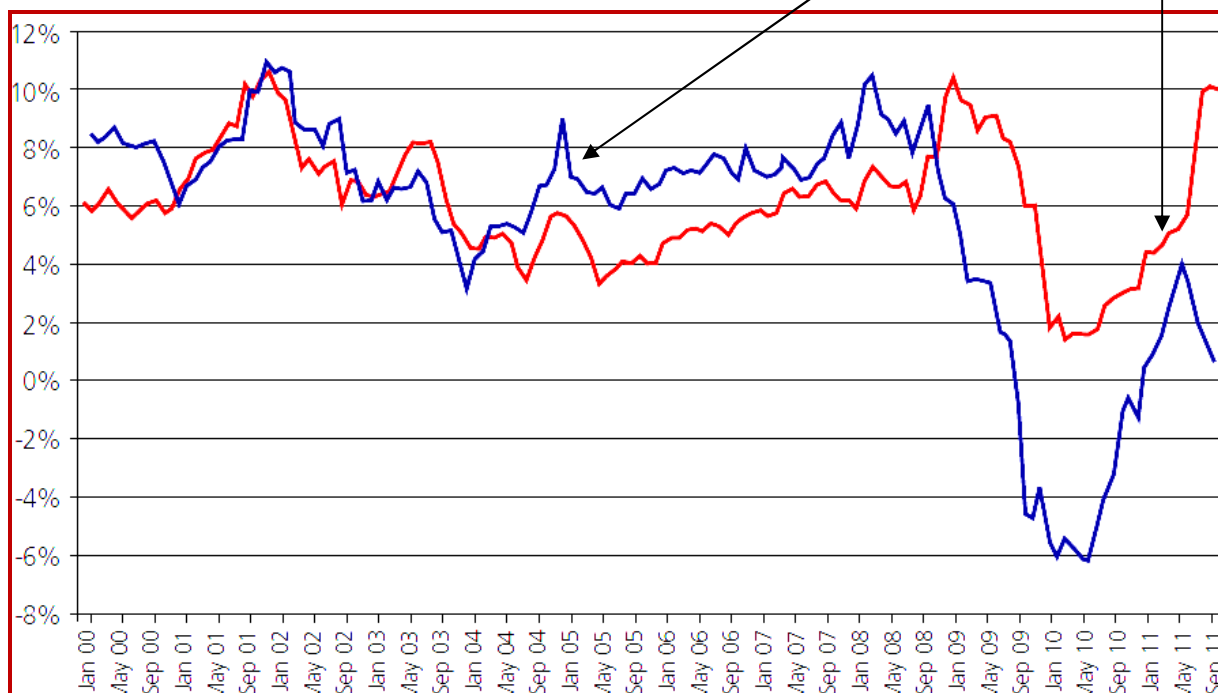
Само погледнете ръста на паричното предлагане в САЩ. Най-широкият измерител на паричното предлагане, публикуван от Борда на управителите на системата на Федералния резерв във Вашингтон, е M2 – често използван от анализаторите. Той се ускорява бързо. Към момента M2 расте с 10% годишно, придавайки достоверност на фразата „напред и нагоре“ (виж графиката).

Но стойността на паричното предлагане M2 има недостатъци. Тя представя прост сбор от компонентите, които формират показателя.

Накратко, всеки компонент носи еднаква тежест. Много по-успешен измерител на паричното предлагане е т.нар. показател „Дивизия“. При него всеки компонент е със съответното тегло в зависимост от полезността му като средство за размяна. Така валутата, пътническите чекове и безсрочните депозити получават относително голяма тежест, докато институционалните инвестиционни фондове на паричния пазар са с относително малка тежест.

Освен определянето на теглата, за създаването на измерителя „Дивизия“ е важно в него да бъдат включени възможно най-широка гама от компоненти на паричното предлагане. Колкото по-обширен е измерителят, толкова по-добре. Проф. Бил Барнет е направил точно това с обширната парична мярка Дивизия M4. За разлика от M2, по-обхватният Дивизия M4 досега падаше рязко и в момента е плосък.

Граф. 1. Годишен ръст на паричното предлагане в САЩ: Дивизия M4 (синя линия) и M2 (червена линия)



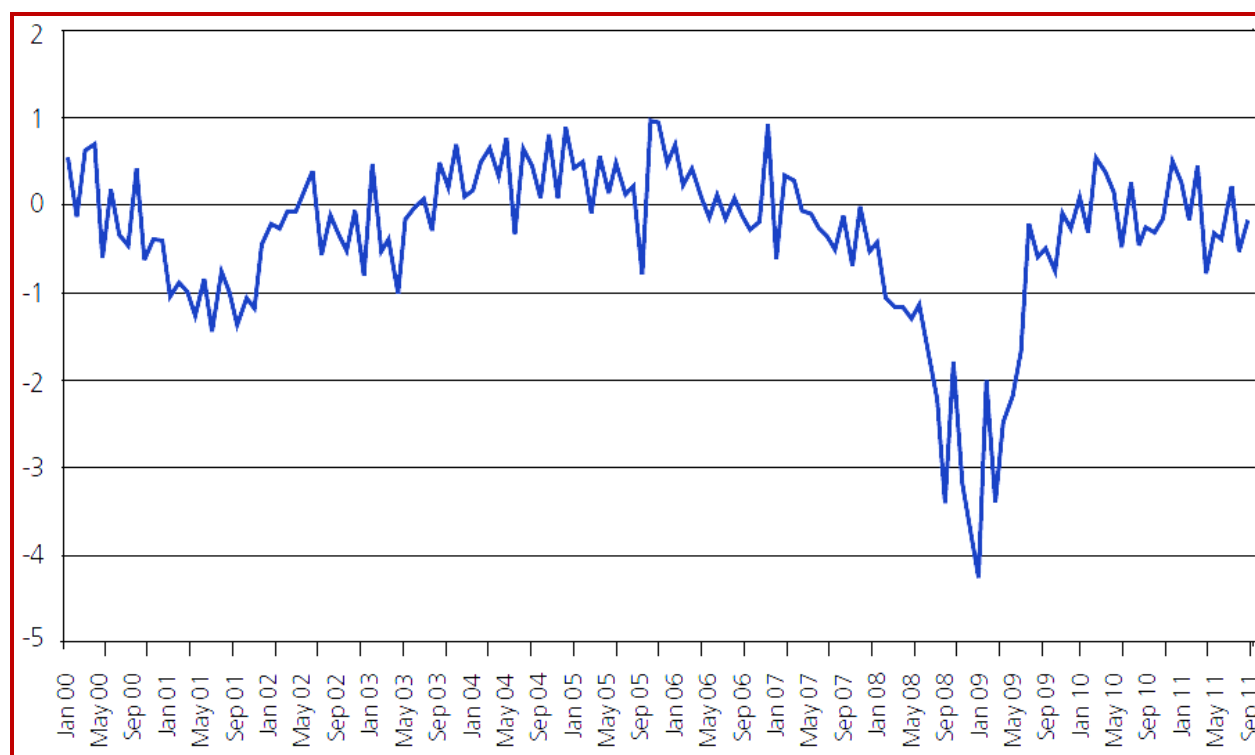
Източник: Федерален резерв на Сейнт Луис и проф. Уилиам Барнет

Това свиване на паричното предлагане предвещава проблем, оставяйки ни с обяснението на гимназистите. Американската икономика най-вероятно се е запътила към рецесия към средата на 2012 г.

Можем да сме доста уверени в това мрачно заключение заради следната комбинация от фактори: никакъв ръст на паричното предлагане (Дивизия М4) и много „слаба“ икономика. Една надеждна мярка, която ни показва какво се случва

днес с американската икономика, е националният индекс на активност на Чикагския федерален резерв. Индексът е средно претеглена величина на 85 месечни показателя. Нулевите стойности показват, че икономиката нараства в съответствие с дългосрочните тенденции. Положителните и отрицателни стойности сигнализират за растеж съответно над или под тенденцията. Както показва придружаващата графика, щатската икономика не може да достигне своята дългосрочна тенденция на растеж.

