



ВУЗФ

Финанси, застраховане,
бизнес, предприемачество
и иновации

ОСОБЕНОСТИ НА БЪЛГАРСКИЯ ПРЕХОД. ПОГЛЕД КЪМ ИКОНОМИЧЕСКОТО РАЗВИТИЕ НА БЪЛГАРИЯ - ОТ ПОСТСОЦИАЛИЗЪМ КЪМ ИНТЕГРАЦИЯ В ЕС (1990-2020г.)

АВТОРСКИ КОЛЕКТИВ



БЪЛГАРИЯ 1990-2020 г. ИКОНОМИКА И ФИНАНСИ
НАУЧНО-ПРИЛОЖНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ, СЪБРАНИ В ОТДЕЛНИ КНИГИ

**ОСОБЕНОСТИ НА БЪЛГАРСКИЯ ПРЕХОД.
ПОГЛЕД КЪМ ИКОНОМИЧЕСКОТО РАЗВИТИЕ НА БЪЛГАРИЯ -
ОТ ПОСТСОЦИАЛИЗЪМ КЪМ ИНТЕГРАЦИЯ В ЕС (1990-2020 г.)**

АВТОРСКИ КОЛЕКТИВ

БЪЛГАРИЯ 1990-2020 г. ИКОНОМИКА И ФИНАНСИ
НАУЧНО-ПРИЛОЖНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ, СЪБРАНИ В ОТДЕЛНИ КНИГИ

РЕДАКЦИОННА КОЛЕГИЯ

доц. д-р Григорий Вазов, главен редактор
доц. д-р Радостин Вазов, зам. главен редактор
проф. д.ик.н. Методи Христов
проф. д.ик.н. Виржиния Желязкова
проф. д-р Радослав Габровски
проф. д-р Даниела Бобева
проф. д-р Емилия Миланова
проф. д-р Григор Димитров
доц. д.ик.н. Красимир Тодоров
доц. д-р Десислава Йосифова
доц. д-р Станислав Димитров
доц. д-р Даниела Илиева
ас. д-р Виктория Гацова

Ръководител на научния колектив:

доц. д-р Юлия Добрева

Рецензенти:

проф. д-р Радослав Габровски
доц. д-р Даниела Илиева

© ВУЗФ, Издателство „Св. Григорий Богослов“, 2021

ISBN 978-619-7622-10-2

Съдържание

ВЪВЕДЕНИЕ	4
ПЪРВА ГЛАВА. <i>ФИЛОСОФИЯ И ИСТОРИЯ НА ПРЕХОДА. КОНЦЕПТУАЛНА РАМКА НА ПРЕХОДА – МОДЕЛ И ОСОБЕНОСТИ</i> доц. д-р Юлия Добрева	6
ВТОРА ГЛАВА. <i>ПЪРВИТЕ ГОДИНИ НА ПРЕХОДА В БЪЛГАРИЯ</i> доц. д-р Ренета Димитрова.....	23
ТРЕТА ГЛАВА. <i>БЪЛГАРИЯ И ЧЛЕНСТВОТО Й В ЕС (2007-2020 г.)</i> доц. д-р Юлия Добрева	37
ЧЕТВЪРТА ГЛАВА. <i>ПРОМЕНИ В ИКОНОМИЧЕСКАТА РЕАЛНОСТ - ПРИВАТИЗАЦИЯ И РАЗВИТИЕ НА ЧАСТНАТА ИНИЦИАТИВА</i> доц. д.ик.н. Красимир Тодоров	42
ПЕТА ГЛАВА. <i>МАКРОИКОНОМИЧЕСКО РАЗВИТИЕ НА БЪЛГАРИЯ ПРЕЗ ПЕРИОДА 1989-2019 г.</i> проф. д-р Даниела Бобева	53
ШЕСТА ГЛАВА. <i>БЪЛГАРСКИЯТ ДЪРЖАВЕН ДЪЛГ В ПЕРИОДА НА РЕФОРМИ – ИСТОРИЯ И ПОУКИ</i> доц. д-р Пламен Орешарски	111
БИБЛИОГРАФИЯ	165

ВЪВЕДЕНИЕ

Българският преход към демокрация и пазарна икономика обединява икономически, исторически и политически процеси, които винаги са били обект на интерес за редица изследователи след 1989 година. Това са години, белязани от поредица национални катастрофи - от банковия колапс, през хиперинфлация и висока безработица, до постоянно нарастващи емиграционни вълни, демографска криза, намаляване на местното производство и обезлюдяване на производствените региони. В хода на тези събития се оформят няколко приоритетни задачи за постигане на промяната в резултат от прехода - промяна в законовата база (особено по отношение на приватизацията и боновото раздържавяване), реформа на институциите и администрацията, решаване на реституционните претенции, привличане на чуждестранни инвеститори и осигуряване на финансиране за най-уязвимите сектори на икономиката. Доколко и как е постигнато всичко това е обект на поредица от анализи, с които ще ви занимаем в тази книга, като се опитаме да бъдем максимално обективни и без да претендираме за изчерпателност.

Глава първа, втора и трета проследяват историята на динамичните събития по време на прехода в исторически и геополитически план - от общия обзор на прехода в различните източноевропейски държави, през първите години на прехода в България и въвеждането на валутния борд, до пълноправното членство в ЕС.

Глава четвърта е фокусирана върху зараждането и развитието на пазарния механизъм чрез приватизация и поява на частната инициатива. В тази част от анализа се проследява как процесът на трансформация на държавната собственост условно се извършва на три главни етапа. Първите два са относително кратки и траят едва по около три години и половина: от началото на 1993 г. до средата на 1996 г. Вторият период продължава до края на 1999 г., а последният обхваща цяло десетилетие, до 2011 г., когато според методиката на Световната банка се отчита, че 100% от българските държавни предприятия са били приватизирани.

В глава пета се разглежда макроикономическото развитие на България като резултат от икономико-политическите трансформации, настъпили след 1989 г. Отбелязва се, че в този период се редуват периоди на стабилност и нестабилност, на провали и успехи на икономическата политика. В анализ се проследява развитието на макрорамката на българската икономика и на тази основа се идентифицират факторите на икономическия растеж и връзката между макроикономическата стабилност и растежа. Наред с това се проследява и тенденцията на нарастване на отвореността на икономиката и нейната роля за растежа и финансово-икономическата стабилност на фона на външните шокове и уязвимостта на българската икономиката. Особено ценна част от анализа в тази глава е изследването на ефектите на макрорамката върху сближаването на българската икономика с европейската в смисъла на номиналната и реалната конвергенция, като се анализират общите макроикономически показатели в сравнителен план с Полша, Чехия и Румъния.

Подчертава се, че за първите осем години на прехода към пазарна икономика има известно сходство в оценките на процесите и те са по-скоро негативни.

Глава шеста е последна в изследването, но същевременно изключително важна за него. Тук анализът е посветен на българския държавен дълг, като чрез исторически поглед върху нивата, структурата и характеристиките на българските публични дългове се оформят изводи за цялостното социално-икономическо развитие на страната. По този начин се извършва оценка на устойчивостта на икономическата система и се подпомага анализа на протичащите стопански, политически и обществени процеси.

Анализът върху динамиката и структурата на публичния дълг е особено показателен в периоди на по-мощни трансформации и реструктуриране на икономиката през последните три десетилетия. В главата се отбелязва, че в определена степен може да се твърди, че историята на социално-икономическия и обществен преход у нас е история на кризите и стабилизирането на българския публичен дълг. Основните акценти на анализа в тази последна част включват бързото натрупване на външен дълг в последните години на дореформения период, мораториума върху неговото обслужване и преговорите с външните кредитори, секюритизирането на необслужваните дългове, развитието на вътрешния пазар на публични дългове, втората дългова криза в периода 1996-97 година, противоречивите опити за активно управление на публичните дългове и постепенното налагане на благоразумно дългово управление.

Така структуриран, анализът ще бъде изключително интересен както за учени, изследователи, икономисти и политици, така и за по-широк кръг читатели. Убедена съм, че със своята задълбоченост в интерпретацията на значими данни и факти, тази книга ще заеме водещо място сред изследванията на българския преход през последните три десетилетия.

доц. д-р Юлия Добрева

Ръководител на научния колектив

ПЪРВА ГЛАВА

ФИЛОСОФИЯ И ИСТОРИЯ НА ПРЕХОДА. КОНЦЕПТУАЛНА РАМКА НА ПРЕХОДА – МОДЕЛ И ОСОБЕНОСТИ

доц. д-р Юлия Добрева

Когато говорим за *прехода* (от англ. *transition*) като етап от икономическото и политическо развитие, е важно да се отбележи, че това не е някакво изключително събитие, а по-скоро съвсем естествен процес на промяна, на преминаване от едно състояние в друго, съпроводена с нормалните за това сътресения както на ниво държава, така и в индивидуалния живот на всеки гражданин. В този смисъл, не бива да разглеждаме прехода като нещо непременно лошо, драматично или дори непреодолимо. Напротив, това е период на грешки и уроци за България, като прохождаща демократична държава, в условията на също непрекъснато променящ се глобален пазар.

В едно емблематично изследване на Института Кейто, посветено на 25 години от началото на прехода, се проследява подробно историята на този динамичен период – от причините, които го пораждат, до резултатите за икономиките на Централна и Източна Европа¹. В него се посочва, че изминалите 25 години от падането на комунизма е период от време, който предоставя на изследователите огромно количество информация за опита в годините на преход на близо 30 държави. Той също така дава възможност за много по-пълнен политико-икономически анализ на преминаването от авторитаризъм и централното планиране към демокрация и пазарна икономика, отколкото е било възможно в миналото. Анализът разглежда тези преживявания и поставя няколко важни въпроси, като например: *Колко напреднал е бил процесът на преход в различните пост-комунистически държави?, Какви промени са извършени в пост-комунистическите държави в трите основни измерения: икономически, демократичен и социален?, До каква степен работата на пост-комунистическите държави е свързана със стратегията на прехода?, Какви други фактори изиграха важна роля при определянето на различните резултати?, както и Какво е бъдещето на Прехода?*

Преди да продължим е важно да се открият няколко съществени моменти. По обясними причини, в повечето анализи преходът се разглежда като промяна от социализъм към капитализъм. За да разберем какво трябва да се промени, какво се е променило и последователността на различните реформи, трябва първо да се разгледат най-важните политически и икономически характеристики на страните в "социалистическия лагер".

¹ Havrylyshyn, O., Meng, X. & Turpy, M. L. (2016). 25 Years of Reform in Ex-Communist Countries. Cato Institute, Policy Analysis No 795.

На първо място, социалистическата държава се характеризира с авторитаризъм и еднопартиен режим. Националните активи са почти изцяло държавна собственост. Налице е забрана за индивидуална дейност на пазара (широкомащабното изкупуване и продажба е престъпно деяние, познато още като "спекулации") и икономиката се управлява централизирано. Следователно, преходът означава промяна именно на тези характеристики. Китай, например, се променя усилено, но не напълно, към частната собственост и пазарните сили, като същевременно изостава по отношение на демократизацията. В другата крайност са страните от ЦИЕ, които са приели както свободните пазари, така и демокрацията. Русия, Украйна и други са някъде по средата – с частична демократизация, значителна частна собственост и много непълна конкуренция на пазара.

Съществува надежден количествен показател, наречен индексът на напредъка по прехода (ТPI), създаден от Европейската банка за възстановяване и развитие (ЕБВР). ТPI се измерва по скала от 1 до 4,3, като 1 представлява "малка или никаква промяна от централно планирана икономика и 4,3 представлява (п) стандартите на индустриализираната пазарна икономика." (EBRD, 2017-18)

Според критика на прехода и нобелов лауреат Джозеф Стиглиц, ранните и бързите реформи значително вредят на социалното развитие в Русия. Въпреки това, освен приватизацията на държавните активи, руските реформи са много по-бързи от тези в ЦИЕ (Stiglitz, 1999).

По подобен начин често се твърди, че спадът на БВП и следователно стандартът на живот е по-голям от този по време на Голямата депресия. Тук статистиката показва БВП със спад в огромни проценти — между 25% и 50% от преди преходния период, когато е висок (през 1989 г). Според някои данни, в страни като Украйна БВП днес е само около 90% от нивата, на които е бил преди началото на прехода.

В доклада Кейто се посочват две важни причини, поради които анализите на БВП преувеличават пост-комунистическия упадък и подценяват последващия растеж. Съветската мярка за производство (т. нар "нетен материал продукт") предоставя завишени реални стойности предвид добре познатите изкривявания на комунистическата система на централното планиране. За разлика от това, сегашните анализи подценяват БВП, тъй като пропускат някои нерегистрирани икономически дейности, част от т.нар. сива икономика.

Трето, трябва да сме наясно с инерционната литература. Много проучвания са склонни да преглеждат ефектите от прехода в относително отрицателна светлина, като сочат към спад на БВП, значително влошаване на жизнения стандарт и значително разширяване на разликата в разпределението на доходите. Това, разбира се, не винаги е така.

1. Преглед на изследванията върху прехода

Анализите от средата на 90-те години на XX век посочват рязък спад на БВП и са доста негативни (Stern, 1997; Haynes, 1996). През 1996 г. Питър Мърел от Университета в Мериленд отбелязва повишената бедност в страните в преход (Murrell, 1995; Murrell, 1996), до същото заключение стигат и Матиас Деатрипонт от университета Либре в Брюксел и Жерар Роланд от Калифорнийския университет в Бъркли, Калифорния (Dewatripont & Roland, 1996). През 1998 г. Бранко Миланович от Световната банка отбелязва рязкото увеличаване на неравенството в разпределението на доходите. Също през 1998 г., програмата на ООН за развитие (ПРООН) отбелязва спад в цялостния стандарт на живот. С други думи, за голяма част от анализаторите реформите са твърде сурови и причиняват масова социална вреда.

През 1999 г. икономистът Джоузеф Стиглиц, след това главен икономист в Световната банка, насочва тази нова критика към така наречения Вашингтонски консенсус (Stiglitz, 1999). Терминът "Вашингтонски консенсус" се отнася до набор от предписания на икономическата политика за развиващите се страни, насърчавани от Вашингтон и по-конкретно от базирани в столицата институции, включително Международния валутен фонд (МВФ), Световната банка и Министерството на финансите на САЩ.

Правилата за тази политика включват макроикономическа стабилизация, либерализиране на търговията и инвестициите, както и разширяването на конкуренцията в рамките на вътрешната икономика. Както твърди Стиглиц, "Big-Bang" или бързи и дълбоки реформи, трябва да даде път на постепенното либерализиране, което да облекчи „болката от прехода“. Той е особено категоричен по отношение на Русия, където вижда голям взрив от реформи, водещи до големи политически вълнения.

Като цяло изследванията, проведени през 90-те години на миналия век, стигат до извода, че ранните и бързите реформи причиняват ненужна социална болка и че трябва да се преразгледат мащабните реформи и да се открият техните положителни и отрицателни страни.

От началото на новото хилядолетие, изследванията виждат събитията в не толкова негативна светлина. Още през 1999 г. Миланович отбелязва, че влошаващото се разпределение на доходите и равнищата на бедност не са толкова лоши. През 2002 г. Ян Свейнар от Колумбийския университет също е загрижен за социалните проблеми в ранните години на прехода, но твърди, че това е много по-малко сериозно за ЦИЕ (Svejnar, 2002). Важно е, че Свейнар също твърди, че икономическата ефективност на ЦИЕ е много по-добра от тази в страните от бившия Съветски съюз. В много държави от ЦИЕ БВП се възстановява още през 1993 и 1994 г. Чуждестранните инвестиции започват да навлизат в средата на 90-те години на XX век, а растежът на износа и диверсификацията в Западна Европа също стават очевидни по това време.

През 2003 г. Ладислав Балцерович, който ръководи ранните полски реформи като заместник министър-председател и министър на финансите, е сред първите икономисти, които твърдят, че преходът в ЦИЕ се е извършил по-добре не поради късмет, географско местоположение или преговори за присъединяване с ЕС, но защото държавите от ЦИЕ са предприели ранна финансова стабилизация и бърза и решителна либерализация на пазара (Balcerowicz, 2005). Друг основен архитект на бързата реформа е Вацлав Клаус, който е министър на финансите на Чехословакия и по-късно премиер и президент на Чешката република. Държавите, които са предприели ранни и бързи реформи, постигат най-добри резултати.

Критиците на големия взрив (Big Bang) обаче, остават неубедени (Hood, Kilis & Vahlne, 1997). Някои от звездите на процеса на преход, като Естония и Латвия, бяха силно засегнати от голямата рецесия през 2008г. Също така големият взрив в Полша не се потвърждава от факта, че Полша е излязла от голямата рецесия невредима.

2. Измерване на напредъка към пазарна демокрация

ТРИ измерва напредъка към пазарна икономика в области като приватизация на големи и средни предприятия, либерализиране на цените, търговия и либерализации по валутни курсове, либерализиране на лихвения процент, банки и други. Макар и несъвършен, ТРИ е широко приет от специалистите в областта на прехода като разумен показател за относителната позиция на страните в преход по пътя към свободния пазар (вж. фигура 1).

Държавите, които увеличават своя резултат с поне една точка през първите три до четири години, са групирани като бързи реформатори. Ясно е, че Полша, Чехословакия (по-късно Чешката република и Словакия) и Унгария принадлежат към тази група. Хърватия и Словения, които започват от по-напреднала позиция поради по-ниското ниво на централизация в бивша Югославия, не достигат четирите държави от Централна Европа, но постигат бързи реформи след 1995 г. Следователно Хърватия и Словения също трябва да се считат за бързи реформатори.

След разпадането на СССР през 1991 г. трите балтийските страни бързо настигат Централна Европа и също така следва да се считат за бързи реформатори. Другите държави от бившия СССР се реформират по-бавно и с различна скорост. Например, резултатът на Беларус, Туркменистан и Узбекистан никога не е надвишил 2,5.

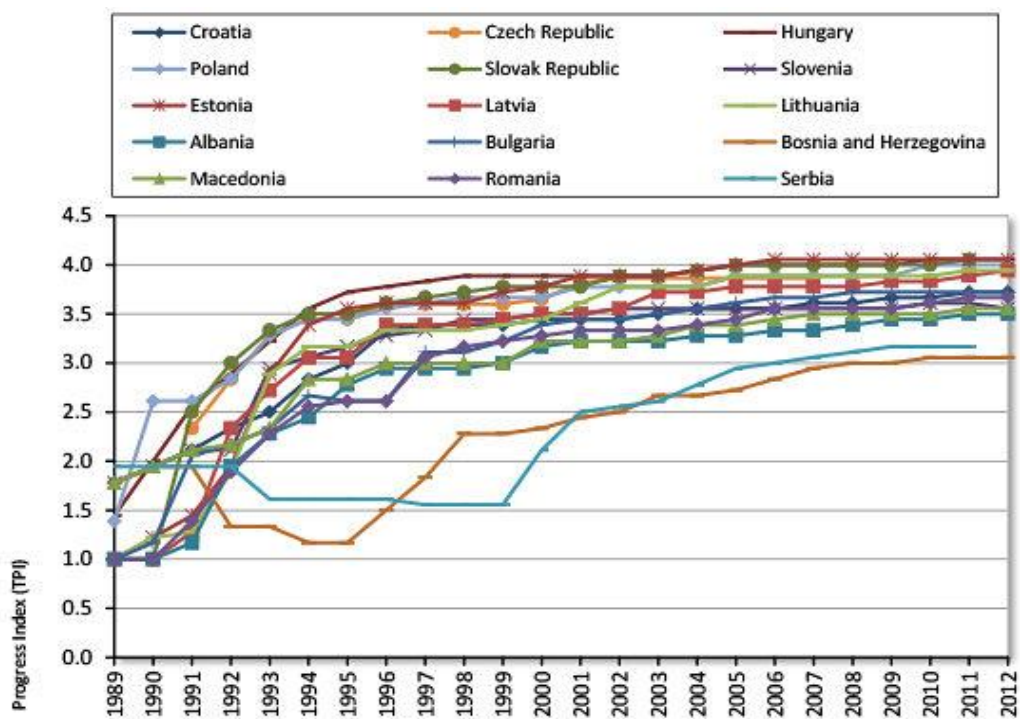
Специален случай, който повдига редица въпросителни, е Русия. Огромният ѝ скок напред между 1991 и 1994 г. се доближава до този на Полша, но преходът на Русия не е плавен. През 1992 г. реформите на Игор Гайдар скоро се сблъскват с опозицията и той бива

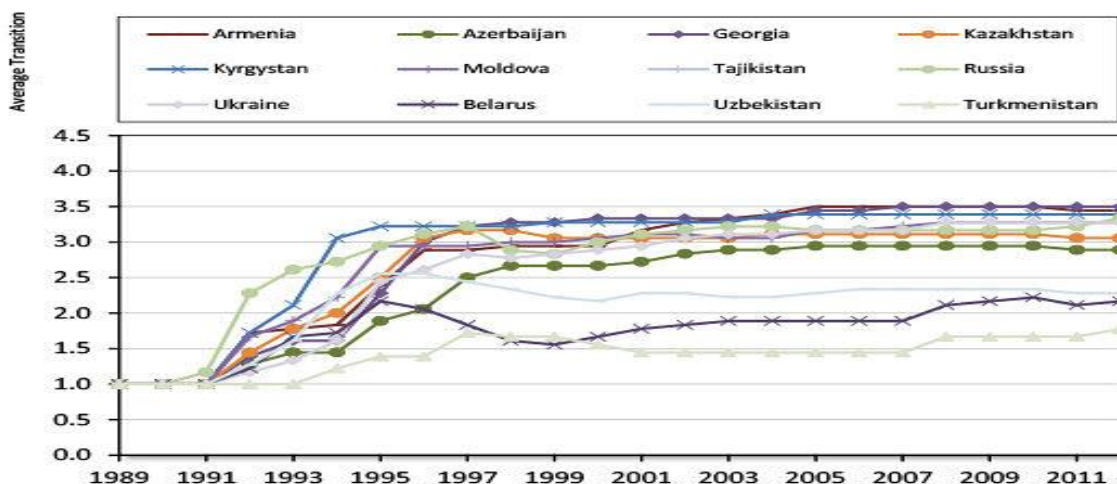
отстранен от правителството. Поради тази причина, Русия е категоризирана в таблица 1 като държава от тип "прекъснат Big-Bang".

На фигура 1 графиката на върха показва напредъка в прехода на централноевропейските, източноевропейските и балтийските страни. Графиката на дъното показва прогреса на прехода в останалата част на бившия СССР.

Струва си да се отбележат няколко основни характеристики на процеса на трансформация. Първо, съществуват съществени различия между държавите. Повечето от тях започват на най-ниското ниво от 1,0. До 1995 г. преходните стойности се разпространяват широко и тенденцията за разширяване продължава да съществува. Въпреки че големите реформи в Полша я поставят на първо място сред държавите в преход, останалата част от Централна Европа и Балтийския регион също достигат Полша до средата на 90-те години на XX век. В рамките на бившия СССР, Украйна забавя всички реформи до 1994 г., Грузия също е доста бавна в началото на реформите. За разлика от това, Беларус при управлението на министър-председателя Вячеслав Кийвич започва да се реформира по-рано от Украйна. През 1994 г. обаче, Алякур Лукашенко става беларуски президент и води страната обратно към един по същество съветски икономически режим.

Фигура 1. Прогресът към пазарна икономика в бившите комунистически държави





Източник: Европейска банка за възстановяване и развитие (ЕБВР)

Въпреки някои специфики, моделът на прехода за различните държави започва веднага след падането на комунизма и продължава до наши дни. Този модел е най-добре отразен в таблица 1, "Държави в преход, групирани по стратегии за ранна реформа", където са разделени централноевропейските и балтийските държави, защото балтийските страни са били част от СССР и започват процеса на преход малко по-късно от Централна Европа. Освен двете югославска икономики на Хърватска и Словения, които са в групата на Централна Европа, останалата част от Югоизточна Европа започва с прехода много по-късно, като това се дължи отчасти на войните в бивша Югославия и отчасти на политическите решения.

Таблица 1 - Държави в преход, групирани по стратегии за ранна реформа

Устойчив Big Bang	Напреднал старт	Прекъснат Big Bang	Постепенни реформи	Ограничени реформи
Естония	Хърватия	Албания	Азербайджан	Беларус
Латвия	Словения	България	Армения	Узбекистан
Литва	Унгария	Македония	Грузия	Туркменистан
Чехия		Казахстан	Казахстан	
Словакия*		Русия	Украйна	
Полша			Таджикистан	
			Румъния	

Източник: Oleh Havrylyshyn, *Divergent Paths in Post-Communist Transformation: Capitalism for All or Capitalism for the Few?* (Houndmills, UK: Palgrave MacMillan, 2006), p. 10, Table 2.

Забележка: Словакия преминава през период на бързи икономически реформи между 1990 и 1992 г., когато е част от Чехословашката федерация.

3. Измерване на икономическите и социални резултати

За да се проследят икономическите и социални резултати, е необходимо да се отчете промяната в БВП на глава от населението за цялата извадка от 29 държави в преход. Контрастът между бързите и постепенните реформатори е поразителен. Както вече отбелязахме, Украйна забавя всякакви реформи в продължение на няколко години и след това приема само постепенни промени. Отлагането на реформите на свой ред дава възможност за създаване на условия за корупция и възход на олигарси. Украинският пример е показателен не само заради сегашното положение на Украйна, но и защото показва какво се случва, когато реформите бъдат отложени. Украинците (особено от по-младото поколение) виждат голяма разлика в изпълнението между тяхната страна и групата ЦИЕ държави. Те свързват лошото представяне на Украйна с твърде малкото реформи, а не с твърде много реформи.

Обикновено държавите, които привличат повече ПЧИ на глава от населението, правят това поради по-добър инвестиционен климат. След това тези страни би следвало да се възползват от по-висок икономически растеж и силни експортни резултати. Таблица 2, "Потоци на ПЧИ по държави, 1989 – 2012 " показва, че насочените към реформи групи от държави постигат много по-големи притоци на ПЧИ. Различията между страните са огромни, като двата реформаторски блока получават много повече от останалите бивши комунистически страни.

Сходството между количеството ПЧИ, вливащи се в постепенните реформатори изглежда изненадващо. Голяма част от обяснението за това е свързана с огромните газови резерви на Туркменистан. Както винаги, петролът привлича големи инвестиции, независимо от характера на политическия режим. И това повишава средната стойност на ПЧИ в бившите руски републики. В странен контраст Русия е получила малко ПЧИ, въпреки че има големи петролни резерви. Това е така, защото Русия преследва политика на максимизиране на държавния контрол над петролните резерви, а също и защото Русия не предоставя атрактивен инвестиционен климат за своите много големи и сравнително напреднали производствени сектори.

Таблица 2. Потоци на ПЧИ по държави, 1989 – 2012

Група държави	Среден обем ПЧИ на глава от населението 1989-2012 (в щ.долари)
Балтийски държави	7012
Централна Европа	5672
Югоизточна Европа	3400
Бивши съветски републики, постпени реформи	1979
Бивши съветски републики, забавени реформи	1888

Източник: Европейска Банка за Възстановяване и Развитие, Доклад за прехода 2009 и индикатори за развитието на Световната банка

По отношение на социалното развитие би следвало да се проследи показателя за неравенството. В Таблица 3 се обобщава, по групи държави, тенденциите в неравенството, измерени с коефициента на Джини. Коефициентът на Джини измерва разпределението на доходите между жителите на дадена държава. Коефициентът варира от нула, което показва пълно равенство (т. е. доходите на всеки са напълно равни) до едно, което показва пълно неравенство (т. е. един човек има всички доходи в страната). На първо място, трябва да се отбележи, че коефициентът на Джини в социалистическия лагер е бил много по-нисък, отколкото в повечето пазарни икономики – с частично изключение на скандинавските държави. Но също така е важно да се отбележи, че коефициентът на Джини е по-висок в бившите съветски републики, отколкото в Централна Европа. Освен това, селските райони и регионите с ниски доходи имат много по-широко разпределение на доходите.

Таблица 3. Тенденции в коефициента на Джини по групи държави

	1988–92	1993	2002	2010
CE	.22	.29	.28	.30
Baltics	.25	.35	.36	.36
SEE	.21	.27	.33	.33
FSUREF	.27	.42	.38	.34
FSULAG	.25	N/A	.33	.35
OECD	(low)	Denmark	.25	.25
	(high)	USA	.40	.41
DEVPG	(low)	Indonesia	.30	.36
	(high)	Colombia	.49	.56
China	Rural		.36	.42
	Urban		.32	

Източник: Данните в първите три колони са от Oleh Havrylyshyn, *Divergent Paths in Post-Communist Transformation: Capitalism for All or Capitalism for the Few?* (Houndmills, UK: Palgrave MacMillan, 2006), p. 106, Table 3.9. Всички данни за 2010 г. са от база данни на Световната Банка "Индикатори за световното развитие"

От таблицата е видно, че всички страни в преход търпят нарастване в неравенството и разпределението на доходите. Това е очаквано, като се има предвид по-ранното изкуствено потискане на реформите и липсата на капиталови доходи за физическите лица. Мащабът на нарастващо неравенство обаче, е много по-голям в постепенните и изоставащите реформатори. Освен това коефициентът на Джини започва да се свива през последните години, но по-слабо в нереформираните държави.

4. Масовата приватизация в реформиращите се страни

Приватизацията е решаващият фактор и двигател на прехода от планово към пазарно стопанство. Най-общо използваните подходи за раздържавяване в реформиращите се страни могат да се обобщят в два - безплатна (купонна, ваучърна) приватизация и капиталова приватизация (приватизация срещу заплащане). Двата метода само условно се разграничават, но в чист вид те не се прилагат никъде. Безплатната приватизация например,

е много сложно явление, което трудно може да се обясни само с няколко приватизационни техники и модели и за неин синоним се посочва “купонна” или “ваучърна” приватизация. Интересно е да се отбележи, че очакванията са били безплатната приватизация да изиграе ролята на “допинг” за населението с цел смекчаване на социалното напрежение.

След ентузиазма в края на 1993 г. и 1994 г., “замразяването” на масовата приватизация в България преди тя да е започнала, доказва, че само наличието на воля от страна на правителството за въвеждане на нови методи на приватизация не е достатъчно. Необходимо е също така наличие на политически консенсус, както и добре разработен механизъм на приватизация, широка публичност и прозрачност, както и наличие на детайлна информация за всички участници в процеса².

- **Приватизацията в бивша Чехословакия**

Чехословакия е една от първите страни в Източна Европа, която едновременно осъществява монетарната и структурна реформа. Доминиращата държавна собственост, която през 1986 г. е 97%, високата концентрация на производството и монополното положение на държавните производители не позволяват въвеждането на реални пазарни механизми само по монетарен път.

Въпреки че в края на 80-те Чехословакия е държавата с най-развита промишленост в Източна Европа (с изключение на ГДР), вътрешните макроикономически проблеми при провеждане на радикална икономическа реформа не са никак малко. От средата на 80-те до началото на 90-те над 60% от БВП се създава от промишлеността, с преобладаваща тежка индустрия с висока материално- и енергоемкост, а основен външен пазар на чехословашките стоки са бившите социалистически страни. Чехословакия внася енергоносители от бившия СССР и храни главно от Унгария, Полша и България, следователно колапсът на тези пазари причинява значителни щети на чехословашката икономика. Годишните загуби за чехословашката икономика от разпадането на СИВ се изчисляват на около 2 млрд. щатски долара. Ако към тях се прибавят 2 млрд. долара загуби от войната в Персийския залив и над 5 млрд. долара дългове на бившите социалистически страни, става ясно, че в началото на 90-те чехословашката икономика е доста затруднена и в такава ситуация необмислената реформа може да доведе до сериозна икономическа катастрофа. До юли 1991 г. държавните предприятия са акумулирали несъбираеми вземания помежду си за над 80 млрд. крони или 3 млрд. долара.

Но едно друго обстоятелство създава благоприятна почва и дава по-добър старт на реформите там. За разлика от останалите източноевропейски страни Чехословакия е в по-добро положение по отношение на външния си дълг. В края на 1989 г. той възлиза на около 8 млрд. долара, но с нетиране на резервите във валута и злато и допълнителните активи в

² Център за изследване на демокрацията. *Масовата приватизация в реформиращите се страни*, София, 1996.

конвертируема валута в чужди банки, външният дълг на страната възлиза на едва 200 млн. долара. Така Чехословакия получава сравнително бързо, още в края на 1990 г., заем от МВФ за около 2 млрд. долара за реструктуриране на икономиката си. Основните стъпки на икономическата реформа включват либерализация на цените, вътрешна конвертируемост на кроната, създаване на законодателство и условия за конкуренция, както и освобождаване на държавните предприятия от централизирано управление.

Друг съществен фактор, който благоприятства стартирането на приватизацията в Чехословакия, е постигането на стабилност на валутата през период, в който инфлацията в страната надвишава тази в западноевропейските страни. Това става благодарение на 2 млрд. долара, които международните финансови институции предоставят като стенд-бай кредити на чехословашкото правителство. През декември 1991 г. правителството успява да покрие 50 млрд. крони лоши кредити на държавните предприятия, което на практика повишава тяхната финансова стабилност и ги предпазва от декапитализация. За покриване на разходите по лошите кредити на банките се предоставят държавни облигации и това стабилизира като цяло банковата система. По този начин чешките предприятия са оздравени преди началото на приватизацията и стават атрактивни за чуждестранни и местни инвеститори - една от причините за повишения интерес на населението към приватизацията.

Със стабилизационните мерки, икономическите промени се осъществяват паралелно с цялостна правна и институционална реформа. Създадени са институции на пазарната икономика, предприети са редица закони като Търговския кодекс, Закон за реституцията, Закон за земята, закони, регламентиращи собствеността на градовете и селата, на църквата и преобразуването на кооперациите. **Икономическите реформи в Чехия се основават като цяло на политическа стабилност и успешно съчетание на монетарна и структурна реформа - предпоставка за успеха на ваучърната приватизация.**

Приватизационният процес в бивша Чехословакия включва не само приватизация чрез ваучъри, но и пазарна (капиталова) приватизация - "малка" приватизация, обхващаща около 110 000 дребни стопански единици, предвидени за продажба чрез публични търгове; "голяма приватизация", включваща няколко хиляди държавни предприятия, които следва да се приватизират по различни методи, включително за голяма част от тях чрез бонове (ваучъри). Стратегията и целта на приватизацията в Чехия е ясна - максимално бързо раздържавяване на голяма част от държавните предприятия, а не максимални приходи от приватизацията. Това е продиктувано от две неща - липсата на значителни свободни финансови средства у населението и липсата на реален капиталов пазар. Основен приоритет е безвъзмездното прехвърляне на държавната собственост на чехословашките граждани.

Ваучърните инвестиционни фондове не са характерни единствено за чехословашката масова приватизация. Във всички източноевропейски страни, където приватизацията се провежда по този метод, са създадени такива фондове, с чието посредничество гражданите придобиват собственост. Формата на собственост на тези

фондове е частна в Чехия, Словакия, Словения, Русия и Литва, съответно държавна в Румъния и Полша.

Интересно е да се отбележат разликите в протичането на процеса на бонова приватизация при разделянето на двете републики - Чехия и Словакия. В Чехия доверието на инвеститорите се възвръща от политическата стабилност и добрата юридическа регламентация на процеса. Втората вълна завършва успешно в края на 1994 г., докато втората вълна в Словакия се забавя поради политическите кризи, причинили разпада на някои парламентарни групи. Фактът, че двете държави, които имат равен старт във ваучърната приватизация и равни условия впоследствие регистрират различен успех показва, че не самата схема предопределя резултатите. От съществено значение е и общата политическа и икономическа ситуация, както и общия ход на реформите.

Резултатите от приватизацията в Чехия са доста позитивни - до края на 1994 г. почти 70% от икономиката на страната е в частни ръце, а до края на 1996 г. държавата притежава само 10% от собствеността. И все пак, критиките към процеса са основно насочени към факта, че масовата приватизация не е довела до реструктуриране на предприятията, защото собствеността им е разпределена между голям брой собственици.

В Словакия втората вълна на ваучърна приватизация е блокирана от правителството на Мечиар, което идва на власт след изборите през юни 1992 г. На практика приватизационният процес почти спира при неговото управление и именно това води до вот на недоверие към кабинета му през март 1994 г. Новото правителство на Моравчик предприема редица проверки за подкупи на държавни предприятия в полза на партията на Мечиар - Движение за демократична Словакия. В икономическата програма на правителството приватизацията заема ключова позиция - списъкът за приватизация включва 631 предприятия на стойност 9 млрд. щ. долара, от които за масова приватизация са 2 млрд. щ. долара.

- **Приватизацията в Полша**

В Полша законодателната рамка на приватизацията се създава още през 1990 г. от правителството на Тадеуш Мазовецки. За съжаление обаче, нито то, нито другите след него успяват да създадат ясна стратегия за нейното провеждане въпреки добрата юридическа регламентация. Държавната администрация е парализирана от политически слабите многопартийни коалиции.

Полша е сред първите, които правят опити за открити продажби на промишлени предприятия, а неуспехът им провокира полските политици да опитат прилагането на други решение - напр. приватизация чрез ликвидация.

Основна причина за забавянето на приватизацията в Полша е влиянието на профсъюзите и работническите съвети, както и политическата нестабилност. Предсрочното разпускане на парламента през 1991 г. и 1993 г. оставя редица закони недовършени, включително и този за реституцията.

Главната особеност на полската икономика преди началото на приватизацията е, че още през 1985 г. делът на държавния сектор не е толкова голям колкото в другите държави от СИВ - 81.75% от БВП. Същевременно, някои от икономическите показатели на Полша в пред-приватизационния период са значително по-неблагоприятни, отколкото в Чехословакия - външният дълг, бюджетният дефицит и либерализацията на цените. През 1990 г. външният дълг на Полша възлиза на 48.4 млрд. долара. В резултат на влиянието на редица фактори, особено на първоначалните споразумения на страната с Парижкия клуб, в края на февруари 1992 г. брутният вътрешен дълг на страната е сведен до 46.3 млрд. долара с тенденция за по-нататъшно намаление главно за сметка на покачването на курса на долара към европейските валути. През 1991 г. обаче, бюджетният дефицит на Полша надхвърля 7 пъти първоначално приетия размер 406,6 млн. щ. долара и достига 3 млрд. щ. долара. Основна причина за това е спадът в производството с 22%, а това оказва и негативно влияние на отношенията на страната с МВФ. Строгата фискална политика обаче, го намалява до 1,9 млрд. щ. долара за 1992 г., и с още 40% през 1993г.

Това е макроикономическата рамка, при която Полша стартира икономическите реформи на прехода. Съгласно приетата програма, в страната трябва да се постигне такава структура на собствеността в отделните сектори - държавен, частен и корпоративен - при която никой от тях да няма доминираща роля на пазара. Това означава държавната собственост от 81% да бъде сведена до минимум или поне до 50%, като за целта се използват всички приватизационни механизми - капиталови (пазарни) и безплатни (бонови). Полската приватизация се извършва с успешни темпове - към края на 1992 г. делът на частния сектор достига 42% от БВП, а в края на 1993 г. вече надхвърля желаните 50%.

Първата приватизационна техника в Полша е откритата (публична) продажба на акции, която предвижда предоставяне на акции на предприятието след преобразуването му в търговско дружество на различни групи инвеститори. Продажната цена/емисионната стойност на акциите се определя на по-ниско ниво, за да е достъпна за обикновения гражданин. Този метод се възприема като скъп и трудоемък, тъй като изисква висококвалифицирани експерти да подготвят брошура на продажбата, която да съдържа информация за развитието на предприятието, за размера на предлаганите акции и тяхната продажна цена, както и прогноза за изплащания дивидент през следващите години. Откритата продажба е подходяща само за предприятия в много добро финансово състояние. Тази техника не се възприема особено позитивно от населението в Полша, тъй като работниците разглеждат заводите, в които работят като своя собственост. Реално само 5 предприятия се приватизират по схемата през 1990г., а през 1991 г. още 6 други предприятия.

Приватизацията чрез реструктуриране предоставя сериозни финансови преференции за външни мениджърски екипи. В Полша методът бива приложен за 50 МСП и не се свързва с Програмата за масова приватизация от 1993 г. Според тази схема предприятието трябва първоначално да се стабилизира, следвайки планове за развитие, разработени от мениджърски екипи, които определят цената на приватизационния обект. Екипът, предложил най-висока цена, има правото да управлява предприятието за 2 години, като последователно го реструктурира (стабилизира) и приватизира.

Мениджърското и колективно изкупуване на предприятията е използвано в Полша основно в процеса на приватизация на малки и средни предприятия, тъй като е осъществимо само при ниска стойност на предприятията. В голяма част от случаите държавата е кредитор, тъй като финансовите възможности на работниците и мениджмънта са ограничени. Тази форма на приватизация има успех в Полша, защото колективите имат интерес към бизнеса и компетенции в управлението на предприятието.

Приватизацията чрез ликвидация е специфичен полски модел - най-масов в Полша и с най-добри резултати при раздържавяването на големи промишлени обекти, повечето от които с голяма вътрешна задлъжнялост и ограничени пазари. Популярността на тази форма на приватизация се дължи предимно на възможностите, които се предоставят на мениджмънта и работниците за инициране и контролиране на приватизационния процес. До средата на 1993 г. от общо 2217 приватизирани предприятия 1716 са раздържавени чрез ликвидация, а от тях 651 са закупени от персонала на ликвидираното предприятие.

Сходствата между българската и полската приватизация не се ограничават само до фаворизиране на капиталовата приватизация. Програмата за масова приватизация в Полша се нарича още "гражданска приватизация" и предвижда в процеса да участват 27 милиона пълнолетни граждани, между които в първата фаза да се разпредели имуществото на над 500 големи предприятия. В Полша се отхвърля чешката концепция за бонова приватизация поради вероятността от редистрибуция на имуществото чрез продажба на боновете на вторичния пазар от голяма част от гражданите. От друга страна, боновете биха могли да спомогнат за засилване на инфлацията. Затова предприятията, определени за полската масова приватизация задължително трябва да се преобразуват в търговски дружества, като 60% от акциите на всяко едно от тях се разпределят между специално създадените от Правителството за тази цел Национални инвестиционни фондове, които ще станат и собственици на акциите. На тях се възлага управлението, реструктурирането и постепенната приватизация на акциите, а от своя страна самите фондове ще емитират акции, които да се разпределят безвъзмездно сред населението. Притеснението, че ако тези фондове са частни те няма да инвестират в контролираните предприятия и дори могат да фалират, кара поляците да избегнат подобно развитие като това в Чехословакия.

- **Приватизацията в Румъния**

В Румъния, по модела на много реформиращи се страни, промишленото производство спада с около 15-20% годишно за периода 1993-1994. С ценовите шокове годишната инфлация през 1991 г. достига 200%. Отделно, курсът на румънската лея към долара е нестабилен - през 1989 1 долар се разменя за 189 леи, а през 1994 курсът е 1:1700. Износът на страната пада драстично - с 40% за социалистическите страни и с 24% за развитите страни.

Това е макроикономическата обстановка, в условията на която започва процеса на приватизация в Румъния. Съгласно румънския Закон за приватизацията 30% от акциите на преобразуваните в търговски дружества държавни предприятия трябва да бъдат разпределени безвъзмездно сред населението, а останалите 70% да се продадат през следващите 7 години - съчетание между капиталова и безплатна приватизация.

В Румъния масовата приватизация е тясно свързана с частните фондове. Румънската схема за масово раздържавяване съчетава пазарната с масовата приватизация, като обект на масова приватизация са 6000 фирми, преобразувани в търговски дружества, като 30% от акциите на всяка фирма се прехвърлят на частните фондове, а 70% на Държавния фонд за собственост. Сертификатите за собственост, получени от всеки пълнолетен румънски гражданин, представляват акциите на 5-те частни фонда.

Разпределението на търговските дружества в частни фондове става по географски признак за 2500 малки фирми и по отраслов признак и стойности за другите 3500 търговски дружества. Приватизацията на едрите промишлени предприятия се осъществява от Държавния фонд и само когато някой от частните фондове е намерил купувач на 100% от акциите на дадено предприятие, той има право да делегира правата си на съответния частен фонд. Така над 16 милиона румънски граждани на възраст над 18 години получават правото да придобият сертификат за собственост - по един за всеки частен фонд, като заплащат за това 1% от средната месечна заплата за страната. Сертификатът дава право на собствениците си да получат след първите 3 години дивидент, като до тогава печалбата се капитализира. Сертификатите могат да бъдат продавани, но не и на чужденци.

Ваучърното раздържавяване в Румъния значително се забавя, тъй като още в самото начало масовата приватизация не може да привлече интереса на цялото население и около 1 милион души отказват да вземат полагащите им се сертификати. Други 7% от 15-те милиона румънци са ги придобили на цена, по-ниска от оценъчната им стойност.

- **Приватизацията в Русия**

В Русия икономическите реформи започват още на етапа на т.нар. *перестройка*, като се търсят начини за намаляване на силната централизация в управлението на държавните предприятия. След провала на августовския преврат през 1991 г. и в последствие

разпадането на СССР, новото правителство на Елцин осъществява характерните за всички бивши социалистически страни реформи, заложи в споразумението с МВФ и Световната банка, а именно: либерализация на цените, строга фискална политика, данъчна и банкова реформа и др. Осъществяването на безплатна (масова) приватизация на държавните предприятия е важен елемент.

В края на 80-те и началото на 90-те години руската икономика преминава през сериозна икономическа криза. Промисленото производство спада непрекъснато, средно с около 14% за периода 1990-1993. Неговата централизация в новите пазарни условия довежда до бързо акумулиране на лоши кредити и нарастване на междуфирмената задлъжнялост. Либерализацията на цените започва в началото на 1992 г. и до края на годината обхваща над 80% от стоките. За някои от тях са определени тавани, които поради високата инфлация не могат да покрият дори производствените разходи на предприятията. Правителството контролира централизирано цените на стоките и услугите от първа необходимост. След разпада на СИВ, износьт на Русия за тези страни намалява с 60% за периода 1990-1991, а вносьт от тях спада три пъти.

Високата централизация на производството и икономическата ситуация в Русия създават сериозни препятствия пред старта на приватизацията в страната. Реформите тук за разлика от другите страни са още по-трудни поради градената повече от 70 години икономика на централизирано и планово управление.

Лизинговите предприятия са първият по-сериозен опит за ограничаване на монопола на държавната собственост в икономическата сфера. На практика той е първата стъпка към приватизацията и по-точно към т.нар. “трудова собственост”, в която основна роля играят работниците.

Друга форма за приватизация са промишлените асоциации, в които е концентрирана огромна икономическа мощ. Образоването на промишлени асоциации се осъществява без специална законова регламентация на основата на решения на отделните отраслови министерства. Към края на 1991 г. вече функционират над 3000 асоциации, които контролират около 40% от промишленото производство, а в тяхната структура работят над 6 млн. души. Тези структури контролират стратегически важни отрасли - 99% от производството на нефт (Роснефтьгаз), 93% от производството на природен газ (Газпром), 98% от производството на въглища (Уголь России) и т.н.

Руската програма за приватизация класифицира предприятията в пет основни групи: първата включва обектите от стратегическо значение, забранени за приватизация - пенсионни фондове, радио и телевизия, газопроводи, магистрали, атомни централи и др. Приватизацията на втората група, включваща предприятията от военно-промишления сектор, енергетиката, търговските банки е възможна само с решение на Министерски съвет. За предприятията с персонал над 10 000 души и дълготрайни активи над 150 млн. рубли е

необходимо решение на Държавния комитет за управление на държавната собственост. Четвъртата група обхваща обектите от общинско значение, които може да се приватизират само с одобрение на местната власт, а петата - предприятията за задължителна приватизация, които са главно обекти от търговската и обслужващата сфера, хранително-вкусовата и леката промишленост, предприятията работещи на загуба и тези в ликвидация.

Приватизацията в Русия се извършва на два етапа - през първия етап до 1992 г. всички предприятия трябва задължително да бъдат преобразувани в търговски дружества. След това инициативата за осъществяване на сделката се предоставя на различни институции. Това може да са работници и управители на предприятието, потенциални инвеститори, външни кредитори и банки.