Граф. 2. Индекс на активността на Чикагския федерален резерв, януари 2000 – септември 2011 г.



Източник: Федерален резерв на Чикаго

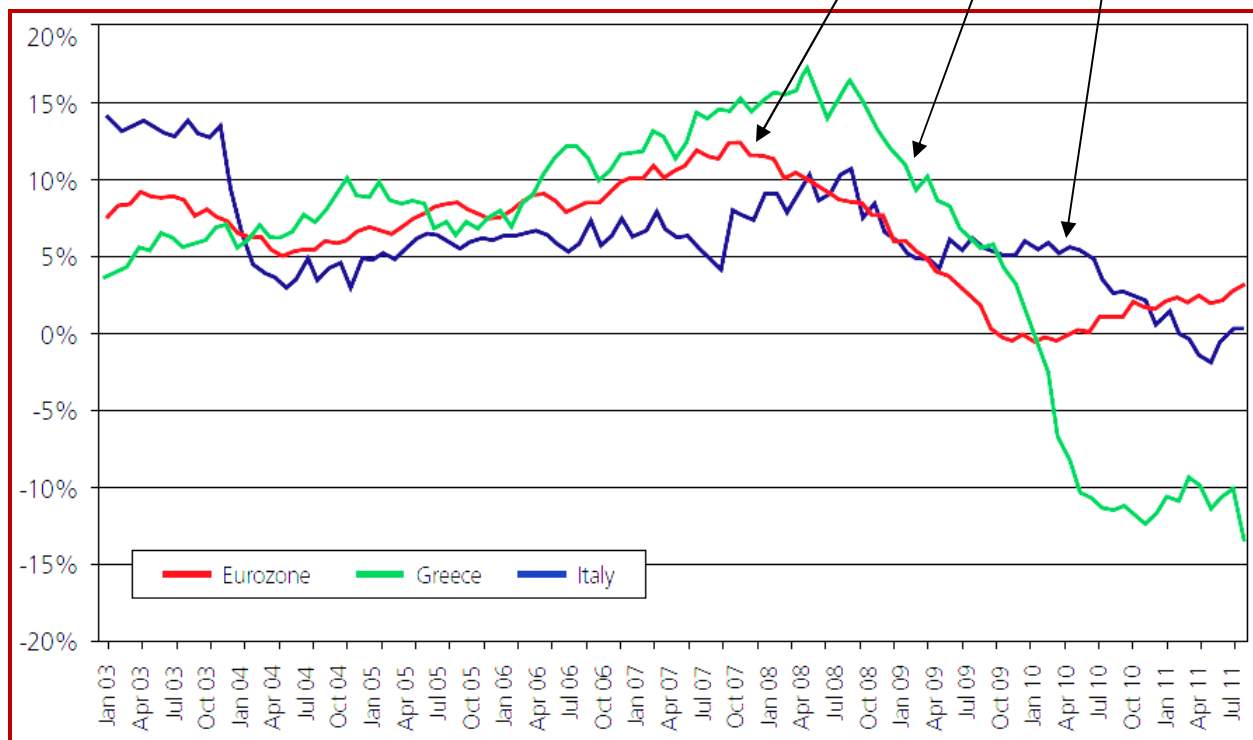
Когато погледнем към Европа, гимназистите са в силата си. Събитията в Гърция не са изненада. От 1832 г. насам, откакто тази балканска страна е призната за модерна държава, тя е била сериен безделник. През по-голямата част на 19 век Гърция беше в по-голяма или по-малка степен под чуждестранен кредиторски контрол. Първо страната беше под френска администрация. После, след поражението си от Турция през 1897 г., Международната комисия по финансов контрол, състояща се от представители на великите сили, пое фискалните въпроси на Гърция.

След серия съчинени икономически статистики, където сметките никога не се връзваха, на Гърция й бе разрешено да се присъедини към Европейския паричен съюз на 1 януари 2001 г., цели две години след първите 11 страни-членки. Сега, когато Гърция се сгромолясва и не може да извърши обещаните реформи и да обслужва дълговете си, страната се приземи там, където е била през по-голяма част от новата си история.

Когато еврократи пристигнаха от Брюксел да предлагат „експертни“ съвети, гръцки вестник отпечата следното заглавие: „Тъмничарите пристигнаха“. Ако пространството позволяваше, заглавието би включило и следните няколко думи: „Те често идваха, но затворниците винаги успяваха да избягат.“

За да разберем колко отчайващи са нещата в Гърция, само трябва да погледнем придружаващата графика за ръста на широкия индекс на парично предлагане (M3) за Еврозоната. През септември 2011 г. стойността на M3 в Гърция се свиваше с 13.6% годишно. (Забележка: данните за M3 на Еврозоната са прост сбор от M3 компонентите, не мярка Дивизия, тъй като Еврозоната не отчита дивизионни данни). Предвид това, че широкият паричен индекс (M3) в Гърция се свива в продължение на 20 месеца, новият гръцки министър-председател Лукас Пападимос ще се затрудни в намирането на „ключ за гасене на лампите“.

Граф. 3. Годишен ръст на широкия паричен индекс М3 за Еврозоната, Гърция и Италия



Източник: Европейската централна банка, Гръцката централна банка, Италианската централна банка и изчисления на автора

В Италия, където пазарите най-накрая направиха това, което политическата система не успя – да изхвърлят Силвио Берлускони – новият министър-председател Марио Монти също ще срещне затруднение в това да стабилизира икономиката и след това да обърне посоката ѝ. Годишният ръст на широкия паричен индекс (М3) в Италия досега намаляваше и сега е регистриран „нулев ръст“.

Министър-председателят Монти ще се бори с огромен насрещен вятър. Италианските банки се надпреварват да увеличат капитала си, както и капиталовата си адекватност. С цени на банковите акции под балансовата им стойност това означава, че банките ще са принудени да намалят рисковите си активи (кредитите). Действително UniCredit, най-

голямата италианска банка, обяви, че ще отстрани 11% от своите рисково-претеглени активи, натрупвани от техните корпоративни и инвестиционни банкови операции.

При условие че рекапитализацията в италианските банки може да е точно това, което банковите регулатори наредиха, тя ще нанесе удар на вече несъществуващия ръст на италианския широк паричен индекс (М3), изтласквайки показателя към отрицателните стойности и вероятно нанасяйки осакатяващ удар върху икономиката.

Упражненията по банкова рекапитализация и свиването на счетоводните баланси, които се случват в Европа и повечето други части на света, обещава поредица от проклетии.

За онези, които искат да вникнат в сложността на дивизионните индекси, най-добрият начин да започнете е новата книга на Проф. Бърнет – *Getting It Wrong: How Faulty Monetary Statistics Undermine the Fed, the Financial System, and the Economy*.

* Оригиналното заглавие на материала е *The Whigs vs the Schoolboys*. Материалът е публикуван в *GlobeAsia*, декември 2011 г.

ФИНАНСИРАНЕТО – ОСНОВНИЯТ ПРОБЛЕМ НА РУМЪНСКАТА ИКОНОМИКА АДРИАН НЪСТАСЕ

Адриан Нъстасе е бивш румънски премиер (2001-2004 г.). Завършил е Университета на Букурещ, където получава образователни степени едновременно от правния и от социологическия факултет. От 1990 до 1992 г. Нъстасе е министър на външните работи. През 1992 г. е избран в Камарата на депутатите като член на Демократичния фронт за национално спасение. Между 1993 и 1997 г. е и президент на Партията за социална демокрация (бившия ДФНС). След победата на ПСД през 2000 г. Нъстасе е избран за президент на партията (скоро преименувана на Социалдемократическа партия). След мандата си като министър-председател, между 2004 и 2006 г. Нъстасе е президент на Камарата на депутатите в Румънския парламент.