За разлика от Полша и бившата Чехословакия, в Русия ваучърите не са средство за участие в предварително определени продажби на държавно имущество. Те са допълнително платежно средство за участие в приватизацията на всички държавни предприятия. Според изчисленията ваучърите трябва да покрият 35% от стойността на всички предприятия, обект на раздържавяване.

ВТОРА ГЛАВА

ПЪРВИТЕ ГОДИНИ НА ПРЕХОДА В БЪЛГАРИЯ

доц. д-р Ренета Димитрова

1. Криза и времена на преразпределение на блага (1990 - 1997)

Вече 30 години България върви по пътя на преход от тоталитарно управление към свободно, демократично общество, от планова към пазарна икономика. Трудни години, започнали драматично с падането на Берлинската стена и промяната на политическата система в страните от т. нар. Източен блок, към които принадлежи и България в онези години.

Анализът на мненията на различни автори, дава основание да бъдат изведени следните групи по-важни и определящи предпоставки за настъпилите промени. Те са изключително важни. Всъщност предисторията стои в основата на разликите между отделните страни по пътя на прехода и в конкретния облик на края³.

1. *Политически предпоставки* – промяната на строя в СССР - т. нар. перестройка, започната от Михаил Горбачов – генерален секретар на Комунистическата партия на Съветския съюз. Тази перестройка се оказва решаваща за разпадането на Социалистическия лагер.

2. *Икономически предпоставки* – през 80-те години на миналия век икономиката на страната ни влиза в криза; основните търговски отношения са със СССР и страните от Съвета за икономическа взаимопомощ, което създава зависимост. Нещо повече, тази зависимост е както по отношение на суровините, така и при реализацията на продукцията на огромния руски пазар; външният дълг расте с изключително бързи темпове.

3. *Обществени предпоставки* – промените в политическата система на социалистическия лагер водят неминуемо да оформянето на нов тип граждански организации, наричани в онези години „дисидентски“, които поставят на дневен ред редица правови, екологични и синдикални въпроси. Друг катализатор за засилване на гражданското недоволство е политиката на смяна на имената на българските турци, известна като възродителен процес. Напрежението тлее години наред (от 1984 г. до 1989 г.) и става причина за открито гражданско недоволство.

³ Вж: Ангелов, Г. и екип. *Анатомия на прехода*. с.11.

Въпросът за началото на прехода от тоталитарно към демократично общество е все още дискуссионен. Безспорно обаче, важната дата за Република България е 10 ноември 1989 г., когато Тодор Живков не само подава оставка като генерален секретар на ЦК на БКП, но и освобождава поста на председател на Държавния съвет. На негово място за държавен глава е избран Петър Младенов. Тази дата се смята за начало на прехода. Според Иван Костов свалянето на Тодор Живков от власт обаче не е демократизация, тъй като авторитарният му режим остава само тоталитарен⁴. В подкрепа на това, авторът посочва следните обстоятелства⁵:

- Все още първият Съюз на демократичните сили не е установен като категорична и решителна опозиция на бившите комунисти;
- Процесът на пълно разграждане на заварените институции и изграждането на нови, демократични институции е в съвсем начален етап;
- Не може да се говори за поставяне на всички държавни институции и гражданите на страната наравно пред закона;
- Все още липсват свободни и независими от никакви персонални и групови интереси медии.

Следва друго важно събитие - под въздействието на обществения натиск и пред риска реформата на строя да се извърши чрез революция, през месец декември 1989 г. ЦК на БКП взема решение да бъде отменен член 1 от Конституцията на страната ни, който регламентира монопола на БКП върху цялата държава. Отново с цел да се избегне революция, на 14 май 1990 г. се провежда национална кръгла маса, чиято главна цел е била да „очертае рамките на мирния преход“⁶. Много и важни са договорените решения и едно от тях е за свикване на Велико народно събрание, което да изработи и приеме нова конституция на Република България. Това е много ключов момент от съвременната история на страната ни, но не са изключение мненията, че мотивът, всъщност, е бил „след изборите всяка от двете основни легитимирани на кръглата маса партии да може дори при изборен неуспех да блокира решенията на мнозинството“⁷. Именно на тази кръгла маса двата новосъздадени политически елита (независимо че единият е от средите на бившия

⁴ Костов, Ив. Свидетелства на прехода 1989-1999, Сиела, 2019 г., с. 37.

⁵ Пак там.

⁶ Както посочват двама известни български социолози – Андрей Райчев и Кънчо Стойчев, при всеки голям социален катаклизъм и съпровождащата го смяна на елитите, последната може се осъществи посредством два модела: първият, определян като революция - старата власт (елит) бива подменена от алтернативна и вторият (реформа) – старата власт се разделя на части, някои от които поемат функциите на нов елит. Под власт (елит) авторите разбират не само титулованите държавници, но и хора с обществено значими професии, като лекари, преподаватели, журналисти, стопански дейци и други такива. Вж: Райчев, А. и К. Стойчев. Какво се случи. Разказ за прехода в България и малко след него, С., 2008.

⁷ Ангелов, Г. и екип. Анатомия на прехода (Стопанската политика в България от 1989 до 2004 г. през погледа на Института за пазарна икономика), с. 19.

комунистически елит, бел. на авт.) и личностите, които ги представляват е трябвало да се легитимират пред цялото общество. Като слабост на това легитимиране някои автори посочват противопоставянето⁸, което всъщност предопределя особеностите и структурата на прехода в нашата страна. Мненията за успеха на националната кръгла маса не са еднозначни. Категорично е мнението на Георги Ангелов, според който кръглата маса не е могла да свърши, тъй като съгласията ѝ никога не са били изложени писмено във вид на политически споразумения, които да са станали известен на обществото договор между основните политически актьори⁹.

Един от най-драматичните символи на първия етап от прехода е зимата на 1990 г., известна като „Лукановата зима“. Тя несъмнено е запомнена и като „гладната зима“. Провалът на Българската планова икономика най-ясно проличава през зимата на 1990 г., когато Лукановото правителство, притиснато от обстоятелствата, налага едностранен мораториум върху обслужването на външния дълг на Република България, който е станал над 10 млрд. долара. Неслучайно този мораториум се счита за първия банкрут на държавата ни. Съвсем правилно редица икономисти изтъкват, че фалитът на държавата ни по обслужването на нейния дълг е формалният крах на социалистическия строй и стопанство. Кой обаче са по-важните обстоятелства, довели до този крах на българската икономика и до задълбочаване на кризата? Обобщавайки мненията на редица политолози, социолози и икономически анализатори, тези обстоятелства могат да бъдат систематизирани в следните основни групи:

- **Вътрешни обстоятелства:**

1. Остаряло техническо оборудване в много държавни предприятия;
2. Неефективно производство в редица сфери на икономиката;
3. Неподготвеност на управляващите държавата и бизнеса по отношение на принципите на пазарната икономика;
4. Липса на реална икономическа програма за излизане от кризата;
5. Липса на стратегически инвеститори.

В помощ на правителството на Андрей Луканов се явява Роналд Ът, вицепрезидент на Националната търговска камара на САЩ. Той и негов екип разработват Национална стратегия, която набелязва следните важни мерки, целящи да подпомогнат страната ни за излизане от кризата, а именно: да започнат основни парични реформи, да се позволи свободна обмяна на чужди валути, да се премахне контролът над заплати и цени, да се предприемат стъпки за защита на най-бедните слоеве от населението от трудностите, да се

⁸ Вж: Райчев, А. и К. Стойчев, Какво се случи? Разказ за прехода в България и малко след него. С., 2008, с.

⁹ Вж: Ангелов Г. и екип, цит. съч., с. 12.

съгласува данъчна реформа, да се пригоди търговският закон от 1896 г. към тогавашните бизнес дела, да се преразгледа Законът за социална политика. И относно тази програма икономистите дават различни оценки. Според Венцислав Димитров тази програма не е имала никакво влияние върху развитието на страната, защото никога не е била изпълнена, но е спомогнала да се заговори за това какво всъщност е пазарно стопанство и как трябва да бъде използвано¹⁰. Според икономистът Боян Славенков ако програмата е била приложена, процесът към една нормална икономика е щял да бъде бърз и по-безболезнен¹¹.

- **Външни обстоятелства:**

1. *Свиване на външните пазари*, което води до увеличаване на дефицита в платежния баланс поради незначителните валутни постъпления. Известно е, че през последните тридесет години на XX век България и нейната икономика, като член на Съвета за Икономическа Взаимопомощ, е силно обвързана със Съветския съюз и страните от социалистическия блок. Това обвързване, обаче, не е основано на пазарни принципи, а на принципите на „взаимна изгода“, която намира проявление в бартерни сделки. Например България изнася машини (електрокари и мотокари) и електроника, а внася много необходимия ѝ петрол. Този петрол страната ни преработва, изнася на световните пазари и получава т. нар. „твърда валута“;

2. Отказ на международните банкови пазари да финансират страната ни поради липсата на подкрепа от страна на западните страни и на световните финансови институции.

За съжаление, зимата на 1991 г. не е по-добра от зимата на 1990 г., когато правителството на Димитър Попов либерализира цените и тяхното увеличение надминава 100 %. Една фраза на Димитър Попов е емблематична за онези времена – *„За Бога, братя, не купувайте!“*.

Следващите години се характеризират със сменящи се периоди на слаб оптимизъм и несигурност в утрешния ден, породени от временна стабилизация или дестабилизация. Един от недъзите на прехода е организираната престъпност, която се заражда именно в първите години на този преход. И много бързо тя придобива големи мащаби, намирайки проявление в силовите групировки, създадени от средите на бивши спортисти, свързани с полицията и държавна сигурност. Най-големият проблем обаче е, че тези групировки се срастват с властта и това създава възможност властимащи и босове на пристъпни групировки да натрупат капитали. Борбата не е лесна, още повече, че в тези години са липсвали адекватни закони и система за контрол. Все още не са забравени различните форми на рекет по отношение на застраховането, охраната и други бизнеси, финансовите пирамиди, неразрешената търговска дейност и други.

¹⁰ Костов, Ив. Свидетелства на прехода 1989-1999, Сиела, 2019 г., с. 37.

¹¹ Костов, Ив. Свидетелства на прехода 1989-1999, Сиела, 2019 г., с. 37.

Политическата криза се проявява в честата смяна на правителства:

- ***Правителството на Филип Димитров (1991-1992)***

След програмното правителство на Димитър Попов (1990 г. – 1991 г.) идва правителството на Филип Димитров, което просъществува от 8 ноември 1991 г. до месец октомври 1992 г. То всъщност е правителство на малцинството. По негово време България е приета за член на Съвета на Европа и се кандидатира за асоцииран член на Европейския съюз. Правителството прокламира пред обществото като своя основна цел – смяна на системата, т.е. смяна на строя и смяна на икономиката. Един от подводните камъни, които допринесоха до голяма степен за неговото сваляне е реституцията на имущество, отнето по време на комунистическия режим. Този процес засяга широк кръг от населението, поражда конфликти и насажда противоречия. В същото време кризата се задълбочава и засяга в най-голяма степен доходите на гражданите поради увеличаването на безработицата и снижаването на жизнения стандарт. В началото на 1992 г. са проведени първите преки президентски избори и са спечелени от излъчения от Съюза на демократичните сили кандидат – Желю Желев. Негов заместник е известната писателка и поетеса – Блага Димитрова. И двамата са от средите на българската интелигенция. Сериозен проблем са оказва конфликтът между президентската институция и министър-председателя. Той създава напрежение между членовете на парламентарната група на СДС. Решението на Филип Димитров да поиска от Парламента вот на доверие се оказва недалновидно. Той не получава необходимото мнозинство и правителството пада. Вместо обаче да се назначи служебно правителство и провеждане на извънредни парламентарни избори, се отива на вариант избор на нов министър-председател;

- ***Правителството на Любен Беров (1992 г. – 1994 г.)***

Правителството на Любен Беров (1992 г. – 1994 г.) е съставено с мандата на ДПС и е определено като експертно. Успех тогава е присъединяването на страната ни към програмата на НАТО „Партньорство за мир“ и, заедно с това, приемането ѝ за асоцииран негов член. Обстановката в страната се характеризира с висока престъпност и продължаващ разпад както на икономиката, така и на политическия живот. Именно тогава се заражда организираната престъпност, която в следващите години успява да преразпредели голяма част от националното богатство. Политическата криза се задълбочава заради конфликтите на депутатите от СДС както с Любен Беров, така и с Желю Желев. Предимство на една такова експертно управление според проф. д-р Искра Баева е, че успява да успокои политическите страсти, които пречат на предишните правителства да се съсредоточат върху икономическите реформи¹². Заедно с това, тя посочва и няколко недостатъка – липса на политическа отговорност и възможност върху решенията да влияят неяви за обществото

¹² Баева И. и Е. Калинова, *Българските преходи 1939 – 2010*, С., Парадигма, 2010, с. 289

интереси на икономически групировки, които по това време започват да се създават и утвърждават в България¹³.

След подаване на оставка от страна на Любен Беров, президентът на Р България Жельо Желев назначава *служебно правителство с министър – председател Ренета Инджова.*

- ***Правителството на Жан Виденов (1995 г. – 1996 г.)***

Съдбоносно за страната ни е управлението на правителството на Жан Виденов (1995 г. – 1996 г.). Чуват се предупреждения за опасностите от правителство на БСП, като „...*ако Българската социалистическа партия успее по някакъв начин да състави правителство и да управлява нашата страна, крахът ще бъде дори по-лош от този, който е тук в момента*“ (става дума за края на 1994 г., бел. на авт.)¹⁴. И те се оказват пророчески. Това правителство стартира т. нар. масова приватизация, чиято същност се проявява в даването на възможност на гражданите да закупят бонове, срещу които *първо* да имат възможност да получат акции в държавни предприятия или *второ* да ги вложат в приватизационни фондове. Според някои икономисти именно този подход за приватизация е ограбил българската икономика¹⁵. Нещо повече, изтъква се че масовата приватизация и работническо-мениджърската приватизация са „двете основни грешки в процеса на прехода“¹⁶. И това е така. Сигурно съвсем други биха били резултатите, ако губещите предприятия са били продадени на чужди инвеститори. Така освен запазване на бизнеса, в държавата е щяла да се влее валута. Всъщност масовата приватизация е и един от начините държавното богатство да се заграби от няколко бизнес субекти, принадлежащи към политическия елит на Българската комунистическа партия и Държавна сигурност. Тя допринася разделението на бедни и богати да се задълбочава и тези тенденции да се запазва и до днес.

Разпадът в икономиката продължава и повлича със себе си банковата система, която изпълнява политиката на правителството на Жан Виденов и на предишните правителства да кредитира отдавна губещите предприятия. Тежки са и социалните последици. Растящата безработица, драстичното намаляване на доходите са високата цена, която много граждани в страната заплащат. Емблематична за онези години е т. нар. „зърнена криза“. В основата ѝ стои износът на зърно с цел по-високи доходи. Ниската изкупна цена на зърното карала зърнопроизводителите да не продават продукцията си на вътрешния пазар, а да я изнасят съответно за долари. Изводът, които се налага тогава е, че „проблемът със зърното е създаден нарочно, за да се облагодетелстват определени групировки“, което пък води до нещо още по лошо – „страната ни изпада в бедствено положение“.

¹³ Пак там, с. 289

¹⁴ Костов, Ив. Цит. съч., с. 186.

¹⁵ Лаков, Кр. Преходът, който не стана така, както бе замислен. Класик дизайн ЕООД, С., 2014, с. 38

¹⁶ Пак там.

Есента на 1996 г. се характеризира със сериозна криза в управляващата Българска социалистическа партия, която е резултат както от упадъка в икономиката, ниския жизнен стандарт на гражданите и беззаконията на организираната престъпност, така и от победата на кандидата на обединената опозиция – Петър Стоянов. Жан Виденов подава оставка.

Преходът от социализъм към капитализъм, от планова към пазарна икономика, от тоталитаризъм към демокрация, както вече беше посочено, не засяга само Р България. Такъв преход осъществяват и Словения, Чехия, Унгария, Словакия, Естония, Литва, Полша, Латвия, Румъния, които днес са членове на Европейския съюз. Редица анализатори на българския преход констатират, че се очертават значителни различия между скоростта и формите на политическо развитие в страните от Централна Европа¹⁷. Един от основните въпроси е дали плавният преход е по-добър вариант по отношение на икономическото развитие, установяването на демокрация и социалната цена. Подробно изследване в тази посока се съдържа в доклада *25 Years of Reform in Ex-Communist Countries: Fast and Extensive Reforms Led to Higher Growth and More Political Freedom* на института „Кейто“¹⁸. Изводите от доклада са, че в балтийските страни – Литва, Латвия и Естония и в страните от Централна Европа – Полша, Чехия, Унгария, Словакия и Словения преходът е протекъл бързо и далеч по-успешно, отколкото в България и Румъния. Нещо повече, според авторите на доклада, държавите прокарали резки реформи са в по-добро състояние не само икономически, но и институционално, социално и политически. В нашата страна реформите са плавни и заедно с това бавни, формални в определени периоди, за което гражданите платиха висока социална цена.

Може да бъде посочен още един негативен резултат от бавните реформи – чуждите инвеститори започват да проявяват по-активно интерес към българските предприятия едва през 1997 г. Така страната ни остава далеч зад страните от Централна Европа и балтийските страни по отношение на икономическото си развитие.

2. От кризата и въвеждането на валутния борд до пълноправното членство в ЕС (1997 - 2007)

В най-новата ни история само кризата от 1990 г. може да се мери по сила и мащабност с тази от началото на 1997 г. Икономическата криза намира проявление в:

- Срив на икономиката;
- Инфлация, преминаваща в хиперинфлация;

¹⁷ Калинова, Е и И. Баева. Българските преходи 1939-2010, Парадигма, 2010, с. 277.

¹⁸ http://object.cato.org/sites/cato.org/files/pubs/pdf/pa795_1.pdf.

- Драстичен спад в доходите на населението;
- Обезценяване на националната валута в изключително големи размери;
- Спад на брутният вътрешен продукт;
- Нарастване на правителствения дълг – вътрешен и външен;
- Въвеждане на купонна система за най-необходимите хранителни продукти;
- Срив в банковата система.

Политическа криза също набира скорост. Тя започва с всекидневни мирни шествия, преминава в блокада на основни улици и кръстовища в столицата, отказ на работниците да работят. На 4 февруари 1997 г. Николай Добрев връща мандата за съставяне на ново правителство, тъй като обществото категорично заявява нежеланието си Българската социалистическа партия да излъчи ново правителство. За да излезе страната ни от политическата криза първо са обявени извънредни парламентарни избори за 19 април 1997 г. и второ, назначено е служебно правителство начело със Стефан Софийски. На изборите абсолютно мнозинство печелят Обединените демократични сили. За излизане от кризата тогавашният Парламент приема декларация. Всъщност, с парламентарните избори от април 1997 г. се слага край на продължилата почти цяло десетилетие икономическа и политическа нестабилност.

Новото правителство е оглавно от Иван Костов. Едно от важните решения на това правителство е сключването на споразумения с Международния валутен фонд и Световната банка, които се оказват основен фактор за постигане на стабилизация във финансовата сфера, а оттам и макроикономическа стабилизация. Помощта естествено е в парична форма и нейният размер зависи от международните финансови институции и агенциите за кредитен рейтинг, които определят равнището на платежоспособност на съответната страна. Срещу финансовата помощ Република България въвежда Валутен борд, което става със закон от 01.07.1997 г. Той фиксира националната ни валута – българския лев към германската марка.

Въпреки, че Валутният борд е въведен по време на мандата на управляваното от него правителство, Иван Костов и до днес поставя под сериозно съмнение необходимостта от тази важна стъпка. Той не отрича факта, че посредством него са били спрени два крайно негативни процеса: *първият* е обезценяването на левовите спестявания и съответно на левовите кредити, което даваше възможност за ограбване на вложителите и облагодетелстване на т.нар. кредитни милионери, между които най-големият бе българската държава и *вторият* – обезценяването на текущите доходи под формата на работни заплати и пенсии, което водеше до драстично намаляване на покупателната

способност и до свиване на потребителския пазар¹⁹. Но заедно с това министър-председателят на България за периода 1997 г. – 2001 г. изтъква, че положителният ефект, който бордът упражнява върху доходите, спестяванията и стойността на активите, е първата и задължителна цел, която преследват и постигат централните банки в голямото мнозинство страни по света, дори когато не са напълно независими²⁰.

Безспорен факт е, че Валутният борд стабилизира финансово страната. Световната банка и Международният валутен фонд поставят на страната ни още едно ключово както се оказва не само за икономиката, но и за политическия живот условие, а именно: приватизация или ликвидация на най-големите губещи предприятия и то по определен списък. Срокът за това е 30 юни 1999 г. И досега правителството на ОДС носи упреците за приватизацията на структуроопределящи предприятия като „Кремиковци“, „Балкан“, Нефтохим „Бургас“ и др. Но е факт, че стабилизационните споразумения с МВФ, МБВР и останалите международни финансови институции определили ускорената приватизация като основен структурен критерий, неспазването на който е означавало спиране на траншовете от договорените заеми²¹. Това е основание Иван Костов да отхвърли категорично твърденията, че приватизацията е била престъпна, защото всъщност те представляват обвинения срещу международните институции в съучастие в престъпление, а те единствено са помогнали на България да излезе от икономическата катастрофа²².

По отношение на външнополитическата си ориентация, правителството работи активно за приобщаването на страната към Европа. Пътят на България към членство в Европейския съюз, както вече беше посочено, започва още в 1990 г., когато на 22 декември 7-то Велико народно събрание взема решение Република България да стане пълноправен член на Европейските общности. На 10 декември 1999 г. Европейският съвет взема решение да открие преговори с няколко европейски страна и в т.ч. с България. Официалното откриване на преговорите е 15 февруари 2000 г. Следват 6 години упорита работа, свършена от екипи на няколко правителства. Последователността ѝ е следната:

1. През 2000 г. със страната ни бяха открити преговорите по 11 глави;
2. През 2001 г. България е поканена да преговаря по още 9 глави.

Икономиката на страната ни се развива успешно. Доказателство за това са положителните темпове на растеж, а именно²³ :

- 3,5 % през 1998 г.;

¹⁹ Костов, Ив. Цит. съч., с. 223.

²⁰ Костов, Ив. Цит. съч., с. 224.

²¹ Костов, Ив. Цит. съч., с. 410.

²² Костов, Ив. Пак там.

²³ Вж: Предприсъединителна икономическа програма, България, май 2001

- 2,4 % през 1999 г.;
- 5,8 % през 2000 г.;
- 4 % през 2001 г.²⁴

Както е видно, в периода 1998 г. – 2001 г. се наблюдава икономически растеж. Икономиката на страната е с коренно променена структура на собствеността – вече преобладаващо частна. Тези успехи обаче са съпроводени с нарастване на безработицата, което е последица от ускорената структурна реформа, намерила проявление в ликвидацията и приватизацията на ниска цена на големи държавни предприятия.

Въпреки че правителството на Иван Костов е първото от началото на прехода, което изкарва целия си мандат и външната подкрепа²⁵, която получава и негативите не са малко:

- Управляващата коалиция Обединени демократични сили е разтърсвана не веднъж от скандали – министър-председателят опитва да спре спадащата популярност на правителството със смяната на десет министри от първото му правителство²⁶; на 18 април 2000 г. вече бившият вътрешен министър Богомил Бонев иска оставката му с мотива, че прикрива корумпираните; думите на тогавашния президент Петър Стоянов „Иване, кажи си! Те ще те разберат!“ също навеждат обществото към мисълта, че в държавата е налице сериозен проблем с корупцията; в края на 2000 г. главният секретар на СДС Христо Бисеров иска оставката на Иван Костов, но с друг мотив - заради неуспешната му коалиционна политика. Негов съмишленик е Йордан Цонев. В резултат на тези атаки през м. февруари 2001 г. и двамата са изключени от СДС. Безспорен факт е, че всичките тези скандали уронват престижа на управляващата коалиция;
- Една друго обстоятелство също нанася сериозна вреда не само на авторитета на България, но и на правителството – на 28 февруари 2000 г. в Триполи започва наказателен процес срещу пет медицински сестри и един детски лекар с изключително тежкото обвинение, че са заразили предумишлено 396 либийски деца с вируса на СПИН. Парадоксалното в случая е, че всички останали първоначално арестувани лекари – чужденци са били освободени след намеса на техните правителства. Нашата дипломация в лицето на външния министър Надежда

²⁴ Вж: Институт за пазарна икономика, <https://ime.bg/bg/articles/oficialni-danni--za-bwp-za-2001.g-1/>

²⁵ През м. април 1998 г. България е приета за член на Централноевропейската зона за свободна търговия. Нормализират се отношенията ни с Македония. 23 до 26 април Иван Костов и Надежда Михайлов са на посещение в САЩ и там се срещат с новия американски президент Джордж У. Буш, с вицепрезидента Дик и други представители на властта и други.

²⁶ Обявената за пред обществото причина е присъединяването към ЕС. Сменени са трима вицепремиери – Александър Божков, Веселин Методиев и Евгений Бакърджиев, а още седем министри се разделят с постове си.

Михайлова не съумява да се справи със сложната ситуация нито през 2000 г., нито през 2001 г.

- Проблемите със съюзниците – Ситуацията в края на 2000 г. и началото на 2001 г. е такава, че СДС трябва да организира широка коалиция, включваща партии извън ОДС. Личните противници на Иван Костов, които той е успял да си създаде, затрудняват този процес. Така в началото на 2001 г. СДС успява да постигне споразумение за участие в парламентарните избори само с представителите на Народен съюз.
- Българският избирател не е доволен от материалното си положение. Финансовата стабилизация не осигурява увеличаване на доходите на населението, безработицата расте и обхваща все повече слоеве от населението.

Промените в политическата система продължават. На сцената излиза Симеон Сакскобурготски. Първоначално неговите амбиции са към президентския пост, тъй като предстоят избори. Инициативата за пред обществото идва от 76 депутати, които поставят пред Конституционния съд питане дали Симеон Сакскобурготски има право да се кандидатира за президент на Република България. Решението излиза на 8 февруари и категорично попарва надеждите Сакскобурготски да се включи в политическия живот като президент²⁷. Следващата стъпка на Сакскобурготски и на тези, които стоят зад него, дава основание някои автори да определят 2001 г. като българската „година на чудесата“, като първото чудо според тях са парламентарните избори 2001 г. от юни 2001 г., а второто чудо – президентските избори, проведени през ноември 2001 г.²⁸.

Парламентарните избори през 2001 г. са спечелени от Национално движение „Симеон Втори“. Много и различни мнения са дадени за причините, довели Симеон Сакскобурготски в българската политика, а именно:

- Още през 1999 г. заради политическите трусове в управляващата коалиция ОДС, заради скандалите и подозренията в корупция в обществото ни се създават настроения за по-активно участие на гражданите в държавното управление чрез граждански движения. Не случайно партията на Симеон Сакскобурготски се нарича национално движение;
- Изчерпаният потенциал на правителството на ОДС да управлява страната;
- Харизмата на Симеон Сакскобурготски – той е спокоен, добронамерен, не носи негативите от участие в управление, популярен е и сред електората на СДС;

²⁷ Решението на Конституционния съд е, че за президент може да се състезава само такъв български гражданин, който е живял в България поне по 183 дни на година през последните 5 години.

²⁸ Калинова, Е и И. Баева. Българските преходи 1939-2010, Парадигма, 2010, с. 328-333.

- Предизборната програма на движението, която е озаглавена „България – добър дом за своите граждани“ съдържа много обещания, които днес могат да бъдат определени като популистки или най-малко – привлекателни лозунги: незабавна борба с корупцията, нов морал в политиката, балансиран бюджет с нулев дефицит, пълна инфлационна защита на минималната работна заплата, увеличаване и периодично осъвременяване на бюджетните заплати и пенсиите и други.

„Национално движение Симеон Втори“ печели изборите, но няма мнозинство в Парламента. На 12 юли 2001 г. Симеон Сакскобурготски заема министър-председателския пост, а ръководството на партията стартира разговори с други партии за сформирание на правителство. Естествено, поканени са ОДС и ДПС. ОДС отхвърлят предложението в резултат на което на 20 юли 2001 г. НДСВ и ДПС подписват споразумение за управление на държавата и на 24 юли 39 Народно събрание гласува новото правителство.

Второто „чудо“ са проведените през същата година президентски избори. Те са спечелени от Георги Първанов. Парадоксалното тук е, че НДСВ подкрепя кандидатурата на СДС – досегашният президент Петър Стоянов. Така двете формации, едната от които е управляваща, а другата – опозиция, трябва да работят в предизборната президентска кампания. Резултатите са изненадващи. На втори тур отиват Георги Първанов и Петър Стоянов, с преднина обаче на Първанов. На втория тур Георги Първанов запазва преднината си и става новия Президент на Република България. Причините, довели до този шокиращ резултат са обсъждани нашироко от социолози, политолози и политици. Някои от тях са:

- Формалната подкрепа на НДСВ за Петър Стоянов. Известно е, че тази подкрепа е дадена след личното настояване на Симеон Сакскобурготски. Петър Стоянов е в незавидна позиция – преди парламентарните избори той се е изказвал срещу Сакскобурготски и партията му, а преди президентските трябва не само да приеме подкрепата, но и да изразява благодарност;
- Поведението на Петър Стоянов по време на кандидат президентската кампания. Тонът на Петър Стоянов като президент и по време на почти цялата кампания е умерен и добронамерен. По тази причина недоумение буди преди и днес поведението му в края на кампанията, когато по време на телевизионен диспут в Би Ти Ви той остро критикува Богомил Бонев (третият кандидат за президент) за евентуално негово покровителстване на групировки. Това му изиграва лоша шега – не му печели привърженици. За разлика от него, другият основен кандидат – Георги Първанов запазва добрия тон до края на кампанията;
- „Вината“ на социолозите – Това може да е причина ако се приеме тезата, че някои агенции съзнателно са изопачавали резултатите от изследванията си с една цел – формиране на обществено мнения. Това се отнася и за парламентарните избори, т.е.

в една година – две големи грешки, ако става дума за лоша преценка и непрофесионална работа.

Интересен коментар относно 2001 г. и оценката, че България има за премиер бивш цар, а за президент – бивш комунист е направила проф. Искра Баева, която оборва това твърдение със следните факти: нито Симеон Сакскобурготски е царувал някога в България, нито Георги Първанов е принадлежал към върхушката на БКП ²⁹.

Още в началото на управлението на Симеон Сакскобурготски обществото започва да отрезвява. Странно е нежеланието на премиера да представи управленската програма в Народното събрание, а когато под натиска на опозицията го прави, не допуска нейното обсъждане.

Обещанието на Сакскобурготски за 800 дни всеки българин да усети подобрението на живота си се оказва популистко – повишават се цените на такива стоки като електроенергия, парно и природен газ. Те от своя страна водят до повишаване цената на стоки от първа необходимост.

Липсата на политически опит и възпитанието на Симеон Сакскобурготски му правят лоша шега в редица ситуации. С особена важност е позицията му по отношение закриването на трети и четвърти реактор на АЕЦ „Козлодуй“, което той изразява пред своя колега Костас Симитис, а именно че през 2006 г. те ще бъдат закрити. Всъщност това отговаря на изискванията на Европейския съюз, но не и на интереса на България, защитен от правителството на Иван Костов. То се е опитвало да отложи закриването на реакторите за 2008 г. – най-рано или 2010 г. – най-късно.

Скандалите в НДСВ, която тръгва да се трансформира от национално движение в партия също допринасят за срив в доверието. За съжаление СДС не е в състояние да се възползва от слабостта на НДСВ, защото и съюзът се тресе от скандали и отцепвания. Единствено в БСП противоборства не се наблюдават.

Във външнополитически план правителството определено постига успехи, които до голяма степен се дължат и на контактите на Симеон Сакскобурготски. През 2004 г. страната ни е приета в Северноатлантическия пакт. Политическата криза обаче продължава и тя се изразява в ерозия както в СДС, така и в НДСВ. На 9 март е създадена нова парламентарна група, наречена „Новото време“, в която се включват младите и амбициозни политици от НДСВ. На 30 май 2004 г. е учредена нова партия с името Демократи за силна България начело с Иван Костов. На 4 февруари 2005 г. лявата и дясната опозиция искат оставката и свалят председателя на Народното събрание – проф. Герджиков. Опозицията иска и оставката на правителството. То е спасено с гласовете на депутатите от „Новото време“.

²⁹ И. Баева и Е. Калинова. Българските преходи 1939-2010, Парадигма, 2010, с. 340.

Предстоят нови парламентарни избори – 2005 г. Цялата предизборна кампания на партиите е подчинена на предстоящото присъединяване на България към Европейския съюз. Проблемите в традиционните партии водят до нова изненада – успехът на крайно дясната партия Атака с лидер Волен Сидеров. Освен нея, в парламента влизат още шест партии, но нито една от тях не печели абсолютно мнозинство. Това налага НДСВ, Коалиция за България и ДПС да съставят правителство, на което министър председател става Сергей Станишев. Странна коалиция между социалисти, центристи и либерали. Но тя е оправдава, защото на България ѝ предстои приемането в Европейския съюз. Неслучайно програмата на правителството на Сергей Станишев е озаглавена „Програма на европейската интеграция, икономически растеж и социална отговорност“.

Работата на правителството не преминава без сътресения. Докладът на Европейската комисия през месец октомври 2005 г. за България и Румъния е критичен. Най-сериозни са проблемите с корупцията и организираната престъпност, както и необходимостта от нови промени в конституцията. Въпреки тези сериозни забележки окончателното решение за приемането на България и Румъния в Европейския съюз е взето от Европейския парламент на 26 септември 2006 г. Това събитие е историческо за страната ни. На 1 януари 2007 г. България и Румъния стават пълноправни членове на Европейския съюз.

ТРЕТА ГЛАВА

БЪЛГАРИЯ И ЧЛЕНСТВОТО Й В ЕС (2007-2020 г.)

доц. д-р Юлия Добрева

Първите години на членството на България в европейското семейство са белязани от много противоречия с политически и икономически характер и повдигат сериозни въпроси, като например дали страната е достатъчно добре подготвена за него и какви са реалните ѝ ползи от това членство. Нивото на корупция продължава да е високо, а политическата стабилност в страната има динамичен характер. За 13 години се сменят пет правителства и само едно изкарва пълен мандат. Според Едвин Сугарев „наложеният в годините на управлението на НДСВ морален релативизъм е доразвит от коалиционната „култура“ на тройната коалиция... При тези управления действията на политическия елит повече от ясно показват, че идеологията не значи нищо, означават че всичко е позволено в името на властта и личния просперитет“³⁰. Той посочва също, че „през този период корупционните практики и злоупотребата с власт се разрастват до степен, при която се превръщат в характеристики на цели държавни институции“³¹.

Въпреки това, динамиката на развитие на процеса ни на членство в голямото европейско семейство е положителна. В Доклада за десет години на членството ни в ЕС се подчертава, че ефектите от членството в ЕС за страната са многостранни, като освен бизнеса засягат и гражданското общество, управленската структура и възможности на държавата, политиката, културата, медиите и други важни сфери от обществения живот.

Самият процес би следвало да се анализира в три периода - от 1999 до 2007 (пред-присъединителен), от 2007 до 2014 (първи програмен период) и от 2014 до 2020 (втори програмен период), съобразно разработването на механизми за администриране на европейските фондове и тяхното прилагане в съответните 7 годишни периоди.

Според проучване на Алфа Рисърч³² към 2017 г., десет години след приемането на страната ни за пълноправен член на ЕС, българите са едни от най-големите еврооптимисти, тъй като възприемат по-осъзнато произтичащите от членството ползи и ангажменти и имат по-рационално отношение към общоевропейските решения по актуални проблеми. Съществуват и някои евроскептични настроения, но като цяло нагласите са позитивни. Данните сочат, че от влизането на България в ЕС през 2007г. до 2017г., одобрението за

³⁰ Сугарев, Е., Христов, Х. и Николов, К. (2018). *Корупционната България*. Гражданско Сдружение „Либертариум“, с. 9.

³¹ Пак там.

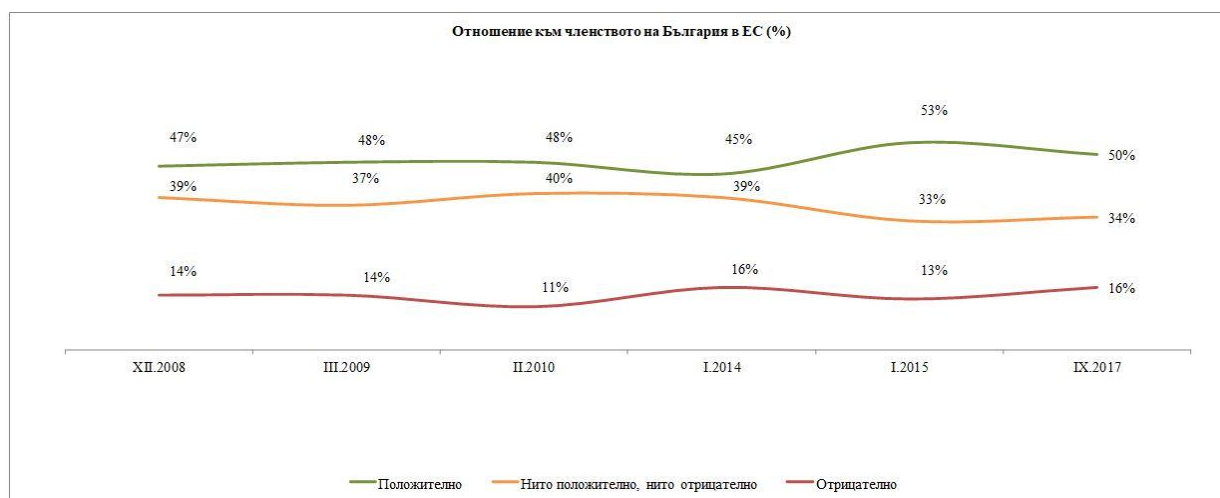
³² Национално-представително проучване на Алфа Рисърч, проведено по поръчка на Представителството на ЕК в България, в периода 16 – 25 септември 2017г. сред 1021 души. Извадката е двустепенна, стратифицирана по регион и тип населено място, с подбор на респондентите по квота (пол, възраст, образование).

Alpha research, статия от ноември 2017 <https://alpharesearch.bg/post/931-10-godini-chlenstvo-na-bulgaria-v-es-ravnosmetka-i-perspektivi.html>

членството се запазва в рамките на 50%, срещу 16% неодобрение и 34% неутрални оценки. През целия десет годишен период най-силни еврооптимисти са по-младите български граждани, с по-високо образование, активност и мобилност, които са се възползвали най-пълноценно от предимствата на членството: жителите на столицата и големите градски центрове, поколенията до 40-годишна възраст, високо образованите, икономически активните и хората с доходи над средното равнище. Обратно, по-скептични са възрастните жители на малките населени места, по-ниско образовани, икономически неактивни или заети с неквалифициран труд.

Съществена разлика е настъпила в обществените нагласи през изминалите години в оценката за ефектите от приобщаването на България към Евросъюза. Проучванията в края на 2008г. регистрират поляризация между очакванията за умерен ефект от членството и неудовлетвореност от липсата на бърза видима промяна в страната. Усилията за въвеждане на европейски правила и стандарти в различните сфери се възприемат като налагане на незаслужени ограничения пред България. В края на 2017 година обаче равносметката е подчертано положителна: в съотношение 51%:26% българските граждани смятат, че страната е спечелила от членството. По-сдържана е оценката в личен план: 19% от живеещите в страната смятат, че перспективите пред тях се увеличават, а 15% се възприемат като губещи.

Фиг. 1. Отношение към членството в ЕС



Източник: Проучване на Алфа Рисърч (2017)

ЕС продължава да е привлекателен за българите. Мнозинството от пълнолетните жители на страната го възприемат като демократичен (63%), закрилящ (52%) и солидарен (52%). Сред по-критичните оценки се откроява мнението на 46%, че ЕС е бюрократичен и в по-малка степен неефективен (32%).

Положителен образ на ЕС сред българските граждани	➔	ЕС се възприема като демократичен (63%), закрилящ (52%), солидарен (52%), но макар в по-малка степен – като бюрократичен (46%) и неефективен (32%)
Видим напредък в направлението с директен принос от ЕС	➔	България е по-стабилна икономически и политически, подобрене в инфраструктурата и населените места – 40%
По-слаби резултати в позиции, които България трябва да извоюва самостоятелно	➔	Според 36% гласът на България се чува по-силно в ЕС За 35% България има по-голяма тежест при международни търговски преговори
Плавно нараства самочувствието на българина като гражданин на ЕС, но мнозинството споделя обратното мнение	➔	От 24% на 34% нараства делът на българите със самочувствие като граждани на ЕС; 66% - остават с ниско самочувствие

Както в началото на членството, така и сега като най-важни предимства хората продължават да възприемат шансовете, които свободното движение на хора предоставя. Тук е и най-значимият ръст в оценките за ползата от европейското членство - възможностите за пътуване в страни от ЕС нарастват от 15% през 2008г. до 49% през 2017г.; шансовете за образование в тях бележат двоен ръст - от 4% през 2008г. до 10% през 2017г.; а за намиране на работа, троен ръст - от 6% през 2008г. до 22% през 2017г.



За разлика от първите години на членството, когато усещането за липса на промени в страната е един от основните източници на евроскептицизъм, сега надделява разбирането, че то има положително влияние, особено върху онези страни от живота, които се финансират чрез еврофондовете на ЕС. В резултат, преките ефекти от членството се виждат в няколко основни посоки:

- България е икономически и политически по-стабилна в сравнение с периода преди 2007г. (40%);

- *Налице са значителни промени в инфраструктурата (32%) и в населените места (от 12% през 2008г. до 28% през 2017г.),*
- *Разширява се достъпът на българските производители до повече пазари (26%).*
- *Европейските правила и стандарти от източник на притеснения вече също намират място сред предимствата (24%).*

Според позицията на Института за икономически изследвания на БАН³³ ползите от присъединяването на България към ЕС включват:

- възможности за прилагане на европейските закони и правила на поведение в България, за ускорено догонващо икономическо развитие;
- възможности за получаване на милиардни средства от предприєдинителните, структурните, кохезионните и други фондове на ЕС;
- възможности за получаване на нарастващи трансфери от работещите в чужбина българи за семействата им в България, като през 2016 г. те достигат 1,7 млрд. лв.;
- възможности за свободно безвизово пътуване на милиони българи из европейските страни;
- възможности за живот и работа в европейските страни: около 2 млн. души, от които близо 1 млн. работна сила;
- възможности за учение на десетки хиляди български студенти в Европа, много от тях като стипендианти на съответните страни;
- по-добро снабдяване на магазините с потребителски и други стоки;
- по-голямо доверие към България като политически и стопански партньор.

Освен това, важно е да се обърне внимание и на факта, че България също е полезна за страните-членки на ЕС, особено предвид географското си разположение близо до Русия, както и като пазар за техни стоки и капитали, като място за живот на техни граждани у нас при по-благоприятни климатични условия, като източник на квалифицирана работна сила и възможности да пренасят техни производствени мощности у нас при по-изгодни икономически условия.

³³Института за икономически изследвания на БАН и следователно изразява позицията на Института. Той беше представен на пресконференция на 5 юни 2017 г. Съюз на икономистите в България, статия от 12 юни 2017

Същевременно в изследването се открояват и немалко вреди от присъединяването на България към ЕС, които включват³⁴:

- ограничаване на националния суверенитет – икономически, политически (принудително участие в санкции срещу други държави; ограничен избор на вътрешна икономическа политика; ограничени възможности за решение по строителството на АЕЦ Белене; за допускане на газопровода Южен поток и т.н.);
- преждевременно изключване на ядрените блокове в Козлодуй, въпреки подкрепата на Международната Агенция за Атомна Енергия, която гарантираше безопасността на ядрените блокове и необходимостта за в бъдеще да бъдат направени свързаните с това големи разходи (за заместващи енергийни мощности, за съхраняване на отработеното гориво) и от пропуснати изгоди. Общите загуби само около преждевременното закриване на ядрените блокове са около 10-12 млрд. евро;
- плащане на годишен членски внос, който вече достига 1 млрд. лв.;
- големи разходи по миграционните потоци: гранични заграждения, разходи за граничен охранителен персонал, за текуща издръжка на мигранти (между 600 и 1000 лв. месечно, при 330 лв. средна месечна пенсия), като същевременно мигрантите създават религиозни, криминални, нравствени и други проблеми;
- загуби от огромна българска емиграция – около 2 млн. души, между които стотици хиляди с висше и средно специално образование, за чието отглеждане и образование България е правила многомилиардни разходи през годините;
- почти пълно откриване на границите за внос и износ, при ниска конкурентоспособност, с разрушителни ефекти за българската икономика.

³⁴ Пак там.

ЧЕТВЪРТА ГЛАВА

ПРОМЕНИ В ИКОНОМИЧЕСКАТА РЕАЛНОСТ - ПРИВАТИЗАЦИЯ И РАЗВИТИЕ НА ЧАСТНАТА ИНИЦИАТИВА

доц. д.ик.н. Красимир Тодоров

Процесът на трансформация на държавната собственост условно се извършва на три главни етапа. Първите два етапа са относително кратки – траят едва по около три години и половина: от началото на 1993 г. до средата на 1996 г.; вторият продължава до края на 1999 г., а последният обхваща цяло десетилетие, до 2011 г., когато според методиката на Световната банка се отчита, че 100% от българските държавни предприятия, подлежащи на приватизация, са преминали в частни ръце.

Трите етапа се развиват по съвсем различен начин. В зародиша си, раздържавяването се извършва предимно от гледна точка на подготовка на законодателство, методика и политическо говорене. Вторият етап ударно трансформира 40% от всички активи на държавни предприятия, които са собственост на държавата. А през третия етап постепенно и с доста по-бавни темпове, приватизацията е приведена до сравнително успешен край.

През 1993 г. Европейският съвет на среща в Копенхаген приема три критерия, които трябва да бъдат спазени от всяка държава, желаеща да стане членка на Европейския съюз. Те включват:

- стабилност на институциите, гарантиращи демокрацията, върховенството на закона, човешките права и закрилата на малцинствата;
- функционираща пазарна икономика и способност за издържане на конкурентния натиск и пазарните сили в рамките на ЕС;
- способност за изпълнение на задълженията, свързани с членството, включително готовност за придържане към целта за политически, икономически и валутен съюз.

Според тълковния речник, пазарната икономика е икономическа система, при която повечето от разпределянето на ресурсите става чрез взаимодействието между продавачи и купувачи на стоки и услуги. Такава система е различна от плановата икономика, при която разпределянето на ресурсите се извършва централизирано - система, която в България функционира официално до края на 1989 г. ЕС приема, че пазарна икономика съществува ако поне 60% от всички производствени активи, принадлежащи на приватизация, преминат в частни ръце.

Първи етап

Официалното начало на процеса по трансформация на собствеността на реалния сектор от българската икономика е поставено през май 1992 г. с приемането на Закона за преобразуване и приватизация на държавни и общински предприятия (ЗППДОП). За официални органи за извършване на приватизацията са определени специално създадената за тази цел Агенция за приватизация, както и отдели в съответните ресорни министерства - Министерството на икономиката (МИ), Министерството на земеделието и горите (МЗГ), Министерство на регионалното развитие и благоустройството (МРРБ), Министерство на транспорта и съобщенията (МТС) и Министерство на енергетиката и енергийните ресурси (МЕЕР). През първите четири години обаче, процесът на раздържавяване върви бавно и без видими резултати.

Причините за това главно се коренят в липсата на административен капацитет и опит с този процес, както и ясно изразената политическа воля. Няма да е погрешно да се твърди, че е налице политическо нежелание за стартиране процеса на приватизация, тъй като по това време бившата комунистическа партия разполага с мнозинство в изпълнителната и законодателната власт, а нейната идеология не е радетел на частната собственост. Съпротивата на управленските органи по места, дължаща се на нежелание за промяна на статуквото, или дори на страх от предстоящото, също забавя приватизационния процес. Този „луфт“ довежда до разминаване във времето с „вълната от“ потенциалните стратегически международни инвеститори, които в първата половина на 1990-те са привлечени от приватизационните процеси в бившите посткомунистически държави от Централна Европа – основно Полша, Чехия, Словакия и Унгария (приватизацията в бившата ГДР е извършена в рамките на обединена Германия).

Втората причина е, че тези държави, заемайки по-централно място в Европа, често са граничещи с държавите, от където идват стратегическите инвеститори или поне граничат с такива, които функционират в условията на пазарна икономика. Кратката история на глобалния мениджмънт е показала, че колкото инвестициите в чужди пазари са по-отдалечени от пазара, на който функционира компанията - майка, толкова възвращаемостта от инвестицията, респ. нормата на рентабилност, е по-ниска. В тази последователност, България като разположение отстоява минимум на две посткомунистически държави разстояние (Унгария и Румъния, Унгария и Сърбия) от най-близката западна икономика – тази на Австрия. Да не говорим за страни като Франция, Англия и Испания. Този факт, в последствие се явява и при формиране на чуждестранния мениджмънт на приватизираните дружества. Затова голяма част от стратегическите чуждестранни инвеститори прибегват до услугите на гръцки мениджъри, които масово са изпратени в България да управляват новораздържавените предприятия, или участват в българската приватизация чрез гръцките си поделения. Този модел е запазен и до днес, макар и в много по-марка степен.

Третата причина за липса на интерес от страна на потенциалните стратегически инвеститори към българските активи се дължи на високия политически и икономически риск. България е единствената държава от страните от Централна и Източна Европа, която още в началото на прехода от планова към пазарна икономика (през 1990 г.) обявява мораториум върху обслужването на външния си дълг и това на практика я изолира от достъп до свеж валутен ресурс. Въпросът с уреждане взаимоотношенията между България и нейните чуждестранни кредитори от Лондонския клуб окончателно бива решен едва през 1994 година.

Приватизацията в България започва без ясно дефинирана цел. Поне в първия Закон за приватизация от 1992 и в приетите в последствие изменения няма изрични текстове, които да поясняват целта на приватизационния процес. В чл. 2 е записано, че приватизацията се осъществява година за година, въз основа на годишната програма за приватизация, която следва да съдържа минималните приватизационни цели за съответната година, включително минималния брой на държавните предприятия, подлежащи на приватизация и очаквания размер на приходите от приватизацията и начина на тяхното използване. Едва 10 години по-късно, с приемането на новия Закон за приватизация и следприватизационен контрол през март 2002 г., отново в чл. 2 е записано: цел на този закон е да създаде условия за прозрачна и икономически ефективна приватизация при равнопоставеност на инвеститорите. Междувременно, 80% от подлежащите на приватизация активи са преминали в ръцете на нови инвеститори. В доклад на Агенцията за приватизация и следприватизационен контрол за приватизационния процес в България, актуализиран към 31.12.2018 се пояснява, че „осъществяването на икономически ефективна приватизация е предпоставка за устойчиво икономическо развитие и конкурентноспособност на приватизираните дружества. “

Законът за приватизацията от 1992 г. определя основния метод за раздържавяване да бъде преговори с потенциални купувачи, а такива могат да бъдат местни или чуждестранни физически или юридически лица. Такова характерно лице е Работническо-мениджърското дружество (РМД). Чрез него мениджъри, работници и служители, при преференциални условия имат право сами да станат собственици на предприятията, в които работят. Преференциалните условия позволяват при участие на минимум 20% от персонала, съответното РМД да има задължението да плати едва 10% от договорената цена, а останалата част да разсрочи за следващите 10 години, при едногодишен гратисен период.

В средата на 90-те години високият процент на инфлация на националната валута и особено хиперинфлацията от 1996 г. до голяма степен обезценяват задълженията по плащания на собствеността на тези предприятия. От друга страна, липсата на интерес от страна на чуждестранни инвеститори към българските активи прави този вид приватизация безалтернативен. И така, за 12 години приватизация, към 31.12.2004 г. на РМД са продадени 1436 предприятия, докато на инвеститори с чуждестранно участие – едва 162.

1. Касова приватизация

Първи етап

През първата пълна година на приватизация - 1993 г., са сключени 63 приватизационни сделки с постъпления от 3 626 неденоминирани хил. лева, което представлява едва 0,56% от подлежащите на приватизация държавни активи. Две са значимите приватизационни сделки, които привличат чуждестранни инвеститори. Разградското предприятие „Царевични продукти“ е продадено на Белгийската Amylum за 20 млн. щатски долара и договорени още толкова за инвестиции, а завода за захарни изделия „Република“ в Своге срещу 2.052 млн. щатски долара се сдобива с американския Kraft General Foods, но са договорени 10 млн. долара инвестиции.

През следващата 1994 г. се раздържавяват още 2.47% от подлежащите на приватизация държавни активи. Продават се 8 предприятия, които привличат чуждестранния инвеститорски интерес на обща стойност 73.345 млн. долара договорени плащания, 53.034 млн. долара поети и изплатени задължения и 107.8 млн. долара договорени инвестиции. В България стъпват компании като швейцарската Nestle, немската Ytong, английската Rover, гръцката Brewinvest. Немската спедиторска компания Villy Betz става собственик на Со Мат, а немският гражданин с български произход Иван Зогравски срещу 36.23 млн. долара се сдобива със софийския хотел Витоша, известен преди това под наименованието „японския“ заради финансовата помощ на Японското правителство от края на 70 години.

През 1995 г. са продадени 4 предприятия на чуждестранни инвеститори на обща стойност 12.756 млн. долара, 5 млн. поети задължения и 49 млн. долара договорени инвестиции. Раздържавени са 1.62% активи, подлежащи на приватизация. Така белгийската пивоварна Interbrew става собственик на Каменица и Бургаско пиво, плевенското консервно предприятие Сторко преминава в ръцете на английската компания Luxcraft trading, а собственик на Пиринска мура от Банско става българо-американската компания Evrotech.

Втори етап

През 1996 г. приватизационният процес в България навлиза в нов, по-зрял етап. Само за 4 години – до 2000 г. включително, биват раздържавени 67% от подлежащите на приватизация държавни и общински предприятия. Посоката е зададена от международните кредитори в лицето на МВФ и Световната банка, които като условие за сключване на финансово споразумение за подкрепа на платежния баланс на страната, залагат изискването за изпълнението на конкретни ангажименти по отношение раздържавяването на българската икономика. Като форми на раздържавяване към т. нар. касова приватизация, се добавят три нови направления. Едното е масова приватизация, в което право да се включат

се дава на всички пълнолетни български граждани. Второто е чрез ликвидация на 64 практически фалирали предприятия. И третото - финансова изолация на други 71, този път структуроопределящи предприятия за българската икономика. Основната причина за появата на възможните три нови алтернативи за приватизация се дължи на факта, че към този период липсва интерес за покупка от страна на чуждестранни инвеститори, а местните такива като че ли предпочитат да приватизират или чрез създаване на РМД, или да създадат нова компания с “инвестиция на зелено”, от колкото да купуват съществуващо предприятие.

2. Масова приватизация

Масовата приватизация в България се провежда на три етапа и предвижда участието на цялото пълнолетно население, като за целта са емитирани т.нар. бонови книжки с номинал 25 хил. (около 350 щ.д.) инвестиционни лева. Всеки български гражданин има право да закупи по една бонова книжка срещу 50 лева или 7 щ.д. За масовата приватизация са издадени 2,856 млн. бонови книжки, което прави 999.6 млн. щатски долара новоемитиран ресурс, срещу които са платени активи за 1.04 млрд. щ. долара (отново по оценка на методиката на Световна банка към 31.12.1995, с масовата приватизация се раздържавяват 22.08% от подлежащите на приватизация активи). Този „квази-паричен“ инструмент има две приложения – или неговият притежател да участва директно/индивидуално на тържните наддавателни процедури, или той да бъде прехвърлен на приватизационен фонд, който да участва от името на неговия титуляр.

Към 17.09.1997 година за целта са учредени и лицензирани 81 приватизационни фонда (ПФ), които притежават над 84% от общия бонов потенциал. Техният общ капитал в пари, държавни ценни книжа и инвестиционни бонове е 64 497 755 лв. Останалите 16% представляват индивидуални участници и държатели на преференциални акции, които в последствие стават собственици на 13.1% от продадените акции от български предприятия. През втората вълна на масовата приватизация се предлагат 1 462 предприятия за раздържавяване (422 повече отколкото през първата вълна). В продължение на 3 години (1995, 2000 и 2001 г.) се организират 21 централизиращи публични търга, на които се предлагат 25 731 943 акции, като се изкупуват 57.02% от тях, т.е. с 14 процентни пункта повече, отколкото през първата вълна. При последната вълна на масовата приватизация (от 23.06.2003 до 20.12.2004 г.) броят на предложените акции за изкупуване е 34 939 551 т.е. 1.36 пъти по-голям от предложените при втората вълна. По настоящем, 39 приватизационни фонда биват преобразувани в холдинги, 3 се превръщат в инвестиционни дружества, а 9 са прекратили своята дейност.

Какви са целите на проведената масова приватизация?

1. Да се създаде усещането на хората за „равен старт“ в проходащата среда на пазарната икономика.

2. Участниците да придобият „инвестиционна култура“ сами да се грижат за своите инвестиции, както и да развият чувство за индустриална собственост.

3. Да се даде възможност на професионалните мениджъри и собственици на приватизационни фондове да участват в относително честен процес на „първоначално натрупване на капитал“.

3. Ликвидация и финансова изолация

През месец май 1996 г. под натиска на международните институционални кредитори – МВФ и Световната банка, България е принудена да реструктурира значителна част от реалния си сектор с помощта на „насилствена“ приватизация посредством ликвидация и финансова изолация. За целта са определени общо 135 предприятия. В първия списък попадат 64 предприятия, които тогава формират 25% от загубите в държавния сектор, осигурявайки заетост на около 20 000 души. Постановление на министерски съвет №179 от 1996 г. отбелязва, че общата балансова стойност на дълготрайните им активи по цени от 1992 г. е около 35 млрд. лева, а общите им задължения надхвърлят 55 млрд. лева. Приватизацията се извършва според изискванията на част четвърта от Търговския закон – Несъстоятелност. Мениджърският екип на тези фирми е подменен от назначен от съда времен синдик, чиято задача е да оцени техните активи. В случай, че стойността им е над тази на натрупаните балансови задължения, активите се продават на търг. В обратния случай, кредиторите решават дали да приемат оздравителна програма, която цели оздравяване на дружеството и евентуалната му продажба като цяло предприятие или на части за удовлетворяване на съответните вземания. Другата опция е кредиторите да отпишат част от своите вземания, но все пак да получат част от даденото. Към 31 януари 1997 г. в процедура по несъстоятелност се намират 40 предприятия, други 12 са приватизирани, за 5 ликвидацията се оказва тяхната съдба, а за останалите 5 чисто административни процедури са попречили да поемат посоката към несъстоятелността. Ключови предприятия от този списък са Камет Перник, Балканкар холдинг, Пивоимпекс инженеринг София, Океански риболов Бургас, Микроелектроника Ботевград, Плама Плевен, Стоманолееене Шишманци и т.н.

Други 71 предприятия, които генерират половината от всички загуби на държавната българска икономика, с около 50 000 заети в тях работници и служители формират втория списък – за финансова изолация. Заради особената им значимост за нормалното функциониране на икономиката, предприятията от втория списък няма как да бъдат затворени – НЕК, БДЖ, Градски транспорт, мини „Марица Изток“, топлофикации и т.н. Целта е на тези предприятия да им бъде отказан достъп до допълнително финансиране и да докажат, че след реструктуриране могат да генерират положителна стойност. За тези от тях, които покажат устойчивост се търси начин за нормална приватизация, а за останалите става валидна опцията от първия списък.

Изолираните предприятия биват разделени на две групи. В Група А попадат 30 предприятия, чийто краен продукт е плод на административно определяни цени (18 топлофикационни дружества, 7 въглищни мини, БДЖ, НЕК и 3 предприятия на софийска община в сферата на транспорта). В Група Б попадат 41 структуроопределящи предприятия за българската икономика като Агрополихим Девня, Промет Бургас, Русенска корабостроителница, Кремиковци, Софийския завод за металорежещи машини, Оптикоелектрон Панагюрище, Завод за тежко машиностроене Русе, Арсенал Казанлък, Видахим Видин, Леяро-ковашки комплекс Радомир, Балканкар Рекорд Пловдив, Ямболен Ямбол, Чавдар Ботевград, Мраз София, ДЗУ Стара Загора, Мадара Шумен, Девня Цимент, Авиокомпания Балкан и други.

През август 1996 г. е приет Закон за финансово оздравяване на държавните предприятия. Това е може би най-краткият като текст закон в най-новата ни икономическа история – състои се от едва 7 члена и е със срок на действие по-кратък от три години. Според чл. 2., целта на финансовото оздравяване е премахването на загубите и преструктурирането на задълженията на държавни предприятия за финансово оздравяване с оглед ограничаване на тяхното влияние в останалите сектори на икономиката. Законът позволява на всичките тези 71 предприятия да спрат да обслужват натрупаните задължения към 30 юни 1996 г., но и без право да сключват нови договори за заем. С други думи, те могат да започнат „на чисто“, но да докажат, че са в състояние да се самоиздържат чрез разработване на оздравителни програми. За целта, с финансовата подкрепа на програма ФАР, са назначени международни консултанти, които да подпомагат местните мениджъри в изработването на тези стратегии – Райфайзен Инвестмънт, ВС Atkins, Прайс Уотърхаус Купърс, DFS, RES & Co, KPMG, Баренц Груп, Делойт и Туш, Дрезднер Клайнуърд Бенсън, Дойче банк, Артур Андерсън, Роланд Бергер & Партнерс. След три години на принудително преструктуриране при относително пазарни условия, 6 от предприятията от Група Б се сдобиват с нов собственик, при това чуждестранен – стоманодобивният завод Промет преминава във владение на руския Нева Холдинг, Русенската корабостроителница става немска – РКМД, Агрополихим - на американския консорциум Асид и Фъртилайзърс, Старозагорският завод за дискови запаметяващи устройства (ДЗУ) - на унгарския Видеотон, Девня Цимент става мажоритарна собственост на Симан Франсе, а Авиокомпания Балкан на Зееви Груп от Израел. Девет от предприятията биват продадени на своите работници и мениджъри под формата на новосформирани РМД, а имуществото на останалите предприятия бива осребрено чрез ликвидация.

След премахване на субсидираните цени през 2001 г., предприятията от Група А започват да генерират стойност, която да позволи функционирането им на пазарен принцип. След три години драматични преструктурирания и множества административни и съдебни производства, голяма част от тези предприятия спират да генерират финансови загуби за българската икономика. През 1999 г. България получава покана и започва преговори за членство в ЕС, защото е изпълнила Копенхагенските критерии, най-важният сред които е

наличието на функционираща пазарна икономика. Това е признато от европейските партньори на страната, след като са приватизирани 60% от подлежащите на приватизация активи.

4. Касова приватизация

Чисто статистически погледнато 1996 г. трябва да е най-успешната до тогава, тъй като се приватизират 6.19% от подлежащите за раздържавяване активи, което като процент е повече от направеното през предходните три години взети заедно. Във финансово изражение обаче, постижението е доста по-скромно – 48.639 млн. долара договорени плащания, 27.219 млн. долара поети задължения и едва 32.1984 млн. договорени инвестиции. От общо 13-те продадени предприятия най-материалната сделка е за софийския хотел Шератон Балкан, който срещу 22.3 млн. долара и още 5 млн. договорени инвестиции става собственост на корейския конгломерат Daewoo. American Standart придобива севлиевското предприятие Видима, а немската компания Sparky Trading стъпва в Ловеч, за да стопанисва инструменталната компания Елтос.

Откъм финансови постъпления на касовата приватизация 1997 г. е най-силната година. На чуждестранни инвеститори се продават двадесет компании на обща стойност 354.283 млн. щ. долара в брой и договорени инвестиции за още 613.315 млн. щ. долара. Двама чуждестранни инвеститори, които са стъпили в България през предходната година придобиват по още една българска компания. Корейската Daewoo става собственик и на софийския Интерпред, а германската Sparky Trading се сдобива с русенското машиностроително предприятие Агромашина. Две от най-материалните приватизационни сделки са Соди Девня и Медодобивния комбинат в Пирдоп. За първия белгийската компания Solvey плаща 160 млн. щ. долара с ангажимент за 67 млн. щ. долара инвестиции, а за втория Union Miniere, отново белгийски инвеститор плаща 80 млн. щ. долара и още 220 млн. долара инвестиции. Същата година е продадена и Девня цимент на Испанската компания Марвекс.

Следващата 1998 г. е далеч по-скромна. На чуждестранни инвеститори са продадени едва 14 предприятия за 76.360 млн. щ. долара и 90.393 млн. долара договорени инвестиции. Раздържавени са 6.77% от подлежащите на приватизация активи. Най-голямата сделка е свързана с продажбата на пловдивския стъklarски завод Дружба, за който гръцката компания Барек Овърсийз плаща 20 млн. щ. долара и поема ангажимент за още 30 млн. щ. долара. Същата година остатъчният дял от 38% на софийската спедиторска компания СОМАТ срещу 13.682 млн. щ. долара и 5 млн. долара договорени инвестиции отново става собственост на Villi Bets, но през регистрираното в Испания дружество, а русенското химическо предприятие Оргахим срещу 8.9 млн. долара договорени плащания и 5 млн. щ. долара инвестиции преминава в ръцете на малтийския холдинг Whitebeam.

1999 г. е рекордна за касовата приватизация. Само през тази година в частни ръце попадат цели 25.69% от подлежащите на приватизация активи на държавни предприятия. На чуждестранни инвеститори са продадени 23 български предприятия срещу 206 млн. щ. долара договорени плащания, 83.370 млн. щ. долара поети и изплатени задължения и

допълнителни 819 млн. щ. долара ангажимент за инвестиции. Половината от тази сума се дължи на продажбата на бургаската рафинерия Нефтохим на руската нефтодобивна компания Лукойл. Трите фармацевтични предприятия Трояфарм в Троян, Фармация в Дупница и Антибиотика в Разград биват продадени на специално създадено дружество Балканфарма съвместно с лондонското поделение на Дойче банк срещу 24 милиона щ. долара и 38.135 милиона долара договорени инвестиции. В частни ръце попадат и редица структуроопределящи предприятия като свищовската Свилоза, Русенска корабостроителница, Ямболен Ямбол, Асарел Медет Панагюрище, ДЗУ Стара Загора, Химко Враца, Капитан Дядо Никола Габрово, Авиокомпания Балкан, Алумина Шумен, Агрополихим Девня, Петрол и т.н.

Таблицата по-долу представя осемте най-значими приватизационни сделки за периода 1996-1999 г.

Таблица 1. Осемте най-значими приватизационни сделки за периода 1996-1999 г.

Предприятие	Отрасъл	Дял (%)	Цена в млн.(USD)	Купувач	Година
Соди -Девня	химия	60	160	Solvay	1997
МДК - Пирдоп	мед	56	80	Union Miniere Group	1997
Девня цимент	цимент	70	44.6	Marvex	1997
Хотел Балкан - София	туризъм	67	22.3	DAEWOO	1996
СОМАТ	транспорт	93	21.9	Willi Betz GmbH	1998
Интерпред	търговия	70	20	DAEWOO Group	1997
Дружба - Пловдив	стъкло	51	20	Black Overseas Ltd.	1998
Албена	туризъм	33	10.1	BNP, London	1997

Трети етап

Въпреки, че през 2000 г. се приватизират 6.7% от всички активи, подлежащи на раздържавяване, от гледна точка на чуждестранни инвеститори, годината е повече от скромна. Общо 7 предприятия на обща стойност 25.667 млн. щ. долара и 21.105 млн. долара договорени инвестиции биват продадени. На три от тях (Геосол Провадия, ТЕЦ Девня и завода за добив на варовик в село Чернево) собственик става Солвей Соди.

През следващите десет години, до 2011 г. включително биват раздържавени останалите 22.54%, подлежащи на приватизация държавни предприятия. През 2001 г., срещу 5.466 млн. щ. долара и 1.481 млн. долара инвестиции на чуждестранен инвеститор единствено е продаден софийския Трансимпекс. През 2002 г. са продадени пловдивското парфюмерийно предприятие Ален мак (5.556 млн. щ. долара и 1.283 млн. инвестиции), сопотския машиностроителен лагерен завод (6.428 млн. долара и 5.935 млн. долара договорени инвестиции), както и 4 електрически предприятия от държавното обединение Инкомс. През 2003 г. преобладават 9 сделки за остатъчни дялове от приватизираните в предходни години предприятия. През 2004 г. в държавната хазна постъпват 1.183 милиарда долара и са договорени още 508.960 млн. долара инвестиции, от продажбата на седемте електроразпределителни дружества на немската ЕОН, австрийската ЕВН и чешката ЧЕЗ. Същата година австрийският холдинг Вива Венчърс става собственик на БТК срещу 292.652 млн. щ. долара и ангажимент да инвестира споменатите вече 508.960 млн. долара. 2005 г. е нулева за чуждестранни инвестиции в български държавни предприятия. През следващата 2006 г. единствено ТЕЦ Варна е продаден на чешката ЧЕЗ за 259.4 млн. щ. долара. През 2007 г. срещу 169.336 млн. щ. долара в чуждестранни ръце попадат единствено трите топлофикационни дружества в Пловдив, Варна и Русе.

През 2011 г. с продажбата на цигарения холдинг Булгартабак (136.866 млн. щ. долара и 10 млн. долара договорени инвестиции) на регистрираното в Австрия БТ Инвест, е отбелязан края на приватизационния процес в България. Според критерии, наложени от Световната банка, за 17 години са приватизирани всички, подлежащи на приватизация активи, по балансова стойност към 31.12.1995 г., което представлява 66.31% от всички активи на държавните предприятия. Балансовата сума на тези активи е изчислена на 383 млн. лева или 4.713 млрд. щатски долара. Какво се получава от тяхната продажба? Във финансово изражение се изчисляват два вида ефект – пряк и общ. Прекият се явява като сбор от договорените плащания, поетите задължения и изплатените задължения. Към прекия ефект като се прибавят договорените инвестиции се получава общият ефект. Пак по данни от АПСК са договорени плащания за 6.505 млрд. щ. долара, поети и изплатени са задължения за 1.192 млрд. долара и договорени инвестиции за 4.857 млрд. щ. долара. Тези суми се получават като сумарен ефект от постъпленията от касовата, масовата и приватизацията чрез РМД. От касовата приватизация, за 111 сделки с чуждестранни инвеститори, по сметки на Агенцията за приватизация следва да са получени левовата равностойност на 2.624 милиарда щатски долара. Реално обаче тази сума е по-малка, тъй

като за плащане по приватизационните сделки се приемат не само пари, но и ценни книжа - облигации, основно по ЗУНК, инвестиционни бонове, компенсаторни записи и компенсационни бонове, които в различните периоди на вторичния пазар са се търгували на много по-ниска стойност от техния номинал. Ирония на съдбата е, че срещу половината от всички парични постъпления от чуждестранни инвеститори, придобили български активи в продължение на 17 години, купуваме 8 американски изстребителя, които плащаме през 2019 г. 100% авансово, за да пристигнат в рамките на следващите 4 години.

Ефектът от приватизацията е изключително трудно да бъде оценен поради следните обстоятелства: очакванията на гражданите и на съответните държавни институции са свързани с бърза, безпроблемна трансформация на собствеността, при която да се съхрани създадената икономическа стойност като продукт, работните места, означаващи заетост на населението и финансова изгода, измерена в парични постъпления за националния бюджет. Забавянето на процеса на приватизация намалява стойността на държавните активи, тъй като те постепенно се обременяват с пасиви в следствие на трудностите при управление в непазарни условия. Последните са създадени от политическата нестабилност на държавната, финансовата изолация, в която България е поставена в следствие на обявяване на мораториум по изплащане на външния си дълг, както и цикличните икономически кризи, които следват от първите две причини.

ПЕТА ГЛАВА

МАКРОИКОНОМИЧЕСКО РАЗВИТИЕ НА БЪЛГАРИЯ ПРЕЗ ПЕРИОДА 1989-2019 г.

проф. д-р Даниела Бобева

Макроикономическото развитие на България се определя от икономико-политическите трансформации, настъпили след 1989 г. Редуват се периоди на стабилност и нестабилност, на провали и успехи на икономическата политика. Целта на настоящия анализ е да се проследи развитието на макрорамката на българската икономика и на тази основа да се идентифицират факторите на икономическия растеж и връзката между макроикономическата стабилност и растежа. Проследява се тенденцията на нарастване на отвореността на икономиката и нейната роля за растежа и финансово-икономическата стабилност, като се анализира ролята на външните шокове и уязвимостта на икономиката.

Изследват се ефектите на макрорамката върху сближаването на българската икономика с европейската в смисъла на номиналната и реалната конвергенция. За първите осем години на прехода към пазарна икономика има известно сходство в оценките на процесите и те са по-скоро негативни. В настоящия анализ се анализират общите макроикономически показатели в сравнителен план с Полша, Чехия и Румъния.

Развитието на макрорамката в България до голяма степен опровергава някои конвенционални теории, което прави нейното изследване от особен интерес не само за изследователите на българската икономика. Тези специфики касаят три основни тези:

- Шоковото реструктуриране на икономиката води до по-стабилна макрорамка от постепенния преход,
- Валутните бордове не създават условия за висок растеж и гъвкавост особено по време на кризи,
- Поддържането на стабилна макрорамка е условие за висок икономически растеж. Дилемата балансиран-небалансиран растеж.

Идентифицират се възможностите за висок догонващ икономически растеж, който да осигури по-бърза реална конвергенция. Търси се отговор на въпроса извличахме ли поуки от кризите, и

Наистина ли преходът беше неуспех?!

Под макроикономическа стабилност се разбира поддържането на основните макроикономически показатели в приемливи равнища. Изследваните макроикономически показатели са икономическият растеж, БВП на човек, инфлация, състояние на външния

сектор - плажен баланс, текуща сметка, външна търговия, ПЧИ. В настоящия анализ те се разглеждат както отделно така и като взаимосвързани компоненти на макрорамката.

Макроикономическата стабилност е основата, върху която се изгражда икономиката, насърчават се инвестициите и се осигурява нормално функциониране на пазарите. Въпреки, че етимологично понятията „растеж“ и „стабилност“ не са свързани, а дори имат противоположен смисъл, то в икономическата наука и политика традиционно се счита, че икономическият растеж зависи от макроикономическата стабилност.

1. Инфлация

Един от основните макроикономически показатели е инфлацията. От началото на реформите в българската икономика инфлацията демонстрира висока степен на волатилност под влиянието на променящи се външни и вътрешни фактори в различна комбинация. Могат да се очертаят следните периоди в динамиката на инфлацията: *първи период* – висока и хипер инфлация до 1998 г., *втори период* - до глобалната финансово икономическа криза: нестабилност и инфлационни скокове и *трети период* на следкризисно възстановяване, когато ниска инфлация се редува с дълги периоди на дефлация.

Инфлацията до 1998 г. е силно волатилна като в някои години достига до хиперинфлация с трицифрени числа.



Източник: World Bank open data

Динамиката на инфлацията през началото на преходния период отразява основно либерализацията на цените. Либерализацията на цените на различните групи стоки и услуги води до съответно покачване на инфлацията, а нейното успокояване протича в сравнително

дълъг период. Така например през 1995 г. инфлацията е намалена от 122% до 33%, което се счита за успех.

Срещението с другите страни в преход показва, че в България са регистрирани най-високите стойности на инфлация. За разлика от тях, най-висока инфлация се регистрира няколко години по-късно, поради общото забавяне на реформите при прехода към пазарна икономика (фиг. 2). Като цяло тази висока инфлация не е толкова свързана с първоначалния шок от либерализация на цените, а от неправилна макроикономическа и надзорна политика.



Източник: World Bank open data

Както посочва тогавашният управител на БНБ (Л.Филипов, 1996), относителното подобряване на макроикономическата стабилност не се съпътства с ускоряване на структурните промени в реалния и банковия сектор, които коренно биха променили инфлационните очаквания. Забавянето на приватизацията доведе до продължаване на тенденцията на натрупване на значителни дългове на държавните предприятия, които се прехвърлят в банките и влошават значително техните портфейли. Новите частни фирми също натрупват дългове заради агресивно инвестиране и високи лихви. **Този епизод от историята на макроикономиката в България потвърждава тезата, че парична политика без разумна фискална политика и без структурни реформи е обречена на неуспех.**

След либерализирането на основните цени, високата инфлация е по-скоро резултат от неуспешната самостоятелна парична политика. Финансовата стабилност в този период е много крехка. Липсата на капацитет и значителното политическо влияние върху централната банка, натискът за рефинансиране от страна на лошо управлявани банки

изтласкват инфлацията в исторически високи равнища, които деструктурат икономиката и формират икономическа и политическа нестабилност. Във връзка с дискусиите относно макар и вокалните гласове за връщането на самостоятелна парична политика, трябва да се има предвид урокът от миналото. Рефинансирането на банките от БНБ като кредитор от последна инстанция през този период при влошени портфейли и необснована кредитна експанзия не решава проблемите на ликвидността и започва масово теглене на депозити от банките. Функцията на кредитор от последна инстанция, щедро изпълнявана от БНБ, влиза в противоречие с основната антиинфлационна функция. Отрязването на възможността за рефинансиране на банките от страна на БНБ разкъсва връзката между банковия надзор и самостоятелната парична политика не издържа и седем години, докато липсата на такава издържа вече 22 години.

След 1997 г. и до 2008 г. настъпва период на намаляване на инфлацията под исторически високите нива от предходния период от около средно, но продължава да бъде неустойчива. През 2000 г инфлацията достига пик от 10% и след това през 2007 г. втори от 12%. Нестабилността е свързана с различни фактори. Влияние оказват както вътрешни така и външни фактори. За целия период цените на храните движат основно покачването на инфлацията. Членството в ЕС допринася за развитието на процесите на приспособяване на икономиката, които са свързани и с покачване на инфлацията. Въвеждането на Единната митническа тарифа през 2007 г., както и нарастването на външното търсене във връзка с действието на Единния пазар, стимулира покачването на цените на храните в по-голяма степен, но и на останалите стоки. Както повечето икономики така и българската, силно се влияе от цените на горивата. Тяхното покачване стимулира покачването на цените през целия период, докато понижаването не води до реципрочно намаляване на инфлацията. Друг важен фактор за скоковете в инфлацията в периода до глобалната финансово-икономическа криза са администрираните цени. Повишаването на акциза върху горивата, периодичното коригиране на контролираните цени влияе върху покачването на инфлацията. Поетапното покачване на акциза върху горивата и другите акцизни стоки се извършва в съответствие с програмата за хармонизиране на акцизните ставки с минималните в ЕС, което стимулира нарастването на общата инфлация.

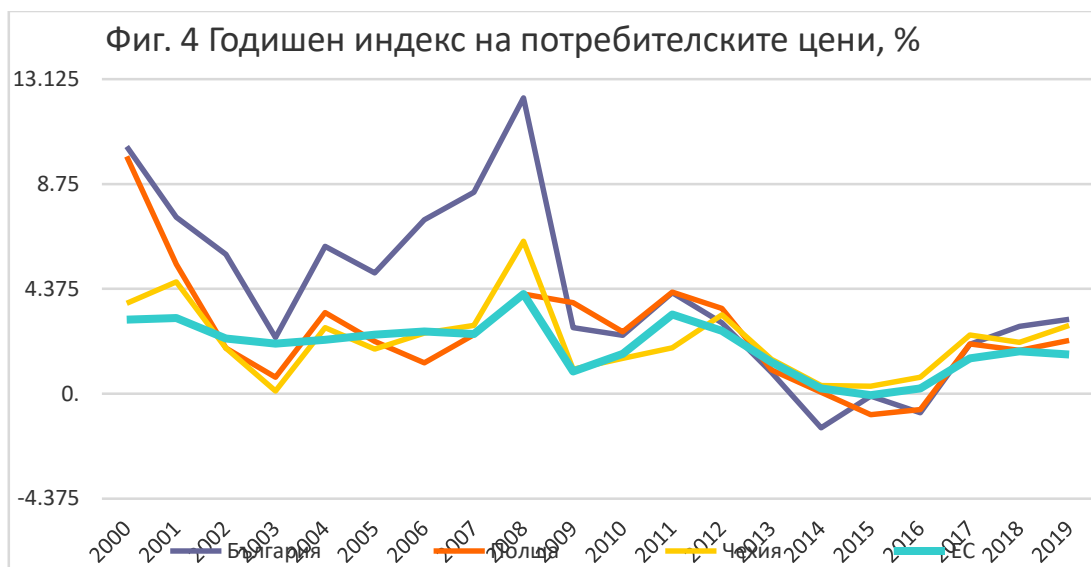
След финансово-икономическата криза вече повече от десетилетие инфлацията се движи под 3% с продължителни периоди на дефлация (фиг. 3). Заспа ли инфлацията?



Източник: World Bank open data

Сравнението с останалите реферирани страни показва, че инфлацията продължава да спада от високите нива от периода преди членството в ЕС, като Румъния отбелязва значително по-високи нива на инфлация. След финансово-икономическата криза при всички изследвани страни инфлацията се съпровожда с периоди на дефлация. В България тези периоди са най-дълги – в продължение на четири последователни години се регистрира дефлация. Склонността на българската икономика към по-дълги периоди на дефлация е необходимо да се изследва в дълбочина, но като цяло върху тази тенденция влияят по-скоро структурни отколкото фискални фактори.

След присъединяването към ЕС инфлационната динамика е по-скоро обща за всички страни в ЕС отколкото специфична за българската икономика и това е една от важните характеристики на след-кризисната инфлация – че тя все повече следва общия тренд в ЕС. **Синхронизирането на икономическия цикъл и нарастването на влиянието на външните фактори хармонизира и тенденциите в инфлацията.** Доколкото това е постоянна тенденция или е период в развитието на инфлационните процеси зависи от динамиката на структурните процеси в страните.



Източник: World Bank open data

Водещ фактор за дефлационните тенденции през този период е понижаването на цените на енергоносителите и суровините на международния пазар. Въпреки, че админитрираните цени упражняват натиск нагоре върху инфлацията, той е недостатъчен, за да компенсира спада при останалите цени.

Данните на фиг. 4 показват, че след 2016 г. инфлацията започва да нараства бавно като в България е малко над средната за ЕС и тази при останалите посочени страни, но остава в границите под 4%.

Въпреки ниската инфлация в страната през последното десетилетие и външната доминация на факторите, които я определят, действието на вътрешните фактори е ограничено поради липсата на реформи в някои ключови сектори, където се натрупват дисбаланси. Дългото отлагане на либерализирането на цените на електроенергията, както и на някои публични услуги, натрупва значим инфлационен потенциал, който рано или късно ще доведе до значимо нарастване на инфлацията. Експанзионистичната фискална политика, насочена към покачване на доходите, което изпреварва производителността на труда, също засилва очакванията за покачване на инфлацията.

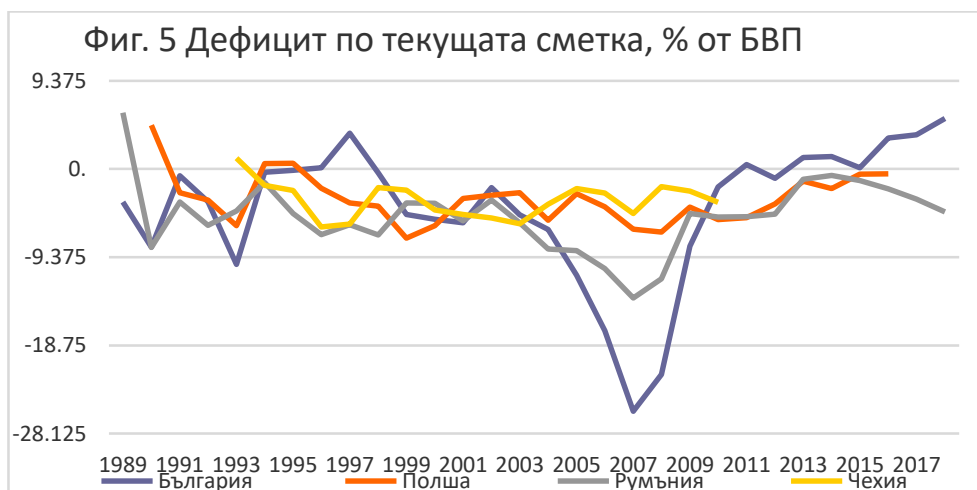
2. Платежен баланс и текуща сметка

Една от областите, в която развитието на българската икономика поставя под съмнение конвенционалната теория, е платежният баланс и по-специално динамиката на текущата сметка. Традиционно се счита, че валутните бордове не дават достатъчно възможност за гъвкавост, поради което тези икономики са по-предразположени към значителни дефицити в текущата сметка. Балансът по текущата сметка преди въвеждането

на валутния борд е отрицателен до 1995 г. с достигане на високите нива от -10% от БВП. Слабо увеличение на положителното салдо се наблюдава в предкризисния период и кризата до 1998г. Тази нестабилност на текущата сметка се дължи на реструктурирането на външната търговия, но върху нея играе роля и волатилността на националната парична единица. Значителна неустойчивост се наблюдава и при другите референтни страни, макар и с по-малък диапазон на флукуацията. Характерно за икономиката на Полша и Чехия е устойчиво салдо по текущата сметка със слаби колебания през целия изследван период.

В първите години след въвеждането на Валутния борд салдото по текущата сметка остава отрицателно, но в рамките до 5-6% от БВП – равнища близки до тези на изследваните страни. Тоест, **едва ли може да се свърже дефицита с въвеждането на новия паричен режим.**

Сривът на баланса по текущата сметка след 2003 г. е характерен за България и Румъния (значително по-малък от този на България), въпреки различните монетарни режими на двете страни.



Източник: World Bank open data

Високият дефицит при догонващите икономики е свързан със значителните входящи финансови потоци и бум на вътрешното търсене (фиг. 5). Това са основно ефектите на единния пазар – нарастването на вноса на инвестиционни и потребителски стоки от по-конкурентните икономики. Тези заключения се потвърждават от редица изследвания. (R. Rangelova, 2014). Освен това, високият кредитен растеж стимулира също растежа на дефицита (Бобева, Д. 2020).

България достигна до изключително висок дефицит по текущата сметка от 25,7% през 2007 г. Динамиката на тези процеси представлява академичен интерес, доколкото само

за три години беше натрупан този огромен дефицит. В този период пазарите, рейтинговите агенции и европейските институции акцентираха върху това, че този висок дефицит ще доведе до криза. Лансираше се идеята страната да потърси предварително финансова помощ от МВФ. Това беше и една от причините за недопускане на лева във Валутен механизъм II. През този период официалните български институции - БНБ и МФ не считаха, че дефицитът поражда финансово-икономическа нестабилност, главно защото е свързан с вноса на инвестиционни стоки, придружаващи ПЧИ, които изцяло покриваха дефицита по текущата сметка. Всъщност, тази теза се потвърждава от самокоригирането на дефицита в условията на кризата от 2008-2009 г. Противно на конвенционалното мислене, че иманентна характеристика на бордовете е хронично високия дефицит по текущата сметка, данните показват, че при българската икономика тази теза е трудно доказуема. *Салдото по текущата сметка*³⁵ се самокоригира само за две години от началото на глобалната финансово-икономическа криза след рекордно високите нива.³⁶

През последните десет години салдото по текущата сметка е около баланса, а през някои години е на излишък. Основният фактор за подобрието на баланса по текущата сметка е по-слабият внос, свързан с намаляване на вноса на инвестиционни стоки заради спада на ПЧИ. Подобни тенденции се наблюдаваха и при останалите догонващи икономики. Повечето от тях реализираха преди кризата големи дефицити по текущата сметка (Естония -13% от БВП, Латвия -18%). При свиването на вътрешното потребление и намаляването на ПЧИ салдото по текущата сметка на повечето държави навлезе в територията на приемливите равнища, но това беше за сметка на по-бавния икономически растеж. В периоди на догонване, структурата и характера на растежа е свързан с високи дисбаланси, включително по текущата сметка.

Финансовите потоци устойчиво покриват дефицита по текущата сметка и допринасят за увеличение на валутните резерви на страната, които през 2004 г. са 6 218,1 млн. евро.

3. Външен сектор

3.1. Външна търговия и макрорамка

От теоретична гледна точка, изследването на външната търговия на България може да представлява широк академичен интерес поради наслагването на няколко важни фактора – рестриктивният паричен режим, малкият размер на икономиката и високата степен на отвореност. Тези три фундаментални фактора поставят икономиката в значителна уязвимост според класическите теории и въпросът е дали при тези обстоятелства е възможно да се балансира външната търговия. Всъщност опитът на България до голяма

³⁵Салдо по текущата сметка на платежния баланс в % от БВП (средна стойност за 3 години)

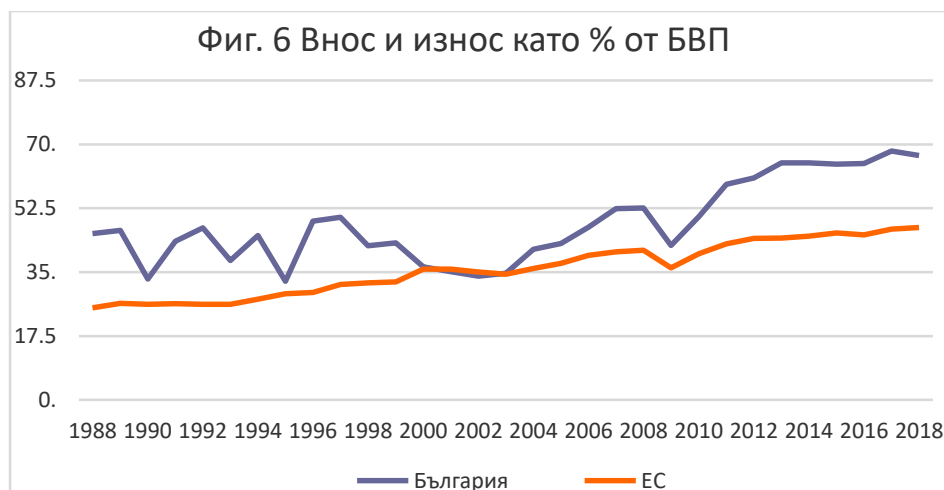
³⁶ R.Rangelova, Current-Account Imbalances and Economic Growth During the 2008-2009 Financial Crisis: an Empirical Analysis, Contemporary Economics, 2014, p. 123

степен не влиза в рамката на конвенционалната теория и политика за стимулиране на износа и балансиране чрез валутния курс.

От началото на прехода към пазарна икономика външната търговия е един от секторите с най-значими структурни промени – променя се структурата на вноса и на износа както по отрасли, така и по географска насоченост. Този процес на реструктуриране води до нестабилност в търговските потоци и се пренася в нестабилност на външно търговския и платежния баланс.

Външната търговия, макар и твърде волатилно, нараства значително като обем и съпоставена с БВП. Неустойчивостта на външната търговия на България от края на 80те и началото на 90те години се прекъсва в началото на периода от въвеждането на валутния борд, когато в продължение на четири години нейното съотношение с БВП е на най-ниските исторически нива от около 30% от БВП главно заради ниска конкурентноспособност.

Бурното нарастване на външната търговия е свързано с процеса на присъединяване към ЕС и ролята на Единния пазар. Въпреки че в ЕС външната търговия също расте по-бързо от БВП, в България нейният дял от БВП след 2002 г. е значително по-висок от този на ЕС и достига близо 70% от БВП през последните години. **Това демонстрира силната отвореност на икономиката, което обаче увеличава уязвимостта на външни шокове.**



Източник: World bank open data

Въпреки възходящият тренд на българската външна търговия, особено през годините след членството на страната в ЕС (фиг. 6), тя натрупва някои дисбаланси, които създават рискове за макроикономическата стабилност. В исторически план теорията за търговските дисбаланси се движи между признаването на проблема и неговото игнориране. Вредни или полезни са търговските дисбаланси и най-вече как да се преодолеят - с интервенции и активна държавна политика, включително с протекционизъм, или с

монетарни средства? Не всички търговски дефицити имат негативен ефект за икономиката, въпреки, че могат да водят до нейното дебалансиране най-вече чрез растеж на дефицита по текущата сметка. Счита се, че устойчивите дефицити намаляват агрегираното търсене и забавят икономическия растеж. Отслабва местната икономика и страната става силно зависима от външни икономически фактори. За да се покрие дефицита, икономиката има нужда от повече внос на капитал.

През последното десетилетие се открояват и някои положителни тенденции в развитието на търговското салдо, но детайлният анализ на неговата структура по страни и стоки показва значими структурни проблеми, които определят неустойчивостта и уязвимостта на външната търговия. Макроикономическите фактори играят роля за формирането на търговски дисбаланси. Следваният паричен режим от България през последните двадесет и две години не дава възможност за прилагане на традиционни монетарни инструменти за стимулиране на износа. Въсъщност, анализът на структурата и факторите на дисбалансите показва, че не се и налага да се използват монетарни или протекционистични мерки. Основните фактори за формирането на търговските дисбаланси са структурни, както и слабият капацитет на икономиката да изнася завършени продукти. **Там, където се реализират търговски излишъци в българската икономика, те са в износа на суровини, а там където са налице дефицити, те са основно в стоки с висока добавена стойност.**

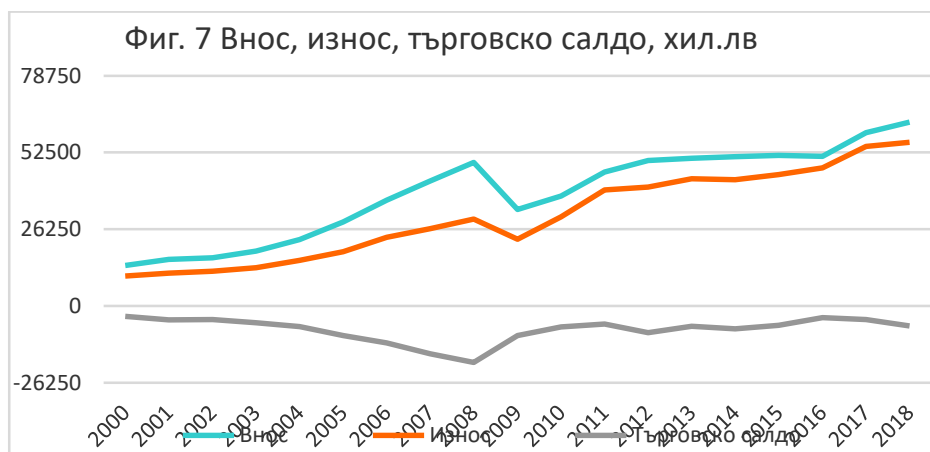
Общата либерална търговска рамка в Единния пазар и търговските споразумения на ЕС с трети страни очевидно не са достатъчни за достъпа на български стоки – завършени продукти с висока добавена стойност на международните пазари. **Малко меркантилизъм – политика, насочена към формиране на търговски излишъци в комбинация със структурни политики, насърчаващи преструктуриране на износа към стоки с висока добавена стойност, би ограничил неустойчивостта на търговския баланс и склонността към големи дефицити.**

Данните показват устойчиво нарастване на външната търговия, както по отношение на вноса, така и по отношение на износа, с изключение на периода на кризата 2008-2009 г., когато и вносът, и износът намаляват. Това е периодът на най-високия търговски дефицит през последните деветнадесет години. Общото нарастване на обема на външната търговия се ускорява главно заради ефектите от присъединяването на страната към ЕС и откриването на пазарите на държавите-членки за българските стоки. Износът на стоки и услуги като дял от БВП през 2018 г. достига 64%, при средно за ЕС 44,5% и Еврозоната 45,9%. Вносът на стоки и услуги като дял от БВП е 64,7% при средно за ЕС 42%. Тези данни демонстрират високата зависимост на икономиката от вноса и износа. Съществува силна връзка между износа и икономическия растеж. (Коефициент на корелация 0,82 за периода 2001-2018 г.).