През 2012 г. румънската икономика е изправена пред трудни времена. Икономическата криза нанесе тежки жертви през 2009 и 2010 г. (с кумулативен спад в БВП от над 8%; брутална програма за бюджетни ограничения – намаляване на структурния дефицит с почти 4 процентни пункта между 2008 и 2010 г.) и сега икономиката е пред общата европейска дилема – изборът между насърчаване на благоприятстващи растежа икономически политики и необходимостта от бюджетни ограничения, които сами по себе си са про-рецесионни. В основата на икономическия проблем на избора между Сцила и Харибда е осигуряването на финансиране на икономиката и по-специално на външно финансиране.

Основите на финансовите нужди на икономиката са, както следва:

- Прогнозата е румънската икономика през следващите години да отбележи дефицити по текущата сметка от около 4% от БВП (около 5 млрд. евро), които са доста по-ниски от миналите (най-големият дефицит по текущата сметка беше регистриран през 2007 г. – 13.4% от БВП, което е почти 17 млрд. евро), но все още правят намирането на финансиране важно.
- Преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ) напоследък са надолу, което се обуславя от повишеното по целия свят нежелание да се рискува, както и от по-малко атрактивните вътрешноикономически показатели. ПЧИ през 2010 г. бяха 2.2 млрд. евро – понижение спрямо почти 10 млрд. евро през 2008 г. Данните от януари-ноември 2011 г., сравнени със съответните данни за 2010 г., показват спад от 36%. С разгръщането на икономическата криза, особено на европейската суверенна криза с пряк ефект върху целия ЕС, покритието на дефицита по текущата сметка от ПЧИ е на път да намалее през следващите години (в миналото процентът намалел от 100.5% през 2004 г. до по-малко от 50% от дефицита по текущата сметка през 2010 г. и около 40% през първите 11 месеца на 2011 г.). Тази тенденция на намаляване на ПЧИ се определя и от по-малкото заеми към дъщерни предприятия от техните майки, както и от по-малките капиталови участия в местни компании.

- Банковият сектор, почти 90% чужда собственост, намалява финансирането си към румънската икономика. От една страна, поведението се определя от спазването на европейските регулации, които от средата на 2012 г. ще изискват по-висококачествен коефициент на капиталова адекватност (от 9%) за рискови активи. От друга страна, гръцките банки намалиха експозициите си (делът на финансиране) към румънската икономика (от около 25% на приблизително 20% от външните разполагаеми средства). А Австрийската националната банка изиска потокът от нови кредити да се ограничи до 110% от притока на нови вътрешни депозити в банките под нейна юрисдикция. Като цяло, през първите 9 месеца на миналата година експозициите на европейските банки към Румъния са намалели с 11 млрд. долара по данни на Банката за международни разплащания.
- Последните усилия на Министерството на публичните финанси да привлече чуждестранни инвеститори към програмата си за издаване на облигации (напр. напоследък в Америка) не бяха успешни, тъй като таймингът не беше най-благоприятният. Наскорошните опити бяха по-плодотворни (издаване на 1.5 млрд. долара дълг на относително висока лихва от 6.85%), тъй като нежеланието да се рискува е по-смекчено от положителни динамики в глобалната икономика, а факторите, влияещи върху възприятието за риска в региона, бавно изчезват (напр. неотдавнашните събития в Унгария). Тези средства може временно да облекчат някои искания за финансиране в публичния сектор.
- Различен модел на икономически растеж през следващите години ще изисква завои навътре към стратегия за устойчиво развитие, базирана на вътрешни спестявания и ускорен темп на усвояване на средствата от ЕС, тъй като в момента процентът на усвояване е много нисък (около 5%), а изпълнението на европейския бюджет 2007-2013 е почти към края си.

Необходима е и промяна в икономическите политики. Най-широко приетите мерки биха могли да предвиждат нови индустриални и секторни политики, съчетани с фискални ограничения, рационализиране на законодателството с цел намаляване на бюрокрацията, което би могло да намали и корупцията. Тези промени трябва да са подчинени на сегашните задължения, поети от Румъния в рамките на споразумението на МВФ – ЕС – Световната банка (валидно до март следващата година).

- Споразумението за предпазни мерки с МВФ покрива евентуален недостиг на външно финансиране, като дава на Румъния достъп до финансова ликвидност и в същото време е важен инструмент за възвръщане на доверието и достъпа до външни частни пазари. Освен това споразумението трябва да предотврати всякакво разпространение на европейската криза.
- Програмата с МВФ за икономическа регулация беше успешна, намалявайки нуждите от външно финансиране, но мерките бяха неравномерно разпределени. Сред тях може да споменем: 25% намаляване на заплатите в публичния сектор, масови харчове в бюджетния сектор, вдигане на ДДС ставката с 5 процентни пункта, рязко повишаване на размера на медицинските вноски за пенсионери с 5.5%, орязване на различни социални програми – напр. на субсидиите за отопление, което увеличи цените за топлоенергия с над 25%.

Данъчните облекчения, прилагани в годините на подъем, осъществени предимно като плосък данък от 16%, облагодетелстващ тези с най-високи доходи, в трудните години бяха заменени от широкообхватни мерки на строги ограничения, основно насочени към тези със средни и ниски доходи (напр. ДДС е регресивен данък, а орязванията на заплати в публичния сектор засегнаха онези със средни/ниски доходи). Така че на макро ниво средно погледнато равновесието е почти възстановено, но на микро ниво несправедливостите на взетите мерки създадоха недоволство и безпокойство – така че икономическото неравенство се пренесе в социалната сфера поради идеологическата слепота на настоящото дясно правителство.

Най-широко приетите мерки биха могли да предвиждат нови индустриални и секторни политики, съчетани с фискални ограничения, рационализиране на законодателството с цел намаляване на бюрокрацията, което би могло да намали и корупцията.

Проблемите, представени по-горе, ще бъдат адресирани и очертаните им решения най-вероятно ще бъдат осъществени, когато след идните избори ново коалиционно правителство навярно ще дойде на власт. Решителното и навременно представяне на нужните промени в икономическите политики трябва да разреши трудните предизвикателства, поставени от настоящата криза, като насърчи устойчив растеж и укрепи публичните финанси. Тези постижения трябва отново да поставят началото на непорочен икономически цикъл, който би могъл да излекува социалния разрыв, разгръщащ се в момента.

БОЖИДАР ДЖЕЛИЧ: ХОРАТА ЩЕ ПОДКРЕПЯТ ТРУДНИТЕ РЕФОРМИ, АКО ВИЖДАТ КУРАЖ И ИСКРЕННОСТ В УПРАВЛЯВАЩИТЕ

Божидар Джелич е сръбски икономист и политик. От 2001 до 2004 г. е бил министър на финансите и икономиката, от 2007 до 2011 г. е заместник министър-председател, отговарящ за европейската интеграция, като от 2008 до 2011 г. е също така и министър на науката и технологичното развитие. Преди да се завърне в Сърбия, Божидар Джелич е бил партньор в McKinsey (1993-2000 г.) в офисите на компанията в Париж и в Силиконовата долина. Г-н Джелич има три магистърски степени – по бизнес администрация от Harvard Business School, по публична администрация от J.F. Kennedy School of Government и по икономика от Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales в Париж. За повече информация: www.djelic.net.



Как бихте оценили икономическата ситуация в Сърбия в момента?

Ситуацията можем да определим като предизвикателство, както навсякъде другаде. Има добри неща и по-специално това, че преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ) се засилват – над три милиарда долара за миналата година. Сърбия все повече става предпочитана дестинация за експортно-ориентирани производители, които търсят да намалят разходите си. Просто казано, от Michelin до Siemens, от Jura до Panasonic, от Swarovski до Bosch – всички ценят високата производителност, която последователно постигат в Сърбия. Фабриката на Fiat в Крагуйевац има готовност да произведе над 200,000 коли от новия модел, който ще бъде представен на шоуто в Женева тази пролет. От друга страна, безработицата, в момента 23%, е нараснала значително през последните четири години и остава упорито висока. Стойностите са доста по-високи в южната част на страната и сред младите.