През периода след 2000 година външно-търговският баланс е на дефицит. Той достига своя максимум през 2008 г. от 19 млрд лева, което представлява 14,3% от БВП. През

2009 г. се сриват вноса и износа, като само за една година вносът спада с 33% и му отнема четири години за да се възстанови и достигне докризисните обеми. Износът спада с 23% и се възстановява по-бързо – за две години.

Най-ниският дефицит по търговския баланс е през 2016 г. от около 4 млрд.лв или около 0,1% от БВП. Малкият размер и високата отвореност на българската икономика са причина за значителната флукутация и за мащабните промени в търговското салдо за такъв кратък период от време. (фиг. 7)

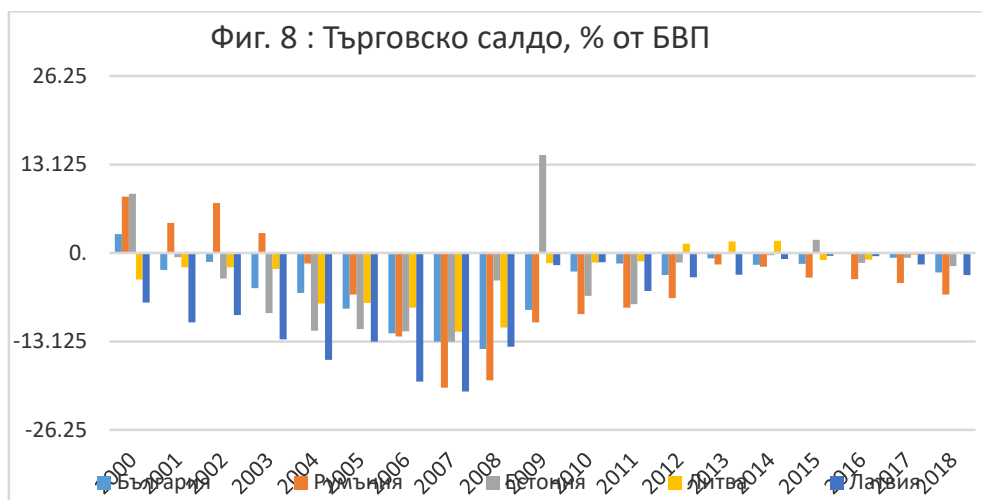


Източник: НСИ, Инфостат,

Оценката на значимостта на проблема с хроничния дефицит на търговския баланс може да се извърши като се използва показателя на търговското салдо, съотнесено с БВП и като се сравни с другите догонващи икономики в ЕС. Сравнението дава възможност да се провери хипотезата доколко устойчивият търговски дефицит е свързан с характера на българската икономика като „догонваща икономика“. Логично е да се очаква, че значителните потоци от преки чуждестранни инвестиции, с които е съпроводен процеса на догонване, стимулират нарастване на вноса на стоки и услуги и на такива с инвестиционен характер, което ускорява процеса на догонване. През този период икономиките са все още слаби, за да са достатъчно конкурентноспособни и да проникнат на външните пазари.

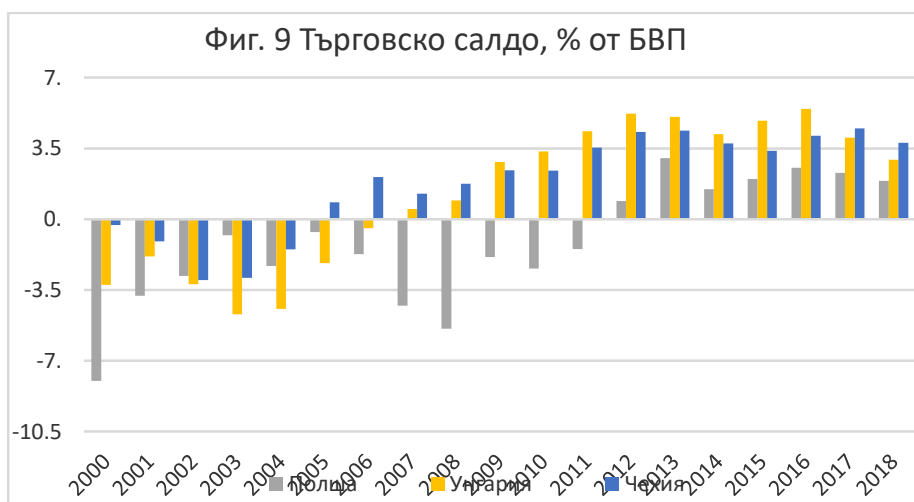
Като цяло догонващите икономики в ЕС демонстрират сходна динамика на търговското салдо. То е отрицателно при всички държави през повечето години преди кризата, след което се разширява по време на кризата и в следкризисния период бавно намалява. **Данните показват, че изследваните страни реализират по-големи и по-дълготрайни дефицити отколкото излишъци.** След кризата външната търговия на догонващите икономики се развива в две насоки – в една група страни се запазва отрицателното търговско салдо, а в друга се реализират излишъци по баланса.

В България, Литва, Латвия, Естония и Румъния търговският дефицит след кризата се свива до равнища от около 5% (фиг. 8).



Източник: World Bank Data

За разлика от по-малките икономики, по-големите отбелязват значителна корекция в търговското салдо след кризата и реализират излишъци в продължение на последните седем години от около 5% от БВП (фиг. 9). При Унгария и Чехия дори не се забелязва цикличност при търговския баланс – Чехия е на излишък от 2005 г., а Унгария от 2007 г.



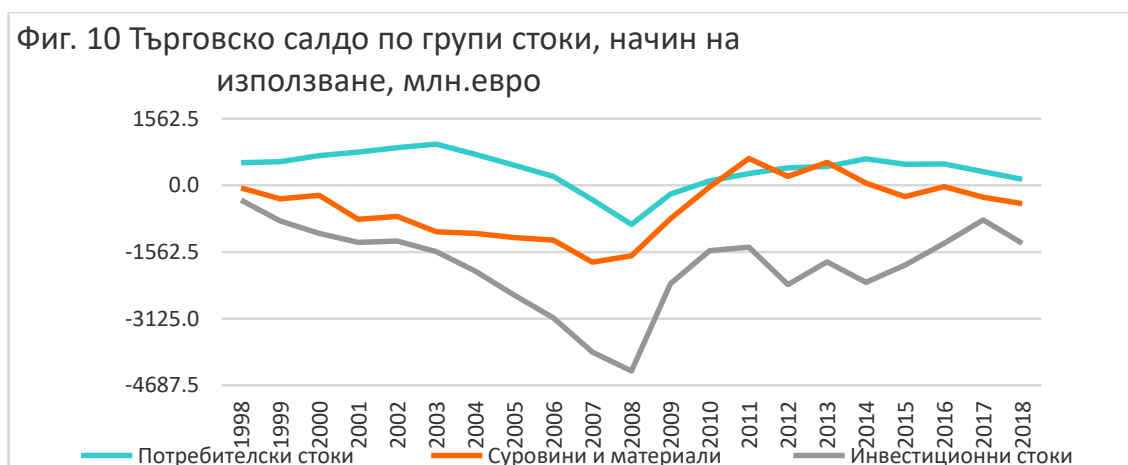
Източник: World Bank Data

Докризисното развитие на търговските баланси на догонващите икономики е сходно, но след кризата по-големите и по-развити икономики успяват да преодолеят дефицитите и да излязат на излишък. България, наред с балтийските страни и Румъния, не съумяват да преодолеят дефицитите, което е свързано с редица фактори, а не само със спецификата на процеса на догонване, доколкото при другите догонващи икономики

търговското салдо се развива в позитивна посока. Фактори, свързани с вноския режим, тарифни и нетарифни ограничения пред износа също не могат да се отчитат като причина за търговските дефицити, тъй като при всички догонващи икономики в ЕС тези условия са едни и същи.

Оценката на причините и факторите за търговските дисбаланси на основата на анализа на структурата на търговските потоци очертава следните тенденции: .

- Ефектът на догонването е свързан със значителен внос на инвестиционни стоки, както и с разширяване на участието на страните в глобалните вериги на стойността. Скок във вноса на инвестиционни стоки се регистрира през докризисните години на икономически бум и значителен растеж на преките чуждестранни инвестиции. Данните за България показват висока корелация между вноса и износа на инвестиционни стоки, **тоест колкото повече се повишава вноса на инвестиционни стоки толкова повече инвестиционни стоки се изнасят.** През последните двадесет години салдото за тази група стоки е винаги отрицателно. **България остава нетен вносител на инвестиционни стоки. Проблемът е, че вносът на инвестиционни стоки недостатъчно увеличава износа.**



Източник: БНБ

- Разширяването на участието в глобалните стойностни вериги през последното десетилетие особено в сектор „преработваща промишленост“ засилва високата зависимост на този сектор от вноса. Съществена характеристика на неговия износ е значителната част на пренесената стойност. Повишава се дялът на стоките за последваща обработка, докато намалява дялът на стоките като крайни продукти в резултат на ниската конкурентоспособност на националните производители на единния пазар (Панушев, Е, 2019)
- Догонването е свързано и с разширяване на потреблението и вноса на потребителски стоки. Динамиката на вноса на потребителски стоки се ускорява в годините на висок

икономически растеж, когато и салдото излиза на отрицателни стойности. След кризата вносът се забавя и салдото по тази стокова група е близо до баланса.

- Търговското салдо при суровините е отрицателно през по-голямата част от изследвания период. След 2008 г. балансът бързо се променя в позитивна насока и през последните години отново е отрицателен, но в малки размери.

Най-устойчив и значим е дефицитът в търговията с Русия, което се дължи както на големия внос, така и на малкия и намаляващ износ. Стоковата структура на вноса от Русия се доминира от енергоносителите и в това отношение флукуацията в техните цени оказват влияние върху стойностния обем на вноса. В търговията с Русия фактори, свързани с многостранната и двустранната външно-търговска политика на Русия и България допринасят за дефицита. Основният проблем е недостатъчното използване на потенциала за износ към тази страна. Тази теза се подкрепя от факта, че страни, за които е аналогична рамката на търговско-икономическите отношения с Русия като Полша и Чехия реализират положително търговско салдо през целия изследван период при нарастване на общата търговия с Русия.

Устойчиви са дефицитите в търговията и с друга голяма икономика – китайската. Делът на Китай във вноса през последните пет години е около 4%, а в износа около 2,4%. С изключение на 2010 г. търговията с тази страна е на дефицит през целия изследван период, като максимумът от 2 млрд.щ.д. е през 2008 г.

Анализите на търговските дефицити по страни показват, че като цяло те имат цикличен характер с най-високи стойности, достигнати преди кризата. Масиран внос от повечето държави в ЕС и извън него преди кризата формира значителен дефицит, който след кризата се коригира при повечето страни до баланс или малък излишък. Но при някои страни дефицитът остава, а при други дори се натрупва значително.

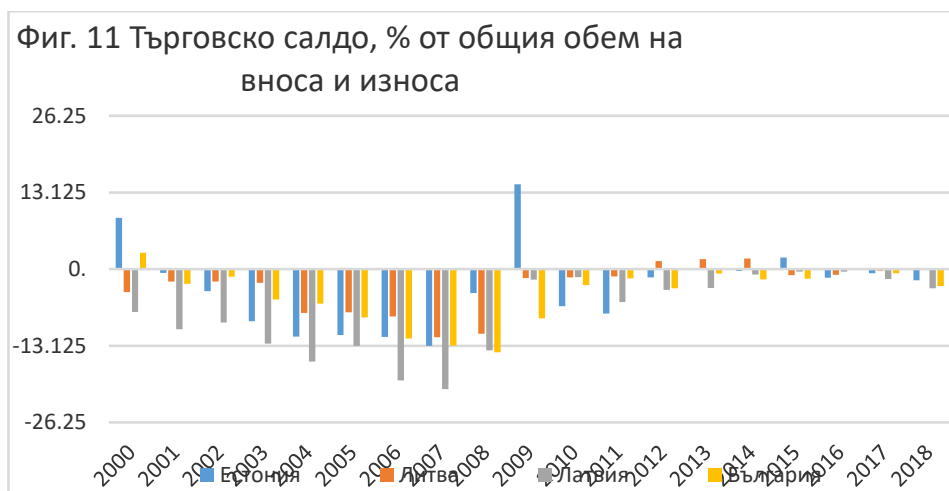
Анализът показва и тенденция на структурни промени в търговията и нейния баланс с повечето от големите европейски икономики – процес очакван след значителните преки чуждестранни инвестиции от тези страни и обвързването на индустриални производства с европейските вериги на стойността. Колкото и положителни да са тези тенденции, те съдържат и някои рискове свързани със стоквата структура на изнасяната продукция и незавършения характер на повечето от тези производства. Положителните тенденции не трябва да маскират проблема с конкурентноспособността и достъпа на крайни български стоки с висока добавена стойност в тези страни.

Анализът на стоквите дисбаланси показва силно волатилни дефицити, демонстриращи неустойчивостта на икономиката, нейната слаба конкурентноспособност и уязвимост на вътрешни и външни шокове. Запазването на добрите външнотърговски позиции на някои суровини и разширяване на износа на стоки от сектора на електрически продукти и части за автомобили съдейства за намаляване на общия външно-търговски дефицит. Докато при

първата група стоки може да се очаква устойчивост и в бъдеще, то при втората не толкова конкурентноспособността на българските стоки, колкото обвързването на тези производства с големи мултинационални компании е фактор за подобряване на дисбалансите. При крайните национални продукти не се наблюдава значимо подобрене на външотърговските позиции.

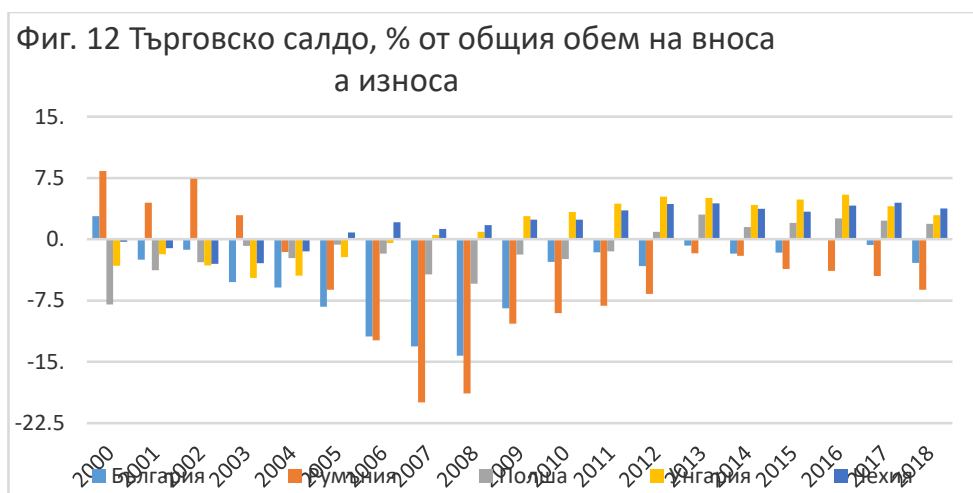
Теоретичният дебат за това какво детерминира търговските дисбаланси се позиционира в два подхода – макроикономически и структурен. Макроикономическият подход поставя акцент върху макро фактори – цикличност, валутни фактори, парична политика, докато при структурния се разглеждат вътрешни и външни фактори, свързани с вътрешно и външно търсене, конкурентноспособност, търговски политики и достъп до пазари т.н. Не само в теорията, но и в политиката се счита, че паричният режим и гъвкавостта на валутните курсове са важни фактори за външно-търговските баланси (дисбаланси). Включително и най-нови изследвания тестват връзката между фиксираните валутни режими и търговските дисбаланси. Според Бергер и Хелдж (Berger, Helge & Nitsch, Volker, 2013), които изследват ефектите на фиксираните валутни режими върху търговските дисбаланси, има достатъчно доказателства, че в Евророната се разширяват търговските дисбаланси след въвеждането на еврото. Тази теза се доказва, като се изключат някои специфични за отделните страни фактори.

Доколко паричният режим играе роля за търговските дисбаланси в догонващите икономики на ЕС може да се изследва като се използва показателя на съотношението между търговското салдо и общия обем на вноса и износа. Включените в анализа страни се характеризират с високи равнища на търговски дефицити в годините преди членството в ЕС и значително намаляване след кризата. Най-големи дефицити се регистрират при Румъния и балтийските страни, следвани от България, докато централно-европейските икономики се характеризират с по-ниски дефицити до кризата и положително търговско салдо след 2009 година (фиг. 11).



Източник: World bank data

Балтийските страни и България, които имаха подобен валутен режим до присъединяването към еврозоната, реализираха значително по-високи равнища на дефицит отколкото тези, които имаха гъвкав паричен режим. Румъния, която обаче е с режим на инфлационно таргетиране, реализира много високи равнища на търговски дефицит (фиг. 12). Търговските дефицити се формират от много сложен комплекс от фактори, за да бъдат обяснени само с избрания паричен режим. Тук роля играят структурни фактори, конкурентноспособността на икономиката, степента на отвореност, ефективност на външно-търговската политика и други.



Източник: World Bank Data

Отсъствието на инструменти на паричната политика при страните с фиксирани режими и невъзможността да се въздейства на търговските потоци с помощта на парични инструменти може да се компенсира със структурни фактори и политики, които могат да имат по-устойчив и по-силен ефект от темпорално ограничените монетарни стимули.

Динамиката на номиналния ефективен валутен курс оказва слабо влияние върху външно-търговския баланс. На макро равнище общото влияние на производителността на труда върху търговския баланс е положително. Данните за разходите на труд за единица продукция потвърждават тази хипотеза, както и стойностите на показателя реална производителност на заето лице.

В теорията се счита, че високите търговски дефицити са свързани с недостатъчни равнища на спестявания. Страни с високо равнище на спестявания, като Германия, Китай и Япония, формират устойчиви и значими излишъци по външно-търговските си баланси. Обратно, икономика като САЩ с ниско равнище на спестяванията са по-склонни към дефицити в търговския баланс. Данните за България не показват значим ефект от равнището на спестявания върху търговския баланс. Това може да се дължи и на догонващия характер

на спестяванията във връзка с догонващия етап на развитие на финансовото посредничество.

Съществен фактор за търговските дисбаланси са преките чуждестранни инвестиции. Данните показват значима връзка между потока на ПЧИ и отварянето на дефицита във външно търговския баланс в годините преди кризата. Тези тенденции са общи за догонващите икономики в ЕС. Намаляването на инвестициите след кризата и свързания с тях внос съдейства за свиване на дефицита. Като цяло дефицитът, движен от ПЧИ има благоприятна роля за икономиката в дългосрочен план, доколкото ПЧИ насърчават икономическия растеж. Степента обаче, в която те подкрепят износа, зависи от тяхната пазарна ориентация.

3.2. Преките чуждестранни инвестиции и тяхната роля за макроикономическата стабилност.

Историята на ПЧИ в България откроява три основни етапа. Първият е периода на възникването на ПЧИ на основата на създаването на новата правна и институционална рамка на ПЧИ и отварянето на приватизацията за чуждестранни компании. През този период чуждестранни инвестори са предимно купувачите на държавни предприятия, а общественото мнение е доста селективно – позитивно е настроено към инвеститорите от едни страни и негативно към други. Като цяло общественото мнение е раздвоено политически към ПЧИ и доста колебливо подкрепя тяхното привличане. През този период въздействието на ПЧИ върху общата макрорамка е ограничено поради неустойчивостта на инвестициите и тяхната слаба обвързаност с растежа.

Вторият етап в развитието на ПЧИ в България обхваща периода от края на приватизацията до глобалната финансово-икономическа криза – период на бум в ПЧИ, свързан с присъединяване на страната към ЕС. Освен рекордните потоци от ПЧИ този период е белязан и със значителен принос на ПЧИ към растежа, но и към натрупването на макроикономически дисбаланси.

Третият етап на възстановяване след финансово-икономическата криза се характеризира със срив на инвестициите в началото и слаб растеж през последните години преди кризата с пандемията. Зависимостта на икономиката от ПЧИ намалява, а тяхната структура се променя. Потокът от инвестиции е малък, за да води до натрупване на дисбаланси, но и ефектът им върху растежа е слаб.

Още през 80те години беше направен опит за създаване на облекчен режим за привличане на чуждестранни инвестиции с т.нар. Указ 535/1980, с който се създава възможност чуждестранни лица да придобиват до 99% от български предприятия. Липсата на политическа воля и слабата атрактивност на средата за инвестиции води до това, че в началото на прехода са създадени само 31 смесени предприятия до 1989 г. Политическите промени в началото на деведесетте години са пряко свързани с отварянето на българската

икономика за чуждестранни инвестиции. През 1992 г. беше приет Законът за преобразуване и приватизация на държавните и общински предприятия, с който се отварят възможности за чуждестранни инвестиции. Така по-скоро приватизацията, отколкото създаването на инвестиции на зелено или смесени дружества, става основният канал за проникване на ПЧИ (Божков, Ал., Бобева, Д., 1995). Несъмнено важна роля за привличането на чуждестранни инвестиции оказва първият закон в тази област, подготвен с активното участие на Илко Ескенази (Бобева, 1993) - Законът за стопанската дейност на чуждестранните лица. Характерно за новата правна рамка на ПЧИ е, че за разлика от повечето страни, започнали трансформацията си по това време, не са необходими разрешения за създаване на 100% чуждестранни предприятия. Изключение правят сектори, за които е необходима оторизация – това са банковият сектор и застраховането, производството и търговия с оръжия и стоки с двойна употреба и проучването и добива на подземни природни ресурси.

Всички чуждестранни инвестиции по това време се регистрират в Министерството на финансите.

Обвързването на ПЧИ с приватизацията ги прави силно волатилни и зависещи от волята на правителствата да продават държавни предприятия на чужденци. От друга страна, тъй като в страната не е натрупан все още капитал, единствените купувачи на предприятията с големи активи се оказват само чуждестранни купувачи. Поради политическата и икономическа нестабилност няма особена конкуренция при закупуването на повечето от т.нар. „blue chip“ предприятия и тяхната приватизация се забавя с всички произтичащи от това последици – декапитализация, загуба на пазари и неефективност. По данни на изследване на Центъра за изследване на демокрация в края на февруари 1993 г., само за 34.5% от българските държавни предприятия е проявен интерес за участие в приватизацията от страна на чуждестранен инвеститор. **Българските купувачи проявяват по-голям интерес към приватизацията на части от продаваните предприятия, докато чужденците в по-голяма степен са готови да купуват изцяло по-крупните обекти.**

Като основни пречки за привличането на инвестициите през този период е натрупаният огромен външен дълг и наложеното ембарго върху неговото плащане, както и общата политическа и икономическа нестабилност. **Слабата обществена подкрепа за приватизацията и чуждестранните инвестиции също оказват въздържащо влияние върху амбициозността и скоростта на тези реформи.**

Данните за регистрираните дружества с чуждестранно участие (под и над 50%), обаче, показват нарастващ интерес за инвестиране в страната. Техният общ брой надхвърля 3500 през 1993 г. Някои от проблемите за привличането на ПЧИ са забавянето на приватизацията, огромните дългове на държавните предприятия, както и изключително ограничената им свобода при договарянето и вземането на решения за сдружаване с чуждестранни партньори. Липсата на приватизационно пространство за чуждестранните инвестиции доведе до ситуация, при която в страната навлязоха много, но малки

инвестиции. Те заеха "топлиите ниши" на все още ненаситения пазар преди всичко чрез внос на потребителски стоки и услуги. Положителният ефект от тях върху общото развитие на пазара - конкуренцията и качеството на предлаганите стоки, е спорен. Още по-малко може да се твърди, че навлезлите дотогава инвестиции подпомагат реструктурирането на икономиката, преодоляването на икономическата криза, развитието на техниката и технологиите.

За разлика от чужденците, българските купувачи се интересуват най-много от приватизацията на обекти на първо място в туризма (частни фирми имат готовност да купят 80% от предприятията в туризма попаднали в извадката), на второ място банковото дело (съответно за 55,5% от банките в извадката), на трето място - битовите услуги (55,4%), търговията (43,8 %) и т.н. **Очевидно индустриалните отрасли и секторите изискващи по-големи капиталовложения все още не са привлекателни за българския инвеститор.** Това се дължи както на обстоятелството, че в българския частен сектор не са натрупани достатъчно големи потенциални инвестиции, така и на факта, че **българският капитал се стреми повече към отраслите с по-бърза възвращаемост и малък производствен риск.** **Изследването потвърди предположенията, че българският купувач ще бъде по-неконкурентноспособен от чуждестранния в приватизацията на българската индустрия.**

Подобна е ситуацията и при предприятия в тежко финансово състояние. Чуждестранни купувачи са били готови да купят изцяло или частично 34,4% от най-губещите и 33,4% от най-печелившите държавни предприятия, обект на изследването. Вероятно по- ниската цена на банкрутиралите предприятия засилва интереса на купувачите. От друга страна, може да се предполага, че изкуствените фалити също дават отражение върху тази наглед нелогична ситуация.

Чуждестранните купувачи се интересуват от закупуването предимно на предприятия, които произвеждат в по-голяма степен за износ. Почти половината – 45,5% от изследваните предприятия работят основно за външния пазар и само 20% от ориентираните изцяло към вътрешния, са обект на чуждестранен интерес. Обратно, при българските потенциални купувачи се очертава по-голям интерес към онези, които снабдяват вътрешния пазар.

Чуждестранните купувачи не проявяват никакъв интерес към участие в приватизацията в селското стопанство, което обяснява и до днес трайната тенденция на незначителни ПЧИ в този сектор. На второ място по непривлекателност са битовите услуги и строителството, а на трето транспортът. Това са и отраслите които по принцип имат в по-голяма степен местен характер и по-трудно привличат чуждестранни инвестиции

Въпреки ограниченията и рисковата среда за инвестиции, обемът на ПЧИ расте бързо в периода до 1998 г. (фиг. 13). Принос за това има и създадената вече правна и

институционална рамка, включително създаването на Агенцията за чуждестранни инвестиции през 1996 година.



Източник: World bank open data

В този първоначален етап на създаване на устоите на частния сектор в България огромна роля изиграха преките чуждестранни инвестиции. До този момент бяха привлечени някои от големите глобални инвеститори: Солвей, Шел, Ровър, Американ Стандарт и други.

Въпреки бавния характер на приватизацията, тя движеше ПЧИ в първоначалния етап на **икономическата трансформация, а самата трансформация се движеше от ПЧИ.** След приключването на масовата приватизация се ограничи пространството за нови ПЧИ и данните показват известно забавяне.

Един от основните очаквани ефекти от членството на България в ЕС е нарастването на ПЧИ. Единният пазар е основният канал, чрез който се реализират предимствата за икономиката от членството. Общите регулации на инвестиционната дейност, падането на бариерите и ограниченията са фактори, които благоприятстват инвестиционните потоци между държавите-членки. Либерализирането на движението на стоки, капитали и работна сила би трябвало да резултира в повече преки инвестиции както „на зелено“, така и чрез придобиване, сливане и реинвестиране на печалби. Свободата на установяване, свободното предоставяне на стоки и услуги и свободното движение на капитали формират една либерална рамка, в която инвестициите между държавите-членки са поставени в най-благоприятна предсказуема среда. Благоприятен фактор е и действащият Механизъм за макроикономическо управление в ЕС с неговите три стълба – мониторинг (анализ на икономиките, прогнозиране, годишно изследване на растежа, задълбочените анализи по страни); превенция (програмите за стабилност и растеж, програмите за сближаване и националните програми за реформи и специфичните за всяка страна препоръки); коригиране (процедура по прекомерни дисбаланси и процедура по прекомерни дефицити).

Членството в ЕС се очакваше не само да насърчи взаимните инвестиции, но и инвестициите от трети страни, тъй като големият Единен пазар става достъпен за тях. Инвеститорите от трети страни търсят достъп до разширения Единен пазар чрез инвестиции в страни, където това им е най-изгодно. В това отношение теорията и емпиричните изследвания показват, че размерът на пазара е един от най-силните фактори за преките чуждестранни инвестиции.

Радикалната трансформация на средата за инвестиции и разширяването на пазара, свързано с членството в ЕС, създава естественото очакване за увеличаване на чуждестранните инвестиции. Докато през предходните етапи на развитие на ПЧИ фокусът беше основно върху техния обем и динамика, през последните години все повече нараства интересът за оценка на ефекта от ПЧИ и тяхната роля за икономиката.

В редовните доклади на ЕК по повод членството в ЕС, Европейската комисията винаги е посочвала позитивен ефект от присъединяването върху инвестициите (ЕК, 2006). Според доклада на Дирекцията на ЕК за икономически и финансови въпроси по повод две години от разширяването с първите десет страни се посочва, че те са привлекли *значителни инвестиции* с общ размер за тези две години равен на 40% от техния БВП. В глобален аспект, в десетилението на членството на новите държави-членки до глобалната рецесия, те задминаха всички други нововъзникващи пазари. Нарастването на ПЧИ от старите държави-членки към новите представлява само 4% от общите инвестиции в ЕС-25, т.е. не е налице дислокация.

Както се посочва от ЕК, един от ефектите от разширяването е *ясна регионализация* на потоците от ПЧИ - както и при първата вълна на разширяване. ЕС-15 е най-големият инвеститор в новите държави-членки с дял от 77.5% от общия входящ поток от ПЧИ още през 2004 г. Холандия е най-големият инвеститор, следвана от Германия и Франция.

Докато теорията и политическите анализи са категорични относно очакването за позитивен ефект на членството върху ПЧИ, то последващите изследвания и анализи на реалния ефект не са така категорични. Докато на общностно равнище (ЕК, 2006) се отбелязва позитивен ефект върху общите вътрешноевропейски преки инвестиции, то ефектът върху различните страни е различен. **Единният пазар не ограничава националните специфики в привлекателността и абсорбционния капацитет на отделните държави за чуждестранни инвестиции, ролята на националните политики и т.н. все фактори, които членството и предимствата на единния пазар не унифицират.** Това обяснява и специфичните ефекти, които членството оказва върху преките чуждестранни инвестиции. Основата, върху, която се развиха бяха промените в правната и институционална рамка, в резултат на които климатът за инвестиции се подобри решително. България прие сравнително рано, още след 2000 г., повечето от регулациите на Единния пазар и либерализирането на правната рамка за ПЧИ, сред които свободното репатриране на печалбата, правото на установяване, достъпът до приватизационни програми и други,

които отвориха пространство и дадоха известна сигурност на европейските (и не само) инвеститори. Затова позитивните резултати върху средата за инвестиции се наблюдават още преди фактическото членство в ЕС.

В резултат на тези реформи, България стана привлекателно място за инвестиции за местните компании, за европейските компании и за компаниите от трети страни, поради намаляването на риска, общите европейски правила и достъпа до един широк единен пазар. Няколко международни показатели демонстрират нарасталия потенциал и привлекателност за инвестиции. Според показателя на УНКТАД за **потенциала за преки чуждестранни инвестиции** (Inward FDI Potential Index) през 2011 г. България заема 49 място в световната класация. Друг показател на УНКТАД оценява **представянето на влизащите преки инвестиции** (The Inward FDI Performance Index) като съотнася преките инвестиции с размера на икономиката. Той представлява относителния дял на страната в глобалните потоци на ПЧИ, съотнесен с дела на страната в глобалния БВП. По този показател България се придвижва от 93 позиция през 1993 г. на 2-ра през 2008 г. – годината непосредствено след началото на членството в ЕС.

Според показателя на Световната банка за регулациите за преки чуждестранни инвестиции, във връзка с членството в ЕС, България е създала пълен достъп на ПЧИ до всички сектори на икономиката, надвишавайки по този показател средното за региона (ЦИЕ и Централна Азия) и глобалните му стойности. България не прилага ограничения в 31 от 33 сектора (изключение е гражданската авиация, но инвеститорите от ЕС имат пълен достъп).

Институционалната и правна рамка за инвестиции беше променяна и извън задължителните елементи на Единния пазар. Така например в областта на данъчното облагане, което е национален прерогатив, беше създадена опростена данъчна система с единни ставки и ниски нива на облагане, което е важен фактор в конкуренцията за привличане на инвестиции. Разбира се, елементите на средата за инвестиции не се изчерпват с премахването на ограниченията и свободата в установяване. Тъй като и в глобален аспект повечето страни вече са създали тези условия, все повече инвестициите зависят от другите фактори за правене на бизнес, включително стабилност на законодателството, работеща съдебна система, ефективна администрация и т.н. Това са фундаментални въпроси от национална компетентност, въпреки, че членството на България в ЕС също насърчава реформите в тези чувствителни области. Тази теза се доказва от данните за четирите основни показателя за оценка на ПЧИ – поток на преките чуждестранни инвестиции, обем (запас) на преките чуждестранни инвестиции, показател за пазарна интеграция (обем входящи и изходящи инвестиции като % от БВП), размер/запас на ПЧИ като % от БВП).

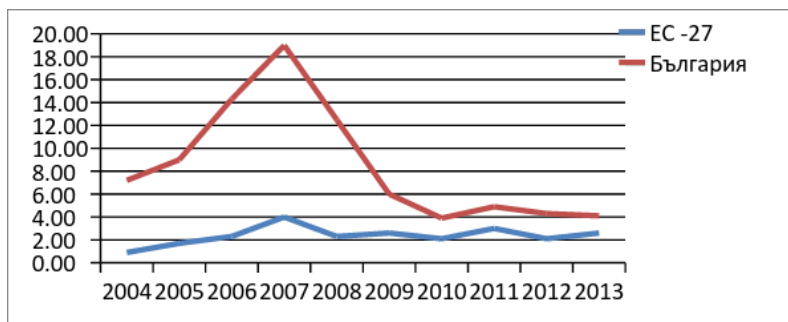
В годината на влизането на страната в ЕС е реализиран най-значителният обем привлечени инвестиции от 9,051 млрд. евро, който е десет пъти повече от потока през 2001 г. В продължение на три последователни години ПЧИ са над 6 млрд. евро годишно. И

въпреки спада на инвестициите от началото на кризата, все още страната се нарежда на едно от първите места сред новите държави-членки на ЕС по общ обем (запас) на привлечените инвестиции – през 2014 г. той е 38,332 млрд евро.

Според показателя за **пазарна интеграция** на Евростат (фиг. 14 и фиг. 15), измерен със съотношението между потока от ПЧИ (входящи и изходящи) и БВП, България надвишава значително средните стойности на показателя за ЕС като цяло. Това е отражение на значителния поток от ПЧИ през годините преди и първите години след влизането в ЕС. Това е и период, в който този показател за България заема най-значителни стойности в ЕС. В периода 2004-2010 г. са реализирани исторически най-значителните обеми ПЧИ, вкл. над 10% от БВП. Бумът на инвестициите в България е свързан и със значително нарастване на общите преки инвестиции в Европейския съюз през докризисния период.

Фиг. 14 ПЧИ - показател за пазарна интеграция

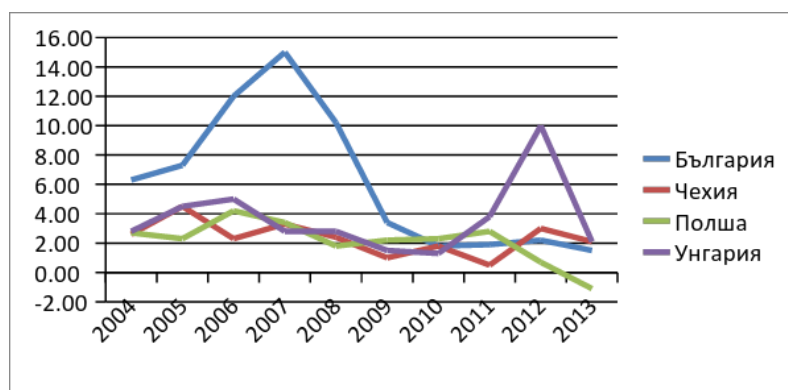
(Евростат: обем на входящи и изходящи инвестиции като % от БВП)



По този показател РБългария изпреварва централно-европейските страни.

Фиг. 15 ПЧИ - показател за пазарна интеграция

(Евростат: обем на входящи и изходящи инвестиции като % от БВП)



Източник: Евростат, 2014 г.

При средни равнища на ПЧИ към БВП за ЕС около 4% в периода 2004-2014, новите държави-членки демонстрираха в първото десетилетие от членството значително по-високо

равнище, като то варира съществено както при отделните държави-членки, така и в отделните периоди. По отношение на потока от ПЧИ и на размера (запас) съотнесени с БВП България изпреварва страните от ЕС, където средното равнище на този показател е 31%, а за България е 95%. Важно е да се отбележи, че България стартира от сравнително ниска база от 27% през 2003 г. Естония (84%) и Унгария (80%) също показват значителни равнища на този показател, докато сред новите държави-членки най-малък е делът на ПЧИ в Словения (32%).

Динамиката на ПЧИ в България е много сходна с динамиката в останалите централно и източно-европейски държави-членки на ЕС, като най-близко е до тази на Румъния (корелационен коефициент 0.86), Словения (0.74) и балтийските държави. Това сходство в динамиката на ПЧИ би могло да се счита като индикатор за ефекта на членството в ЕС и свързаният с него тласък на инвестициите в годините на подготовка за присъединяване и първите години на членството.

След 2007 г. значително нарастна броя на компаниите с европейско участие в България. В ЕС броят чуждестранно контролирани компании е сравнително малък – 98.8% от всички предприятия през 2012 г., но в тях се концентрират значителни обеми от инвестиции и активи. В България броят е сравнително голям за размерите на страната – около 13 000 годишно, като по този показател България се нарежда на трето място след Чехия и Унгария. Бумът на разкриване на чуждестранни компании в България съвпада с годините на бурно нарастване на ПЧИ. От 5,433 през 2003 г. техният брой нараства на 13,915 през 2009 г., т.е. само през първите две години от членството.

Данните показват категорично нарастване на ПЧИ в докризисния период, като основно това увеличение е за сметка на увеличението на инвестициите от държавите-членки на Европейския съюз. През целия период от 2001 г. до 2014 г. те обхващат над 70% от общите инвестиции, достигайки през 2010 г. 97% от общия поток ПЧИ (нетни трансакции). Свивът в инвестициите след 2010 г. е за сметка основно на намалението на инвестициите от ЕС (фиг. 16), което не се компенсира от инвестициите от трети страни. Делът на инвестициите от ЕС спадна на исторически ниски нива.

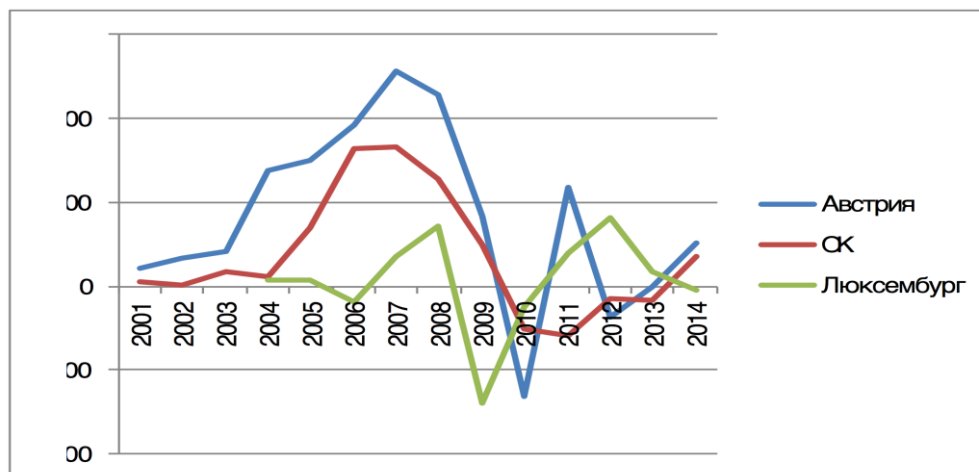
Фиг. 16 Относителен дял на преките чуждестранни инвестиции от ЕС в България



Членството на РБългария в ЕС не оказва влияние върху структурата на инвестициите по региони на произход. ЕС запазва доминантната си роля като се разширява кръгът на държавите-членки, които инвестират в България, включително такива, с които България не е имала традиционни икономически отношения. Обемът на тези инвестиции обаче, е твърде малък и не може да компенсира тенденцията за концентрация на инвестициите в рамките на четири водещи държави – Нидерландия, Австрия, Германия и Гърция.

Бумът на инвестициите от 2006-2008 г. се е движел основно от нарастването им от Австрия (около и над 1 млрд. евро годишно), Нидерландия (1 млрд. евро), Обединеното кралство (800 млн. евро годишно). Прави впечатление, че за почти всички държави, от които са привлечени инвестиции, пикът е именно в този период. Отлив и негативни потоци от ПЧИ обаче, се отбелязва след 2008 г. при Австрия, Обединеното кралство и Люксембург – тоест най-големи спадове от началото на кризата се отбелязват при страните, от които има и най-бурен растеж на инвестициите (фиг. 17).

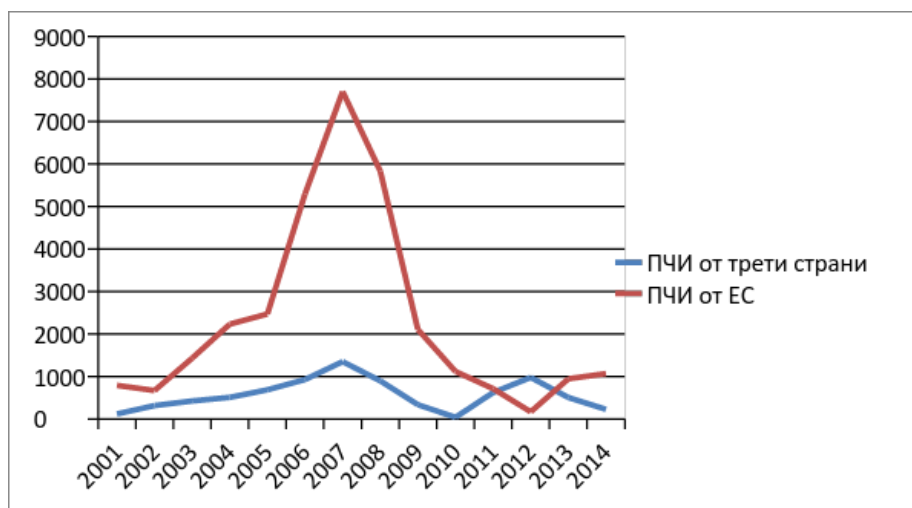
Фиг. 17 ПЧИ (поток) в млн евро



Данните показват, че има висока степен на корелация между изходящите инвестиции от тези водещи страни и динамиката на инвестициите в България. Не толкова вътрешните фактори, колкото свиването на инвестиционната активност от държавите-членки на ЕС допринася за намаляването на ПЧИ в България.

ПЧИ от страните извън ЕС също бяха позитивно повлияни от членството на страната в ЕС. Макар и по-бавно, те нарастнаха в периода след членството, надхвърляйки 1 млрд евро през 2007 г. Кризата също оказва въздействие като се намали инвестиционната активност от страните извън ЕС в България, така както и в останалите държави от ЕС. За разлика от инвестициите от ЕС и в най-голяма степен от еврозоната, които формираха бум-а през периода 2005-2009 г., тези извън ЕС се характеризират с по-умерена динамика.

Фиг. 18 ПЧИ от ЕС и от трети страни (2001-2014)млн.евро



При инвестициите от трети страни също се наблюдава прекомерна концентрация главно на инвестициите от две страни - Русия и Турция. Очевидно страната все още не използва достатъчно нарастналият потенциал от гледна точка на единния европейски пазар за привличане на инвестиции от страни извън ЕС.

Преките чуждестранни инвестиции в България се характеризират със значителна волатилност. Както „бум“-ът така и последващият срив нямат друг аналог сред държавите в ЕС. Причините могат да се търсят в самия характер и структура на привлечените по време на високия растеж инвестиции, както и във високата зависимост от инвестициите в еврозоната. Неустойчивостта е свързана и със значителното нарастване на инвестициите в сектора на недвижимите имоти, който беше насърчен основно от преките чуждестранни инвестиции от европейските страни.

Отвореността на пазара на имотите и значителната разлика в цените с тези в Централна Европа създадоха очакване за догонване на цените на имотите и стимулираше инвестициите в този сектор. Настъпилата криза оттегли инвеститорите от този сегмент на българския пазар и доведе до общ срив в инвестициите. Така например инвестициите от Обединеното кралство от 23 млн.евро през 2001 г., достигнаха равнища от над 800 млн. евро през 2006 и 2007 г., за да отбележат отрицателни стойности (нетни трансакции) през 2010, до -257 млн.евро и 2011 -298 млн. евро. Рязко оттегляне на инвестиции се отбеляза и при инвестициите от Кипър и Люксембург. Предполага се, че това са основно инвестиции в недвижими имоти.

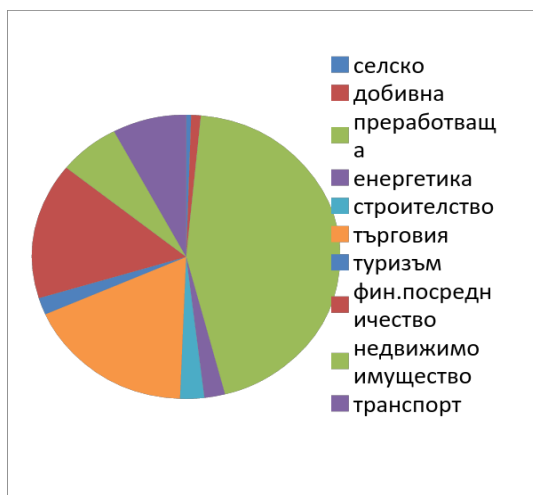
Неустойчивостта може да се обясни с характера на привлечените инвестиции. Някои изследвания показват по-високия потенциал за неустойчивост на инвестициите в строителството и недвижимите имоти, както и в секторите, които

имат ограничен потенциал за износ и разчитат основно на вътрешното търсене. Като цяло инвестициите в услугите са по-волатилни от тези в индустрията.

Присъединяването на РБългария в ЕС и свързаната с това свобода на установяване във всички сектори на икономиката, насърчиха една нова, по-диверсифицирана структура на ПЧИ. Значителна част от инвестициите се насочиха към регулираните сектори и секторите на услугите, докато традиционните производства и онези, където България имаше стратегически предимства, останаха недостатъчно атрактивни за инвестиции.

Сравнението на структурата на ПЧИ (салдо в края на годината) през 2001 г. и 2014 г. показва някои неблагоприятни тенденции. Извършените структурни реформи в периода 1997-2001 г. и най-вече приватизацията привлякоха значителни инвестиции при продажбата на съществуващите предприятия и в по-малка степен инвестиции на зелено. През 2001 г. доминират инвестициите в преработващата индустрия и производства със значителна добавена стойност. През този период незначителни са чуждестранните инвестиции в енергетиката, селското стопанство, туризма, недвижимото имущество. Финансовите услуги и търговията обхващат поотделно по-малко от една четвърт от общите инвестиции.

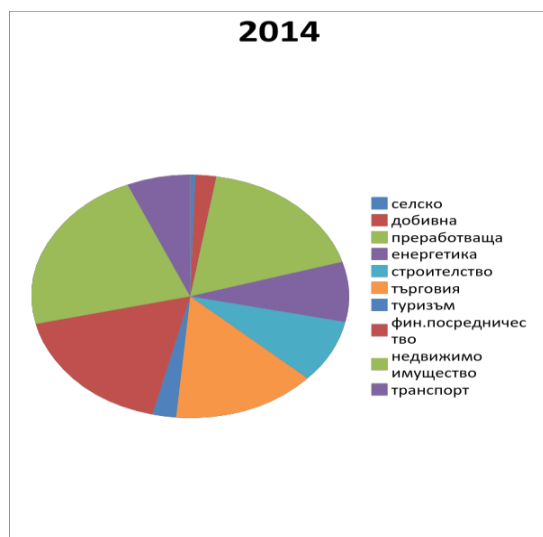
Фиг. 19. ПЧИ по отрасли 2001



Източник: БНБ

През 2014 г., в резултат на интензивните инвестиции, вече е оформена съвършено друга структура на ПЧИ, доминирана изцяло от услугите (фиг. 20). Исторически високите обеми ПЧИ се дължаха в значителна степен на инвестициите в строителство и недвижимо имущество, чиято неустойчивост стимулира инвестиционния срив след 2010 година. Туризмът, селското стопанство и добивната индустрия остават слабо представени в структурата на ПЧИ. Свиването на инвестициите в преработващата индустрия, където е най-естественото място на иновациите и потенциала за растеж и износ, може да се отчете като една от най-неблагоприятните тенденции в ПЧИ.

Фиг. 20 Структура на ПЧИ през 2014 година



Източник: БНБ

Нарастнаха значително, както абсолютно, така и относително инвестициите в регулираните сектори, където принципът на единния паспорт, падането на ограниченията и общата регулаторна рамка, прави лесно достъпни тези сектори за инвестиции от държави-членки на ЕС.

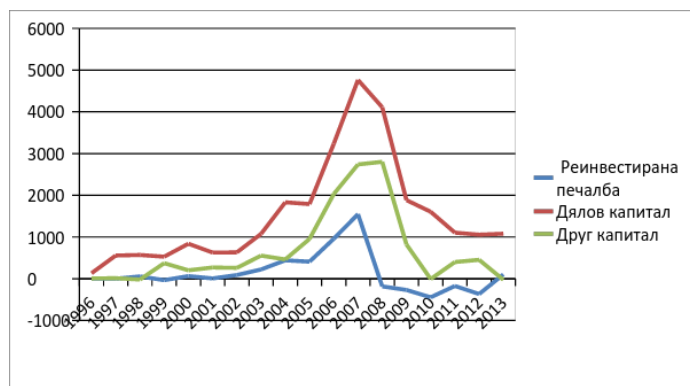
Динамиката на преките чуждестранни инвестиции през последните 10 години се формира от два етапа – бурно нарастване на инвестициите и достигане на рекордно високи равнища, след което настъпва срив във връзка с финансово-икономическата криза в ЕС. Това непостоянство на инвестициите се интерпретира по различен начин в литературата. Според някои автори (Vogomil, P. 2014) бързият растеж на инвестициите в Централна и Източна Европа е допринесал за установяването на един неустойчив модел на растежа. Независимо от неустойчивостта или ограничения ефект от някои видове инвестиции, те имат стимулираща роля за икономиката. Дори и така широко дискутираните инвестиции в сектора на недвижимите имоти, както показват данните за България, имат издърпващ ефект върху инвестициите от почти всички други сектори на икономиката.

Връзката между ПЧИ и макроикономическата стабилност зависи от структурата и качеството на ПЧИ. Качеството и ефекта на преките чуждестранни инвестиции от различните сектори на икономиката са предмет на редица изследвания, някои от които достигат до доста крайни резултати. Според Айкут и Сайек (2007) ПЧИ в промишлеността увеличават икономическия растеж, докато тези в услугите и първичния сектор имат по-скоро задържащ ефект върху растежа. Ефектът от ПЧИ в сектора на недвижимостите винаги е бил предмет на критики. Митра П. (2011) излага аргументи за това, че ПЧИ в недвижими имоти допринасят повече за “колапса в БВП”, отколкото за

неговия растеж. В литературата ефектът от ПЧИ в сектора на търговията на дребно се оценява по-скоро като негативен. Според Киноштра, (2011) ПЧИ в търгуемия сектор засилват экспортната ориентация и подобряват търговския баланс. **Ако приемем аргументите на тези автори, би трябвало да твърдим, че структурата на привлечените инвестиции в България през последните тринадесет години не е оптимална.**

Инвестициите в сектора на преработващата индустрия също не са от най-високо качество, доколкото страната все още се концентрира в ниско технологични дейности – асемблиране на части и производства, където ниската цена на работната сила е важен фактор. В разделението на производството на един продукт новите държави-членки на ЕС, и най-вече България, играят роля в изпълнението на по-прости операции. Допълнителен анализ заслужава и фактът, че делът на реинвестираната печалба в общите ПЧИ е значително по-ниска от останалите нови държави-членки на ЕС.

Фиг. 21 ПЧИ по видове (млн евро)



Източник: БНБ, Статистика на платежния баланс.

За да се обясни динамиката на инвестициите и ефектът от членството в ЕС върху тях, е необходимо да се анализира сривът на инвестициите в България, настъпил след 2010 г. Той има както външни, така и вътрешни причини. Изглежда, че в случая с България доминират външните фактори, но вътрешните също са от важно значение.

Глобалната рецесия беше един стрес-тест за българската икономика. Като една либериализирана и отворена икономика, тя се оказва силно зависима от износа и инвестициите от ЕС и най-вече на тези от еврозоната. Икономиката се оказва твърде чувствителна към вибрациите на икономиката на еврозоната и поради значимата собственост на банките от еврозоната в българската банкова система. Сривът на инвестициите след 2010 г. настъпи без съществена промяна в правната рамка, нито в политиките по отношение на инвестициите и при висок рейтинг на страната, което подсказва, че по-скоро външни са факторите за свиването на инвестициите. Липсата на политики, насърчаващи притока на инвестиции от бързорастящите пазари, бавната

ориентация към тези вече основни източници за преки инвестиции обаче, забавя допълнително притока на инвестиции.

Причините за срива на инвестициите се свързват и със структурни проблеми и проблеми със средата, които в конкуренцията между държавите за привличане на инвестиции още повече изпъкват - административната тежест, проблемите в съдебната система, политическа нестабилност. От друга страна, досегашната структура на ПЧИ, концентрирани във финансовите услуги и имотния пазар, вече изчерпаха потенциала си за висок растеж. Кризата показва сериозните структурни проблеми пред преките чуждестранни инвестиции и затова може да изиграе важна роля за осмисляне на бъдещите политики в тази област.

От 14-годишна дистанция във времето, динамиката на преките чуждестранни инвестиции изглежда в значителна степен повлияна от първоначалните ефекти на членството в ЕС, факторите, свързани с либералната правна рамка и очакванията за стабилност на икономиката и растеж на вътрешното търсене. Силен първоначален оттласкващ инвестициите ефект имаше членството в ЕС, но предимствата от него по отношение на инвестициите не действат автоматично, а зависят от подобряването на условията, интегрирането и синергията между местните и чуждестраните инвестиции.

Последната криза показва неефективността на политиката да се разчита на автоматизъм при привличането на инвестиции и разкри сериозни структурни проблеми в ПЧИ. В този смисъл може да се твърди, че въпреки рекордните по обем и дял към БВП инвестиции, които България привлече, тя не се възползва достатъчно от потенциала, който членството дава за привличане на по-качествени и по-ефективни инвестиции. За да се преодолеят трудностите пред привличането на ПЧИ и да се възползва България максимално от предимствата на единния пазар е необходима промяна в политиката в тази област: намаляване на административната тежест, активна политика към инвестиции от трети страни, насърчаване на инвестиции в традиционни сектори и там, където страната има сравнителни предимства, стимули за иновационни дейности и максимална ефективност от вече установените ПЧИ.

Едва ли е възможно да се очакват инвестиции в мащабите на тези от периода преди и в началото на присъединяването към ЕС, тъй като дори и лидерите в привличането на инвестиции постигат максимално 4-5% от БВП годишно. По-важното е те да имат устойчив характер, да се насочват към дейности с висока добавена стойност, да водят до реинвестиране на значителна част от печалбата и разширяване на експортния потенциал на икономиката, възползвайки се от предимството на Единния европейски пазар.

Структурните проблеми са основен риск за макроикономическата стабилност. Делът на добавената стойност в индустрията намалява особено осезаемо след кризата от 2008-2009 г.

(фиг. 22).



Източник: НСИ

Освен радикалното намаляване на публичния дълг през прехода към пазарна икономика и овладяването на инфлацията (фиг. 23), стабилността на валутния курс и стабилната фискална политика са несъмнен успех на прехода.



Източник: НСИ

Забележка: Включва и частен и публичен дълг

4. Икономическите кризи на България.

4.1. Кризи и макроикономическа стабилност.

Историята на икономическия растеж от началото на реформите може да се обобщи в три различни периода като взаимовръзката на растежа с макроикономическата стабилност през тези три етапа е различна, във връзка с основната структура и двигатели на растежа.

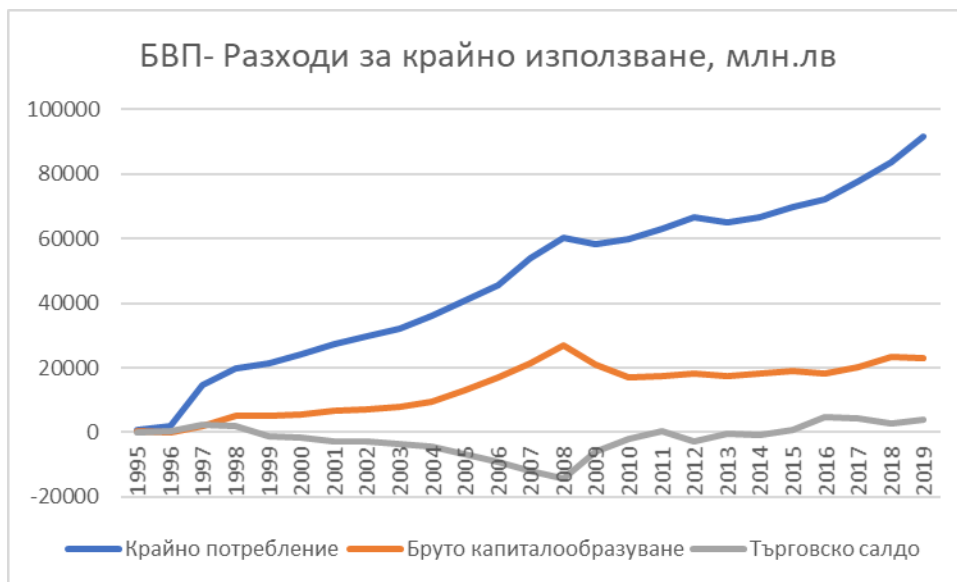
Характерно за макроикономическата динамика до кризата 2008-2009 г. е неговото ускоряване до най-високите равнища от 1989 до 2020.

Най-добрата за растежа е 2007 година – най-висок икономически растеж, най-много ПЧИ - 6,1 млрд евро, 21,1% от БВП, най-висок кредитен растеж (вземанията на банките от нефинансови предприятия нараства със 70,2% на годишна база, а при домакинствата 52,4%), съотношението между международните валутни резерви и средно месечния внос на стоки и услуги достига 5,9, най-големите обороти на фондовата борса и т.н. Това е изключително висок растеж, но от друга страна той се придружава от висок дефицит по текущата сметка (но дефицитът по текущата и капиталовата сметка се покрива със 104,8% с ПЧИ); 11,6% инфлация, която се дължи наред със структурни фактори и на лошата селскостопанска година и вноса на хранителни стоки. Въпросите са: устойчив ли е този растеж и дали той е с високо качество. Вникването навътре в структурата на предкризисния растеж показва, че **това е растеж, осигурен в значителна степен от пазара на недвижимите имоти и строителството и в малка степен от устойчиви производства с висока добавена стойност.**

След членството в ЕС българската икономика зависи все повече от икономическата динамика на ЕС, не само заради зависимостта на растежа от преките чуждестранни инвестиции от ЕС и външната търговия, но и поради общите стратегии и политики в ЕС.

Приносът на отделните фактори за растежа е различен през различните периоди, но основният фактор на растежа е крайното потребление (фиг. 24).

Фиг. 24 БВП Разходи за крайно използване



Източник: НСИ

От началото на прехода към пазарна икономика, икономиката преживява 9 рецесии и 3 кризи³⁷ като в осем от тридесет години има отрицателен икономически растеж. Бумове в икономиката (ако под „бум“ се има предвид растеж над 5%) са регистрирани в 10 години или около една трета от целия период, т.е по-дълго икономиката е била в бум, отколкото в криза. Опитът на България до голяма степен потвърждава конвенционалната теория, че след големите бумове следват и големите спадове (фиг. 25).

Честотата на рецесиите е значително по-висока през първите години на реформите.

Фиг. 25 БВП, темп на прираст спрямо предходното тримесечие, %



Източник: НСИ

³⁷ Поради липса на данни, информацията е за периода след 1995 г.

Две големи кризи преживява българската икономика – едната през 1996-1997 г. и другата през периода 2008-2009 г.³⁸

Годишите непосредствено след началото на политическата и кономическа трансформация се характеризират със значителна макроикономическа нестабилност – нестабилен икономически растеж, висока инфлация, висок бюджетен дефицит, висок публичен и частен дълг, висока безработица. Тези процеси са естествено свързани с протичащите реформи, както и с тяхното забавяне или неуспешно прилагане. **Дебатът за това как да се проведе преходът – „като шокова терапия“ или „плавен преход“, не доведе до консенсус, а реформите са непълни, непоследователни и забавени.** По отношение на някои реформи – либерализация на цените например, процесът се извършва шоково за значителна част от стоките. Запазва се регулирането за един по-продължителен период от време на широк кръг цени на основни стоки.

Втората най-голяма криза в най-новата история на икономиката на България е тази от 2008-2009 г. Основният въпрос на една несъстояла се дискусия е доколко кризата в България беше възпроизвеждана на външния финансово-икономически шок от глобалната и европейската криза, или беше вътрешно обусловена от вътрешните дисбаланси, за които сигнализираше ЕК преди кризата. **Членството на България в ЕС съвпадна с началото на кризата, което ограничи ползите на страната от членството.** По време на самата криза страната не получи никаква антикризисна помощ от ЕС, не бяха приложени и никакви финансово-икономически стимули за излизане от кризата, като оправданието беше, че валутният борд създава ограничения пред фискалната политика. България загуби 3.6% от БВП през 2009 г., когато реалният икономически растеж за целия ЕС е -4.3%, а за еврозоната е -4.4%.

При отворена и либерализирана икономика, която в голяма степен зависи от външната търговия и външните капиталови потоци, икономиката неминуемо е обречена на влиянието на външни шокове. Фактът, че всички държави-членки от ЕС (с изключение на Полша) бяха значително засегнати от последната финансово-икономическа криза, демонстрира известна синхронност на ефектите от кризата в рамките на интеграционната общност. Влиянието върху някои страни обаче беше по-силно, а върху други – в по-малка степен, което зависи не само от специфичните структури на икономиките, но и от прилаганите политики преди и по време на кризата. Кризата се предшествахше от икономически „бум“, задвижван от значителните капиталови потоци към страната, концентрирани основно в нетъргуемия сектор, високият кредитен растеж и растящото вътрешно търсене. В макроикономически план икономиката на България беше сред най-дебалансираните сред държавите-членки на ЕС преди кризата и бяха **налице симптоми на прегряване** при средногодишна инфлация 11.95% за 2008 г., коефициент на безработица

³⁸ В този анализ не се включва кризата във връзка с разпространението на COVID-19

5.7%, дефицит по текущата сметка на платежния баланс-22% от БВП и приток на ПЧИ към страната 28% от БВП. Някои анализатори диагностицираха „холандска болест“ на икономиката, макар и не от класически тип, заради притока на големи финансови потоци към страната. Същевременно конвенционалната теория твърди, че режимът на паричен съвет е недостатъчно гъвкав, за да може да подпомогне справянето с икономическите шокове, което допълнително затруднява действието на останалите инструменти за макроикономическа реакция. Въпреки съпадението на всички посочени обстоятелства, **българската икономика не беше сред най-силно засегнатите от кризата** и показва известна гъвкавост при липсата на държавна интервенция и външна подкрепа от МВФ и международните финансови институции, които дори проциклично свиха дейността си в страната в условията на кризата.

Същевременно недостатъчно развитият капиталов пазар и ниската секюритизация в страната обусловиха слабата зависимост на българската икономика от факторите, които са в основата на финансовата криза в световен мащаб. Шокът за икономиката се пренесе основно по линия на реалния сектор, като финансово-икономическата криза произведе револвиращи външни шокове за българската икономика. Първоначално глобалната финансова криза се отрази в свиване на финансовите потоци и външното търсене, след което кризата в ЕС и най-вече в еврозоната, формира неблагоприятна външна среда за българската икономика, а впоследствие бавното възстановяване на икономиката на ЕС допълнително усложни преодоляването на последиците от кризата. (Бобева, Д. Златинов, Д. 2018)

Влиянието на кризата върху реалния сектор в България започна да се усеща през последното тримесечие на 2008 г. при забавянето на икономическия растеж до 3.1% на годишна база. Производствената дейност продължаваше да се свива и до средата на 2009 г. отбеляза натрупан годишен спад от 20% спрямо предходните шест месеца, а през първото тримесечие на годината износьт на стоки и услуги спадна с 19%.

Намаляването на ликвидността в банковия сектор в резултат от нарастването на цената на външното финансиране при несигурност на финансовите пазари и увеличена премия за риск, доведе до нарастване на спредовете на междубанковия пазар спрямо еврозоната в началото на кризата, което се отрази в задържане на високи лихвени проценти по кредитите, затягане на условията за кредитиране и оказа допълнително негативно влияние върху инвестиционната активност на предприятията.

Общото свиване на фирмените приходи и печалба доведе до нарастване на междуфирмената задлъжнялост, която по оценки на експерти от Българската стопанска камара през 2008 г. е възлизала на 50 млрд. лв., докато през 2013 г. вече се оценява на 171 млрд. лв. **Повиши се и вътрешнофирменото кредитиране и поемането на задължения към директния инвеститор, което се отрази в сериозно нарастване на частния външен**

дълг до 90% от БВП в периода 2008-2010 г. Посочените процеси оказаха ефект и в последващото нарастване на безработицата, която от 5.7% през 2008 г. нарасна на 13% през 2013 г., свиване на частното потребление, особено на стоки за дълготрайна употреба, и нарастване на спестяванията на домакинствата, които за периода 2008-2015 г. се повишиха с 20.6 млрд. лв.

Световната финансова криза в български условия се пренесе като икономическа криза. Икономиката показва определена гъвкавост и успя сама да преодолее сътресенията на кризата при липса на мащабни антикризисни правителствени програми, каквито бяха предприети в редица развити страни, както и нулева държавна помощ за банковия сектор. Това обуславя спецификата на кризата в местни условия, при които българският банков сектор не е обект на стабилизация и запазва своята стабилност при висока капитализация и липса на необходимост от вливане на средства под формата на държавна помощ, както беше направено в много други страни. Наличието на паричен съвет в страната, чието функциониране зависи от натрупването на буфери под формата на значителни валутни резерви и фискален резерв, както и мерките на БНБ още в началото на кризата за повишаване на ликвидността в банковия сектор, ограничиха неблагоприятните ефекти при намаляващи бюджетни приходи вследствие на свиването на икономическата активност, растящи бюджетни разходи и правителствен дълг, намаляващ фискален резерв и свит пазар на ДЦК.

Основните канали, по които се пренесоха рисковете, свързани с кризата в България, бяха:

- свиване на финансовите потоци към страната, което засегна инвестиционния климат;
- намаляване на външната търговия поради свиването на външното търсене, особено в еврозоната;
- намаляване на приходите от туризъм в страната най-вече през първите години на кризата и по линия на малките семейни фирми, занимаващи се с хотелиерство и ресторантьорство, както и намаляване на международните транспортни услуги при свиващи се обеми на международната търговия;
- свиване на производството в страната както в търгуемия, така и в нетъргуемия сектор и последващо ускоряване на безработицата и намаляване на бюджетните приходи.

Изтичането на капиталови потоци доведе до значителни загуби за икономиката. В докризисния икономически бум под влиянието на редица фактори, най-вече свързани с членството в ЕС, към страната бяха насочени значителни финансови потоци, които като процент от БВП достигаха 28% през 2007 г. За сравнение, при Естония този дял беше 21% през 2005 г. От страна на предлагането на финансови ресурси, един от важните ефекти от кризата беше изтичането на депозити на нерезиденти.

Кредитите от чужбина формират съществена част от финансовите потоци, които са насочени както към финансовия, така и към нефинансовия сектор. Преди кризата, около 1 млрд. евро годишно външни кредити се усвояваха от икономиката, но още в началото на 2009 г. външното кредитиране почти беше преустановено, а интензивното кредитиране от банките-майки преди кризата продължи до 2008 г. Значителната редукция на външното кредитиране доведе до срив в нефинансовия сектор, докато банковият сектор успя да преодолее този външен шок, като се обърна към вътрешния пазар на депозити, които в условия на несигурност в икономиката все повече нарастват. **По-силният ефект от кризата върху нефинансовия сектор се дължи на по-голямата му уязвимост на външни рискове, тъй като се финансира в преобладаващата си част не от вътрешната финансова система, а от външни източници (над 60% от реалния сектор получава външно финансиране).**

Финансовият сектор беше подложен на вътрешни и външни шокове, но остана стабилен. Доброто състояние на финансовия сектор по време на кризата се дължи на по-малките мащаби на финансово посредничество при липсата на инвестиционни банки в страната, които бяха основно засегнати в световен план. Благодарение на доброто управление от страна на БНБ проблемите на банковия сектор в Гърция почти не се отразиха върху тахните субсидиари в България. БНБ успя да предотврати и риска за масово кредитиране и заемане на кредити в чуждестранна валута, който се материализира в други европейски страни и беше специално подчертан от Европейския съвет за системен риск. За стабилността на банковата система в страната съществена роля има поддържаната висока капиталова адекватност и високата възвръщаемост на банките.

Един от първите ефекти още в началото на кризата през 2008 г. от страна на предлагането на финансови ресурси, беше драстичното намаляване на кредитния растеж. В предкризисния бум банковото кредитиране беше в значителна степен финансирано от чуждестранните банки, които искаха да заемат голям пазарен дял на местния бързо растящ пазар и да реализират значителни печалби от високите рискови премии. Високият кредитен растеж преди кризата породил съмнения за натрупване на системни рискове в банковата система и влошаване на качеството на банковите портфейли.

Пазарът на труда се оказва основният механизъм за приспособяване на икономиката към шоковете, свързани с кризата, което в условията на паричен съвет не може да стане с класическа девалвация на валутата и се поема от т.нар. вътрешна обезценка, протичаща чрез пазара на труда. Коефициентът на безработица започна да се ускорява от първото тримесечие на 2009 г. при стойности от 6.4%, като достигна 13% в края на 2013 г.

Основният урок от тази не последна, а очевидно предпоследна криза, като се вземат предвид окачваните ефекти от разпространението на коронавируса е, че тя показва основните уязвимости на икономиката. Уязвимостта на икономиката от предкризисния период в значителна степен се дължи на ориентирането на заетостта, инвестициите и

кредитирането предимно в нетъргуемия сектор, което е характерно и за Балтийските държави, които са най-силно засегнати от кризата. Нарастващият дял на заетостта в нетъргуемия сектор спрямо индустрията и разрастването на сектора на услугите, очертават продължаването на процеса на деиндустриализация на икономиката под въздействието на кризата.

Кризата в България доведе до по-балансирана структура на вътрешните и външните фактори на икономическия растеж, но с цената на забавяне на неговия темп и значително редуциране на инвестициите в страната.

Икономиката и най-вече индустрията са силно зависими от външно финансиране, при което основният източник на заемни средства за нефинансовите предприятия са не кредитите от местната банкова система, а финансирането от чужбина, което формира повече от половината от привлечените от корпоративния сектор заемни ресурси. Натрупването на външен частен дълг също ограничава гъвкавостта на икономиката.

Уязвимостта на икономиката на кризи допълнително се увеличава и от неефективните публични разходи при ниска стойност на разходния мултипликатор и изравняване на капиталовите разходи със средствата за текуща издръжка. Провежданата фискална политика все повече се очертава като последваща и базираща се на действието на автоматичните стабилизатори в икономиката.

Наред с уязвимостите, налице бяха и фактори, които противодействаха на неблагоприятните ефекти на кризата. Режимът на паричния съвет и ниският бюджетен дефицит и публичен дълг позволиха запазването на фискалната стабилност в страната и избягването на криза в публичните финанси. В повечето икономически сектори средствата от европейските фондове допринесоха положително за икономическия растеж по време на кризата и не позволиха съществена загуба на благосъстояние. Тези процеси се развиват на фона на големите частни спестявания, нарастващия дял на висококвалифицираните кадри в заетостта, развиването на икономически сектори с висок потенциал и значителното свиване на строителния сектор, чието развитие преди кризата до голяма степен беше основано на спекулативни процеси.

4.2. Макроикономическа стабилност и дисбаланси

Теорията не дава еднозначен отговор на въпроса в какво се състои макроикономическата стабилност и какви показатели я определят. Високият икономически растеж много често е свързан с натрупването на дисбаланси, които ерозират стабилността и в определен момент могат да прераснат в кризи. Историческите данни показват, **че по-слабо развитите страни имат по-висок, но по-нестабил икономически растеж, тоест плавността в растежа се счита за важен фактор за стабилността.** Догонването в икономическия смисъл означава висок икономически растеж, който в повечето случаи е

свързан с натрупването на дисбаланси в пазара на имоти, дефицити в текущата сметка, инфлация, бюджетен дефицит, дълг и др.

След присъединяването на страната към ЕС цялостната икономическа политика се поставя в концепцията и механизма за осигуряване на макроикономическа стабилност. Постигането на макроикономическата стабилност е една от основните цели в координацията на европейската икономическа политика. Тя се разглежда като условие за нормалното функциониране на единния пазар. Правната и институционална рамка за координация и мониторинг на макроикономическите политики е засилена и допълнена с нови елементи, тъй като действащата още преди кризата от 2008-2009 показва своята недостатъчност да осигури устойчивост, особено във фискалната област. Въведената през 2011 г. като част от т.нар. „Пакет от 6 документа“ процедура за предотвратяване и коригиране на макроикономически дисбаланси предвижда един широкообхватен мониторинг, анализ и препоръки за развитието на икономиката на държавите-членки. (Санкциите, предвидени по Регламент (ЕС) 1174/2011 ³⁹се прилагат само по отношение на държавите от еврозоната). В съответствие с този регламент, анализът в механизма на предупреждение се основава на „икономическия прочит“ на т.нар „Табло“ с 14 водещи показатели, които обхващат цялата макроикономическа рамка. Според данните в таблото, българската икономика натрупа значими макроикономически дисбаланси преди кризата, които обаче се самокоригираха в условията на кризата и след кризисния период. Намалиха се съществено дисбалансите като през 2015 г. единствено по три от 14-те показателя са надхвърлени границите, като и при трите страната е близо до референтните стойности. Една от слабостите на таблото с индикатори и на целия механизъм е, че не отчита степента на важност на отделните показатели.

³⁹ РЕГЛАМЕНТ (ЕС) № 1174/2011 НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА от 16 ноември 2011 година относно принудителните мерки за коригиране на прекомерните макроикономически дисбаланси в еврозоната

Табло с показатели за макроикономическите дисбаланси в България (2004-2015)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
СТС	-4.7	-7.7	-11.7	-17.5	-21.0	-18.1	-10.7	-3.2	-0.7	0.3	0.2	0.6
НМИ II	-15.0	-22.0	-28.9	-39.4	-48.0	-49.7	-91.9	-82.8	-77.9	-73.3	-75.2	-60.0
ЕРВК	11.5	8.4	9.2	9.9	18.5	18.3	9.7	1.9	-4.1	-1.0	-2.8	-4.1
ДСИ	51.55	41.03	43.28	45.67	35.58	19.37	8.32	11.65	-0.28	0.56	6.01	12.83
НРТЕ II	4.6	9.4	10.2	16.7	25.5	34.6	29.5	17.7	12.2	15.6	18.0	-14,00
ЦЖИ	42.6 ^e	27.9 ^e	12.3	18.4	17.6	-21.0	-12.3	-8.7	-5.3	0.4	1.5	1.6
КПЧС	18.7	18.4	28.0	41.2	33.3	4.7	3.7	1.4	3.0	7.2	-1.1	-0.3
ДЧС	57.3	72.6	91.2	123.4	131.4	133.8	132.5	124.2	125.0	131.9	123.6	110.5
БДС	36.0	26.8	21.0	16.3	13.0	13.7	15.3	15.2	16.7	17.0	27.0	26.0
КБ	14.7	12.0	10.4	8.7	7.2	6.4	7.6 ⁱ	9.5 ⁱ	11.3 ⁱ	12.2	12.2	11.2
ЗФС	36.6	34.2	51.9	29.3	-0.8	1.3	-5.4	5.4	10.2	4.3	5.6	7
КИА	-0.7 ^b	0.2	3.6	4.5	5.7	2.7	0.4 ^b	-1.9 ^b	-0.1	1.7 ^b	3.1 ^b	2.2
КДБ	-5.4	-5.9	-3.9	-3.1	-3.1	-2.1	0.7	3.4	3.9	2.7	0.6	-1.2
КМБ	-14.0	-14.2	-8.3	-10.2	-9.1	-3.2	7.8 ⁱ	13.1	13.0	6.5	-1.2	-6.5

Източник: Европейска комисия, Доклад по механизма за ранно предупреждение 2016, 2015, 2014, 2013г.

Прегледът на отделните показатели потвърждава значителното подобряване на макрорамката.

Салдото по текущата сметка през последните десет години отбелязва стабилно ниски равнища. Натрупването на дисбаланси по този показател в миналото не породило криза в нито една от тези страни, както и в България. Разумната фискална политика и ниските нива на публичен дълг създадоха значими буфери за абсорбиране на рисковете, свързани с тези дисбаланси.

Един от важните ефекти от членството на България и на новите държави-членки в ЕС е, че част от външните парични потоци се насочват към имотния пазар. Това доведе до бързо нарастване на **цените на жилищните имоти**⁴⁰ (ЦЖИ) - значително над 6-процентния праг предвиден в таблото с индикатори. Високите цени преди 2009 г. не предизвикаха криза, а бяха по-скоро естествен ефект на догонването на този пазар към европейския – процес, който беше спрял поради свиването на външните потоци и намаленото вътрешно търсене на имоти. Външните инвестиции в икономическите отрасли "операции с недвижими имоти" и "строителство" в периода на кредитен бум, растящи доходи и висок растеж на БВП дадоха възможност за динамизирането на жилищния пазар преди 2009 г. Тези фактори значително допринесоха за насърчаването на свързаните сектори и икономическия растеж като цяло. Кризата резултира в четири последователни години на спадове в цените между (-21%) през 2009 г. и (-5,3%) през 2012 г. годишно. Аналогични тенденции се наблюдават във всички догонващи икономики в ЕС, като при някои от тях спадовете бяха още по-големи. Възстановяването на цените на пазара на имоти се наблюдава от 2014 г., като ускорението в темповете на годишен прираст бе основно през 2016 г. Една от съществените слабости на новия механизъм на макроикономически дисбаланси е, че контролът върху повечето показатели са извън възможностите на икономическите политики на държавите. Това е и случаят с цените на жилищния пазар – те са изцяло либерализирани и зависят само от търсенето и предлагането.

Показателят **„кредитен поток към частния сектор“**⁴¹ (КПЧС) се подобри значително след началото на кризата, като през последните две години има спад в неговите стойности. Тези тенденции са сходни и при останалите нови държави-членки на ЕС. Свиването на кредитната активност има негативен ефект върху растежа.

В предкризисния период беше натрупан **дълг на частния сектор**⁴² (ДЧС), който само в една година – 2009 - надхвърли едва с 0,8% прага от 133% от БВП. В значителната си част той е свързан с вътрешно-фирмени заеми между компаниите-майки и техните субсидиари в България. В реалния сектор част от намалението на частния дълг е свързана с изтеглянето на инвестиции, което има неблагоприятен ефект върху икономическия растеж.

⁴⁰ Индекс на цени на жилища, дефлирани (%-изменение за 1 година)

⁴¹ Кредитни потоци в частния сектор, консолидирани (% от БВП)

⁴² Дълг на частния сектор, консолидиран (% от БВП)

Основна част (близо 80%) от дълга на частния сектор е на нефинансовите предприятия (89% от БВП към края на 2015 г.), докато този на домакинствата е на относително ниски равнища.

Макроикономическите показатели, които показват влошаване по отношение на праговете, определени в таблото с индикатори през последните години след началото на кризата, са тези, свързани със **заетостта и безработицата**⁴³. „Влошаването“, обаче е по-скоро структурно приспособяване във връзка с кризата. Това се потвърждава и от тенденциите през 2015 г. и 2016 г., които показват намаляване на безработицата, включително младежката и дългосрочната. През 2018-2019 нивото на безработица е близо до концепцията за пълната заетост и се движи около 4%, но през последните тримесечия започна бавно да се покачва. Младежката безработица през 2019 г. е едва 9% и стойностите на този показател са едни от най-добрите в ЕС. **Много по-сериозни проблеми и рискове за българския трудов пазар са във формирането на значителни дефицити във връзка със застаряването на населението, емиграцията и несъвършенствата в образователната система.**

Показателите за **нетна международна инвестиционна позиция** (НМИП)⁴⁴ и показателят за **номиналните разходи на труд**⁴⁵ (НРТЕП) през по-голямата част от началото на членството в ЕС са извън праговете. Нетната международна позиция се подобрява през последните години.

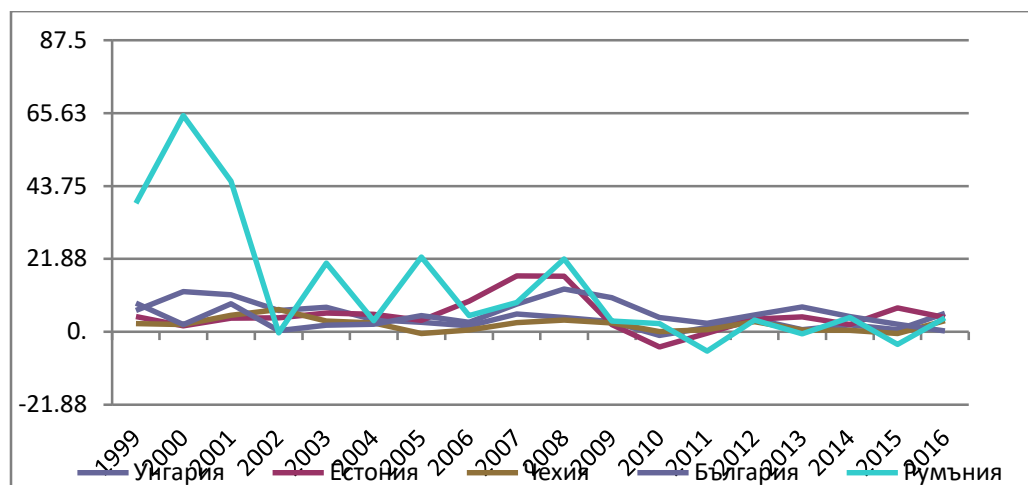
Разходите за труд на единица продукция нарастват, а производителността на труда все още остава на по-ниски равнища спрямо средните за ЕС. В резултат на членството в ЕС, произтичащото от него свободно движение на работната сила в Единния пазар оказва силно влияние върху динамиката на трудовия пазар и разходите за труд на единица продукция в България. В годините преди кризата индексът на разходите за труд на единица продукция се движеше в едни много високи равнища в повечето държави и най-вече в тези с догонващи икономики. Стойностите на показателя за България са били под тавана от 12% само през три години от последните дванадесет години.

⁴³ Коефициент на безработица КБ (средна стойност за 3 години); Коефициент на икономическа активност (КИА), % от населението на възраст 15-64 години (изменение за 3 години в пр.п.); Процент на дълготрайна безработица (КДБ), % от активното население на възраст 15-74 години (изменение за 3 години в пр.п.); Коефициент на младежка безработица (КМБ), % от активното население на възраст 15-24 години (изменение за 3 години в пр.п.)

⁴⁴ Нетна международна инвестиционна позиция в % от БВП

⁴⁵ Индекс на номинални разходи за труд за единица продукция, (%-изменение за 3 години)

Фиг. 26 Разходи на труд за единица продукция (годишно процентно изменение)



Източник: Евростат

Кризата съдейства за намаляване на стойностите на показателя, но постепенно той започна да расте в след-кризисния период, подкрепен от възстановяващата се заетост. Динамиката на разходите на труд за единица продукция отразяват процеса на сближаване в заплащането на труда и тенденциите на пазара на труда.

През целия период най-важни макроикономически показатели като *брутен дълг на сектор „Държавно управление“* (БДДС)⁴⁶, *ефективен реален валутен курс* (ЕРВК)⁴⁷, *дял от световния износ*⁴⁸ (ДСИ), не са излизали извън референтните стойности.

Опитът на България в прилагането на механизма за макроикономическите дисбаланси показва неговите несъвършенства, които не дават възможност той да се разглежда като инструмент, подпомагащ икономическата координация и конвергенцията⁴⁹. Като цяло дисбалансите на догонващите икономики намаляха от началото на кризата, но сближаването се забави. Това показват и данните за българската икономика.

В периода след глобалната финансова криза България в значителна степен е намалила дисбалансите и е една от страните с най-малко дисбаланси, според използваното табло с индикатори. Показателите, включени в таблото, не предвидиха основни рискове пред икономиката, които се материализираха и обратно, някои от показателите сигнализираха за сериозни рискове, но те не се материализираха. Парадоксът е, че така подобрите показатели в таблото сигнализират за дисбаланси в случаите, когато икономиката е в по-добро състояние и ускорена конвергенция: висок икономически растеж, растеж на доходите, фискален баланс и нисък дълг. „Цената“ на всичко това е свързана с

⁴⁶ Брутен дълг на сектор „Държавно управление“ (% от БВП)

⁴⁷ Ефективен реален валутен курс – 42 търговски партньори, дефлиран с ХИПЦ (%-изменение за 3 години)

⁴⁸ Дял от световния износ - % от световния износ (%-изменение за 5 години)

повече внос и ПЧИ, с по-голям растеж на цените на жилищата, по-висок частен дълг и т.н. което се отчита от процедурата като макроикономически дисбаланси и налага „коригиращи действия“. Значителна част от показателите в таблото са извън контрола на държавата, а тези които са под контрола на държавата, България изпълнява.

Несъответствията на механизма за макроикономически дисбаланси доведоха до неравно третиране и необоснована оценка на макроикономическата балансираност на българската икономика. Две години (2015 и 2016) тя е включвана в последната фаза на процедурата „прекомерни дисбаланси“, въпреки, че тя значително подобри показателите и има неголеми отклонения само по три от 14-те показателя.

4.3. Уроците от кризите

За съжаление историята на кризите в България е доста богата. През последните тридесет години икономиката преживя различни по характер, причини и последици кризи. Този тъжен, но богат опит дава възможност да се извлекат уроци, които за съжаление в голямата си част изглеждат ненаучени. Ефектите от макроикономическата нестабилност и кризите върху икономическата политика са различни при различните видове кризи.

Проследяването на основните етапи на развитие на макроикономическата политика дава възможност да се оцени динамиката в икономическата политика, като **може да се твърди, че по-скоро кризите отколкото нормалното движение на икономиката стимулира развитието на икономическата политика.** Правенето на „правилната“ икономическа политика става обикновено под натиск на икономическата дестабилизация или под външен натиск. Не случайно в **прехода до присъединяването на страната към ЕС основен двигател на икономическите реформи са споразуменията с МВФ**⁵⁰ (Аврамов, Р. 1995). Въпреки силно поляризираните мнения за ролята на МВФ в българската икономика, не може да не се отчете факта, че най-важните тласъци в икономическото реструктуриране дойдоха във връзка с условията, поставени от МВФ. В този смисъл **преходът към пазарна икономика в България особено след 1997 г. може да се счита като успех за политиката и подхода на МВФ.** Натискът се осъществява главно поради начина, по който действа финансирането от МВФ „пари срещу реформи“.

⁵⁰ България е член на МВФ от 25.IX.1990 г. Нормативният акт, с който е уредено присъединяването на страната към МВФ е ПМС №97/12.IX.1990 г. Съгласно действащата тогава конституция присъединяването на страната към многостранни международни договори не е изисквало ратификация от Народното събрание или от Президента на страната. На 25.IX.1990 г. Съветът на управляващите МВФ приема проект на Резолюция за членството на България в МВФ като присъединяването ни към Фонда става с подписването на Учредителния договор на МВФ.

През 1999 г. Народното събрание приема “Закон за ратифициране на Учредителния договор на МВФ”

В периода 1991-2007 г. България е сключила с МВФ **тринадесет споразумения на обща стойност 2,2 млрд. СПТ**. Последното от тези споразумения на стойност 100,0 млн. СПТ имаше характер на предпазно споразумение.

Сериозен финансов успех за страната беше окончателното предсрочно погасяване на задълженията към МВФ през 2007 г./неизтеглено/ – три години преди срока на падежа.

Според вида на споразуменията те са следните:

- Две от типа Компенсационни финансови споразумения (*Contingent Compensatory Financing Facility - CCFF*), при неблагоприятна външнотърговска конюнктура, причинена от събития извън контрола на съответната страна.
- Едно Споразумение за трансформиране на икономическата система (*Systemic Transformation Facility – STF*)- на страните в преход от централизирана към пазарна икономика.

Останалите споразумения са от традиционния тип „*Stand-By arrangements*“.

От всичките споразумения с МВФ, **единствено IV-то споразумение (1996)** е прекратено предсрочно поради неизпълнение на условията на същото.

<i>Споразумение</i>	<i>Размер в СПТ</i>	<i>Влизане в сила</i>
CCFF-I <i>Contingency Compensatory Financing Facility</i>	60,600,000	22.02.1991
SBA-I I - <i>Stand-by Agreement</i>	279,000,000	15.03.1991
ECF-I <i>External Contingency Financing</i>	56,900,000	11.03.1992
SBA-II/EA <i>Enlarged Access SBA/II</i>	93,000,000	17.04.1992
SBA-II II - <i>Stand-by Arrangement</i>	31,000,000	17.04.1992
SBA-III III - <i>Stand-by Arrangement</i>	116,240,000	11.04.1994
STF-I <i>Sistemic Transformation Facility</i>	116,225,000	14.04.1994
SBA-IV IV <i>Stand-by Arrangement</i>	80,000,000	19.07.1996
SBA-V V - <i>Stand-by Arrangement</i>	371,900,000	11.04.1997
CCFF-II <i>Contingency Compensatory Financing Facility споразумение)</i>	107,600,000	16.04.1997
<i>Extended Financing Facility</i>	627,620,000	30.09.1998
SBA-VI VI - <i>Stand-by Agreement</i>	240,000,000	27.02.2002
	<u>2,180,085,000</u>	

CCFF-I *За компенсиране на увеличените разходи за внос на горива през 1991;*

STF-I *За подпомагане на страни-членки за преодоляване на дефицит в търговския баланс, дължащ се на преминаване от търговия по непазарни цени към многостранна търговия при пазарни условия;*

CCFF-II *За компенсиране на повишените разходи за внос на зърнени храни и на спада на приходите от износ на зърнени храни;*

Валутният борд беше въведен при комбинирането на натиска на кризата и условията на МВФ, но неговото устойчиво поддържане е достижение на икономическата политика на всички правителства до сега.

Основните уроци от кризата през 1996-1997 г. могат да се обобщят в следното:

Както се потвърждава от конвенционалната теория за кризите, по голяма част произлизат или са свързани с финансовия сектор. Поддържането на стриктен надзор върху сектора и високи нива на капиталова адекватност са сред основните фактори за предпазване от кризи.

Макроикономическата стабилност може бързо да бъде нарушена при натрупване на дисбаланси и липса на адекватна структурна политика.

Един от уроците за икономическата политика в началото на прехода е, че липсата на диалог с международните финансови институции, и най-вече с МВФ, е фактор за икономическа

дестабилизация. Несъмнено, освен предоставянето на финансиране при постоянните проблеми с платежния баланс и изпълнението на условията, които насърчават реформите, най-важният принос от сътрудничеството с МВФ е създаването на Валутния борд.

След кризата от 1997 г. времето на следкризисното възстановяване е свързано с мащабни структурни реформи и стабилизация на фискалната политика.

Сбогуването с финансирането от МВФ не доведе до риск за макроикономическата политика и стабилност. Валутният борд беше и остава „невидимата ръка“, пазеща стабилността от неразумни фискални и икономически политики, но поддържането на борда започна да се възприема като единствената икономическа политика, към която се добави членството в ЕС, където новите икономически политики се правят от общността. Липсата на структурна политика и разчитането на инерцията на икономиката, вкл. по време на кризи, е в основата на недостатъчния икономически растеж и бавната конвергенция.

Кризата от 2008-2009 г. добави нови уроци за икономическата политика. Кризите все повече са глобално и регионално провокирани и е необходимо да се изгради вътрешна система от буфери на националната икономика, за да се справя с рисковете за пренос на външни шокове. Това не е толкова свързано с огромни финансови буфери, а по скоро с изграждане на гъвкава икономическа структура, която да диверсифицира рисковете и пораженията върху икономиката.

В макроикономически план кризата поражда допълнителни въпроси, отколкото отговори: преди кризата българската икономика растеше бързо и небалансирано, а след кризата – бавно и балансирано. **Как да расте икономиката бързо или бавно?!** Както направеният анализ показва, следкризисното възстановяване протича бавно, противоречиво и неустойчиво. Причините са не само в запазването на силната външна зависимост на икономиката от тази на ЕС и еврозоната, която се възстановява бавно, но и поради вътрешни фактори и политики. Икономиката излиза от кризата със същите уязвимости по отношение на значителния дял на нетъргуемите сектори, затрудненото превръщане на натрупаните спестявания в кредити, което не спомага за преодоляване на зависимостта от външно финансиране, разширяване на социалното неравенство и регионалните диспропорции, като очертава най-големия ненаучен урок от кризата. Тогава въпросът е не как икономиката да расте, дали и бързо или бавно и балансирано, а дали може да се изгради стабилно вътрешно търсене чрез устойчив растеж на доходите, което би намалило уязвимостта и неустойчивостта на икономиката и би довело до реална конвергенция с останалите страни от ЕС и еврозоната.

Силната външна зависимост на растежа прави страната силно предразположена към външни шокове, затова смяна в парадигмата на икономиката и насърчаване на местната икономика, колкото и да не е в унисон с неолибералния модел, напоследък

се налага от развитите страни и би било подходящо да се приложи и по отношение на българската икономика.

5. Конвергенция и макроикономическа стабилност.

5.1. Номинална и реална конвергенция и макроикономическа стабилност.

България участва в Икономическия и паричен съюз (ИПС) с дерогация и съгласно Договора за присъединяване към ЕС е задължена да приеме единната валута - еврото. Механизмът за оценка на конвергенцията се реализира основно чрез двугодишните доклади на ЕЦБ и ЕК относно прогреса на страните с дерогация. Те разкриват несъответствията с икономическите и правните критерии. При отмяната на дерогацията се вземат предвид освен трите числови критерии за конвергенция (критерият за ценова стабилност, критерият за държавната бюджетна позиция и критерият за конвергенция на дългосрочните лихвени проценти) и критерия за участие във валутния механизъм (ВМ II) на Европейската парична система, посочен в член 140, параграф 1.

Във връзка с кризата в еврозоната се разширява кръгът на факторите, които се взимат предвид в анализа на конвергенцията. Както се посочва в доклада от 2016 г., „финансовата и икономическа криза и кризата във връзка с държавните дългове в еврозоната разкриха пропуските в системата за икономическо управление в ИПС.

България изпълнява устойчиво числовите критерии за конвергенция. От влизането си в ЕС България е била обект на 5 конвергентни доклади, по три от които изпълнява изцяло числовите критерии за номинална конвергенция, през 2008 г. не е изпълнявала само един критерии (за ценова стабилност) с отклонение от около 8% от референтната стойност, а през 2010 г. не изпълнява три (за ценова стабилност с 0,7 п.п., този за дългосрочните лихвени проценти с 0.9 п.п. и за бюджетното салдо на сектор „държавно управление“) (табл.1). България е единствената страна в ЕС, която заедно с Швеция, в продължение на шест години изпълняват числовите критерии за номинална конвергенция.

Табл. 1 Критерии за конвергенция 2008-2018

Критерий	2008	2010	2012	2013	2014	2016	2017	2018
Ценова стабилност	Не	Не	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Брутен държавен дълг/БВП	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Бюджетен дефицит	Да	Не	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Дългосрочни лихвени проценти	Да	Не	Да	Да	Да	Да	Да	Да

Източник: Доклади за конвергенция на ЕЦБ и ЕК към съответната година.