Пострадала ли е страната Ви повече отколкото другите държави в следствие на сегашната криза?

Сравненията не са толкова лесни, тъй като страните бяха на различен етап от развитието си, когато кризата ни удари. 10%-но намаление на реалните заплати не е едно и също нещо за хора, които живеят в страни с 5,000 евро на глава на населението, и за такива с 20,000 евро на глава от населението. Може да се каже, че Сърбия като цяло се справи относително по-добре в запазването на макроикономическата стабилност, здравето на финансовата система и в привличането на чуждестранни инвестиции, но относително по-зле по отношение на нарастването на безработицата и инфлацията.

Страда ли Сърбия от близостта си с Гърция?

Повече в главите на инвеститорите, отколкото в действителност, но впечатленията имат значение. Целият ни регион сега се счита за рисков. Наскоро управителят на Австрийската централна банка разпореди техните банки да намалят експозицията си навсякъде в нашия регион, без да правят разлика между страните. Гърция успешно инвестира над два милиарда евро в Сърбия през последното

десетилетие. Тук също нещата започват да се балансират. Миналия месец нашият Telekom си откупи обратно 20%-ния дял на ОТЕ за 380 милиона евро. Нищо чудно сръбска компания да купи Hellenic Sugar. Надяваме се на успешно възстановяване на Гърция.

Кои са най-сериозните рискове за икономиката ви? Моля, коментируйте най-вече бюджетния дефицит, текущата сметка и здравето на банковата система.

Най-голямата заплаха би била продължаващ смут в основния ни пазар – Европейския съюз. Ние сме свързани преди всичко чрез инвестиции и търговия с регионите на Южна Германия, Северна Италия, Австрия и Словения. Досега бюджетният дефицит е поддържан под 4.5% от БВП, дефицитът по текущата сметка се придвижи от 21% до 7% от БВП в резултат на вече трета година доста успешна програма с МВФ. Всъщност рейтингът ни беше повишен от S&P миналия март от BB- на BB, което не е толкова лошо в днешните условия.

Целият ни регион се счита за рисков. Управителят на Австрийската централна банка разпореди банките им да намалят експозицията си навсякъде в нашия регион, без разлика между страните.

Също така миналия септември издадохме първите по рода си еврооблигации за 1 милиард долара с лихвен купон от 7.25%. Помогна здравето на банковата система, която е с коефициент на капиталова адекватност от 21%. Но ако кризата продължи в Европа и света, сегашните проблеми с ликвидността и необслужваните кредити ще ескалират.

Мислите ли, че режим на валутен борд може да бъде подходящ за Сърбия и защо?

Знам, че повечето хора в България смятат, че валутният борд служи добре и наистина ще бъде лоша идея да бъде премахнат в момента. Но кризата показва, че тези, които използват отговорно валутната гъвкавост на свое разположение се справят по-добре. Вижте Швеция, дори Великобритания. Не без причина има валутен дебат, да не кажа даже война, между САЩ, Китай, Бразилия и Еврозоната.

Постепенната обезценка на динара през последните три години ни помогна да увеличим значително износа си с повече от 25% миналата година.

Виждате ли някакви шансове в бъдеще в Сърбия да бъде въведен режим на фиксиран обменен валутен курс? Ако да, към коя валута?

Не, не в близко бъдеще. Но ние де факто сме в режим на двойна валута, като еврото играе водеща роля във финансовите операции за дълготрайни активи и недвижими имоти. За съжаление, около 70% от предоставените кредити са все още вързани към еврото. Ако не нещо друго, имаме нужда от продължаваща политика на динаризация в следващите години.

Как се чувствате след десетилетие в политиката? Поглеждайки назад, бихте ли направили нещо по-различно?

Когато през 2001 г. изоставих комфортния френски живот като партньор в McKinsey, за да стана първия демократично избран финансов министър на Сърбия след Втората световна война, знаех, че ще има много проблеми. Но постиженията от моите осем години в четири различни кабинета са също налице. От фискалната реформа до либерализацията на визовия режим и подписването на Споразумението за стабилизиране и асоцииране с ЕС, от инвестициите в научна инфраструктура до подпомагането на ромското малцинство. Няма смисъл човек да съжاليا. Ако съм научил един урок, той е, че хората имат желанието да помагат за реализирането на значителна промяна, дори да е трудно, ако виждат кураж, искреност и плам в хората, които извършват реформите. Много често хората ненужно се колебаят, пресмятат, забавят.

Кой от всичките Ви постове в правителството Ви беше любим?

Може да ви изненада, но любимото ми време беше като министър на науката и технологичното развитие. Искях тази работа, тъй като със зястареващото ни население всъщност най-големият ни проблем е изтичането на мозъци сред най-добрите и най-умните. Удвоихме бюджета, стартирахме портфолио от инвестиции на стойност 450 милиона евро, създадохме първия фонд за рисков капитал. До 2009 г. Сърбия беше призната от Thomson Reuters като световна „изгряваща звезда в науката“, измерена чрез ръста на цитирането и факторите на влияние на нашите учени. Много силен център за нанотехнологии и материали ще бъде завършен през 2013 г. в Белград. Създаваме център за стволови клетки в Крагуйевац. Още много остава да бъде направено, но този януари символично също така отново се присъединихме към Европейската организация за ядрени изследвания (ЦЕРН).

Какви са плановите Ви за бъдещето?

Имаме национални, регионални и местни избори през май 2012 г. Може да се върна в правителството. Ако ли не, ще се върна в частния сектор – няма да бъде за първи път.

Кога мислите, че Сърбия ще се присъедини към Европейския съюз?

Не бих искал повече да давам отговор точно на този въпрос, заради смута в ЕС. Присъединяването към ЕС все още има смисъл – и политически, и икономически, но не е толкова добра перспектива, колкото беше. Сърбия, както много други страни, е заета с това да диверсифицира икономическите си връзки. В строеж съвместно с китайците са мост над Дунав и ТЕЦ. Работим все повече и повече с Турция, Япония, Русия, Азербайджан. Малките нации трябва да търсят възможности, които се откриват вследствие на тази явно неспиращата глобализация.

БЪЛГАРСКО ЗАТИШИЕ АНГЕЛОС ПАРАСХАКИС

Ангелос Парасхакис е завършил New York University. Работи в областта на рекламата от 1994 г., като започва кариерата си в JWT Атина и през 1999 г. става директор бизнес развитие на Комуникационната група на рекламната агенция DDB Атина. От 2000 до 2001 г. е изпълнителен директор на DDB Букурещ, а от 2002 г. е изпълнителен директор на DDB София. В същото време е и вицепрезидент на DDB за Югоизточна Европа. От 2009 г. Ангелос е член на Борда на директорите на Гръцкия бизнес съвет в България, а от 2011 г. е главен секретар на организацията. Ангелос живее в България през последните 11 години.



Има едно предаване по канала Discovery, наречено „Най-трудните професии в света“. В него водещият обикаля света и се среща с отдадени на работата си хора, които ежедневно се подлагат на опасности. Това е типично високобюджетно и високоскоростно предаване, което представя много невъзможни задачи, изпълнявани от храбри мъже и жени. Гледайки шоуто онзи ден, не можех да спра да мисля за това кой никога няма да се появи в шоуто. Отговорът е по-близък и по-прост от моите първоначални предположения. Той всъщност е точно пред очите ни – хората, които най-малко вероятно биха били герои на „Най-трудните професии“ по Discovery, са българските политици.