Установеният паричен режим и разумна фискална политика създават условия за устойчива номинална конвергенция. Българската валута не участва формално във ВМ II, но страната поддържа стабилен валутен курс от 1997 г. в продължение на двадесет години. В този смисъл паричният съвет в България е по-стриктен по отношение на стабилността на валутата отколкото изискванията във ВМ II. Преди началото на финансово-икономическата криза в условията на висок икономически растеж съществуваха повече предизвикателства пред изпълнението на критериите за номинална конвергенция. След началото на кризата тяхното изпълнение е по-устойчиво, но при слаб икономически растеж, който не дава възможност за ускоряване на процеса на догонването.

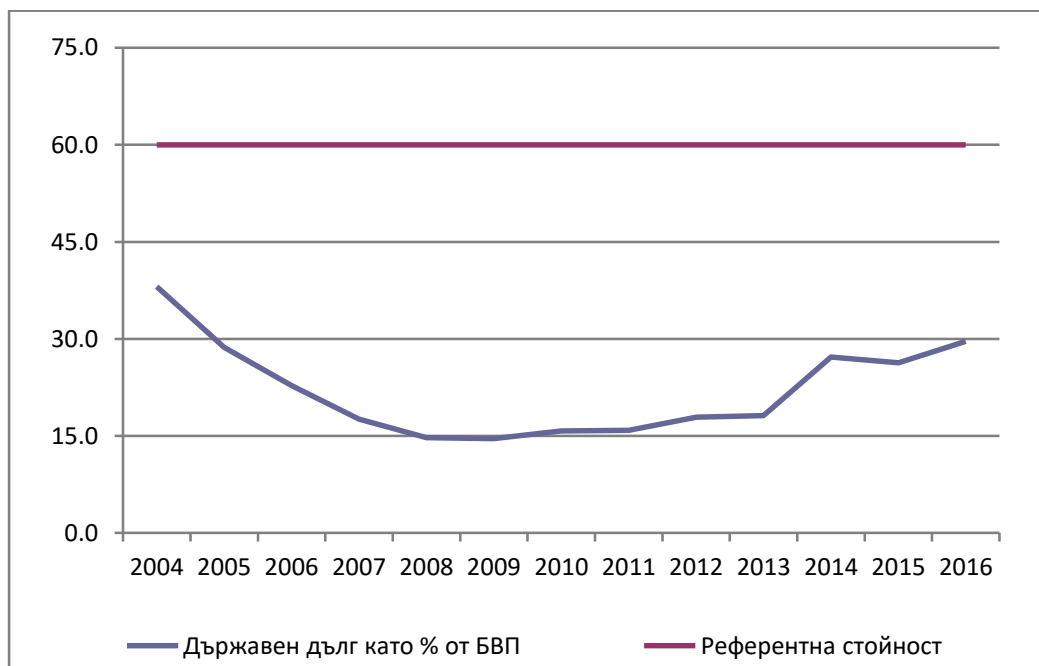
България покрива инфлационния критерий в периоди на нисък икономически растеж. Съгласно дефиницията за ценова стабилност на ЕЦБ, това е поддържането на годишния темп на ХИПЦ под 2%. Данните показват, че за почти двадесетгодишния период инфлацията в еврозоната се поддържа около таргет нивото, като най-големите отклонения са от около 2% над него. Ако се сравни с таргет равнището на инфлация съгласно целта на ЕЦБ, през последните двадесет години, инфлацията в България показва висока степен на волатилност и нива значително над двата процента през по-голямата част от този период. Това е свързано със сложните процеси на трансформиране на икономиката след 1997 г. и на структурните промени във връзка с т.нар. догонване, ускоряване на процеса на интеграция и конвергиране с ЕС. Ако се оцени динамиката на инфлацията по отношение на

референтната стойност на критерия за ценова стабилност, през последните седем години след началото на кризата стойностите за България са под референтните. Дори през 2016 г. ХИПЦ в България беше използван в изчисляването на референтната стойност, тъй като отговаряше на критерия „най-добре представящи се страни в ценовата стабилност“⁵¹.

България е една от най-стабилните във фискално отношение държави-членки на ЕС и спазва по-стриктни политики за поддържане на държавната бюджетна позиция под конвергентния критерий в сравнение с повечето държави от еврозоната.

Паричният съвет създава условия за устойчиво изпълнение на критерия за държавна бюджетна позиция. Това се демонстрира от ниския дефицит и публичен дълг през годините след въвеждането на паричния съвет. Държавният дълг през целия изследван период е значително под референтната стойност от 60% от БВП (фиг. 27).

Фиг. 27 Държавен дълг като % от БВП



Източник: БНБ.

⁵¹ ЕЦБ, Конвергентен доклад, Юни 2016

Бюджетният дефицит също през по-голяма част от периода е под референтната стойност от 3% (фиг.28).

Фиг. 28. Бюджетен дефицит като % от БВП



Източник: БНБ.

По отношение на Процедурата за прекомерен дефицит, целяща стабилност на публичните финанси и определена в чл. 126 от Договора и Протокол 12, България само веднъж е била включвана в тази процедура и то в изключително кратък период. Единствено Естония и Швеция показват по-добри резултати по този показател.

След 2010 година България изпълнява **критерия за конвергенция на дългосрочните лихвени проценти (фиг. 29)**. Средният дългосрочен лихвен процент през април 2016 г. е 2,5%, което е значително под референтната стойност от 4%. В динамиката на този показател се откриват тенденции, до голяма степен повлияни от нарастването на рисковите премии във връзка с кризата.

Фиг. 29 Дългосрочни лихвени проценти (България)



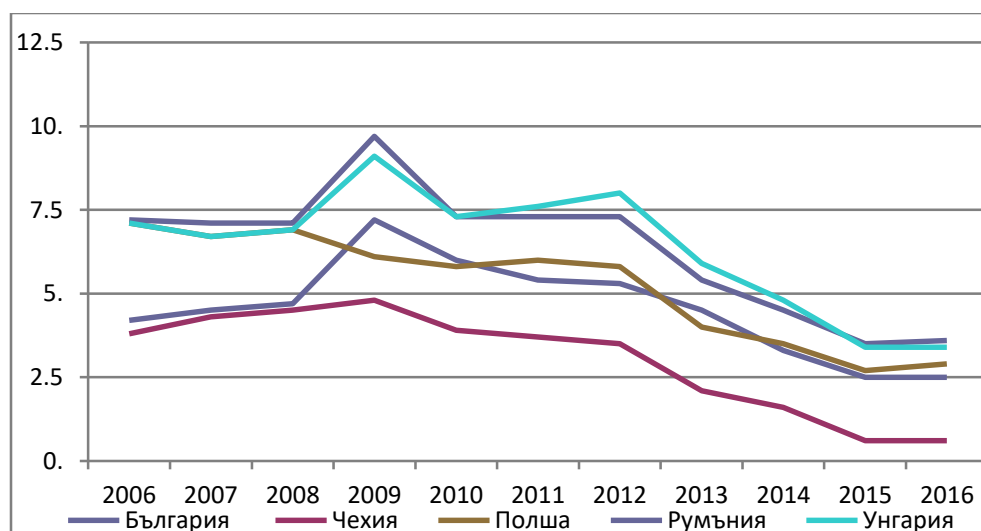
Източник: ЕЦБ статистика

Забележка: Дългосрочните лихвени проценти са изчислени по методиката за изчисляване за целите на конвергентния критерий (лихви по 10-годишни държавни ценни книжа)

От 2006 г. до 2009 дългосрочният лихвен процент следва възходяща тенденция във всички нови държави-членки на ЕС извън еврозоната. Рязкото му покачване от края на 2008 и 2009г. се дължи на външни фактори – главно ефектите от финансово-икономическата криза. След 2010 г. диференциалът между дългосрочния лихвен процент в България и средния за еврозоната следва низходящ тренд (през 2012 е близък до нула). Тези тенденции са силно повлияни по-скоро от състоянието и динамиката на международните дългови пазари отколкото на вътрешни фактори. Повишаването на рисковата премия в еврозоната в резултат на кризата в някои от страните в нея също влияе върху сближаването.

През последните години дългосрочните лихвени проценти в страните извън еврозоната⁵² намаляват. Другата важна тенденция е, че се наблюдава сближаване между равнищата на дългосрочните лихвени проценти при тези страни (фиг. 30).

Фиг. 30 Дългосрочни лихвени проценти



Източник: Конвергентни доклади на ЕЦБ

Забележка: Дългосрочните лихвени проценти са изчислени по методиката за изчисляване за целите на конвергентния критерий (лихви по 10-годишни държавни ценни книжа).

Доходността на дългосрочните облигации е важен критерий за оценка на трайността на конвергенцията. Основните фактори, определящи диференциала им спрямо средния

⁵² Включени са страните извън еврозоната без Обединеното кралство, Дания и Швеция.

лихвен процент в еврозоната са най-вече в по-високите рискови премии. През този период стойностите на този показател са вторите най-добри след тези на Чехия. Освен самия показател за дългосрочните лихвени проценти за оценка на степента на сближаване в тази област се използват и спредовете по отношение на еврозоната. Диференциалът спрямо усреднените лихвени проценти в еврозоната обаче, не е толкова прецизен индикатор дотолкова доколкото дългосрочните лихвени проценти в най-засегнатите страни от кризата съществено се влошиха и това дава отражение върху цялата еврозона. В този смисъл сравнението по-скоро ще отразява влошаването в еврозоната, отколкото подобренито в страните извън нея.

Въпреки значителната отвореност на българската икономика и обвързаност с еврозоната и страните, най-сериозно засегнати от кризата, тя премина през кризата без външна подкрепа и без финансови споразумения с МВФ и други институции. Поддържането на паричния режим и устойчива фискална политика дадоха възможност да се създадат буфери, осигурили финансовата и икономическа стабилност. Това обаче се оказва недостатъчно за догонване на европейската икономика.

5.2. Реална конвергенция. Връзката между номинална и реална конвергенция.

Понятията номинална и реална конвергенция не съществуват в ДФЕС и ДЕС. В конвергентните доклади на ЕК се споменава понятието „номинална конвергенция“ без да се дефинира неговото съдържание.⁵³ В теориите за растежа и най-вече в техния неокласически вариант реалната конвергенция се свързва с по-бързия икономически растеж на страните с по-ниско равнище на БВП на човек от населението и по този начин се свива разликата със страните с по-високи равнища. Въпреки, че се използват и други показатели за реална конвергенция, най-разпространеното разбиране на реалната конвергенция е тенденцията на намаляване на дистанцията в равнищата на БВП на човек (при СПС). Още при създаването на ИПС центърът на дебата е този за същността на икономическото сближаване и взаимовръзката между номиналната и реална конвергенция. Акцентът тогава е върху създаването на стабилна обща валута, за да функционира така еврозоната, че да се ограничат асиметричните шокове. Академичните и политически дискусии за връзката между номинална и реална конвергенция не са преставали, но получават нов импулс при разширяването към новите държави-членки. В контекста на Баласа-Самюелсън ефектът при тези страни се очакваше те трудно да постигат критериите за номинална конвергенция.

През последните години концепцията за взаимовръзката между реалната и номиналната конвергенция отново е във фокуса на академичните и политическите дискусии. Разочарованието, че стриктното спазване на критериите за номинална конвергенция не води до реална конвергенция, стимулира дебата по този въпрос. България

⁵³ *EC, Convergence report, Box 1.4: The fourth indent of Article 140(1) of the Treaty requires that the durability of nominal convergence and exchange rate stability in Member States should be assessed by reference to long-term interest rates.*

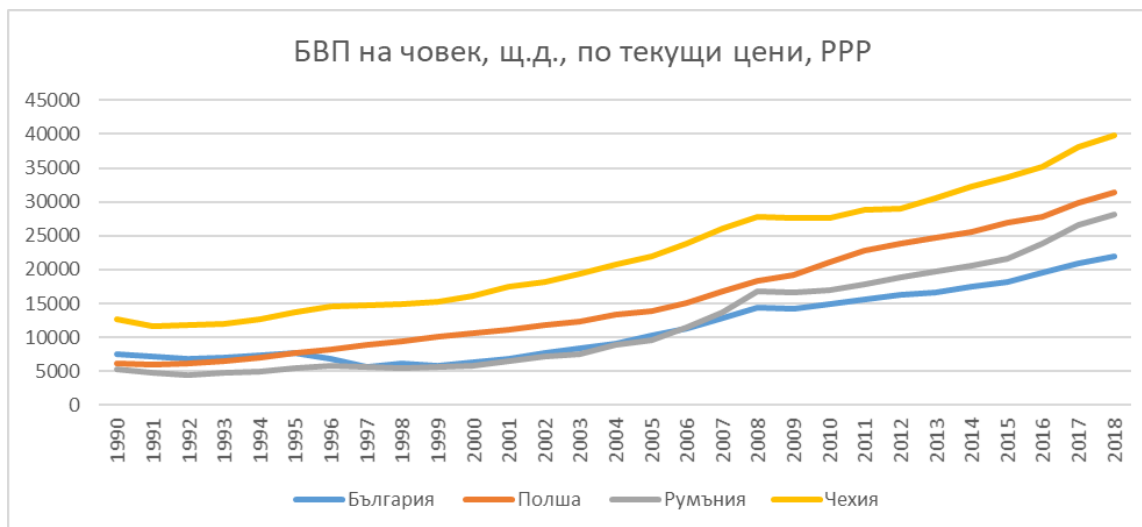
е добър пример за това, че постигането на номинална конвергенция не води автоматично до реална конвергенция. Някои автори считат, че самата концепция за икономическа конвергенция има нужда да бъде ревизирана и говорят за структурна конвергенция⁵⁴.

Българската икономика отговаря на номиналните критерии за конвергенция, но изостава по отношение на реалната конвергенция. Тенденциите на конвергенцията се разглеждат в контекста на общите процеси на конвергенция в ЕС. Теорията и политическите концепции за еврозоната създават очакване, че по-дълбоката парична и финансова интеграция ще доведе до по-бърза реална конвергенция. Значима конвергенция в ЕС се постига от 2004 г. насам основно от т.нар догонващи икономики от ЦИЕ, докато тези процеси в еврозоната се развиват различно от очакванията. Данните от създаването на еврото до 2015 г. показват, че се осъществява много слаба конвергенция между държавите в еврозоната, като за някои страни дори се наблюдава дивергенция. Частично тези процеси могат да се обяснят със световната финансова криза, но различните ѝ ефекти върху отделните страни по-скоро показва, че националните политики са решаващи за устойчивостта на икономиките към външни шокове.

Оценката на реалната конвергенция се извършва на основата на състоянието и динамиката на БВП на човек от населението по СПС. Използват се и показателите за бета-и сигма-конвергенция. Анализът се допълва с показателя за заплащането на труд на един час. Интегрален показател за развитие на икономиката е брутният вътрешен продукт на глава от населението. Той е също и показател за реалната конвергенция. В исторически план изходните позиции на България в началото на прехода са сравнително благоприятни, изпреварвайки Полша и Румъния. До 1997 г. икономиката на страната губи предимството си и следва значителен спад в периода 1996-1997. За този най-ранен период и при другите три сравнявани страни се забелязват години на спад в БВП на глава от населението и бавно нарастване. Най-значителни са колебанията по този показател при България следвана от Румъния. Кризата от 1996-1997 г. се отразява в спад и след това в задържане на приблизително едни и същи равнища на този показател и достигане на равнището на 1990 едва през 2004 г. При Полша и Чехия трендът е възходящ за целия период след 1995 г.

⁵⁴ *Marco Buti, Alessandro Turrini, Three waves of convergence. Can Eurozone countries start growing together again?, VOX, CEPR's Policy Portal, 17 April 2015*

Фиг. 31. БВП на човек, щ.д. По текущи цени



Източник: Евростат

България подобно на Румъния изостава значително от Полша и Чехия през периода след 1995 г., въпреки че в последните две години преди кризата двете страни отбелязват ускоряване на сближаването. След кризата обаче в България БВП на глава от населението расте много по-бавно и от трите страни и дистанцията се увеличава съответно с 44% от Чехия, 30% от Полша и 22% от Румъния.

Втората голяма криза след тази от 1996-1997 г. също се отразява много неблагоприятно върху БВП на човек от населението при българската икономика за разлика от другите страни, с които е направено сравнение. През 2009 г. - годината на кризата, се регистрира спад на БВП на човек спрямо предходната година и след това през 2010 г. показателят се запазва на почти същото равнище докато при другите страни се реализира растеж по този показател.

6. Поглед напред: Макроикономическа стабилност и присъединяване към еврозоната.

Прегледът на литературата представя в известна степен едностранно прехода като изцяло погрешен. Анализът на историята на макроикономиката на България доведе до някои заключения, насърчаващи реабилитацията на постиженията през т.нар. преход към пазарна икономика както и през периода на членство в ЕС.

Сред успехите на прехода могат да се открият сравнително бързата либерализация на цените, намаляването на държавния сектор до минимум и превръщането на икономиката в една от най-отворените икономики в ЕС. Несъмнен исторически успех, който на фона на опита на другите страни от ЕС изглежда непостижим, е четирикратното намаление на публичния дълг от началото на реформите до сега – тенденция обратна във всички останали страни от ЕС. Изключително важно е уникалното постижение на поддържането на

стабилност на националната парична единица в продължение на повече от 24 години, а разумната фискална политика независимо от различните правителства и политики, също заслужава да бъде отбелязана. Външните и вътрешни шокове, на които е изложена българската икономика се абсорбират от високата степен на гъвкавост на трудовия пазар.

Преходът към пазарна икономика протича със значителни макроикономически дисбаланси, които намаляват през годините след финансово-икономическата криза. Изпълнението на критериите за „работеща пазарна икономика“ поставя началото на значителен икономически растеж като българската икономика става „догонваща икономика“. Този период също е свързан със значителни макроикономически дисбаланси.

Колкото и обезкуражаващо да е за политическата класа, смяната на правителства от 1997 г. насам не се отразява съществено върху динамиката на макрорамката, което се дължи основно на закотвянето на фискалната политика около поддържането на валутния борд и липсата на монетарна политика. Валутният борд изигра стабилизираща роля за икономиката, а неговата устойчивост в различните фази на икономическия цикъл и при значимите външни шокове опровергават конвенционалното разбиране за валутните бордове като негъвкави и неподходящи парични режими в дългосрочен план.

Икономическите кризи във все по-голяма степен са резултат на външни шокове отколкото вътрешно обусловени.

Високият икономически растеж в предкризистния период подхранва надеждите за бързо догонване на европейската икономика, но растежът е движен основно от нетъргуемия сектор. Все по-голямо значение придобива не толкова скоростта и обхвата на растежа колкото неговата структура и качество. Българската икономика ускорява догонването към европейската икономика в години на висок икономически растеж, но той е свързан с натрупването на макроикономически дисбаланси, при намаляването на които растежът се забавя.

Ако се капитализира опитът от началото на присъединяването към ИС и ИПС макар и с дерогация, нереалистично е да се очаква възвръщане на модела на икономически растеж, движен от масирани външни капиталови потоци и външно финансиране, включително от европейски фондове. Този растеж се оказва неустойчив за повечето страни от периферията на еврозоната и едва ли би бил устойчив за България. Докато фокусът в европейските икономически политики и тези за сближаване беше върху ниската инфлация и фискални ограничения, структурните реформи и структурна синергия останаха най-слабата територия на европейската политика. Предоверяването на общи числови прагове за всички държави-членки и тяхното спазване измести от дебата съдържателната дискуссия за това как икономиките да се приспособят на външните шокове и предпазят от заразният им ефект, как по-слабите икономики да удържат на силната външна конкуренция, как да се осигури по-висок икономически растеж и реална конвергенция.

Постигнатата макроикономическа стабилност като цел на икономическата политика е абсолютно недостатъчна за осигуряването на висок икономически растеж и сближаване с ЕС. Проблемът е, че макроикономическата стабилност се възприема като цел, а тя е необходимо, но не и достатъчно условие за постигане на икономически просперитет. Либералното икономическо мислене се възприема като неправено на нищо, като отказ от всякаква политика. А евентуалният държавен активизъм крие твърде реалистични рискове за корупция и попмане на неефективния държавен сектор. Инструментите за провеждане на национална икономическа политика в условията на пазарна икономика и членство в ЕС са ограничени, но дори и те не се използват. Фундаменталният въпрос е липсата на визия за българската икономика в краткосрочен и дългосрочен аспект. Кръстосването на икономически и геополитически интереси в региона и в страната ограничават амбицията и най-вече куража да се реализират мащабни и ефективни проекти, които ще изстрелят страната в орбитата на развитите страни.

Най-малко три области, в които е необходима радикална промяна, биха допринесли за икономическия растеж и конвергенцията с европейските икономики.

Икономиката се нуждае от инвестиции: Високият растеж преди кризата се движеше от чуждестранните инвестиции, а в следкризисния период европейските фондове допринасяха за растежа. Слабата инвестиционна активност може да се преодолее с разширяване на публично-частното партньорство – инструмент, който България така и не съумя да използва и който е особено важен за мащабни структурно интензивни инвестиции, от които се нуждаем. Развитието на финансовата система и подобряване достъпа до кредит също би насърчил инвестициите. Изследване на Института за икономически изследвания показва, че по-малко от 40% от фирмите работят с кредит

Икономиката се нуждае от диверсификация и конкуренция: Българската икономика е една от най-отворените икономики, което я прави уязвима на външни шокове, които за съжаление зачестяват, а характерът им се разнообразява. В една несигурна външна среда диверсификацията на икономиката би намалила волатилността и осигурила плавно икономическо развитие. През годините след кризата се наблюдават тъкмо обратни тенденции на концентрация и ограничаване на конкуренцията в икономиката, което значително и трайно задържа икономическия растеж.

Икономиката и бизнесът имат нужда от държава, която да предоставя необходимата сигурност и публични услуги за бизнеса. За съжаление, въпреки смяната на различни политически конфигурации, държавните институции не работят ефективно. Рейтинговите агенции, Европейската комисия, Международният валутен фонд и инвеститорите поставят като един от основните проблеми на българската икономика лошото функциониране на институциите. Най-малкото, което отдавна трябваше да се направи, е да се намали административната тежест за бизнеса, да се премахнат режимите и практиките, които влошават международните показатели като Doing Business, показателите за корупция на международните агенции и т.н.

ШЕСТА ГЛАВА

БЪЛГАРСКИЯТ ДЪРЖАВЕН ДЪЛГ В ПЕРИОДА НА РЕФОРМИ – ИСТОРИЯ И ПОУКИ

доц. д-р Пламен Орешарски

*„Всеки път, когато вземате пари назаем,
ограбвате бъдещото си.“*

Натан Морис

Финансовите дългове са един от основните идентификатори за цялостното икономическо състояние на всяка стопанска единица. Това важи в пълна степен и за публичния сектор в една икономика. Нещо повече, нивото и характеристиките на публичния дълг отразяват в голяма степен просперитета и конкурентната способност на самата икономика, както и нейната финансова автономност.

Историческият поглед върху нивата, структурата и характеристиките на българските публични дългове позволяват изводи за цялостното социално-икономическо развитие на страната. Те предоставят допълваща информация за устойчивостта на икономическата система и подпомагат анализа на протичащите стопански, политически и обществени процеси.

Наблюдението и анализа на динамиката и структурата на публичния дълг е особено показателно в периоди на по-мощни трансформации и реструктуриране на икономиката, на каквито бяхме свидетели в България в последните повече от три десетилетия. В определена степен може да се твърди, че историята на социално-икономическия и обществен преход у нас е история на кризите и стабилизирането на публичните финанси, в частност на българския публичен дълг. Бързото натрупване на външен дълг в последните години на дореформения период, мораториума върху неговото обслужване и преговорите с външните кредитори, секюритизирането на необслужваните дългове, развитието на вътрешния пазар на публични дългове, втората дългова криза в периода 1996-97 година, противоречивите опити за активно управление на публичните дългове, постепенното налагане на благоразумно дългово управление – това са акцентите, на които ще спрем вниманието си в опит да проследим фактологията, да изведем поуките и да очертаем перспективите пред българския публичен дълг.

1. Наследените публични дългове

1.1 Натрупването на външен дълг в навечерието на икономическите реформи

През втората половина на 80-те години на миналия век българският външен държавен дълг ускори своето нарастване. До този период усилията за благоразумно управление на външните задължения имаха преобладаващо позитивен резултат. Размерът на външният дълг тогава се колебае около и под 3 млрд.щ.долара, което формира под 20 % от брутния вътрешен продукт. В резултат на действието на комплексни по характер фактори в следващите пет години до края на десетилетието външният държавен дълг нараства над 11 млрд. щ.долара и доближава стойности на водещия критерий дълг към БВП малко под 50 %. Извън споменатите стойности на външния дълг остават задължения на съществуващи по това време държавни отрасли търговски банки, както и спорни претенции на външни кредитори, обект на последващи преговори за тяхното уреждане.⁵⁵

Макар анализа на причините за влошаващото се състояние на външния държавен дълг към края на 80-те години да надхвърля целите на настоящото изложение, тук ще подчертаем поне няколко водещи фактора:

- Влошаващата се външна конюнктура за българския експорт в страни извън Съветския блок, което намаляваше валутните ни постъпления на фона на отслабваща конкурентоспособност на икономиката ни;
- Засилване на импорта както на инвестиционни, така и на потребителски стоки;
- Преустановяване на някои форми на подпомагане за платежния баланс от страна на тогавашния Съветски съюз, към чиито икономически формации се числим;
- Изпадане в затруднено финансово състояние на страни, които имат задължения към нас;
- Авантюристични вътрешни инициативи за реструктуриране на икономиката ни, основани на значително външно финансиране, без произведен полезен ефект върху нашия експорт;
- Финансиране на инвестиционни инициативи в страни от третия свят, част от които така и не бяха въведени в експлоатация;
- Политически сътресения, които окончателно лишиха страната от доверието на традиционните ни западни партньори, доколкото до този момент те бяха

⁵⁵ Затрудненията при позоваването на точни показатели се дължат на различни методики на отчитане на външните задължения и неуточнения обхват на публичния сектор. В някои публикации външният държавен дълг се идентифицира и с неговия нетен размер, като от брутния размер се приспадат вземанията от трети страни. Статистиката на последните също не е прецизна.

разглеждали блоковата ни принадлежност като своеобразна гаранция на отпусканите кредити.

В тези условия, бързо нарастващият външен дълг е със скъсяващи се матуритети и преимуществено към частни кредитори. Очертава се и тенденция на увеличение на лихвите по дълга в условия на сравнително високи външни лихви. Годишните падежи на лихвени и матуритетни плащания нарастват на фона на намаляващи валутни постъпления в страната от експорт и на зачестили просрочия на наши вземания от страни-длъжници. Високо ниво на дълга, къси матуритети, нарастващи лихви и намаляващо доверие сред външните кредитори – това са предпоставките, които водят до по-високи предизвикателства пред превъртането на външния ни държавен дълг (Roll-over of the debt)⁵⁶. Все повече външни кредитори отказват да пролонгират търговските кредитни линии или ги продължават частично при по-неблагоприятни условия, респективно, при по-високи лихви. В самия край на 1989 и началото на следващата 1990 година Правителството не успя да осигури достатъчно външно финансиране, за да обезпечи обслужването на външния държавен дълг. Затова и обявеният мораториум в края на март 1990 година бе логичен резултат от невъзможността да се рефинансират плащанията по външния дълг на страната, възлизащи на над 3 млрд. щ. долара само за 1990 година.⁵⁷

Формално погледнато, размерът на външния държавен дълг от близо 11 млрд. щ. долара на фона на огромните активи в патримониума на държавата не предполага прекратяване на неговото обслужване. Не е впечатляващ и относителният дял на дълга в БВП – около 50 %. И тогава, и сега редица държави превъртат успешно своите публични дългове, които съставляват 100 % и дори повече. Българската икономика в края на 80-те и началото на 90-те година на миналия век обаче не е в състояние да генерира постъпления в „твърда“ валута, необходими за превъртане на дълга. Показателен е другият важен аналитичен критерий - съотношението на външния дълг към експорта в „твърда валута“. В годините преди обявяване на мораториума върху дълга, то надхвърля 100 % и продължава да нараства с катастрофални темпове.

Българският мораториум върху обслужването на външния дълг не е изключение в света на публичните финанси. Точно обратно, по-малко са страните, които никога не са обявявали държавни фалити в сравнение с тези, които поне веднъж са просрочвали своите плащания по публичния си дълг. Проблемът на българския фалит е друг - лошото съчетание на обстоятелствата. Той се случва в период на разпад на традиционните до момента външноикономически връзки на страната със своите дотогавашни партньори от Източния блок, стагнация на експорта и икономическа рецесия. Дълговата криза се проявява

⁵⁶ Превъртане на дълга (Roll-over of the debt) е термин, използван за да се обозначи рефинансирането на настъпващите плащания на дълга, най-често привличане на нови заеми за да се обслужат тези, които излизат в падеж.

⁵⁷ Задълбочено изследване на историята на българския външен дълг е направено от авторски колектив в три части – „История на външния държавен дълг на България 1878-1990“ в три части, изд. БНБ София 2009 г.

непосредствено преди трансформацията на икономическата система, стартирала в отговор на цялостните изменения в глобалната политическа и икономическа среда.

Изоляцията от външните финансови пазари, в която попада страната ни, след като обявява държавен банкрут и първите стъпки в изграждането на икономика, ориентирана към пазарни принципи на управление, е толкова лошо съчетание, че то оказва неблагоприятно влияние върху целия преход от централно управлявана към пазарно ориентирана икономика. Състоянието на мораториум върху външния дълг е един от критериите, който ни разграничава от останалите източноевропейски страни в преход. Затова и всеки анализ, който търси причините за забавянето на присъединяването на страната ни към евроатлантическите структури, в частност към Европейския съюз, би бил непълен, ако игнорира българския държавен фалит в началото на политическите и социално-икономически трансформации у нас. Вместо да се фокусират върху необходимите стопански преобразования, част от усилията на българските правителства от 90-те години на миналия век са насочени към решаване на наследения от дореформения период дългов проблем. Същият отнема и несъразмерно голям дял от публичните финансови ресурси, което допълнително препятства провеждането на реформи в този период.

1.2. Преструктурирането на необслужваните външни задължения – Парижки и Лондонски клубове

Обявеният мораториум върху плащанията по външния дълг по същество касаеше външните задължения, поети от Българската външнотърговска банка (БВТБ) – Булбанк. Формално, тя се разглеждаше като агент на българското правителство на международните финансови пазари и външните кредитори предявяваха претенции за своите вземания към българската държава. Преобладаваща част от тези задължения в размер на около 7 млрд. щ. долара бяха към частни кредитори. Поради необслужването на същите дългове те бързо нарастнаха с размера на редовните и мораторни лихви и достигнаха до 8,5 млрд. щ. долара при тяхното предоговаряне и секюритизиране⁵⁸ в средата на 1994 година.

Друга част от необслужваните външни задължения, доближаващи 3 млрд. щ. долара бяха към официални кредитори – наши основни търговски партньори, както от бившия Съветски блок, така и държави, обединени в Парижкия клуб.

Трета група просрочени задължения се формираха от експозициите на страната ни към банките на съществувалия до началото на икономическите реформи Съвет за икономическа взаимопомощ (СИВ) – Международната банка за икономическо сътрудничество (МБИС) и Международната инвестиционна банка (МИБ), както и някои спорни задължения към официални и частни външни кредитори. В тази група могат да се

⁵⁸ Секюритизиране (Securitization) – емитиране на търгуваеми ценни книжа в замяна на банкови заеми, най-често просрочени, за да се подобри ликвидността на вземанията на инвеститорите.

поставят и отбелязаните в таблицата нововъзникнали задължения към официалните финансови институции - Международния валутен фонд и Световната банка, както и заемите в подкрепа на платежния баланс към Европейския съюз.

Таблица 1 - Структура на формираните външни държавни задължения – 1991 година⁵⁹

Външен държавен дълг (млн.щ.долари)	10 452,6
Лондонски клуб	6 979,0
Облигации	367,8
Парижки клуб	1 116,9
Световна банка	142,0
Европейски съюз	201,0
МВФ	401,0
Други	1 244,9
О б щ о :	10 452,6

В преговорите с **Парижкия клуб** българската страна успява да договори разсрочване на плащанията за срок от 10 години с шест и седем годишни гратисни периоди – стандартно прилагани схеми за развиващи се държави със средни доходи. Нашите външни партньори не отчетоха факта, че икономиката ни е в процес на реструктуриране и не приеха каквато и да е редукция, като приложиха по-сурово отношение към нашата страна в сравнение с друга страна от източна Европа, която получи щедро опрощаване на половината от просрочените задължения. Вероятно, резултатът би бил различен, ако нашата външна политика в този период беше по-ясно ориентирана към новите ни партньорства.

Първото споразумение с Парижкия клуб бе договорено през април 1991 година и съгласно клаузите на съответния протокол, България уреди падежирани, но необслужени задължения на БВТБ за малко над 600 млн.щ.долара, като разсрочи плащанията по тях за следващите 10 години. В края на 1992 година се подписа второ споразумение с кредиторите от Парижкия клуб, с което се уреждиха необслужвани задължения около 400 млн. щ. долара. Третото и последно споразумение с Парижкия клуб бе сключено през април 1994

⁵⁹ Източник: МФ, Годишен обзор на правителствения дълг 1999 година, април 2000, стр.17.

В таблицата не фигурират външните задължения на държавните банки извън БВТБ, част от които впоследствие се преоформят като държавни задължения

година и засегна външни задължения от порядъка на 210 млн.щ.долара. Този трети съгласуван протокол с Парижкия клуб постигна разсрочване за 11 години със 7 годишен гратисен период. Така просрочените външни задължения на БВТБ се пренасочиха за погасяване в периода от края на 90-те години на миналия век до 2005 година, когато изтичаше погасителният период на последните предоговорени задължения към държави-членки на Парижкия клуб.⁶⁰

Преговорите с частните кредитори, обединени в **Лондонския клуб** вървяха доста по-комплицирано. След няколкогодишни дискусии в средата на 1994 година българската страна постигна споразумение при сравнително приемливи условия. Споразумението се базираше на два типа трансакции:

- Обратно откупуване (buyback) на необслужван външен дълг в размер на 1 027 млн. щ. долара по усреднена пазарна цена от 25 цента за долар.
- Частично редуциране и секюритизиране на останалата част от необслужваните задължения чрез емисия на дългосрочни облигации от типа „Брейди“ (Brady bonds)⁶¹. Крайният ефект от обратното откупуване, частичното отписване и осъществената секюритизация на задълженията към частните кредитори бе обща редукция от порядъка на 1/3 , като при заявен от кредиторите външен дълг от 8 273 млн. щ. долара баха платени веднага малко над 250 млн. щ. долара за обратното откупуване на част от необслужваните задължения и се емитираха Брейди облигации в обем 5 137 млн. щ. долара. Като отчетем постигнатото разсрочване на предоговорените и секюритизирани външни задължения, редукцията на дълговете се ориентира около 48 % на база сегашна стойност (Present value)⁶²

В резултат на секюритизацията на външните задължения към частните кредитори от Лондонския клуб се емитираха три типа Брейди облигации:

- Облигации с начално намалени лихви (Front Loaded Interest Reduction Bonds - FLIRB) за 1658 млн. щ. долара. Наименованието идва от частичните намаления в лихвените купони за първите 7 години. За този период купоните са обезпечени с американски съкровищни бонове (US treasury bills)
- Обезпечени дисконтни облигации (Collateralized DISCount Bonds - DISC) за 1865 млн. щ. долара. Този тип облигации баха с обезпечена главница и два лихвени купона, като страната ни придоби 30 годишни американски облигации с нулев купон

⁶⁰ Източник: МФ-архив, Съгласувани протоколи с Парижки клуб

⁶¹ Популярните през 90-те години на миналия и началото на настоящия век Брейди облигации (Brady bonds) са разработени в 1989 година от администрацията на американския финансов министър Nicholas Brady с предназначение да облекчи дълговете на развиващите се икономики, изпаднали в серия от дългови кризи през 80-те години.

⁶² Източник: МФ-архив – Споразумение с Лондонски клуб, също: Гарабед Минасян, Брейди одисеята на България, изд.БНБ, окт.2005 г.

(zero coupon bonds) на лицева стойност, еквивалентна на тази на емитираните български Брейди облигации, както и краткосрочни американски съкровищни бонове. На практика, този тип облигации можеха да се разглеждат като предплатени, доколкото притежавания от страната ни колатерал покриваше напълно матуритетното плащане след 30 години.

- Облигации за неплатени лихви (Interest Arrears Bonds - IAB) за 1858 млн. щ. долара. Тези облигации бяха изцяло необезпечени и пазарните участници ги използваша за ориентация (benchmark) за нивата на дългосрочен български риск.

Българските Брейди облигации, както и другите разновидности на този тип дългови инструменти съдържаха допълнителни опции. Една от тях бе възможността да бъдат конвертирани в собственост в хода на осъществяване на приватизацията на държавните предприятия – опция, която намери частично приложение в периода до края на 90-те години. Сложната структура на Брейди облигациите, тяхното частично колатерализиране, плаващите и по-ниски от пазарните нива лихвени купони, както и вградените допълнителни опции създаваха обективни затруднения за тяхното ценообразуване. Това правеше тези облигации слабо атрактивни за капиталовите пазари и подценени като финансови инструменти. Всъщност това са предпоставките, които създаваха благоприятни възможности за обратно откупуване – акцент, който предстои да коментираме.

Сделката с частните ни външни кредитори можеше да бъде с по-добри параметри, ако беше реализирана своевременно. Цената на отсъствие на вътрешно съгласие за уреждане на външните ни дългове и забавянето с поне 1-2 години доби милиардни измерения, поради увеличените претенции на кредиторите с размера на натрупаните и неплатени лихви за периода след мораториума от 1990 година. Вероятно биха могли да се договорят и редукии в начислените, но неплатени лихви, доколкото подобни подходи са в рамките на обичайните добри практики при уреждане на просрочени задължения. Но всяко по-нататъшно забавяне при уреждането на необслужваните дългове щеше да задълбочава проблема, а не да го решава.

1.3. Блясъкът на пазарните операции с дълговете към МБИС и МИБ

Следващите по тежест неуредени външни задължения на страната след тези към кредиторите от Лондонския и Парижкия клубове бяха към двете банки на бившия СИБ – МБИС и МИБ. Тези външни дългове бяха и доста специфични за преговаряне – нашата страна бе едновременно и длъжник и акционер в същите банки. Двете институции бяха многонационални, със статут на международни финансови институции (МФИ), а сумарните задължения надхвърляха 1 млрд. щ. долара, с отчитане на просрочените редовни и мораторни лихви. Поставили фокус върху уреждането на задълженията към кредиторите от Парижки и Лондонски клубове, дълговете към МБИС и МИБ оставаха на заден план чак до преодоляването на голямата монетарна и финансова криза у нас в периода 1996-97 година.

Още в началните етапи на преговорите отпаднаха наказателните лихви по аналогия на приложен подход към другите страни-длъжници на банките. Основните дългове обаче оставаха пределно високи – 228 млн. щ. долара към МБИС и 718 млн. щ. долара към МИБ или общо 946 млн. щ. долара. Банките настояваха за договаряне по аналогия на българския Парижки клуб, докато българската страна настояваше за подход, аналогичен на нашия Лондонски клуб. Разногласията по подходите и по условията за разсрочване на задълженията се проточиха до август 1998 година, когато внезапно разразилата се Руска криза внесе хаос на финансовите пазари по отношение на всички свързани с Русия финансови инструменти. Драматично спаднаха цените и на задълженията на двете банки към техните външни кредитори, поради големия акционерен дял на Русия в тях. Българското Министерство на финансите се възползва от откритата се възможност и закупи на открития пазар еквивалентни по обем задължения на двете банки, с което се превърна в техен кредитор. Покупките бяха реализирани конфиденциално на цени под 20 цента за долар задължение на двете банки. Това разкри отлични възможности за значително по-благоприятно уреждане на задълженията на страната в сравнение с постигнатите параметри с кредиторите от Лондонския клуб.

Вече от позициите не само на длъжник, но и на кредитор, българското Министерство на финансите възобнови преговорите с двете банки. С МБИС беше постигнато бързо споразумение още до края на 1998 година за нетиране на насрещните задължения (Set off). Преговорите с ръководството на МИБ продължиха и в началото на следващата година поради по-голям непокрит лихвен диференциал и агресивни претенции от другата страна. В крайна сметка с тази банка бе постигнато също споразумение за нетиране на насрещните задължения.

В следствие на успешните пазарни интервенции и умело водените преговори след това бяха постигнати повече от позитивни обобщаващи резултати – канцелиран бе български външен дълг за 947,730 млн. щ. долара срещу разходи за покупка на дълговете на МИБ и МБИС в размер на 158,510 млн. щ. долара. Постигната бе редукция от порядъка на 83,3 %, а ефективната цена на единица задължение достига 16,7 цента за долар. Разпределението на тези резултатите по банки може да се проследи в приложената таблична справка (табал. 2).

Начинът и параметрите на уреждането на заварените от дореформения период външни задължения на страната към МИБ и МБИС превърнаха тази трансакция вероятно в най-успешната дългова операция в цялата българска финансова история.⁶³ Тя стана възможна благодарение на приложени професионален подход при решаването на конкретните външни задължения, характерен повече за сектора на инвестиционното банкиране и не толкова за управлението на публичните дългове.

⁶³ Виж: Иван Костов, „Свидетелства на прехода“, Сиела, София 2019 година, стр. 430-432

Таблица 2 - Справка за основните финансови показатели на споразуменията за размяна на задълженията с МБСИ и МИБ (хил.\$) ⁶⁴

Показатели	МБИС	МИБ
1.Задължения на България	228 850	718 880
- главници	137 880	402 700
- лихви	90 970	316 180
2.Покупки на задължения на двете банки за покриване на основния дълг	188 400	554 670
главници	137 880	402 670
лихви	50 520	141 980
3.Непокрити лихвени задължения	40 450	174 210
4.Допълнителни покупки на дългове на банките за покриване на лихвените разлики	25 680	4 550
5.Осъществени плащания	41 160	117 350
- за покупка на дългове на двете банки	39 480	97 170
- за комисионни и такси	1 680	2 600
- за обратно откупени лихви		19 600
- приходи от лихви в полза на МФ		+ 2 020
6.Крайна цена на единица задължение	17,99 %	16,3 %
7.Постигната редукция на дълга	82,01 %	83,07 %

Допълнително благоприятно обстоятелство бе максимално възможното забавяне на преговорния процес, което предостави и други, чисто пазарни по характер, възможности за погасяване на дълговете, освен преговори и разсрочване. Реакциите на службата по управление на държавните дългове в Министерство на финансите при създадената благоприятна пазарна ситуация бяха точни и своевременни, т.е. пазарният тайминг⁶⁵ бе

⁶⁴ Източник: МФ, архив – Информация относно уреждане на задълженията на България към МБИС и БИБ. В т.5 са отразени получени от МФ лихви за притежаването на вземания от МИБ към края на 1998 година.

⁶⁵ Пазарен тайминг (Market Timing) – реакции на участниците на капиталовите пазари, които са синхронизирани с пазарната волатилност и позволяват извличане на максимални печалби, т.е. реакции, с които се надиграва пазара.

прецизен. Всичко това позволи да се спестят стотици милиони щ. долара на българските данъкоплатци. Операцията по уреждане на милиардните български задължения демонстрира по убедителен начин преимуществата на подхода на конфиденциално обратно изкупуване на държавни дългове в ситуация на слаби пазари пред каквито и да са други публични по характер интервенции.

1.4. Уреждане на остатъчните външни задължения

При уточняване на обхвата на външните задължения, уредени в споразуменията с Парижкия и Лондонския клубове възникнаха спорове и българската страна не прие като държавни поредица спорни задължения и/или задължения на държавните Минералбанк и Стопанска банка. Така останаха нерешени външни дългове към Австрия, Испания, Италия, Нидерландия. Кредиторите от съответните страни бяха застраховали вземанията си в техните агенции за насърчаване на експорта и след активиране на гаранциите, вземанията бяха станали държавни. Уреждането на същите вземания стана наложително още при подписването на тригодишното споразумение с МВФ, доколкото една от страните го постави като условие.⁶⁶ Българското правителство ускори решаването на дълговите спорове и с оглед на предстоящото стартиране на преговори за присъединяване на страната към ЕС и условието от страна на ЕС да изчистим всички дългови спорове със страни-членки на Общността.

След дълги преговори и проявени взаимни компромиси, всички висящи разногласия по отношение на наши външни задължения към страни-членки на ЕС бяха уредени до края на 1999 година. В два от случаите бяха подписани споразумения, даващи възможност на компании от страните-наши кредитори да участват с вземанията на държавите си в приватизация на български предприятия.

С италианската агенция за застраховане на экспортните кредити (SACE) се сключи Рамково споразумение за изплащане на необслужвания дълг на Стопанска банка и на Минералбанк, който възлизаше общо на 124 млн. германски марки. Аналогично по характер споразумение се сключви и с испанската държавна агенция за застраховане на экспортните кредити (CESCE) в размер на приблизително 30 млн. щ. долара.

В трети случай, страната ни призна малка част от спорния дълг към Нидерландия и го изплати еднократно срещу отпусната безвъзмездна помощ за подкрепа на платежния баланс по повод Косовската криза. Това плащане дори надвиши размера на признатата част от спорните задължения. В крайна сметка, нашите външни кредитори в този случай целяха в по-голяма степен решаване на откритите спорове, а не толкова инкасиране на максимални

⁶⁶ Испанския директор в МВФ, по инструкция от Мадрид, бе заплашил с вето при гласуването на Тригодишното споразумение на фонда с България.

суми. Те също осъзнаваха, че въпросните техни вземания не са изрядни от юридическа гледна точка.

В един от последните случаи, Министерство на финансите води многогодишни преговори с австрийските си колеги, изплатили на Bank Austria вземането от фалиралата българска Стопанска банка и претендиращи към българската държава. В резултат австрийската банка се удовлетвори по реда на българския Търговски закон, като се задоволи с по-малко от 1/3 от номинала на своето вземане.

Непосредствено преди разпада на Съвета за икономическа взаимопомощ в средата на 1991 година България беше натрупала пасивни търговски салда в търговията с други източноевропейски страни. По-сериозни задължения бяха възникнали към Полша, Унгария и бившата ГДР. Те се основаваха на несиметричност във взаимния търговски обмен, т.е. партньорите от съответните страни не бяха приели български стоки така, както бяха договорени в съответните междуправителствени спогодби. По аналогия, България бе натрупала положителни салда с други свои търговски партньори, в т.ч. Русия, като правоприменник на задълженията на бившия Съветски съюз. Уреждането на вземанията и задълженията между търговските партньори от бившия Съветски блок протече при многобройни спорове и разногласия за характера и размера на възникналите дългове, като основните причини бяха две: първо, разчетната единица – преводната рубла и трудностите по нейното преизчисляване в някоя от твърдите конвертируеми валути и второ, административно определяните цени на экспортните стоки, които се прилагаха при своеобразните бартери между страните от бившия източен блок. Нашата страна разплати всички свои външни задължения до края на 90-те години, като приложи различни подходи за тяхното уреждане. В общия случай, задълженията се погасяваха срещу редукии в размерите им и доставка на различни стоки до заинтересовани компании от страните-кредиторки. В действителност, погасяването на задълженията със стоки съдържаше допълнителни отстъпки заради формираната практика да се фактурират по-високи цени на доставките.

Исключение направи Германия, която не прие подобен подход и настоя за оформяне на финансово задължение. След няколко кръга разговори и уточнения, нашата страна прие да изплати задълженията си срещу тяхната съществена редукия и удължаване както на периода за изплащане на преоформените задължения, така и на техния гратисен период.⁶⁷ Така страната ни навлезе в новото хилядолетие с напълно уредени външни задължения и с овладяна тенденция на нарастване на външния дълг.