Нека доуточня – позволете ми да смятам, че ако някога има предаване наречено „Най-безопасните работни места на света“, българските политици ще са сред първите показани. Както знаете, задължение на политика е да бъде отговорен за своите действия и да служи на интересите на хората от страх дали ще бъде преизбран или по-лошо – от страх неговите решения да не провокират улични реакции. Близко 1/3 от живота си досега съм прекарал в България и съм видял едва шепа протести. Почти половината си живот съм бил в Гърция и съм видял твърде много протести. Истината – по принцип, както и в конкретния случай – трябва да бъде някаде посредата.

Ще бъда откровен – когато започнах да живея тук, ми изглеждаше странно, че българите не протестират за щяло и за нещяло. После ми беше странно, че те не протестират изобщо. Може би са свикнали да бъдат мачкани по нечия чужда воля или просто смятат, че е безполезно, но българите като цяло избягват да изразяват мнението си. Разбира се, има анонимни клавиатурни бойци в интернет форумите, но политиките рядко имат уши за среднестатистическите недоволни хора – доказателство, че българските политици имат лесна задача.

Има известен праг на търпимост, който българите използват, когато се заговори за криза. От Смолян през Сатовча до Свиленград, българите са свикнали на трудности. Те отчасти са се предали и са откъснати от

процеса да направят страната по-добро място както за живот, така и за инвестиции. Не биха могли да се интересуват по-малко за това кой е на шофьорското място – по думите на Иван Кръстев „хората гласуват за шоумени, а не за хора, които вършат работа“.

Но не всичко е лошо. Когато хората постоянно се жалват (и протестират), често вземайки под внимание само своите лични проблеми, политикът трябва да отдаде цялото си време в това да се занимава с частни случаи, вместо да се концентрира в правенето на политики. Според мен нежеланието на българите да се надигат не е проклятие, а благословия под прикритие – това осигурява на хората във властта безопасен път към мерки, от които други политики се страхуват.

Българите просто вярват, че работата на политика е невъзможна и ключовата дума всъщност е „невъзможна“. Както един от най-видните умове на нашето време, диригентът Даниел Баренбойм, пише: „невъзможното – ако има някакъв смисъл зад него – не е само приключение, а много привлекателно занимание. То има допълнителното предимство, че провалът е не само толериран, но и очакван.“ Така че докато българските политици са изправени пред невъзможната задача да държат курса на България в този твърде суров климат, техните действия са подложени на доста толерантност. Единствената оставаща съставка е „смисъл“ и това е една тежка задача за всеки с власт в момента. „Смисълът“ навсякъде по света, дори още повече в България, трябва да доведе до взимането на тежки решения. С други думи – трябва да направи живота дори по-труден. Но ако някога има шанс „смисълът“ да блесне, да расте и да успее, това ще стане тук, подпомогнат от това странно, рядко, необяснимо затишие на българското население.

Има проста формула за успех в бизнеса: „по-малко обещавай, повече постигай“. Българските политици са обещали по-малко – в смисъл, че никой не очаква от тях да постигнат резултати. Ето я възможността за тях да постигнат повече, като използват уникалната ситуация, в която се намират.

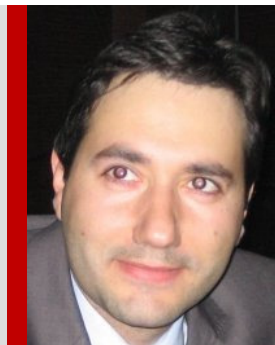
Гръцкият бизнес съвет в България (Hellenic Business Council in Bulgaria) има за цел да промотира и заздравява икономическите и културни връзки между България и Гърция. Основната задача на съвета е да провокира взаимен диалог между ключовите правителствени и бизнес фигури по начин, който насърчава прогресивните икономически политики в двете страни. Това е частна неправителствена организация с нестопанска цел, основана през 2005 г., която предлага мрежа от контакти, взаимопомощ и обмяна на информация. Днес Гръцкият бизнес съвет в България представлява над 200 членове/компани.



предлага мрежа от контакти, взаимопомощ и обмяна на информация. Днес Гръцкият бизнес съвет в България представлява над 200 членове/компани.

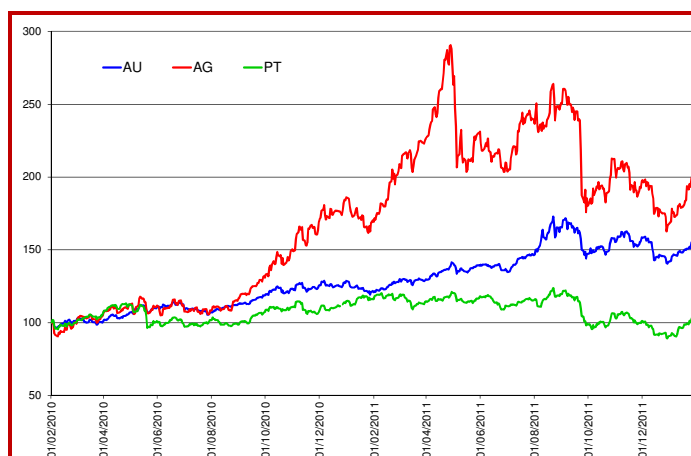
УПРАВЛЕНИЕ НА ИНВЕСТИЦИИ ВЪВ ВОЛАТИЛНА МЕЖДУНАРОДНА СРЕДА – ПРИМЕРЕН АНАЛИЗ НИКОЛА ЯНКОВ

Никола Янков е управляващ партньор и председател на Борда на директорите на Експат Капитал. От 2003 до 2005 г. той е бил заместник-министър на транспорта и съобщенията. Едновременно с това е бил председател на Съвета на директорите на Националната компания Пристанища. Преди това г-н Янков е бил заместник-министър на икономиката (2001-2003). Той е заемал различни мениджърски позиции в частни компании – член на Надзорния съвет на Лукойл Нефтохим, изпълнителен директор на Нафтекс Петрол, финансов мениджър в Солвей Соди АД и др. В момента Никола Янков е член на Борда на директорите на "Хилд Асет" – най-голямата life-annuity компания в Централна и Източна Европа, както и на УС на Еврохолд България – голям публичен холдинг, концентриран в застраховането, лизинговите услуги и продажбите на автомобили. Завършил е Икономика на потреблението в Cornell University, САЩ.



Днешните международни новини преливат от зашеметяващи съобщения и спекулации, немислими само преди няколко години – говори се за невъзможността на някои държави от Еврозоната да изплащат дълговете си, за големите намаления в собствения капитал на известни международни финансови институции, за фалити на фирми, чиито имена до неотдавна бяха синоним на благоразумно корпоративно управление и пазарен статус „син чип“. Динамиките на ситуацията и консенсусът за провал при предвиждането на развитията създават невиджана досега несигурност на пазара. Тази несигурност естествено води до намаляла инвестиционна активност и очаквания за по-висока възвръщаемост при определени класове активи, докато други класове, възприемани като „спасителни убежища“, претърпяват значителни покачвания в цените и спад на доходността. Подобни покачвания в цената (наблюдавани при благородните метали и някои валути, като швейцарския франк) са често очаквани, но не и гарантирани.

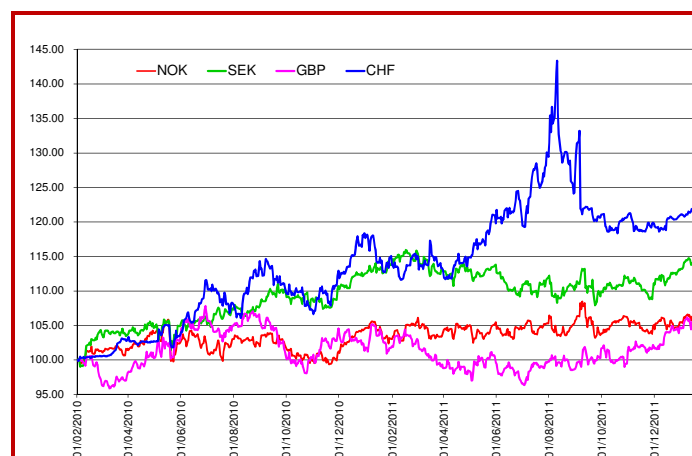
Граф. 4. Движение на цените на златото, среброто и платината, нивата от 01.02.2010 г. са приети за база



Тази обща несигурност води до драматично променени възприятия за риска на много ценни книжа. Понякога възприятията за риска се отклоняват от фундаменталните показатели по начини, които създават възможности за спекулация. Това е по-очевидно при сегмента на ценните книжа с фиксиран доход, където волатилността на цените е традиционно много по-ниска, отколкото тази в сегмента на акциите.