Предоговарянето на просрочените външни задължения на страната наложи един доста съществен за времето си извод – за неадекватността на наслояваните очаквания, че

⁶⁷ МФ – архив, Информация за уреждане на задълженията към МИБ и МБИС.

Всички дългови преговори за периода 1997-2001 година са водени от екипи на МФ под ръководството на автора на настоящото изложение в качеството му на зам.министър.

външните кредитори с лекота ще ни опрощават дълговете, като форма на подпомагане на страната за раздялата ѝ със старата общественно-политическа система. Действията по уреждане на нашите просрочени външни задължения ни върнаха в реалния свят на финансите, където отстояването на интересите се реализира с твърди, понякога дори брутални подходи, които нямат общо с префинените дипломатически прийоми.

2. Натрупване на нови държавни дългове – проблеми и решения

2.1. Развитие на инструментите на вътрешния държавен дълг

Формирането на вътрешния държавен дълг води началото си още от 1990 година, веднага след старта на политическите и обществени промени у нас. По това време бюджетните дефицити се финансираха посредством преки банкови кредити от страна на Централната банка. Първите емисии на държавни ценни книжа също са от това време. Те бяха в налична форма, насочени към дребни инвеститори и се пласираха от клоновете на ДСК и няколко големи държавни търговски банки. Реализираните обеми обаче бяха незначителни и реално нямаха влияние нито върху финансирането на бюджетните дефицити, нито като инструмент за стерилизиране на ликвидността в икономиката.

Две години по-късно започна изграждането на система за регулярни емисии на съкровищни инструменти, предназначени да финансират бюджетните дефицити и да отслабят ефекта на монетизиране на правителствените дългове, произтичащ от преките кредити на БНБ⁶⁸. Въпреки последващото забележително развитие на практиките за емитиране на вътрешен правителствен дълг, поне още няколко години (до средата на 1997 година, когато се въвежда Валутния борд) бюджетът се финансираше не само с емисии на съкровищни инструменти, но и с преки кредити на БНБ.

При конструирането на системата за управление на вътрешния правителствен дълг Централната банка пое ролята на агент на Министерство на финансите при емисиите на съкровищни ценни книжа на базата на договореност с Министъра на финансите. БНБ осъществяваше всички, характерни за подобни случаи агентски функции – провеждаше първични аукциони на държавни ценни книжа, осъществяваше разплащанията при първичните емисии и при падежите на съкровищните инструменти, изпълняваше регистраторски и депозитарни функции. Въведени бяха фигурите на първичните дилъри – търговски банки и големи и утвърдени на финансовия пазар финансово-брокерски къщи. Държавното съкровище – службата в Министерство на финансите, отговорна за управление на държавните дългове, започна да публикува годишни емисионни календари, които създадоха прозрачност на емисионната политика на Министерството. За сравнително дълъг период, до края на 1997 година, календарът на емисиите на вътрешен дълг бе устроен на

⁶⁸ Монетизиране на дълга се получава, когато правителствата теглят преки кредити от Централните банки, което води до директно увеличаване на паричните агрегати и създава инфлационен натиск в икономиката. Често наблюдателите обозначават този процес като „печатене на пари“

седмична база. Всеки понеделник се провеждаше аукцион на ДЦК, чийто сетълмент бе в сряда. В определена степен, конструирането на система за емисии на държавни ценни книжа и емисионната политика на Държавното съкровище изиграха важна роля за развитие и укрепване на финансовите пазари в началните години на изграждане на структурите и институциите на пазарно ориентираната икономика у нас.⁶⁹

В началния етап се емитираха само 3-месечни дисконтови съкровищни бонове, но много бързо в емисионния календар бяха въведени и по-дългосрочни ценни книжа. Това стана след като се регламентира възможността Държавното съкровище да емитира дългови инструменти с плаващи лихви. След 1994 година се емитираха съкровищни облигации, чиято срочност достигаше до 5 години, въпреки очевидно по-късите инвестиционни хоризонти в икономиката за това време. Това бе свидетелство за степен на доверие от финансовите институции в съкровищните инструменти. Поради сравнително високите и трудно предсказуеми нива на инфлация в икономиката ни в този период, едногодишните съкровищни бонове и по-дългосрочните съкровищни облигации бяха с плаващи лихвени купони, което намаляваше лихвените рискове и правеше инструментите на Държавното съкровище с една степен по-привлекателни.

След укрепването на пазара на ДЦК, вътрешният дълг формира тенденция на бързо разрастване. То бе обусловено не само от допусканите сравнително високи бюджетни дефицити, а и от възстановеното обслужване на външния дълг в отсъствие на осигурено външно финансиране в адекватни размери. Фактът, че страната уреди необслужваните си дългове или поне преобладаваща част от тях, не промени нагласите на външните финансови пазари. Те продължиха да ни оценяват като твърде рискови, което не позволяваше да се реализира успешно една евентуална дебютна емисия глобални облигации. МВФ също не бързаше да ни финансира. През 1995 година Правителството не успя да постигне споразумение поради разногласия по политиките. Изпълнението на ключови критерии от Споразумението от 1996 година се провали. В подобна ситуация единственият източник на ресурси за посрещането на лихвените и матуриретни плащания както по вътрешния, така и по външния дълг, остана ограничения по своята ликвидност местен финансов пазар – една от предпоставките за бързо разрастване на вътрешния държавен дълг.

2.2. Емисии на ДЦК за структурни цели

Вътрешният държавен дълг се разрастваше не само в резултат на потребности да се финансират бюджетните дефицити и да се рефинансират лихвените и матуриретни плащания по вътрешния и външен дълг на страната, а и поради реализирани еднократни емисии за финансиране на структурни мерки.

⁶⁹ Информация за историческите етапи на развитието на пазара на ДЦК може да се намери в бюлетина „20 години емисии на безналични държавни ценни книжа в България“, изд. МФ и БНБ, 2012 година

Още в началния етап на трансформиране на икономиката или по-точно, поради забавянето на стопанските реформи, секторът на търговските банки успя да формира мнение в обществото, че лошото състояние на техните кредитни портфейли се дължи на заварените необслужвани кредити от дореформения период. Така постави на дневен ред въпроса за тяхното поемане от страна на държавата. Разбира се, това бе половината истина. Другата половина се свеждаше до раздадените нови лоши кредити след 1990 година. Съчетаването на двете обстоятелства бе поставило на ръба на фалита почти всички държавни търговски банки. В опит да облекчи проблема с протеклата декапитализация на банковия сектор Правителството, съгласувано с БНБ, разработи и Парламентът прие схема за одържавяване и секюритизация на всички необслужвани кредити, договорени до края на 1990 година. Секюритизацията предвиждаше емитиране на държавни дългосрочни облигации в замяна на отписване от страна на търговските банки на въпросните кредити. Операцията доведе до увеличение на вътрешния държавен дълг с два транша държавни дългосрочни облигации (ДДО):

- ДДО, деноминирани в лева за близо 39 млн.лв.
- ДДО, деноминирани в щ. долари ДЦК за 1,8 млрд. щ.долара.⁷⁰

Появилите се на финансовия пазар държавни дългосрочните облигации бяха обозначени като ЗУНК-облигации – абривиатурата на съответния Закон за уреждане на необслужваните кредити.

Щедрата държавна финансова инжекция в подкрепа на банковата система само удължи периода на функциониране на част от големите държавни търговски банки. Фалитът на някои от тях – Стопанска банка, Минералбанк, Балканбанк само две години по-късно илюстрира красноречиво неуспеха на оказаната по-рано подкрепа от страната на държавата. Нещо повече, същите търговските банки използваша ЗУНК-облигациите, за да получат рефинансиране от страна на Централната банка, което също не доведе до подобряване на тяхната жизненост. Налага се изводът, че значително по-добър вариант за финансовия сектор и за икономиката като цяло би бил обявяване на проблемните банки в несъстоятелност, а не тяхното финансово подпомагане. Подобно рационално решение обаче не можеше да бъде взето в създадената обществено-политическа ситуация през 1992-93 година, а цената за неефективните икономически и финансови политики бе платена от българския данькоплатец, вкл. чрез поетия вътрешен държавен дълг.

През 1996 година неблагоприятните тенденции, които се развиваха в банковата система, се задълбочиха. В отсъствието на ефективен банков надзор, кредитните портфейли на банките продължиха да се „замърсяват“, което налагаше все по-мощно рефинансиране на търговските банки от страна на БНБ. Разврзката бе ускорена от прегледа на

⁷⁰ Закон за уреждане на необслужваните кредити, договорени до 31.12.1990 г. ДВ. бр.110 от 30 декември 1993г.

изпълнението на споразумението на страната с МВФ и очевидната необходимост да се отнеме лиценза на около 1/3 от опериращите търговски банки. Фалитът на тези банки пренесе нови тежести върху вътрешния дълг. Разработената и приета в съкратени срокове схема за защита на влоговете и сметките в търговските банки, обявени в несъстоятелност доведе до емисия на нова серия държавни дългосрочни облигации в размери, съответно, 90 млн. лева и 190 млн. щ. долара.⁷¹ Те получиха лаконичното обозначение гаранционни облигации, което най-точно показваше повода за тяхното емитиране и предназначението на набраните ресурси.

Емисията на гаранционните облигации бе в резултат на недалновидността да не се институционализира схема за гарантиране на банковите депозити още в началните етапи на конструиране на модерна банкова система. Този пропуск отново бе покрит от българския данъкоплатец – крайния платец на всяка неефективност в икономиката.

След емисиите на ЗУНК – и гаранционните облигации, плащанията по тях също изискваха емисии на нов дълг. Лавината от купонове и матуриретни плащания за обезпечаване на превъртането на държавните дългове натовари емисионния календар на Държавното съкровище с непосилни тежести. На хоризонта се очертаваше кризата на публичните финанси, която се сля с монетарната, валутна и банкова криза през втората половина на 1996 година, за да достигне в своя апогей в началото на следващата 1997 година.

2.3. Държавните дългове по време на голямата криза 1996-97 година

Колебанията в икономиката още в началото на 1996 година предсказваха трудности при управлението на държавния дълг. Последващите банкови фалити, засилената нестабилност на валутния пазар, слабият напредък в изпълнението на програмата за реформи от договореностите с МВФ, както и нарастващите обеми съкровищни инструменти, които Държавното съкровище предлагаше на своите първични аукциони доведоха до разклащане на доверието на инвеститорите в правителствения дълг и скъсиха инвестиционните хоризонти в икономиката като цяло. Недостигът на ликвидност принуди БНБ все по-често да поема неизкупените обеми ДЦК от първичните аукциони – една, очевидно лоша практика от гледна точка на монетарната политика и усилията за неинфлационно рефинансиране на държавния дълг. В тази ситуация практиката на директни покупки на ДЦК от Централната банка още на първичния пазар заместваше прякото кредитиране на бюджета или поне имаше същия проинфлационен ефект. За всички критично настроени мнения подобна практика заслужава да се прокара паралел с действията на ЕЦБ, ФЕД и други централни банки на страни от развития свят само 10-тина години по-късно. Тогава същите централни банки предприеха действия, които надминават в негативната си плоскост дори най-лошата практика на БНБ да финансира пряко бюджета, като монетизира дълга. Те приеха в своите портфейли дори токсичните корпоративни

⁷¹ Закон за държавна защита на влогове и сметки в търговски банки, за които БНБ е поискала откриване на производство по несъстоятелност, ДВ бр.46 от 29 Май 1996г

дългови инструменти, което не минаваше през ума дори на най-екзотично настроените експерти в края на миналия век.

В същия период затрудненията по реализация на емисиите на ДЦК на първичния пазар подтикнаха Министерство на финансите да извърши няколко иновации на пазара на вътрешен дълг.⁷² На първо място, скъсеният инвестиционен хоризонт принуди Държавното съкровище да въведе месечни и седмични съкровищни бонове – вероятно уникална практика в глобален план. Поне такова мнение изразяваха експертите от мисията на МВФ. Това позволи да се поддържа интереса на инвеститорите в правителствения дълг. До този момент същите отказваха участие в аукционите на ДЦК с по-дълги срокове.

Втората по-съществена иновация, която осъществи Държавното съкровище, касае срочността на съкровищните инструменти и тяхната хармонизация със седмичния график на първичните аукциони. За да бъдат кратни на 7 едногодишните бонове станаха 364 дневни, 6-месечните бонове приеха 182 дневен матуритет, а 3-месечните – 91 дни. Така нововъведените впоследствие свръхкраткосрочни съкровищни бонове бяха 7-дневни и 28 дневни. Новите матуритети на съкровищните инструменти направиха възможно винаги в деня за сетълмент на новопридобитите ДЦК от първичните аукциони да излизат в падеж намиращи се в обръщение съкровищни инструменти. Това създаде удобство за инвеститорите да реинвестират сумите от падежиращите ДЦК в придобиване на нови ДЦК на първичните аукциони и съдейства за успешното превъртане на вътрешния правителствен дълг.

Третата промяна бе в самия календар на първичните аукциони. Държавното съкровище стартира ежедневни аукциони на свръхкраткосрочните 7- и 28- дневни съкровищни бонове, с което измести БНБ от открития пазар и привлече допълнителна ликвидност за целите на превъртането на държавния дълг.⁷³ За да не се конкурират двете централни институции, БНБ преустанови своите интервенции на открития пазар, като спря Репо-сделките с ДЦК⁷⁴. Последната иновация бе приветствана от мисията на МВФ, чиито експерти по това време осъществяваха стриктен мониторинг върху фискалната и монетарна политики на властите.

Четвъртата, още по-впечатляваща политика стана възможна след като се постигна съгласие и се предприеха първите подготвителни стъпки за въвеждане на Валутен борд от средата на 1997 година. Държавното съкровище, след съгласуване с МВФ, договори с БНБ схема за рефинансиране на вътрешния държавен дълг, базирана на пряко кредитиране от

⁷² Иновациите на пазара на вътрешни дългове бяха инициирани и въвеждането им бе ръководено от авторът на настоящото изложение в качеството на Началник на Държавното съкровище в МФ.

⁷³ Виж: Капитал, 20.01.1997 г. „БНБ пак под натиск да финансира дефицита“

⁷⁴ Репо сделките представляват продажба на ценни книжа срещу ангажимент за обратно откупуване за конкретно договорен срок или форма на обезпечено краткосрочно финансиране. Популярен инструмент за интервенции на Централните банки на откритите пазари.

Централната банка. Така за периода от началото до средата на 1997 година БНБ отпусна преки кредити на Министерство на финансите до размера на излизащите в падеж ДЦК. Целта бе максимален размер вътрешен дълг да се концентрира в портфейла на БНБ с перспективата същия да се канселира при въвеждането на Валутен борд. Допълнително търсен ефект бе зареждане на финансовия сектор с ликвидност, особено необходима след протеклата драматична обезценка на лева. Операцията бе конфиденциална за времето си, заради формираното в обществото убеждение, че БНБ е преустановила да рефинансира както търговските банки, така и бюджета.

Усилията баха насочени към възвръщане на доверието в монетарната политика в навечерието на предстоящото въвеждане на Валутния борд – институция, която изисква доверието на широката публика. Всички публични говорители по това време възхваляваха решимостта на БНБ да преустанови рефинансирането на бюджета и сочеха за пример позитивния ефект от това въздържание - стабилизиране на валутния курс и отслабване на инфлационния натиск. Точно в този период обаче, Министерство на финансите използва внушителен обем пряко кредитиране от БНБ, което изигра позитивна роля в цялостния процес на възстановяване на макроикономическата и финансова стабилност.⁷⁵

Вътрешната монетарна и финансова криза от 1996-97 година не отмина и външните държавни дългове. Изчерпването на валутните резерви на БНБ, свитата ликвидност на оскъдните и без това фискални резерви, концентрирани в Държавния фонд на реконструкция и развитие (ДФРР), както и кризата в публичните финанси доведе до невъзможност да се посрещнат всички външни плащания по графиците за обслужване на държавния дълг. Министерство на финансите бе поставено в условия на избор измежду тях. Предпочетено бе плащане на януарския Брейди купон от порядъка на 130 млн. щ. долара. Лихвените плащания по външните задължения към официалните кредитори от Парижкия клуб се отложиха. Изборът да се даде приоритет на Брейди облигациите и да се платят лихвите по тях, за сметка на кредиторите от Парижкия клуб бе мотивиран от стремежа да се избегне широката публичност на този, по същество, втори мораториум по външните дългове само в рамките на едно десетилетие. От дистанцията на времето може да се отчете, че подходът беше правилен, защото и до днес факта, че страната ни просрочи плащания по външния си дълг в разгара на кризата не е широко популярен нито вътре в страната, нито на външните финансови пазари. Разбира се, заслуга в тази насоки има и мисията на МВФ, която съдейства на страната пред официалните ни външни кредитори.

2.4. Размяната на активи и дългове между Министерство на финансите и БНБ

Осъществено пряко кредитиране на Държавното съкровище от страна на БНБ до размера на излизащите в падеж ДЦК съсредоточи големи пакети държавен дълг в

⁷⁵ Източник: МФ Месечни бюлетини „Държавен дълг“ март-юни 1997 г.

портфейла на Централната банка в периода преди въвеждане на Валутния борд. В този портфейл бяха концентрирани и ДЦК от реализирани по-рано покупки на първичните аукциони, както и покупките на съкровищни инструменти при рефинансирането на търговските банки от страна на БНБ. Там бяха локирани старите преки кредити от началните години на реформиране на финансовия и фискален сектор в икономиката, част от тях секюритизирани в дългосрочни държавни облигации. В резултат на обезценката на националната валута във финансовите отчети на БНБ се оформиха положителни курсови разлики в особено големи обеми. В пасивите обаче фигурираха задължения към МВФ, натрупани от всички траншове, които бяха теглени и ползвани до този момент.

От тези позиции се пристъпи към реструктуриране на балансовата структура на БНБ. Всички нейни вземания от държавата бяха изписани към края на полугодieto на 1997 година и не попаднаха сред активите на новосформираната институция, обозначавана като Валутен борд. Общата сума на изписаните вземания на БНБ от държавата, включително начислените към съответната дата лихви, възлизаха на приблизително 725 млрд. лева (неденоминирани) и около 420 млн. щ. долара. Това са суми, с които се намали вътрешния държавен дълг.

БНБ прехвърли в полза на Министерство на финансите притежаваните от нея американски дългосрочни облигации с нулеви купони, придобити при осъществяването на сделката с кредиторите от Лондонския клуб и служещи за обезпечение по емитираните Брейди облигации. Техният размер възлизаше на 1 850 538 хил.щ. долара – сума, която покриваше напълно номинала на дисконтовия тип Брейди облигации. Към датата на прехвърляне на облигациите тяхната пазарна цена се ориентираше около 330 млн. щ. долара.

В замяна на изписания вътрешен дълг и прехвърлените активи Министерство на финансите емитира нов дълг в полза на БНБ. Същият бе деноминиран в специални права на тираж - СПТ (Special Drawing Right - SDR) и напълно съответстваше на непогасените задължения на БНБ по отпуснати кредити от МВФ. Новите задължения на Държавното съкровище възникнаха в размери и срокове, еквивалентни на размера и сроковете по погасителния график на плащанията на БНБ към МВФ. Всъщност, за държавата дългът към МВФ не беше нов. Осъществената трансакция на активи и дългове между БНБ и Министерство на финансите представляваше само смяна на титуляра на обслужването на същия дълг. Подобен подход бе наложителен за въвеждането на БНБ в статута ѝ на Валутен борд.

Така, в резултат на реструктурирането на балансите на БНБ сравнително големи части от вътрешния държавен дълг бе канселиран при запазването на действителния размер на външния държавен дълг. Това бе поредната стъпка към последващото облекчаване на

сравнително високото дългово бреме на страната.⁷⁶ Стъпка, която бе еднократна и възможна само при условията на осъществяването на размяна на активи и задължения между БНБ и Министерство на финансите.

3. Усилия за облекчаване на дълговата тежест

3.1. Контрол върху поемането на нови държавни задължения

След въвеждането на Валутен борд и сравнително бързата финансова и макроикономическа стабилизация, Държавното съкровище за първи път в годините на преход разработи средносрочна програма за рефинансиране на плащанията по държавния дълг. Също за първи път се прокарваха политики на интегрирано управление на вътрешния и външен дълг. Съвместно с БНБ бе създаден първият регистър на всички държавни задължения. Формулирана бе цел да се ограничи в максимално възможната степен нарастването на държавните задължения. Силен противодействащ фактор бе слабостта на икономиката да генерира растеж и развитие, което да позволи провеждане на политики по намаляване на дълга. В тези условия, да се изплащат дългове на нетна основа бе поемане на рискове за допълнително подтискане на икономиката. Затова Държавното съкровище възприе политика на неутрално въздействие върху реструктуриращата се икономика и насочи усилията си да обезпечи ресурси за превъртане на държавните дългове в размери, отговарящи на падежите както на вътрешен, така и на външен дълг. Това означаваше да се съхрани абсолютния размер на държавните дългове като резултат от операции на Държавното съкровище. В същото време се разчиташе на извънредни приходи (приходите от приватизация) за извършването на еднократни погасявания на дългове, както и на растеж на БВП за намаляване на относителната тежест на държавния дълг.

Вътрешните емисии на съкровищни инструменти се ограничаваха от изискването за приблизително нулево нетно финансиране. Това означаваше, че размерът на новите емисии на съкровищни инструменти трябваше да се ориентира около сумата на матуритетните плащания по вътрешния дълг. Благоприятно обстоятелство за утвърждаване на подобна цел на дълговото управление бе подържането на ниски бюджетни дефицити в периода след 1997 година.

Вътрешният правителствен дълг формира тенденция на намаляване и поради използване на ЗУНК-облигациите в приватизационни сделки. Така за 1998 година бе канцелиран вътрешен дълг за над 220 млн.лв. Приблизително толкова бяха изведените от обръщение ЗУНК облигации и за следващата 1999 година.⁷⁷

При външното финансиране бе възприет аналогичен подход – поемането на нови дългове да се ограничи до размера на погасителните плащания в средносрочен хоризонт.

⁷⁶ Източник: МФ-архив, Договор за реструктуриране на дълга

⁷⁷ Източник: МФ, Годишни обзори на държавния дълг за 1999 и 2000 година.

Първоначалното намерение на Министерство на финансите бе да дебютира на външните капиталови пазари с нова емисия на дълг, за да възстанови пазарния си достъп. За целта бе нает външен консултант със солиден опит на капиталовите пазари и бе проведен конкурентен избор на водещи мениджъри на предстоящата емисия. Номинирани бяха големите инвестиционни банки Merrill Lynch и JPMorgan. Приложеният подход бе коментиран в позитивна светлина на външните капиталови пазари. В същото време Правителството проведе успешни преговори и сключи тригодишно споразумение с МВФ, което предвиждаше финансиране в рамките на 627,6 млн СПТ. Това финансиране бе еквивалентно на 866 млн. щ. долара по курса към датата на сключване на споразумението (SDR 1 = USD 1,77).⁷⁸

Осигуреното финансиране от МВФ бе пакетирано със заеми за подкрепа на платежния баланс по споразуменията със Световна банка и макроикономическа подкрепа от ЕС. Така договореното външно финансиране доближи сумите, необходими на Държавното съкровище да обслужи падежите на външните задължения на страната в следващия тригодишен период. Поради това, Министерство на финансите се въздържа от привличането на допълнителни ресурси от капиталовите пазари, които можеха да се осигурят на несравнимо по-висока цена спрямо проектираното вече кредитиране от официални източници.

Средносрочното финансиране от МВФ и Световната банка даде възможности на Министерство на финансите, в частност на Държавното съкровище, да работи за качествено структуриране на дълговия портфейл на страната.

Втората насока за контрол върху нарастването на държавните задължения бе регламентирането на вътрешни механизми и установяване на ред при поемането на задължения от субекти извън Министерство на финансите. След въвеждането на Валутен борд, Министерство на финансите положи основите на консервативна по характер фискална политика. Въведени бяха строги разходни лимити и министерствата и централните ведомства-първични разпоредители с бюджетни кредити бяха поставени в условия на твърди бюджетни ограничения. Същите се опитваха да ги заобиколят по различни способы, като най-лекият от тях беше привличане на външни финансови ресурси. В резултат, Министерство на финансите беше затрупано от искания на другите министерства и централни ведомства за външно кредитиране в опит да реализират програми, които не са финансирани от местния бюджет. В това отношение, те срещаха силна подкрепа от международните финансови институции – Световна банка, Международната банка за възстановяване и развитие (МБВР), а понякога и на частни финансови институции, заинтересовани да пласират ресурси и да разширят сферата си на влияние. Всички те изискваха държавни гаранции върху проектираните кредити. Появявиха

⁷⁸ Източник: International Monetary Fund - SDR Valuation

се и апетити да се ползват вътрешни заеми срещу предоставяне на държавни гаранции за тяхното погасяване.

До този момент не съществуваха надеждни регламенти за селектиране и отсяване на неефективните проекти, поради въздържаност на външните кредитори да отпускат кредити на страна с неуредени външни задължения и в лошо финансово състояние. След първите признаци на финансова стабилизация стана наложително да се разработят правила, които да установят по-стриктни процедури с крайната цел да се противодейства на заплахата от ново увеличение на външните задължения на страната.

Първият регламент за възпиране на повсеместните стремежи на отрасловите министерства и централни ведомства да ползват външно финансиране в допълнение към лимитираните им бюджетни кредити се появи в края на 1997 година.⁷⁹ В този регламент заслужават внимание няколко правила:

- Подчертава се водещата роля на Министъра на финансите да представлява държавата в преговорите, свързани с вътрешни и външни заеми и с държавни гаранции по тях. Това изискване препятства всички други институции да договорят каквито и да са кредитни споразумения и концентрира съответните компетенции в Министерство на финансите.
- Всички предложения за сключване на договори за вътрешни и външни заеми на министерства и други централни ведомства и на общини, както и за издаване на държавни гаранции по тях подлежат на одобряване в рамките на бюджетната процедура и се включват в разчетите на държавния бюджет за следващата финансова година. Този подход елиминира възможността всеки потенциален кредитополучател да лобира самостоятелно и без връзка с други претендиращи за държавни кредити или гаранции по кредити. Условието всички искания за кредитиране да се разглеждат в пакет гарантира, че става възможен сравнителният анализ и вземане на по-обосновани решения. Включването на одобрените от Министерски съвет проекти за държавно кредитиране в списък към преходните разпоредби на държавните бюджети представлява допълнителен филтър за преценяване на целесъобразността от реализиране на конкретните инвестиции.
- За да бъдат одобрени проектите за кредитиране, съответните кредитополучатели, когато са министерства и централни ведомства, са длъжни да освободят разходен лимит за годините на усвояване на кредитите, т.е. да се откажат от толкова бюджетно финансиране, на колкото възлиза годишната квота за усвояване на проектното кредитиране. Изискването е важно и от гледна точка на контрола върху

⁷⁹ Постановление № 482 на Министерския съвет от 19 декември 1997 г. за реда за поемане на задължения на държавата по кредитни и гаранционни споразумения (загл. изм. - дв, бр. 101 от 1998 г.)

изпълнението на бюджета, респективно вметването в одобрения законен бюджетен дефицит.

Прилагането на описания регламент даде много добри резултати по отношение на ефективността на контрола върху нарастването на задлъжнялостта на държавата. Интересът на министерствата и централните ведомства към смекчаване на разходните лимити по бюджета бе силно охладен. В крайна сметка, те не бяха склонни да се лишат от бюджетно финансиране, за да направят възможна реализацията на проекти за кредитиране. Нещо повече, в болшинството от случаите това практически бе невъзможно, заради високия дял на текущите бюджетни разходи, които са със слаба мобилност.

Няколко години по-късно горният регламент залегна в базовите принципи на първия Закон за държавния дълг.⁸⁰

Коментираните правила, заложи в фискалната нормативна рамка имаха отношение не само и единствено за установяване на един по-консервативен подход към ползването на вътрешни и външни държавни заеми, а и към дисциплиниране на разходите на първичните разпоредители с бюджетни кредити и подобряването на фискалната консолидация – област, в която бързо догонихме нашите европейски партньори.

3.2. Първите обратни покупки на държавни облигации

В договорите с кредиторите от Лондонския клуб, уреждащи условията за емитиране на българските Брейди облигации бе налична клауза за обратно откупуване (Buyback) на същите. Съгласно договорната клауза, откупуване на облигациите преди техния падеж може да се реализира по три начина:

- *Първо*, обратно откупуване по номинална стойност на датата на всяко купоново плащане с изискване за предизвестие и при спазване на равнопоставеността на всички притежатели на облигации. Последното означава, че ако обратното изкупуване е частично, то трябва да се разпрости върху всички държатели на дълговите инструменти на пропорционална основа.
- *Второ*, обратно откупуване чрез обявяване на публични аукциони, оповестявани предварително с цел информираност на всички облигационери за намеренията на българското Министерство на финансите.
- *Трето*, обратно откупуване на открития пазар, по пазарни цени, без да са дефинирани никакви специфични изисквания.

⁸⁰ Закон за държавния дълг, Обн. ДВ. бр.93 от 1 Октомври 2002г, с последно допълнение ДВ. бр.86 от 18 октомври 2018г.

Първата измежду тези опции заслужава внимание само когато пазарните котировки на Брейди облигациите надхвърлят номиналната стойност и започнат да се търгуват с премии. Поради специфичните си характеристики, респ. по-малки лихвени купони от пазарните лихви, както и сравнително ниския кредитен рейтинг на емитента, цените на тези облигации се задържаха устойчиво под номинала. Наличният пазарен дисконт обезмисляше прилагането на тази кол-опция (call option).

Втората опция е привлекателна в пазарни условия, в които може да се предполага, че евентуално анонсиране на процедура по обратно откупуване на Брейди облигациите ще доведе до понижение на техните цени. Логиката на ценообразуването на вторичния пазар по-скоро е обратна - евентуалното обявяване на публичен аукцион най-вероятно би оскъпило облигациите и би обезмислило трансакцията.

В такъв контекст, най-интересна е третата възможност, която не предвижда никакви специфични и/или предварителни действия преди покупките на финансовия пазар от страна на Държавното съкровище, по аналогия на действията на всички други участници на пазара. При нея емитентът поема риска да не улучи най-добрите цени на обратното откупуване и да пропусне допълнителни благоприятни възможности. В такива случаи се препоръчва да се определи максимална цена, до която се запазва изгодата, която търси емитентът и да се действа, когато пазарните котировки се понижат под дефинирания ценови праг, без да се абсолютизира максимизирането на ефектите от извършените обратни покупки на дълг. При всички случаи, обратното откупуване на емитирани облигации трябва да се извършва конфиденциално, за да не се повлияе върху пазарните цени на инструментите и същите да се повишат – едно от малкото изключения в публичния сектор, където не се препоръчва прозрачност в действията на администрацията. Това е причината конфеденциалните обратни покупки на дълг да се критикуват от участниците на капиталовите пазари и да се отправят обвинения към съответните емитенти в отсъствие на прозрачност в техните действия.

В първата разработена от Държавното съкровище стратегия за управление на държавните дългове през 2000 година фигурира цел да се намалява задлъжнялостта на страната, в частност, да се изкупуват секюритизирани дългове за сметка на приходи от приватизацията и евентуално, постъпления от нови емисии на външните капиталови пазари, при откриване на благоприятни възможности. Това са дългосрочните външни Брейди-облигации и вътрешните ЗУНК- и гаранционни облигации. Категорично е отхвърлена възможността да се реализира промотираната от външните инвестиционни банки по това време публична замяна на български Брейди облигации с глобални облигации (Brady exchange), поради особено неблагоприятните условия на този вид суапи, видими при всеки непредубеден анализ.

В изпълнение на набелязани стратегически цели и след стабилизиране на фискалните резерви на страната в резултат на няколко успешни приватизационни сделки и очаквани

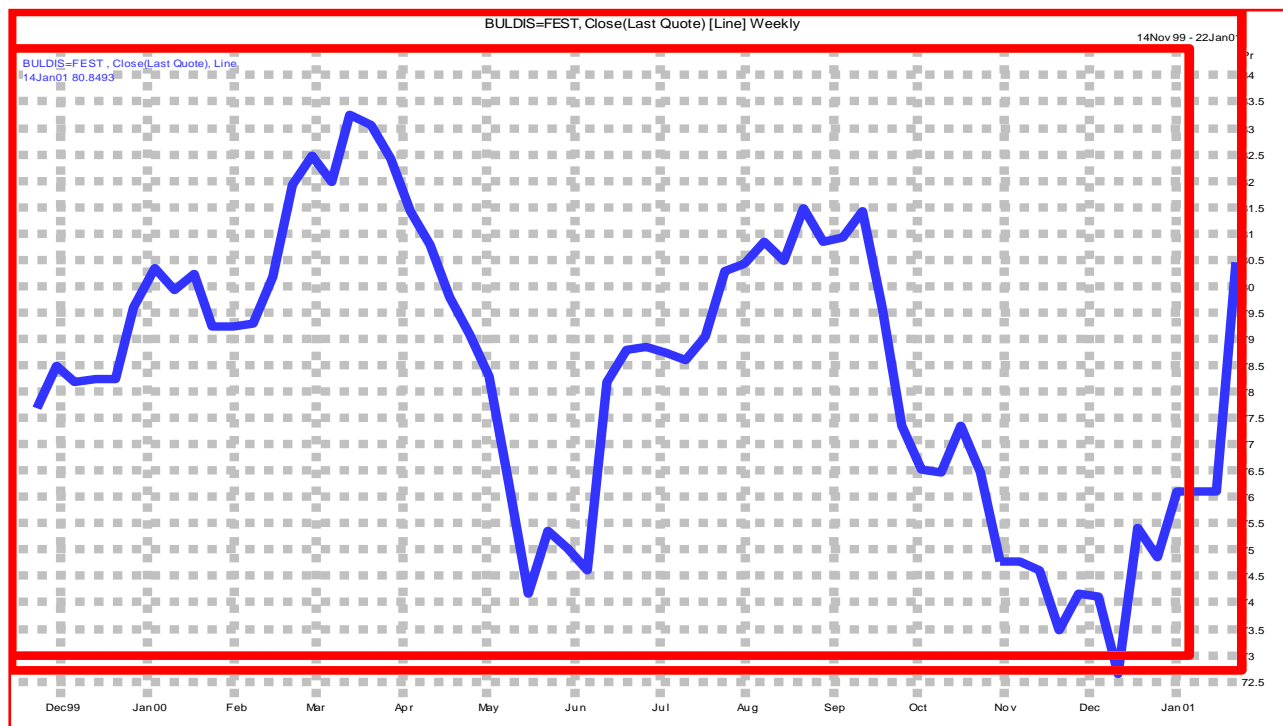
други такива, Държавното съкровище въведе постоянен мониторинг върху ценовите параметри на българските Брейди облигации в очакване на пазарни възможности за обратно откупуване на български облигации. Благоприятни предпоставки за колебания на пазара на дългови инструменти по това време създаваше волатилността на американския пазар на акции (разгара на Дот-ком кризата), както и трудностите на Аржентина по рефинансирането на нейния дълг и банковата криза в Турция.

В този период Държавното съкровище интервенира няколко пъти на финансовите пазари и успя да изкупи обратно над 350 млн. щ. долара дългосрочен дълг. Първата операция бе на вътрешния пазар, където Държавното съкровище откупи обратно ЗУНК-облигации за близо 150 млн. щ. долара на цени около 55 цента за долар. Втората интервенция бе на външните пазари, където Държавното съкровище откупи Брейди облигации за малко над 200 млн. щ. долара при постигната средна цена около 75 цента за долар. Втората операция протече в два периода, в които цените на българските Брейди облигации спаднаха под достигнатите пазарни нива, колебаещи се около, а в отделни моменти и над 80 цента за долар.⁸¹

Приложената графика 1 на ценовата динамика на българските Брейди облигации за периода от края на 1999 година до началото на 2001 година илюстрира възможностите за избор на времеви прозорец за обратни покупки и степента на успех на Държавното съкровище при пазарните интервенции.

⁸¹ Източник: МФ, Обзор на правителствения дълг – 2001-2002, София 2003, стр.40

Графика 1 - Ценовата динамика на българските DISC- облигации за периода 12.1999-01.2001⁸²



Обратните покупки на държавни облигации бяха извършени при единствените два пазарни спада в котировките – през месеците май и ноември. През останалото време Държавното съкровище се въздържахе от действия на външните пазари. Трансакциите бяха осъществени напълно конфиденциално, на малки партии, като Министерството ползва за агент финансова институция, с достатъчен опит на финансовите пазари. То се въздържа и от канселиране на изкупените обратно Брейди облигации, за да не предизвика покачване на техните пазарни цени. Ликвидността за осъществяването на горните операции беше осигурена изцяло от фискалните резерви на Правителството, но при последващи възможности за по-активни обратни изкупувания на държавни дългове Министерство на финансите имаше готовност да емитира нови облигации, за да попълни евентуалното снижение на нивата на фискални резерви.

⁸² Източник: Министерство на финансите. Графиката демонстрира движението на цените на българските Брейди облигации от типа DISC транс А за 2000 година. Те са базирани на синтетичен среден курс между „купува” - „продава”, докато покупките, извършени от Държавното съкровище са извършени на по-високите котировки /курс продава/. Доколкото обаче движението на различните котировки е обвързано, графиката илюстрира степента на успех при избора на двата времеви периоди на извършените покупки: 1) 10/05/00 - 30/05/00 и 2) 18/10/00 - 05/12/00. Средната достигната цена на обратните покупки е приблизително 75 цента за долар.

Първите осъществени обратни покупки на държавни облигации демонстрират колко успешен би могъл да бъде моделът за реструктуриране на дълговия портфейл на страната, в частност, как можеха да се изтеглят от обръщение демодираните към края на века Брейди облигации и да се заменят с нови евро- или глобални облигации, без да се реализира активно промотираната по това време Брейди замяна (Brady exchange). Тази политика обаче не бе продължена. След смяната на Кабинетите през 2001 година следващата администрация избра стратегия, предпочитана от сектора на големите външни инвестиционни банки.

3.3. Катастрофалната замяна на Брейди облигациите

От есента на 2001 година новото ръководство на Министерство на финансите и на Държавното съкровище, бивши служители на големи външни инвестиционни банки, стартираха мащабна кампания за замяна на част от Брейди облигациите, останали в обръщение след обратното изкупуване на 200 млн. щ. долара от тях и тези, канцелирани в резултат на използване на опцията за разплащане на приватизационни сделки. То се отказа от опцията, фигурираща в споразумението с Лондонския клуб за обратно откупуване на открития пазар и прибягна до втората опция – обратно изкупуване с публични аукциони. Още преди началото на операциите, ръководството на Министерство на финансите публично разясняваше своите намерения да управлява „активно“ държавния дълг на страната, с което създаде очаквания за откупуване на инструментите на българския външен дълг и предпоставки за повишаване на техните пазарни цени. Лансира и намеренията си да осъществи предпочитаната от сектора на големите интернационални инвестиционни банки замяна на Брейди облигации с еврооблигации и глобални облигации чрез използването на инструментален валутно-лихвен суап, добил популярност като Brady exchange и извършван по упорито настояване на същите банки в редица страни-емитенти на Брейди облигации.

Преди да пристъпи към замяната на Брейди облигациите, Държавното съкровище подготви и реализира отложената дебютна емисия на еврооблигации. Това е първата поява на България на външните пазари на дългови инструменти след мораториума от началото на 90-те години и може да се оцени позитивно като вход към пазарното рефинансиране на външните държавни дългове. Условието на емисията също могат да се считат за приемливи, на фона на ниския все още кредитен рейтинг и началния етап на преговорите за присъединяване на страната към НАТО и Европейския съюз. По-важните от тях са както следва:

- Номинал – 250 млн. Евро
- Срок – 5 години и 3 месеца с падеж 31.03.2007 година
- Лихвен купон – 7,250 %, платим на годишна база
- Емисионна цена – 98,855 %

- Доходност до падежа – 7,500 %
- Спред над бенчмарка – 3,760 %

Безспорно, тези условия щяха да бъдат по-добри, ако емисията бе реализирана поне година по-късно, когато перспективите за членство на страната в евроатлантическите структури щяха да бъдат значително по-близки и вероятно рейтинга на страната щеше да бъде по-висок, но екипът на Министерство на финансите избърза в контекста на подготвената Брейди замяна.

През март на следващата 2002 година Министерството, заедно с инвестиционните посредници Schroder Salomon Smith Barney и JPMorgan анонсираха очакваната вече от пазара операция по замяна на българските Брейди облигации в три опции:

- замяна срещу облигации, деноминирани в евро
- замяна срещу облигации, деноминирани в щ.долари
- замяна срещу заплащане в брой.

За всяка от опциите бе обявен аукцион от холандски тип. И още на този етап Министерството на финансите изненада инвестиционната публика със заявените пределни цени на Брейди облигациите за целите на замяната - 92 цента за долар, при пазарни цени към датата на анонса около 83 цента.⁸³

Установената практика при подобни суапи е инвеститорите да се възнаграждават с 1-2 пункта премия към текущите пазарни котировки, за да бъдат насърчени да влязат в сделката. В случая, предложената конверсионна премия от 10-тина пункта буди само въпроси и не дава нито един отговор.

В резултат на операцията бяха емитирани нови глобални облигации, деноминирани в евро и в щ.долари. Емисията глобални облигации, деноминирана в евро бе със следните по-важни параметри:

- Номинал – 835 465 хил. Евро
- Срок – 10,8 години с падеж 15.01.2013 година
- Лихвен купон – 7,500 %, платим на годишна база
- Емисионна цена – 96,617 %
- Доходност до падежа – 7,987 %

⁸³ Източник: МФ, архив - Замяната на Брейди с еврооблигации, март 2002

- Спред над бенчмарка – 2,750 %

От всички емитирани еврови облигации 468 млн. евро бяха заменени срещу 443 млн. щ. долара, изтеглени от обръщение Брейди облигации. Другите 367 млн. евро бяха използвани за заплащане в брой на Брейди облигации в размер на 349 млн. щ. долара.

Обърнете внимание на съотношението при обмена на облигации, деноминирани в евро и в щ. долари. Въпреки пазарния дисконт на Брейди облигациите, поради високия курс на долара, 1 евро се заменя срещу 0,95 щ. долара.

Интересно е и другото съотношение – срещу 367 млн. евро в брой са заменени Брейди облигации с номинал 349 млн. щ. долара, като за заплатени 312 млн. щ. долара. Съотношението от 1 евро за 0,95 щ. долара при замяната на Брейди облигации с глобални се запазва. На тези моменти ще обърнем внимание в последващите аналитични коментари, доколкото само месеци след извършената операция отслабването на долара ще нанесе първия сериозен удар по нейните цялостни параметри.

Осъществената замяна на Брейди облигации срещу заплащане в брой за сметка на нова емисия на глобални облигации в евро заслужава внимание с още един акцент. Фактически Брейди облигациите бяха изкупени на цени от приблизително 90 цента за долар (За Брейди облигации с номинал 349 млн. щ. долара са платени 312 млн. щ. долара). Постигнатата цена е показателна на фона на сравнение с конфиденциалните покупки на Брейди облигациите преди малко повече от година, извършени на 75 цента за долар. Разликата от около 15 цента за долар е пропуснатата полза за фиска да намали своя дълг на по-ниска цена.

Втората емисия глобални облигации, деноминирани в щ. долари има следните по-съществени условия:

- Номинал – 513 388 хил. щ. Долара
- Срок – 12,8 години с падеж 15.01.2015 година
- Лихвен купон – 8,250 %, платим на шестмесечна база
- Емисионна цена – 93,681 %
- Доходност до падежа – 9,100 %
- Спред над бенчмарка – 3,690 %

Срещу сумата на новата емисия облигации от 513 млн. щ. долара са изтеглени от обръщение Брейди облигации с номинална стойност 535 млн. щ. долара. Съотношението е

приблизително 96 цента за долар.⁸⁴ Тук също е уместно да отбележим, че по-малко от година по-рано същите Брейди облигации се търгуваха на пазара на нива около 80 цента за долар, а още малко по-рано бяха изкупувани от Държавното съкровище на 75 цента за долар.

През септември на същата 2002 година Министерство на финансите повтори операцията, като този път замени Брейди облигации срещу глобални облигации, деноминирани в щ. долари. За целта то отвори доларовата емисия от първата операция и я допълни със 759 млн. щ. долара. Естествено бе всички постоянни параметри на емисията да са същите – доларовата деноминация на облигациите, дата на падежа, лихвения купон и неговата шестмесечна база. Половин година по-късно променливите параметри се различаваха:

- Емисионна цена – 102,750 %
- Доходност до падежа – 7,890 %
- Спред над бенчмарка – 4,130 %⁸⁵

Прави впечатление, че инвестиционната публика вече бе забелязала изгодната (за тях) емисия от март и при повторното ѝ отваряне търсенето бе значително по-голямо, което доведе до свиване на доходността до падежа (7,890 % срещу 9,100 %). Роля в тази посока изигра и започналото устойчиво понижение на пазарните лихви, което бе довело до спад в доходността и на еквивалентните по срок германски облигации. Затова и спредът над бенчмарка се разшири. Тенденция, която бе напълно противоположна на очакванията на правителствените финансисти, анонсирани по време на първата Брейди замяна очакванията, че лихвите съвсем скоро ще започнат да се повишават. Видимото противоположно поведение на пазарните лихви спрямо прогнозите на българското Министерство на финансите и неговите инвестиционни последници Schroder Salomon Smith Barney и JPMorgan само в рамките на първите шест месеца след първата Брейди замяна не доведоха до каквито и да са корекции във втората трансакция и предвещаваха катастрофалните резултати още на този етап.

Повторението на трансакцията очерта още проблемни аспекти. През септември 2002 година доларът вече бе отслабнал по отношение на еврото и ако трябваше да се избира валутата на новата емисия глобални облигации, то верният отговор беше в посока на емисията в евро. По неизвестни причини обаче бе отворена емисията в щ. долари, въпреки уверенията на правителствените финансисти, че цел на Брейди замяната е да се намали валутния риск, т.е. да се заменят доларовите Брейди облигации с евови глобални облигации. Повторната операция не следваше тази цел, вероятно защото за държателите на

⁸⁴ Източник: МФ, архив- Замяна на Брейди облигации с нови глобални облигации (Резултати от операцията). 28 март 2002 г.

⁸⁵ Източник: МФ, архив – Замяната на Брейди облигации, септември 2002 г.

български дълг не бе изгодна в този момент. Това обаче нанесе фискални вреди на страната, които ще обобщим в следващата секция.

В обобщение, в резултат на осъществените две дългови трансакции през 2002 година от обръщение се изтеглиха Брейди облигации за около 2 200 млн. щ. долара. Срещу тях бяха емитирани нови глобални облигации в размер на 1 270 млн. щ. долара и 835 млн. евро. Още при извършване на замяната бяха налице ясни индикации за предстоящи огромни фискални загуби. Авторът на настоящите коментари се противопостави на операцията още при дискутирането и в Бюджетната комисия на Парламента.⁸⁶ В този период публикува свои коментари, доказващи огромния потенциал на трансакцията да нанесе щети на бюджета от порядъка на стотици милиони.⁸⁷ Последващото поведение на лихвените проценти и валутни курсове дори надхвърли тези прогнози в негативна посока. За съжаление, това мнение остана доста самотно по време на извършване на Брейди замяната. Потвърждения за огромните фискални загуби започнаха да се споделят и публикуват и от други коментатори 2-3 години по-късно, когато измеренията на катастрофата вече не можеха да бъдат прикрити.

3.4. Измерение на фискалните загуби от замяната на Брейди облигациите

Замяната на Брейди облигациите с глобални облигации представлява комбиниране на обратно изкупуване на старите Брейди облигации и нова емисия на глобални облигации. По същностни характеристики, тази операция може да се разглежда и като реплика на валутно-лихвен суап. Този втори подход позволява по-задълбочени анализи и съдържателни коментари.