Професионалните инвестиционни мениджъри са способни да забележат несъответствията между промените във фундаменталните рискови показатели и възприятията за риск и следователно са добре позиционирани да се възползват от ситуацията във всеки определен казус от името на техните клиенти. Ние в Експат Капитал идентифицирахме няколко такива казуса през последната година, довели до съществени доходности над средното ниво за много от нашите клиенти, които послушаха съвета ни и инвестираха.

Граф. 5. Движение на валути спрямо еврото, нивата от 01.02.2010 г. са приети за база



Граф. 6. FTSE 100, CAC-40, S&P 100 and DAX Performance Index, февруари 2011 – февруари 2012



Първи случай: 5-годишната корпоративна облигация на Юробанк И Еф Джи България

Към средата на 2011 г. гръцкият суверенен риск нарасна експоненциално за много кратък период от време, с доходности, надвишаващи 25%. Суверенният рейтинг на Гърция се срина до невиджани дъна и институционалните инвеститори като пенсионни фондове и други строго регулирани участници на пазара или сами решиха, или бяха принудени да продават масово гръцките си активи. Тази самоподхранваща се истерия да се продава създаде водовъртеж, който бързо засмука най-различни видове активи, в някои случаи напълно откъснати от гръцкия суверенен риск. Облигациите на гръцките банки бяха силно засегнати поради мнението, че гръцката банкова система държи значителна част от държавния дълг на Гърция в баланса си. Филиалите на гръцки банки в други страни (като България) също бяха засегнати, тъй като се предполагаше, че държат гръцки риск в балансите си, или бяха считани за силно зависими от техните гръцки компании-майки за ликвидност. Пенсионните фондове в цяла Европа започнаха да продават облигации на гръцки банки и заедно с тях облигации на всякакви банки, които имаха дори нещо далечно напомнящо за Гърция в името си, независимо от седалището им или техните фундаментални рискове. Малко мениджъри на портфейли се погрижиха да вникнат във финансовите отчети на всяка банка, от чиито облигации се опитваха да се отърват по най-бързия възможен начин. От всички гръцки банки, опериращи в България, Юробанк И Еф Джи България беше единствената по това време с издадена

облигационна емисия. И тя беше засегната. Доходността до падежа (YTM) на нейната 5-годишна облигация, деноминирана в лева, чийто падеж е на 21 март 2012 г., достигна 17-25% (на годишна база), след като цената падна до нива от около 85-90% от номиналната стойност. По същото време годишният депозит в лева в същата банка носеше лихва от 6%. Доколкото можахме да проучим, банката не държеше никакъв гръцки дълг или заеми към банката-майка в баланса си, не беше зависима от банката-майка за ликвидност, беше печеливша и имаше над 6 млрд. лева в активи, финансирани основно от местната си депозитна база от клиенти на дребно. Общата сума на облигацията й с падеж след по-малко от 9 месеца, беше 40 млн. лева, което се съпоставя с над 600 млн. лева в брой, с които банката разполагаше. Появи се възможност. Пазарите оценяваха погрешно риска на този финансов инструмент. В течение на няколко седмици ние успяхме да закупим такива облигации за около 4 млн. лева, стартирайки от годишна доходност до падеж от близо 17%, постепенно спадаща до малко над 10% в съответствие с постепенното покачване на цената, при което ниво спряхме да купуваме. Много от клиентите ни изтеглиха срочните си депозити в други банки, за да участват в тази сделка. Някои от тях, които бяха сред първите инвестирани при най-ниските цени, продадоха облигациите на пазара няколко месеца по-късно, осъществявайки 10% доходност от инвестицията.

Втори случай: Безсрочна облигация на УниКредит Италия

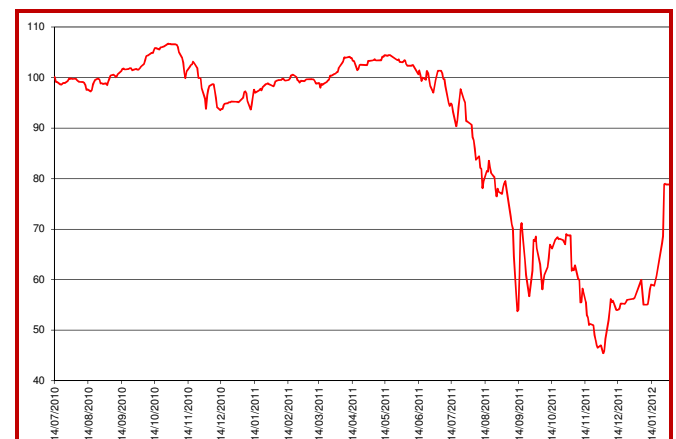
След септемврийския срив на фондовите пазари и растящата несигурност заради гръцката криза, Италия попадна в центъра на вниманието на повечето хора в инвестиционната общност. Спекулации относно предстоящата невъзможност на страната да изплаща дълговете си изнерви пазарите, като доходността на 10-годишните суверенни облигации скочи над 7%-ната граница. Самият размер на проблема с италианските облигации изключва решение от „гръцки тип“ и много анализатори обявиха мрачни прогнози за съдбата на известни италиански банки, държащи значителни количества италиански държавен дълг в балансите си, сред които и пан-европейския банков гигант УниКредит. Нейната безсрочна облигация, носеща фиксирана годишна лихвена доходност от 9.375%, спадна от ценови нива над 100% до диапазона между 60 и 69%. Текущата доходност скочи до невероятните 15-17%. Подобни развития се случваха и с облигациите на големите френски банки като Сосиете Женерал. Ние в Експат Капитал започнахме да обръщаме внимание на тези процеси. И УниКредит, и Сосиете Женерал бяха и все още са класифицирани като „институции от системна важност“ за международната банкова система, като съответно първата е номер 9, а втората номер 8 в ЕС по размер на активите. Това означаваше, че правилото „твърде голям, за да фалира“ щеше да е приложимо, ако някога някоя от тях се нуждае от помощ от ЕЦБ, независимо от развитията със суверенните дългове на Италия и Франция.

Акциите на същите банки спаднаха рязко в пазарната търговия. Но докато стойността за акционерите би могла се загуби напълно в потенциална ситуация на предоставяне на помощ за рекапитализиране, правата на кредиторите – сред тях вложителите и облигационерите – не биха се повлияли, без процедури по несъстоятелност, които една помощ за рекапитализиране би

имала точно за цел да избегне. Дадохме препоръка към нашите клиенти за купуване. През следващите няколко седмици „италианската криза“ се влоши и цените на облигациите на УниКредит паднаха до най-ниската си стойност от около 55%. По същото време банката стартира увеличение на капитала си от 2.5 млрд. евро, което успешно приключи на 21.12.2011 г., а през януари 2012 г. получи още 7.5 млрд. евро от акционерите си.

Ние закупихме облигации на УниКредит при цени между 55 и 65% от номиналната стойност. С благоприятните политически развития в Италия цената постепенно премина 70% и на 25.01.2012 г. банката, добре подплатена с нови пари от акционерите си и ЕЦБ, обяви оферта за обратно изкупуване при цена от 79.9%. Решихме да продадем всичко. Клиентите ни реализираха между 20 и 40% доходност върху инвестициите си за 4 месеца.

Граф. 7. Цена на безсрочната облигация на УниКредит Италия (като % от номиналната стойност)



Кратко заключение: Ролята на мениджърите на активи

Понякога, особено при продължителен период на икономически просперитет и рекордно висок растеж на фондовия пазар, управлението на собствен инвестиционен портфейл може да изглежда добра идея. В крайна сметка защо някой трябва да плаща на професионална фирма за управление на активи, когато цената на всичко, което пипне, нараства магически все повече и повече, създавайки чувство на самодоволство и увереност в собствените инвестиционни способности и логика? Както всички частни банкери и инвестиционни мениджъри ще ви кажат, това е винаги краткосрочна перспектива. Печеленето на пари от пазарите може да изглежда лесно, когато слънцето винаги грее; нещата обикновено стават неприятни, когато дойде дъждът. А за съжаление той винаги идва. Професионалната фирма за управление на активи вероятно ще ви предупреди, когато трудните времена наближават и ще знае как да ви предпази от най-лошото на кризата. Тя винаги ще знае много по-добре от средния индивидуален инвеститор как да докара добри доходности за клиентите си от опортюнистични ситуации в период на икономически спад, глобална икономическа несигурност и голяма волатилност на цените. Възможността се появява, когато пазарите оценят погрешно риска, независимо в коя част на икономическия цикъл се намираме. Отклоненията на представите за риска от фундаменталните фактори, определящи истинския риск, не се забелязват веднага и

продължават само за кратък период. Човек е в по-добра позиция да се възползва от тези възможности, когато разчита на професионални инвестиционни мениджъри. Не е изненадващо, че бизнесът на Експат Капитал, измерен чрез активите под управление, е нараснал десетина пъти за последните 2-3 години. Много от нашите клиенти, които преди са се опитвали да управляват сами инвестиционните си портфейли, се обърнаха към нас, след като са понесли загуби в сегашния пазарен хаос. Нови клиенти дойдоха по същите причини.

Възможности да се печели от настоящите икономически условия съществуват – може би даже повече сега, отколкото в период на растящи сравнително спокойни и по-малко волатилни пазари. Все пак голям обем пазарна информация трябва да бъде анализирана постоянно и оценявана внимателно, за да се намерят точните сделки. Правилният подход в тази ситуация е да се отвори инвестиционна сметка в професионална фирма за управление на активи. Депозит в банките може би не винаги е най-добрата стратегия, особено когато периодът на спад и волатилност продължи дълго и когато здравето на банковия сектор в международен план може би също е изложено на риск. Професионално управляваните проактивни инвестиционни стратегии ще донесат много по-добри доходности, претеглени през нивото на поетия риск.

ДВА ВЪПРОСА ЗА 1 ТРИЛИОН ЕВРО

НИКОЛАЙ ВАСИЛЕВ, CFA

1) По-високите бюджетни разходи водят ли до по-висок растеж и по-богати граждани?

2) По-ниските лихви и по-голямото парично предлагане водят ли до по-висок растеж и по-богати граждани?

Защо задавам точно тези въпроси?

Чували сме много уж логично звучащи коментари:

- „Защо фискалните цифри да са по-важни от съдбата на хората?“
- „Бюджетната дисциплина не трябва да е самоцел“
- „Трябва ли в най-бедната държава в ЕС да сме по-големи светци и от папата?“
- „Да вдигнем доходите, за да нарастне потреблението“

Аз обаче вярвам в друга логика. Валутният борд и бюджетните излишъци създадоха предпоставки България да постигне най-големите си икономически успехи (до 2008 г.) в новата си история. Без бюджетна и валутна дисциплина бързо се връщаме към 1996-7 г. Натам сега са се запътили някои от развитите държави.

Защо тези въпроси струват 1 трилион евро?

А) Това е мащабът на годишните бюджетни дефицити в САЩ, както и в ЕС. Против дефицитите съм изобщо

Б) Това е горе-долу сумата, нужна за спасяване на страните от Еврозоната от фалит – поне за няколко месеца напред

В) Това е порядъкът на периодичното печатане на пари, наричано в САЩ *Quantitative Easing* (нещо като „количествено разхлабване“ на монетарната дисциплина), което досега е довело само до частични резултати

Г) Сигурно толкова би платило човечеството на някой гений, за да покаже нестандартен път за излизане от сегашната криза, но засега не сме го припознали

ЕФЕКТИ ОТ БЮДЖЕТНИТЕ ДЕФИЦИТИ



Те биха могли краткосрочно да помогнат за повишаване на търсенето в икономиката, но при следните условия:

- Държавите да не са силно задлъжнели. Днес не е така.
- Да има огромно доверие в платежоспособността на правителствата, потвърдено и от високите рейтинги на кредитните агенции. Сега тенденцията е обратна.
- Демографската ситуация да бъде позитивна, за да може бъдещите поколения лесно да изплатят днешните дългове. Днес категорично не е така – и растежът, и пенсионните модели са застрашени от застаряването на населението.
- Това лекарство да е с временен характер и с елемент на изненада за икономиката. През последните години обаче в много държави дефицитите станаха хронични и огромни. Поради предозирането страничните ефекти надделяха, а ползите изчезнаха. Една енергийна напитка преди изпит може да помогне, но по пет всеки ден в крайна сметка ще погубят студента.

 Хроничните дефицити неизбежно водят до:

- Повишаване на публичния дълг
- Понижаване на кредитния рейтинг
- Експоненциално покачване на лихвените разходи за обслужване на дълга – веднъж заради по-високия му размер; втори път заради по-високата рискова премия, изисквана от инвеститорите
- Тези разходи пък водят или до намаляване на възможностите за нелихвени разходи (пенсии, инвестиции и др.), или по-вероятно до още по-големи дефицити, тъй като никой не обича затягане на коланите. Лавината е тръгнала и толкова трудно може да бъде спряна, колкото да откажем наркоман от кокаина
- Много е важен т.нар. *crowding-out* ефект, изцяло пренебрегван от кейнсианците. В основата му е изместване на частните инвестиции от публичните разходи. Например, една банка може да избере дали да финансира нов завод или с тези пари да купи държавни облигации. Тогава заводът, който би създал растеж и работни места, може изобщо да не се построи. Пенсионен фонд може да финансира листването на растяща компания на борсата или да изхарчи парите на аукцион за ДЦК.
- По-високи лихвени проценти
- По-висока инфлация
- Деervalвация на валутата
- Изпаряващо се доверие в държавата, липса на инвестиции
- Бягство на капиталите към чужбина

Не ви ли звучи познато? Точно това се случва в Европа през последните години. Някой да е инвестирал на юг от ГКПП Кулата напоследък?

Защо не работи формулата за разумни дефицити?

Защото управляващите и общественото мнение не са като добрите лекари, които хладнокръвно предписват доза, а са като малки деца, които винаги искат още един шоколад. Няма политик, който преди избори да не е изкушен да харчи повече. Вижте историята на последното десетилетие. В едни от най-златните години за световната

икономика държавите трябваше да постигат излишъци и да си намалят дълговете – точно както направи България. А САЩ, Унгария, Гърция, Италия и десетки други правиха точно обратното. Защо? Да отговорят феновете на дефицитите. Аз вярвам в теорията за децата и шоколада. А да не би тези държави да постигнаха по-висок растеж или да привлякоха повече инвестиции от нас? Не, просто световната икономика катастрофира.

Моят извод за бюджетния дефицит

Тъй като ползите са малки, а вредите и рисковете големи, в сегашната ситуация бюджетните дефицити трябва да бъдат ограничени или по-скоро направо забранени. Най-добре в конституциите, за да е трудно дисциплината да бъде нарушавана. Докато не се преодолее дълговата криза и не се възстанови доверието в платежоспособността на държавите и в бъдещето, нищо друго няма значение. Растеж и инвестиции ще гледаме през крив южноевропейски макарон.

Ако някой не е съгласен, нека даде пример с поне една държава през последното десетилетие, която е процъфтяла благодарение на дефицити

Какъв е отговорът на популистите?

Те казват: виждаме, че вече няколко години политиката на бюджетни ограничения не действа в цяла Европа. Време е да харчим повече, за да стимулираме растежа.

Моят контраотговор

Кои бюджетни ограничения не действат? Щеше да има такива, ако държавите дружно имаха излишъци, а те още имат рекордни дефицити. Какво му е рестриктивното на 10% дефицит в Гърция за 2011 г. или 9% в САЩ? Повечето държави все още се пързаят надолу по гореописаната спирала. Нужни са години истински ограничения и намаляване на дълговете, за да се възстанови доверието. Лошото е, че е възможно следващият избран цикъл да доведе управляващи с още по-слаб афинитет към фискалната дисциплина.

ЕФЕКТИ ОТ ПАРИЧНОТО ПРЕДЛАГАНЕ

Въпросът дали в тази ситуация печатането на пари в огромни количества е полезно или безкрайно вредно също е интересен.

Основното монетарно уравнение

$$Y \cdot P = M \cdot V$$

Y – номинален БВП
P – ценово равнище
M – маса на парите в обращение
V – скорост на обращение на парите

Монетаристите могат да обяснят повечето процеси в икономиката чрез промените в тези 4 параметъра. При равни други условия, нарастването на M ще доведе предимно до покачване на P, т.е. до инфлация.

Кризата на доверието срива скоростта на обращение

В момента ситуацията не е стандартна. Поредицата от кризи след 2007 г. доведе безпрецедентна „суша“ в паричното обращение. Банките не кредитират – домакинствата не харчат – продажбите и производството не вървят – фирмите не инвестират – всеки стиска кеша и не харчи за нищо. Това предизвика тежка рецесия в Европа и САЩ.

Нямам точни данни за промените в скоростта на обращение на парите в различните държави, ако изобщо има надеждни измерители. Усещането ми е, че в САЩ този

показател е паднал почти наполовина, а в Европа по-малко, но значително. В тази ситуация умереният растеж на паричното предлагане не е задължително да води до инфлация. По-скоро липсата на пари води до дефлация (най-напред на цените на активите) и до рецесия.

Подобно е мнението на Проф. Стийв Ханке (вижте статията му на стр. 8). Според него в момента широкият индекс на паричното предлагане M4 не показва опасност от инфлация в САЩ, а от рецесия.

Моят извод за печатането на пари

Може да ви изненадам с това мнение, но според мен докато не се възвърне доверието във валутите, в платежоспособността на държавите, в стабилността на финансовите системи, голямото печатане на пари и инфлацията не са големият проблем. Краткосрочно бих предложил ЕЦБ и Федералният резерв на САЩ да продължат политиката на ниски лихви и на голямо парично предлагане. Когато скоростта на обращение на парите се покачи и вече има опасност от инфлация, могат да сменят курса. Обаче тази скорост ще се повиши, само когато се възстанови доверието – а в този момент то е негативно, защото се влияе предимно от бюджетната политика.

За България обаче изводите не са същите. Ние сме малка икономика с валутен борд, който налага ограничения в паричната политика. Трябва да спазваме балансиран бюджет, а бъдещото възстановяване на света ще изтегли и нас нагоре. Друг е въпросът, че с криза или без, България днес буксува на място и пропуска възможности да привлече големи български и чужди инвестиции; развитие на капиталовите пазари; приватизация на енергетиката; концесиониране на летища, пристанища, магистрали, водния сектор; задълбочена реформа на пенсионния модел, здравеопазването и съдебната система.

От кризата ще ни изкара не харчене, а структурни реформи.

БЛИЦ ИДЕИ ЗА ИЗБЯГВАНЕ НА НЕПЛАТЕЖОСПОБНОСТТА И НАМАЛЯВАНЕ НА МЕЖДУФИРМЕННАТА ЗАДЛЪЖНИЯЛОСТ НИКОЛАЙ ВАСИЛЕВ, CFA

Преди три години, когато икономическата криза още не беше започнала, българският корпоративен сектор се радваше на десетилетие растеж. Периодът се характеризираше с изобилни кредити, ниски лихви и значителни инвестиции – дори прекомерни в строителството и недвижимите имоти. Много фирми взеха повече заеми, отколкото днес изглежда разумно.

Последвалата рецесия доведе до:

- сурова липса на кеш в цялата икономика
- рязка обезценка на акции, имоти и други активи

- прекалено много лоши кредити в банките – официално над 20%, в действителност повече
- нарастващ обем закъснели плащания към доставчици, служители, държавата
- прекалено задлъжнял корпоративен сектор

Изказвал съм мнението, че повечето компании се нуждаят не от дълг, а от акционерен капитал (виж статията „Добре ли е кредитите да движат икономиката“ в бр. 8 на Expat Compass). Със сигурност няма магическо решение за тези проблеми, но подходът на криене и нищонеправене също е безполезен.

Пет идеи

1. Да се даде възможност на всички кредитори да трансформират своите вземания, просрочени над 3 месеца, в **търгуеми облигации**. Тогава тези облигации могат да бъдат автоматично листвани и търгувани на борсата, създавайки ликвиден пазар на корпоративен дълг. *Министерството на икономиката направи такива предложения през 2003 г.*
2. Да се даде възможност на всички кредитори да трансформират своите вземания, просрочени над 12 месеца, в акционерен капитал на фирмата-длъжник. Това ще бъде **замяна на дълг срещу собственост**. Процесът ще улесни смяна на собствеността без процедури по несъстоятелност. Ключовият въпрос е в каква пропорция да се извърши замяната. Две възможни, макар несъвършени решения, са: а) по балансова стойност (по-лошо), б) по нетна стойност на активите на една акция (по-добро).
3. Издаване на специални **сертификати за лоши дългове (СЛД)** от Министерството на финансите (МФ). Тези СЛД могат да бъдат използвани като платежни средства, подобно на ЗУНК-облигациите: а) от МФ за изчистване на забавени плащания от държавата към частния сектор, б) от фирмите за изчистване на забавени плащания към доставчици, натрупани напр. преди 31.12.2011 г., в) от фирмите за изчистване на забавени плащания към държавния бюджет. Като с магия повечето сертификати ще се върнат обратно в МФ, изчиствайки планини от дълг по пътя си. Може да се опита с пилотен проект от 10 млн. лв., а после да се увеличи обемът до 1 млрд. лв.
4. Драматично да се ускорят процедурите по несъстоятелност и ликвидация в Търговския закон. Тези процедури трябва да бъдат най-бързите в Европа. *Подобни промени бяха направени през 2002 г., но по-късно бяха частично върнати обратно.*
5. Стимулиране развитието на **капиталовите пазари**. Много фирми биха могли да съберат необходимия им акционерен капитал чрез първично публично предлагане.

Макар тези идеи да звучат логично, те не се реализират. Може да са несъвършени, но е необходима дискусия, която да роди повече и по-добри решения на горепосочените проблеми.

ЕКИПЪТ НА ЕКСПАТ КОМПАС

Автори:

Николай Василев, CFA
Управляващ партньор, Експат Капитал

Никола Янков
Управляващ партньор, Експат Капитал

Гостуващи автори:

Адриан Нъстасе, Румъния
Ангелос Парасхакис, Гърция
Божидар Джелич, Сърбия
Ян фон Герих, Финландия
Д-р Петел Хейл, Унгария
Проф. Стийв Ханке, САЩ

Редакции и преводи:

Наталия Димитрова, Мениджър ПР и реклама, Експат Капитал

Мария Дивизиева, Управляващ директор, Експат Груп
Евелина Баронова, Стажант, Експат Капитал
Николай Недев, Стажант, Експат Капитал

Дизайн:

Наталия Димитрова, Мениджър ПР и реклама, Експат Капитал

Икономическа информация:

Надежда Гогова, Експерт

EXPAT CAPITAL

София 1000, България
Ул. Георги С. Раковски 96А
Е-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.