При всеки суап, сегашната стойност (Present value) на заменящите се парични потоци следва да е еквивалентна, поне в момента на извършване на трансакцията. За съжаление, това равенство не бе налице при структуриране на операцията. Сегашната стойност на паричните потоци на новите две емисии глобални облигации надвишаваха с 200 до 300 млн. щ. долара сегашната стойност на паричните потоци на изведените от обръщение Брейди облигации. Водещите мениджъри на операцията – JPMorgan и Schroder Salomon Smith Barney успяха да представят по-приемлива картина само благодарение на завишени прогнози на очакваните в бъдеще пазарни лихвени нива. Вярно е, че „разчитането“ на форуърдните криви (Forward curves) има и елементи на анализаторско умение, но всеки подход на прогнозиране се дублира с допълнителни анализи за потвърждаване или коригиране на прогнозите. В случая, презентацията на операцията стъпваше на прогнози за

⁸⁶ Виж: Институт за пазарна икономика, 14.12.2006 г. Обсъждане на обмяната на външния дълг в бюджетната комисия <https://ime.bg/bg/articles/obsyvthane-na-obmqnata-na-wynshniq-dylg-w-b-dvetnata-komisiq/#ixzz6DwdFlnd3>

⁸⁷ Виж: Банкеръ Weekly - 14 септември 2002, Пл.Орешарски, Къде е инстинктът ни за съхранение? <https://www.banker.bg/finansov-dnevnik/read/kude-e-instinktut-ni-za-suhranenie>

бъдещо поведение на лихвените проценти, в частност на шестмесечния доларов LIBOR на нива над 6 % средно за матуритета на новите облигации. Доста наивно допускане на фона на текущите по това време около и под 2% и отчитайки средносрочните перспективи на стагнацията в американската икономика след кризата с акциите на високотехнологичните компании (dot-com bubble) и атентата срещу сградите на Световния търговски център в Ню Йорк. Така, още с представянето на лихвените прогнози от правителствените икономисти ставаше ясно, че същите не са надеждни, поради което и цялата операция е неконсистентна.

По-внимателният анализ посочваше все по-отчетливо предстоящите загуби от лихвени преразходи и отрицателни курсови разлики и илюзорните позитиви, които бяха приписвани на трансакцията.

А. Лихвени преразходи. Брейди облигациите бяха емитирани в период на неплатежоспособност на страната и съдържана концесионни, „меки“ по размер, лихвени купони в размер на шестмесечния доларов LIBOR с минимална надбавка от 13/16 или 0,81%. Към момента на извършване на Брейди замяната съответният LIBOR се колебаеше под 2%, което означаваше лихвени купони по Брейди облигациите от порядъка на 2,5 %. За сравнение, лихвените купони по новите глобални облигации бяха установени на 7,5% за евровите облигации и 8,25% за доларовите. Очертаваше се негативен лихвен диференциал над 5% или лихвени преразходи за над 100 млн. щ. долара годишно. За да бъде неутрализирано високото лихвено натоварване на бюджета от новите облигации шестмесечният доларов LIBOR трябваше да се установи около 7 % - една презумпция с пределно ниска вероятност. Вместо това още на следващата 2003 година шестмесечният доларов LIBOR слезе устойчиво под 1,5 %. За целия период до падежа на новите глобални облигации (2013 и 2015 години) единствено през 2006 и 2007 година шестмесечният доларов LIBOR се ориентира около 5 %, но в замяна на това след кризата от 2008 година спадът на пазарните лихви беше драматичен и същите доближиха нулеви нива. Средно за периода 2002-2014 шестмесечният доларов LIBOR се установи малко под 2% ⁸⁸

На колко възлизат надплатените лихви? Всички последващи анализи се основаваха на приблизителни изчисления, поради недостатъчна информационна база на авторите на съответни коментари. Най-точният резултат бе оповестен от Министерство на финансите през 2008 година, когато авторът на настоящата разработка, в качеството си на Министър на финансите, отговаря на депутатско питане от трибуната на Парламента, ползвайки справка на Държавното съкровище.⁸⁹ За периода от 2002 година до края на април 2008 г. по новите глобални облигации са платени ефективно лихви в размер на 1.630 млн. лв. По заменените Брейди облигации биха се извършили плащания в размер на около 700 млн. лв. Очертан бе размер на лихвени преразходи, доближаващ 500 млн. евро.

⁸⁸ Виж: Приложение 1

⁸⁹ Източник: Dir.bg - <https://business.dir.bg/ikonomika/-3100615>

Цитираният от Министъра на финансите период включваше годините на по-висок шестмесечен доларов LIBOR. Периодът след 2008 година беше приблизително същият, но пазарните лихви бяха на най-ниското си историческо ниво от десетилетия насам. Това означава, че лихвените преразходи през този втори период след изказването на Министъра надвишиха цитираните суми. Следователно, за целия период от замяната на Брейди облигациите и емитирането на новите глобални облигации до техния падеж през 2013 и 2015 година бюджетът на страната надплати лихви в размери, надхвърлящи 1 млрд. евро. Това показва и аналитично осреднено изчисление, приложено към настоящото изложение, което посочва лихвени преразходи над 1,1 млрд. евро.⁹⁰

Б. Отрицателни курсови разлики. Периодът, в който се извърши замяна на доларови Брейди облигации с еврови глобални облигации се характеризираше със силен долар – валутният курс се колебаеше около $1 \text{ EUR} = 0,88 \text{ USD}$. Това е едно от най-високите нива на обменния курс на долара за последните десетилетия, респективно, период на сравнително слабо евро, доколкото единната валута бе в период на утвърждаване. Само три месеца по-късно доларът отслабна и се изравни с еврото, година по-късно вече котировките варираха около $1 \text{ EUR} = 1,10 \text{ USD}$, като доларът продължи да пропада и инкасира нива от порядъка на $1 \text{ EUR} = 1,60 \text{ USD}$. До падежа на новоемитираните глобални облигации съотношението евро-долар остана крайно неблагоприятно от гледна точка на извършената замята на Брейди облигациите. Възникналите отрицателни курсови разлики нанесоха втори сериозен удар по конструкторията на Брейди замяната. В цитирания по-горе отговор на депутатско питане Министърът на финансите през 2008 година обобщава, че в резултат на поведението на обменния курс евро - долар в периода след замяната на държавния външен дълг от Брейди облигации в глобални облигации, извършена от финансовия министър Милен Велчев, текущите отрицателни курсови разлики са достигнали около 300 млн. евро.

Отслабването на щ.долар в сравнение с равнището му при извършване на Брейди замяната доведе и до поскъпване на обслужването на дълга, в частта на евровите лихвени купони. Същите са отразени в коментирания по-горе лихвени преразходи и са елемент на приложените калкулации.

В. Пропуснати ползи поради поскъпването на Брейди облигациите. Както финансовият министър, така и неговият заместник, отговарящ за управлението на държавния дълг, заговориха за операции с Брейди облигациите още в средата на предходната 2001 година, когато същите се търгуваха на нива около 76-78 цента за долар. Пазарът реагира и покачи цените. Още по-изненадващо бе, че Министерство на финансите прие заявки на аукционите за замяна на Брейди облигациите до още по-високи цени - 92 цента. Разликата около 15 цента за долар представлява пропуснати ползи от евентуално обратно изкупуване на Брейди облигациите по техните по-ниски пазарни цени, преди да се анонсират каквито и да са операции по дълга. Сумата надхвърли 150 млн. щ.долара. В тази

⁹⁰ Виж: Приложение 2 със собствени приблизителни изчисления на автора

сума би могъл да се вмести всеки инсайдер с предварителна информация какво предстои в календара за управление на българския външен дълг.

Г. Други ефекти от замяната на Брейди облигациите. Правителствените финансисти, извършили Брейди замяната и инвестиционните банки – мениджъри на операцията, формулираха редица нейни преимущества. Само едно измежду второстепенните по тежест бе обосновано. В резултат на сделката се намали обема на Брейди облигации в българския дългов портфейл. Но както коментирахме вече, това можеше да се постигне на по-приемлива цена и намалението да бъде поне двойно – вместо реализираното около 8 % снижение⁹¹, същото можеше да възлезе на около 20 %, ако интервенциите на Министерството бяха осъществени при цени на българските брейди облигации около 80 цента за долар. Всички други лансирани позитиви са подвеждащи или просто не са верни. Ето кратки коментари на основните:

- Отчетена е редукция на дълга.

Динамиката на валутния курс напълно елиминира този ефект. Срещу извадените от обръщение Брейди облигации в размер на 2 200 млн. щ. долара са емитирани нови облигации в размер на 1 270 млн. щ. долара и 835 млн. евро. Обърнете еврата в долари по един усреднен курс за периода на живот на новите облигации (за пример 1 EUR = 1,30 USD) и ще получите новоемитиран дълг в приблизителен размер 2 350 млн. щ. долара. Наблюдаваме дори натоварване на дълга със допълнителни 150 млн. щ. долара.

До същият извод ще достигнем, ако превалутираме операцията в евро. Тя извежда от обръщение Брейди облигации в евро еквивалент приблизително 1 700 млн. евро. В замяна на това са емитирани нови облигации с общ номинал около 1 800 млн. евро.

Извод: В резултат на операцията правителственият дълг не намалява, а се увеличава с приблизително 100 млн. евро. Поради това и отчетеното намаление на Брейди облигациите в българския дългов портфейл губи своя смисъл, след като общото ниво на дълга се покачва.

- Намаляване на валутния риск в дълговия портфейл.

Постигнат е частичен ефект, но обстоятелството, че по-голямата част от новоемитираните облигации са в щ. долари, а втората операция е изцяло доларова, показва, че намаляването на риска не е водеща цел на трансакцията. При това, както вече подчертахме, частичното намаляване на валутния риск „струва“ на бюджета отрицателни курсови разлики от порядъка на 300 млн. щ. долара. При такава цена дали не беше по-добре в дълговия портфейл на страната да останат откритите валутни

⁹¹ Намалението на външния дълг в резултат на осъществената замяна на Брейди облигациите се реализира в резултат на обратното изкупуване на същите облигации на цени, доближаващи 92 цента за долар.

позиции?! В този период значима част от постъпленията от приватизация на държавните активи бяха деноминирани в щатски долари, което беше естествен ресурс за погасяване на публичните дългове.

Извод: В евро бяха превалутирани по-малка част от заменените Брейди облигации при възможно най-неблагоприятния валутен курс, който нанесе сериозни загуби за бюджета на страната и увеличи правителствения дълг.

- *Намаление на разходите по дълга в следващите 5 и в следващите 9 години.*

Този аргумент бе показателен за нагласения подбор на факти при характеризиране на трансакцията. Някои от видовете Брейди облигации влизат в амортизационен период, докато заменените ги глобалните облигации са булитни, т.е. платими еднократно на падежа. Това означава, че в следващите 9 години след трансакцията разходите по обслужване на дълга са леко облекчени за сметка на последващите огромни по размер матуритетни плащания по новите облигации. От гледна точка на изискванията за равномерно натоварване на падежния график, въпросното намаление на плащанията по дълга в първите години след замяната на Брейди облигациите може да се разгледа в негативен план, заради внасянето на неравновесия в обслужването на дълга.

Извод: Аргументът за намалени разходи по обслужване на дълга в следващите 9 години след операцията е спекулативен и подвеждащ, защото след въпросните 9 години разходите се значително по-високи заради настъпващите падежи на големи по размер емисии.

- *Освободено обезпечение в размер на около 360 млн. долара.*

Същото обезпечение е собственост на българската държава и неговото освобождаване не променя статуса му по същество. Обратно, преобладаваща част от обезпечението са американски 30 годишни облигации с нулев купон, които напълно покриваха плащанията на единия вид Брейди облигации (Collateralized DISCount Bonds - DISC), т.е. същите можеха да се считат за погасени предсрочно поради хармонизирането на техния падеж с падежа на обезпечението (Cash Flow Matching). Новите облигации, емитирани в замяна на изведените от обръщение внасят в падежния график на дълга огромната сума, подлежаща на плащане еднократно. В този смисъл, ресурсите от освободеното обезпечение може да се разглеждат като теглен заем, подлежащ на изплащане на падежа на новите облигации.

Извод: Освободеното обезпечение внася нов голям падеж в темпоралната структура на дълга, което не може да се характеризира като позитивна характеристика. Фактически, то се приравнява на изтегляне на нов държавен заем със срок до падежа – срока на новоemitираните глобални облигации.

- *Повишаване на кредитния рейтинг на страната.*

Един анализ на "Industry Watch" от 2011 година съобразително прокарва паралел в динамиката на кредитните рейтинги на България и Румъния за периода след 2002 година и не открива преимущества за нашата страна.⁹² Рейтингът на Румъния нараства в същите темпове, без никога да са имали и заменяли Брейди облигации. Следователно, не Брейди замяната движи кредитните рейтинги, а най-вероятно това е в резултат на перспективата и последвалото членство в евроатлантическите структури и за двете страни, както и стабилизирането на фискалните позиции и в двете страни в навечерието на въпросните членства.

Извод: Аргументът за благоприятното влияние на Брейди-замяната върху последващото повишаване на кредитния рейтинг на страната не изглежда достоверен при сравнение с други страни от региона, без Брейди-облигации, в частност, Румъния, с която се движихме в сходно темпо по пътя към НАТО и ЕС.

- *Освобождаване на българския дългов портфейл от лошите спомени, чийто символ бяха Брейди-облигациите.*

Действително, Брейди облигациите бяха свидетелство за лошо дългово минало на страната-емитент на такива облигации. Да погледнем обаче на движението на пазарните цени на новоемитираните глобални облигации. Само месеци след тяхната емисия цените им се повишиха устойчиво над номиналната си стойност като формираха необичайни премии от 10-15 %, а в отделни периоди дори надминаха 25 %.⁹³ Това беше нормалната реакция на пазара на високите лихвени купони по българските глобални облигации, значително превишаващи пазарните нива на доходност за този рисков клас активи. Така Брейди облигациите, които издаваха лошото финансово минало на страната, се заместиха с глобални облигации с необичайно високи пазарни премии, които свидетелстваха за лоши практики при управлението на държавните дългове. В известна степен негативните репутационни ефекти за страната само се трансформираха.

Извършената замяна на Брейди облигации и нанесените от нея щети на българския данъкоплатец от лихвени преразходи в размери над 1 млрд. евро и отрицателни курсови разлики от около 300 млн.щ. долара налага един основен извод. Икономическата ни общност не успя да филтрира и да осуети една видимо вредна за страната трансакция. Да припомним, че някои от водещите експерти подкрепиха операцията при възникналия публичен дебат за положителните и отрицателни страни на Брейди замяната по причини, които са неизвестни на автора на настоящото изложение.

⁹² Източник: Dir.bg, България загубила 1 млрд. от сделката на Милен Велчев <https://dnes.dir.bg/politika/-7866834>

⁹³ Източник: Гарабед Минасян, Брейди одисеята на България, изд.БНБ, октомври 2005 стр.29-30)

3.5. Предсрочно изплащане на останалите Брейди облигации

Сравнително ниските пазарни лихви в началото на века, които коментирахме в контекста на инкасираните лихвени преразходи за бюджета след осъществяването на Брейди замяната, доведоха до формиране на ипотечния балон с отражения в целия свят, вкл. и в нашата страна. Допълнително благоприятно обстоятелство бе постепенното възстановяване на икономиката ни след осъществената приватизация на стопанските активи, въпреки противоречивите коментари за подходите при нейното провеждане. Постепенно икономиката започна да преодолява серията шокове от края на 90-те години и фискалната позиция на страната се стабилизира, като продължи формирането на фискални резерви. Реализираха се и извънредни приходи от приватизационни сделки през 2003 и 2004 година – също толкова спорни като действия и процедури. Това позволи на Държавното съкровище да предприеме предсрочно погасяване на останалата част от Брейди облигациите.

През 2004 година Държавното съкровище изплати еднократно Брейди облигациите с отстъпка (DISC) на номинална стойност - 679 млн. щ. долара, като използва първата опцията, която се съдържа в Споразумението с Лондонския клуб за предплащане на дълга на всяка от купонните дати с предизвестие.⁹⁴ Операцията бе осъществена на втората за годината купонова дата – 28 юли 2004 година, като облигациите се заплатиха по тяхната номинална стойност.

През следващата 2005 година Държавното съкровище изкупи останалите два вида Брейди облигации – облигациите с начално намалени лихви (FLIRB) и облигациите за неплатени лихви (IAB). На първата за годината купонова дата 28 януари се изкупиха обратно Брейди облигации от типа IAB на номинална стойност 937,5 млн. На втората купонова дата – 28 юли 2005 година Държавното съкровище откупи и последния тип Брейди облигации – FLIRB на номинална стойност – 607,6 млн. щ. долара.⁹⁵

Предсрочно плащане на дълг по неговата номинална стойност в период на покачващи се лихви, респ. намаляващи пазарни цени е доста противоречиво действие, без сериозни професионални аргументи. Вместо да се позовава на първата опция в Споразумението с Лондонски клуб далеч по-рационално би било Министерство на финансите да се възползва от една от останалите две опции, които вече бяха коментирани. Както втората опция, която предвижда обратно откупуване чрез обявяване на публични аукциони, оповестявани предварително с цел информираност на всички облигационери, така и третата опция, която позволява да се извършва обратно откупуване по което и да е време, стига то да е по пазарни цени, биха били далеч по-адекватно решение в конкретната ситуация

⁹⁴ Източник: Обзор на правителствения дълг 2004, МФ 2005 г. стр.32.

⁹⁵ Източник: Обзор на правителствения дълг 2005, МФ 2006 г. стр.30.

Дори при тези, технически по характер, операции Правителството отново, както при Брейди-замяната, извърши действия, които са в резултат на небрежност, непрофесионализъм или са в услуга на държателите на българските Брейди облигации. Решението за прилагането на call – опцията за изплащане на Брейди облигациите на купоновата дата 28 юли 2005 година бе взето от МС още преди 7 месеца – на 24 ноември 2004 година.⁹⁶ Нищо не налагаше толкова рано оповестяване на инвестиционни намерения, чието влияние върху пазара бе еквивалентно на скъсяване на матуритета на същите облигации или покачване на техните цени. Вярно е, че същите облигации се изплатиха по номиналната им стойност, но когато това действие бе извършено при изкуствено повишени цени, доближаващи се до номинала, операцията не изглежда толкова едностранно изгодна в полза на облигационерите. Ако не бе оповестено толкова рано обратното откупуване на Брейди облигациите най-вероятно техните пазарни цени щяха да продължат да се колебаят под номинала и подхода на Министерството да ги плаща по номинал щеше да бъде видимо нецелесъобразен дори за неспециалисти.

3.6. Последващо намаляване на публичните дългове

В следващите години фискалната политика на Министерство на финансите се ориентира към по-консервативни параметри, респективно, подържане на сравнително големи бюджетни излишъци с цел да се противодейства на оформящите се макроикономически дисбаланси. Това елиминира напълно потребностите от каквито и да било заеми. На вътрешния пазар Държавното съкровище поддържа политика на нулеви или леко отрицателни нетни емисии. Основната цел на тази политика бе да се снабдяват паричните и капиталови пазари със съкровищни инструменти и да се поддържа финансовата система в необходимата кондиция. По отношение на външните пазари Министерство на финансите се въздържа от нови емисии на дългове.

Реализираните положителни бюджетни салда в годините преди 2009 година позволи натрупването на солидни за този период и мащабите на нашата икономика фискални резерви. С част от тях Държавното съкровище проведе политика на предсрочно изплащане на части от публичния дълг, вместо да увеличава публичните разходи, което щеше да съдейства за разрастване на тревожния дефицит по текущата сметка. В три последователни години бяха погасени всички задълженията на страната към МВФ. В края на 2005 година бяха изплатени 147,4 млн. евро.⁹⁷ В началото на следващата 2006 година Държавното съкровище изплати още 150 евро от задълженията ни към МВФ.⁹⁸ Последните задължения на страната бяха изплатени през април 2007 година в размер на 230 млн. евро.⁹⁹

⁹⁶ Виж за подробности: Гарабед Минасян, Брейди одисеята на България, изд. БНБ, октомври 2005 стр.33

⁹⁷ Източник: Обзор на правителствения дълг 2005, МФ 2006 г. стр.30.

⁹⁸ Източник: Обзор на правителствения дълг 2006, МФ 2007 г. стр.32.

⁹⁹ Източник: Обзор на правителствения дълг 2007, МФ 2008 г. стр.35.

През март 2008 година бяха предплатени дългове към Световна банка в размер на 268,5 млн. евро, а през април същата година бе погасен предсрочно и дълга на страната към Японската банка за международно сътрудничество в размер на еквивалента на 31,1 млн. евро.¹⁰⁰ В продължение на политиката за намаляване на публичните дългове бяха изплатени предсрочно и други по-малки задължения към външни кредитори - Конфедерация Швейцария, Италия.

В разгара на кризата на външните капиталови пазари в късната есен на 2008 година котировките на българските глобални облигации спаднаха драстично до номиналната стойност и за кратък период се търгуваха с дисконт. В първите седмици след фалита на „Lehman Brothers“ на 15 септември пазарните цени на българския дълг останаха сравнително високи – над 110 % спрямо тяхната номинална стойност. На пазарите обаче започна да се формира негативна нагласа към страните с Валутен борд, което рефлектира в поевтиняване на техния дълг. Разшириха се рисковите спредове и се повиши цената на българския „country risk“. В точния момент Държавното съкровище интервенира и изкупи на открития пазар български глобални облигации, емитирани при замяната на Брейди облигациите в размери, както следва:

- 184,2 млн. щ.долара от облигационната емисия с падеж 2015 година
- 17 млн.евро от облигационната емисия с падеж 2013 година.

Постигната бе средна чиста цена от 0,9508 цента за долар, по която бяха изкупени обратно деноминирани в щатски долари облигации и 0,9802 цента за евро за облигациите със съответна деноминация. За сравнение, средната цена "продава" за деноминирани в долари облигации е 1,1182 за 1 долар през 2008 г., 1,1764 за 1 долар – през 2007 г. и 1,1752 за 1 долар – през 2006 година. За облигациите в евро средната цена "продава" през 2008 г. е 1,0742 за 1 евро, за 2007 г. – 1,1416 за 1 евро, и за 2006 г. – 1,1929 за 1 евро.¹⁰¹

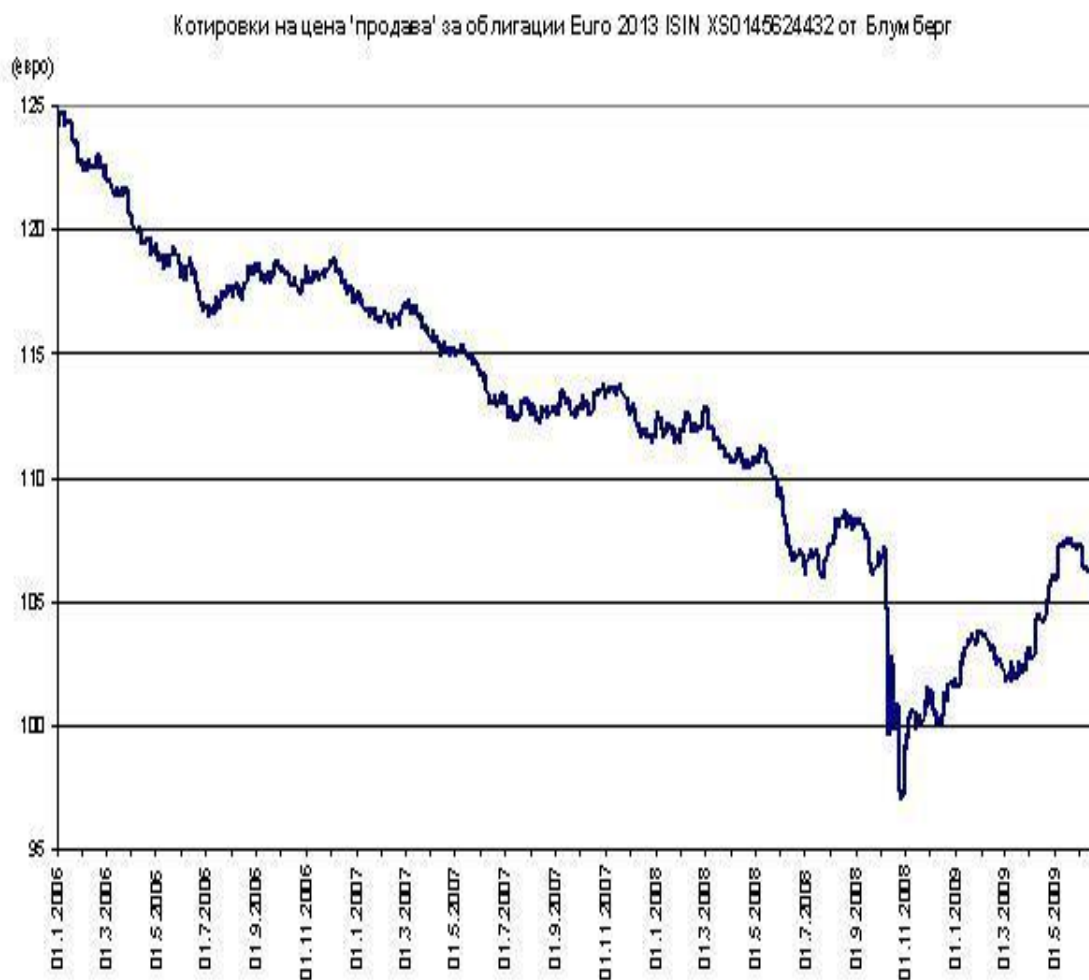
За илюстрация са приложени две графики, демонстриращи ценовата динамика на българските глобални облигации, деноминирани съответно в евро и в щ.долари за периода от началото на 2006 до средата на 2009 година.¹⁰²

¹⁰⁰ Източник: Обзор на правителствения дълг 2008, МФ 2009 г. стр.34-35.

¹⁰¹ Източник: Министерство на финансите, пресинформация – 25.06.2009 (<https://www.minfin.bg/bg/news/2009-06-25>)

¹⁰² Източник: Investor.bg - 25.06.2009, България се е възползвала от ниските цени на външния ни дълг (<https://www.investor.bg/bylgariia/5/a/bylgariia-se-e-vyzpolzvala-ot-niskite-ceni-na-vynshniia-ni-dylg-82741/>)

Графика 2 - Ценовата динамика на българските облигации в евро с падеж 2013 за периода 1.01.2006 – 30.06 2009



Графика 3 - Ценовата динамика на българските облигации в щ.долари с падеж 2015 за периода 1.01.2006 – 30.06 2009



Графичните илюстрации показват, че пазарните интервенции на Държавното съкровище са точно в краткия период, в който пазарните котировки слизат под номиналната стойност на облигациите. Този период от няколко седмици е единственият за целия матурирет на тази облигации, в който същите се търгуват с дисконт – свидетелство за успеха на осъществените обратни покупки. Очевидно намесата на Министерство на финансите връща котировките на облигациите на нива над номинала, въпреки продължаващата криза на капиталовите пазари.

В резултат на реализираното обратно откупуване на българските облигации не само беше намален държавния дълг при изключително благоприятни ценови параметри. Обърната беше формираната тенденция на покачване на българския суверенен риск и по

този начин беше предотвратено поскъпване на кредитните линии, които ползваха в този период българските банки и компании от външни кредитори.

3.7. Фискална консолидация и динамика на държавните дългове – постигната степен на устойчивост

В първите години на новия век икономиката на България постепенно започна да се адаптира след мащабната приватизация и свързаното с нея реструктуриране и закриване на неефективните стопански единици. Допълнителни импулси дойдоха по линия на нарастващите преки чуждестранни инвестиции и оживлението в сектора на недвижимите имоти. След 2005 година новото Правителство проведе мащабна данъчна реформа, както по отношение на административно преподреждане и институционализиране на Националната агенция за приходите, така и в посока на намаление и по-ефективно структуриране на данъчните и осигурителни ставки. Ускори се икономическият растеж, който няколко последователни години надхвърли 6% - рекордни стойности в новата ни стопанска история. Благоприятно влияние оказва и очакването, а впоследствие и членството на страната в Европейския съюз. В резултат на тези обстоятелства, ръстът на бюджетните приходи изпревари растежа на икономиката и в съчетание с разумния контрол върху нарастване на публичните разходи позволи да се реализират рекордни бюджетни излишъци. Така бюджетните салда на касова основа за 2005 година са 3,3%, за 2006 година – 3,6%, за 2007 година – 3,7% и за 2008 година – 3,0% - рекордна поредица от бюджетни излишъци сред европейските страни в този предкризисен период.¹⁰³

Министерство на финансите поддържаеше положителни бюджетни салда, натрупваше фискални резерви и намаляваше дълга поради ясното разбиране за макроикономическите рискове за страната в резултат на формираните се външноикономически дисбаланси, респ. големите дефицити по текущата сметка. Фактическото „прегриване“ на икономиката наложи рестриктивни мерки и Министерство на финансите успя да ги реализира в структурата на Правителство с многопосочни интереси. Така страната ни влезе в ЕС със завидно, в сравнение с други страни-членки, ниво на фискална консолидация.

Динамиката на правителствените дългове за първото десетилетие на века също е впечатляваща. В резултат на предсрочното обратно откупуване на части от Брейди облигациите, предплащането на дългове към МВФ, Световна банка и други официални кредитори, както и обратните покупки на български глобални облигации, общият размер на правителствените дългове слезе до рекордно ниски нива за целия период на прехода на българската икономика след 1990 година, като в същото време нивото на фискални резерви зае най-високите си стойности от формирането на този резервен фонд.

¹⁰³ Източник: МФ, Декемврийски бюлетини за изпълнението на бюджета за съответните години. Бюджетните салда на начислена база са по-ниски поради спецификата на отчитане на някои приходи, разходи и финансираня по методологията на Eurostat

Обърнете внимание колко близко по стойности са размера на общия държавен дълг (4 842 млн. евро) и фискалните резерви (4 277 млн.евро). Разликата възлиза само на около 550 млн.евро, което представлява нетния размер на държавния дълг. При това, към края на 2008 година Министерство на финансите притежава обратно изкупени и неканцелирани облигации по външния дълг на страната в размер на близо 150 млн.евро, което е потенциално намаление на дълга или увеличение на фискалните резерви. Крайният ефект за целите на аналитичните ни коментари е еднозначен – с този размер се намалява нетното равнище на държавния дълг и той се ориентира около 400 млн.евро. Вероятно такова ниско равнище на дълга страната ни не е имала в своята история или поне в по-близката и част.

Таблица 3 - Динамика на държавния дълг за периода 1999 – 2008 година ¹⁰⁴

(млн.евро)

Показатели	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Вътрешен дълг	1060	906	952	1086	1154	1371	1453	1511	1636	1571
Външен дълг	8587	9159	9097	7685	6961	6141	4877	4134	3527	3270
Общо дълг	9647	10067	10048	8772	8115	7511	6330	5646	5163	4842
Дълг/БВП - %	75,2	69,4	62,9	50,5	43,04	36,0	26,4	20,6	15,8	13,0
Фиск.резерви					1964	2454	2302	2982	3803	4277

Коментираните данни за равнището на държавни дългове и фискални резерви са датирани повече от три месеца, след като светът е влязъл в най-дълбоката финансова и икономическа криза за последните 80 години. Постигнатата фискалната консолидация е продължена и в следващата година. Макар фискалните резултати да се влошават, в сравнителен аспект, те са между най-добрите сред нашите европейски партньори. Министерство на финансите отказва предлаганото от МВФ Споразумение за подкрепа на платежния баланс през пролетта на 2009 година, поради ненужното към този момент външно финансиране и нежеланието на властите страната отново да изпълнява рестриктивните по характер Програми на МВФ в условия, когато са необходими засилване на фискалните стимули за преодоляване на негативните ефекти от оформящата се криза.

¹⁰⁴ Източник: МФ, Годишни обзори на държавния дълг 2008 година, стр.39 ; 2014 година, стр.26 ; 2015, стр.21. Бюлетините от 2014 и 2015 година съдържат актуализирани данни за БВП и съотношенията Дълг/БВП за целия период след 1999 година.

Въпреки наличието на противоположни становища сред деловите и политически среди по това време.¹⁰⁵

Стабилната фискална позиция на страната бе обект на позитивни външни коментари и високи оценки за устойчивостта на българската икономика спрямо външните шокове в резултат на глобалната криза. Есента на 2009 година ЕК посочи България между петте икономики, изложени на най-нисък риск в Европа, защото има здрави държавни финанси преди кризата.¹⁰⁶

4. Динамика на държавните дългове след Голямата рецесия

4.1. Българският държавен дълг на фона на глобалната криза

Въздействието на глобалната криза от есента на 2008 година засегна целия свят. Най-силните проявления се наблюдаваха през следващата 2009 година, когато негативните ефекти достигнаха дори до страни със слабо развити финансови пазари и отсъствие на модерните инструменти на финансовата индустрия. Това стана по линията на влошената ликвидност в глобален план, рязкото стагниране на инвестиционните потоци, свиване на търсенето, както на потребителски, така и на инвестиционни стоки. В тези условия България не направи изключение. Кризата не засегна пряко страната, финансовия сектор остана сравнително стабилен, но потока от преки чуждестранни инвестиции рязко се сви, експортът спадна, икономическата активност намаля.

Важно неблагоприятно обстоятелство беше политическият цикъл и смяната на Правителствата в средата на 2009 година. Новият икономически екип се оказа неподготвен за усложнената стопанска конюнктура и бързо неутрализира всички сравнителни преимущества, които произтичаха от стабилната фискална позиция на страната и „мекото“ проявление на кризата до този момент. Предходното Правителство беше реализирало контролирано фискално „разхлабване“ и беше въвело целенасочени антикризисни мерки, по аналогия на прилаганите в повечето страни-членки. Вместо да продължи този тип политики, изненадващо Министерство на финансите си постави за цел да реализира нулев бюджетен дефицит и спря разплащането на реализирани инвестиционни проекти в публичния сектор. Така икономиката беше „преохладена“ допълнително. Проведената у нас прокризисна икономическа политика стана обект не само на вътрешни, но и на външни критики. „С погрешните си антикризисни мерки българското правителство задълбочи

¹⁰⁵ Виж: [mediapool.bg](https://www.mediapool.bg/oresarski-se-protivopostavi-otnovo-na-sporazumenie-s-mvf-news153962.html), Орешарски се противопостави отново на споразумение с МВФ, 1.07.2009 <https://www.mediapool.bg/oresarski-se-protivopostavi-otnovo-na-sporazumenie-s-mvf-news153962.html>

¹⁰⁶ Виж: NEWS.BG – Брюксел хвали здравите ни финанси преди кризата – 14.10.2009 <https://news.bg/politics/bryuksel-hvali-zdravite-ni-finansi-predi-krizata.html>

икономическата криза в страната“ - отбеляза в необичайно критичен анализ Виенския институт за международни икономически изследвания през 2010г.¹⁰⁷

Така допълнително нагнетената стагнация в икономиката рефлектира в прекомерни бюджетни дефицити за 2009 и 2010 години и обръщане на тенденциите за намаляване на правителствените дългове. За периода 2009 – 2012 година вътрешният дълг нарастна с около 2 млрд.лв. С приблизително толкова нарастна и външния дълг. Отново с около 2 млрд. лв. намаляха фискалните резерви.¹⁰⁸ Въпреки това, благодарение на отличните стартови позиции, страната запази своята стабилна фискална позиция на фона на разгарящата се по това време Европейска дългова криза, обхванала най-вече страните от южната периферия на Общността.

През 2012 година Министерство на финансите обмисляше варианти за посрещане на предстоящия в началото на следващата 2013 година голям падеж на евровите глобални облигации от Брейди замяната. След като получи негативни отзиви от експертната общност за анонсираното намерение да изразходва средствата от т.нар. Сребърен фонд – съставна част на фискалните резерви, Министерството се ориентира към емисия на външните капиталови пазари. След десетгодишна пауза, на 9 юли 2012 година, емисията бе реализирана при следните по-важни условия:

- Номинал – 950 млн. Евро
- Срок – 5 години с падеж 09.07.2017 година
- Лихвен купон – 4,250 %, платим на годишна база
- Емисионна цена – 99,182 %
- Доходност до падежа – 4,436 %
- Спред над средния лихвен суап - 333 б.т. (Mid swap + 333 б.т.)¹⁰⁹

Емисията не бе добре подготвена и не постигна търсеният от Министерство на финансите успех при завръщането на външните капиталови пазари. Полученият коефициент над лихвения суап е по-висок от този при десетгодишната емисия от 2002 година, което е незадоволителен атестат. Суверенният риск от 333 базисни точки ни приближи до свръхзадлъжнялите страни от южната периферия, борещи се с дълговата криза. В крайна сметка емисията бе заредена и съдейства за превъртане на външния дълг. Постъпленията от реализираната емисия стабилизираха равнището на фискални резерви в

¹⁰⁷ Източник: Deutsche Welle 08.07.2010, Кабинетът „Борисов“ е виновен за кризата, също: <https://www.24chasa.bg/Article/538170>

¹⁰⁸ Виж таблицата с динамика на държавния дълг за периода 2009-2019 година, приложена по-назад в текста.

¹⁰⁹ Източник: МФ, Проспект на емисия еврооблигации с падеж юли 2017

края на 2012 година до над 3 млн. евро. След погасяването на падежираните облигации в размер, доближаващ 1 млрд. евро в началото на 2013 година, фискалните резерви намаляха под 2 млрд. евро през февруари същата година – най-ниското ниво след 2000 година.

В края на 2013 г. Министерство на финансите реализира първото частно пласиране на прехвърляемите заеми *Schuldschein*.¹¹⁰ Изборът бе продиктуван от по-малкия търсен обем външно финансиране. Евентуална емисия облигации в малък обем, т.е. с ниска ликвидност, носеше риска да не постигне добри резултати. Пласирани бяха заеми с матуритети от 7, 10 и 15 години, в обеми съответно от 30.5 млн. евро при годишна лихва 3.340%, 103.5 млн. евро с лихва 4.10% и 156 млн. евро при 4.60% годишен лихвен процент. Одобреният общ обем от трите заема бе в размер на 290 млн. евро. Постигнатите доходности са отчетливо по-добри спрямо параметрите на емисията от предходната година. За първи път след 1990 година страната ни пласира 15 годишен дълг на външните капиталови пазари, с което удължи суверенната крива на доходността.

През 2014 година фискалните резерви бяха стабилизирани, но не достатъчно, за да посрещнат още едно милиардно плащане в началото на 2015 година, когато се падежираха глобалните облигации, деноминирани в щ.долари от Брейди замяната през 2002 година. Затова на 3 юли 2014 година Министерство на финансите пласира на външните капиталови пазари нова емисия облигации при следните ключови параметри:

- Номинал – 1 493 млн. Евро
- Срок – 10 години и два месеца с падеж 03.09.2024 година
- Лихвен купон – 2,950 %, платим на годишна база
- Емисионна цена – 99,085 %
- Доходност до падежа – 3,055 %
- Спред над средния лихвен суап – 160 б.т.¹¹¹

Постигнатите резултати от емисията са впечатляващи, на фона на политическата криза в страната в резултат на разпада на управляващата коалиция и обявяването на една от големите търговски банки – КТБ под специален надзор на БНБ. Свиването на суверенния риск до 160 базисни точки над средните суапови ставки показва, че финансовите пазари вече ни разграничават от задлъжнелите европейските страни, особено от страните от южната периферия. Илюстративно доказателство е сравнението с предходната емисия на

¹¹⁰ Източник: МФ, Обзор на държавния дълг 2013, стр. 68

¹¹¹ Източник: МФ, Проспект на емисия еврооблигации с падеж септември 2024, също: Българска стопанска камара <https://www.bia-bg.com/service/view/16416>

еврооблигации от 2012 година. Тази от 2014 година е 2 пъти по-дългосрочна, 1,5 пъти по-голяма като обем и въпреки това спреда над средните нива на лихвените суапи е свит наполовина – от 333 на 160 базисни точки. Намалването на рисковия спред на българските външни облигации значително изпреварва общата тенденция към свиване на спредовете по суверенните дългове в този период. Както ще проследим в анализа по-нататък, 10-годишните еврооблигации от 2014 година остават най-успешната българска емисия на външните капиталови пазари в следващия 5-годишен хоризонт.

Резултатите от реализираната емисия еврооблигации показват, че България вече се ползва с доверие в общността на портфейлните инвеститори и вътрешни конюнктурни смущения не могат да внесат сериозни колебания на външните пазари по отношение на възприетията за суверенния ни риск.

4.2. В сянката на дълговата спирала

Извънредно предизвикателство пред държавния дълг през 2014 година беше лошото финансово състояние на една от големите търговски банки – КТБ и поставянето ѝ под специален надзор от страна на БНБ. Депозитната база в банката беше потенциален фискален риск, доколкото размера на защитените от държавата депозити и сметки не беше покрит с натрупаните до този момент ресурси във Фонда за гарантиране на влоговете в банки. Поради тази причина всички начални усилия на БНБ, подкрепяна от Министерство на финансите и Правителството, бяха насочени към разработване на оздравителни схеми по модели, прилагани от централните монетарни и фискални власти в повечето от старите страни-членки. Новото правителство в есента на същата година обаче не приложи нито разработените вече, нито нови оздравителни схеми и банката бе обявена в несъстоятелност. Дори и в този случай съществуваха различни варианти за капитализиране на Фонда за гарантиране на влоговете, без да се ангажират публични ресурси, но Правителството реши да финансира недостига на средства. Това натовари допълнително държавния дълг. Още есента на 2014 година Министерство на финансите пое краткосрочен външен дълг срещу ново бъдещо емитиране на облигации на външните пазари (Bridge to bond loan). В края на годината министерството емитира и извънредни емисии ДЦК на вътрешния пазар, което също натовари държавния дълг.¹¹² В резултат на тези нови заемания наблюдаваме рязко нарастване на държавния дълг с над 4 млрд. евро, като съотношението Държавен дълг/БВП се покачи с близо 10 пункта – от 17,2% до 26,4%.¹¹³

Ситуацията допълнително се влоши, когато в хода на процедурата по приемане на Държавния бюджет за следващата 2015 година, Министерство на финансите оповести намерение да иска разрешение от Парламента за теглене на 16 млрд. лева държавни заеми за следващите три години. Вероятно това беше съвет от инвестиционните банки, които бяха

¹¹² Източник: МФ, Годишен обзор на държавния дълг 2014 година, стр.25

¹¹³ Виж таблицата с динамика на държавния дълг за периода 2009-2016 година, приложена по-назад в текста

ангажирани с мостовото финансиране за обезпечаване на ресурсите, предоставени на Фонда за гарантиране на влоговете. Аргумент в тази посока бе приетата Глобалната средносрочна програма за издаване на облигации на международните капиталови пазари (Global Medium Term Note Programme), която фиксира горен лимит на облигациите, които могат да се емитират в следващите три години, на 8 млрд. евро.¹¹⁴

След значителното увеличение на държавния дълг през 2014 година, анонсът за предстоящо емитиране на нови облигации на външните капиталови пазари в размер до 16 млрд. лв. постави дебата под „сянката на дълговата спирала“.

Растежът на държавните задължения действително бе обезпокоителен. Още през март на 2015 година Министерство на финансите емитира огромна за мащабите на страната емисия еврооблигации в размер на 3,1 млрд. евро в три транша:

- 7-годишни еврооблигации с падеж 2022 година, обем 1,25 млрд. евро, лихвен купон 2.000%, емисионна цена 98,847%, доходност 2,179% и спред над средните лихвени суапи – 180 б.т.;
- 12-годишни еврооблигации с падеж 2027 година, обем 1 млрд. евро, лихвен купон 2,625%, емисионна цена 98,918%, доходност 2,732% и спред над средните лихвени суапи – 210 б.т.;
- 20 годишни еврооблигации с падеж 2035 година, обем 850 млн. евро, лихвен купон 3,125%, емисионна цена 97,982% и доходност 3,264% и спред над средните лихвени суапи – 245 б.т.¹¹⁵

Резултатите могат да се характеризират като приемливи, въпреки, че изостават от постигнатите при емисията 10-годишни еврооблигации от предходната година с падеж 2024 година. За сравнение, дори при 7 годишната емисия еврооблигации, суверенният риск е с 20 б.т. по-висок. При 12- годишната емисия еврооблигации, която попада в еквивалентния темпорален клас финансови инструменти, рисковата премия надвишава с 50 б.т. достигнатото ниво преди една година - всичко това на фона на продължаващо намаление както на лихвените нива, така и на рисковите спредове на суверенните дългове. Ако се абстрахираме от тези бележки, новите емисии еврооблигации са следваща крачка на страната към външните капиталови пазари. За съжаление, тя влошава условията при които

¹¹⁴ Източник: МФ-архив, Актуализиран базов проспект на Средносрочната програма за емитиране на облигации на МКП от март 2016 г.

¹¹⁵ Източник: МФ, Държавен дълг – месечен бюлетин март 2015, стр.20; Виж също: Profit.bg 20.03.2015 <https://profit.bg/zastrahovane/novini/balgariya-emitira-31-mlrd-evro-troen-transh-obligatsii/>

се емитира български външен дълг, респективно разширява рисковите спредове над средните суапови ставки.

По-късно през годината, Министерство на финансите допусна отварянето на 20-годишната емисия, без предварително публично оповестяване и пласира частно 50 млн.евро, с което емисията нарастна на 900 млн.евро – лоша практика на управление на външния дълг, която не утвърждава репутацията на страната като коректен емитент. Без значение какви са мотивите, операцията поражда съмнения в безпристрастното отношение на емитента към инвеститорите в неговия дълг.¹¹⁶

В следващата 2016 година Министерство на финансите отново емитира нови близо 2 млрд. евро еврооблигации в два транша при следните условия:

- 7-годишни еврооблигации с падеж 2013 година, обем 1,144 млрд. евро, лихвен купон 1,875%, емисионна цена 98,192% доходност 2,156% и спред над средните лихвени суапи – 185 б.т.;
- 12 годишни еврооблигации с падеж 2018 година, обем 850 млн.евро, лихвен купон 3,000%, емисионна цена 98,237%, доходност 3,179% и спред над средните лихвени суапи – 235 б.т.¹¹⁷

Таблица 4 - Динамика на държавния дълг за периода 2009 – 2016 година¹¹⁸

(млн.евро)

Показатели	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Вътрешен дълг	1539	2012	2458	2541	3209	4210	3716	3431
Външен дълг	3290	3373	3488	4435	3394	7067	7873	9707
Общо дълг	4829	5385	5946	6977	7203	11 227	11 589	13 138
Дълг/БВП (%)	13,0	14,3	14,5	16,8	17,2	26,4	26,3	27,4
Фиск.резерви	3915	3061	2550	3112	2388	4679	4015	6571

¹¹⁶ Виж: Infostock.bg – 20 ноември 2015, Нов дълг от 50 млн.евро от международните пазари изтегли държавата <http://www.infostock.bg/infostock/control/finance/news/71904-nov-dalg-ot-50-mln-evro-ot-mezhdunarodnite-pazari-iztegli-darzhavata>

¹¹⁷ Източник: МФ, „Дълг и гаранции на подсектор „Централно управление“ годишен бюлетин 2016 година, стр.30

¹¹⁸ Източник: МФ, Годишен обзор на държавния дълг 2015 година, стр.21 и Източник: МФ, „Дълг и гаранции на подсектор „Централно управление“ годишен бюлетин 2016 година, стр.34

Новите емисии еврооблигации от 2016 година потвърждават тенденцията на влошаване на условията, при които се емитират български облигации на външните капиталови пазари. Забележете, че рисковият спред на 12-годишната емисия е 235 б.т., при 210 б.т. на аналогичната емисия от 2015 година и 160 б.т. при емисията от 2014 година (последната е със срок 10 години и 2 месеца). Увеличаващите се рискови спредове са още един симптом при спираловидното нарастване на дълга – сигнал, че инвестиционната общност не одобрява масираните емисии на български външен дълг.

Погледът върху динамиката на нарастване на българския публичен дълг откроява обезпокоителни тенденции за периода 2009 – 2016 година. В абсолютен размер дългът нараства над 2,5 пъти – от под 5 млрд. евро на над 13 млрд. евро. Над 2 пъти нараства и относителният размер на дълга – от 13 на 27,4 % спрямо БВП. Известен смекчаващ ефект внася обстоятелството, че успоредно с дълга нарастват и фискалните резерви, макар с далеч по-бавно темпо. Това показва, че част от привлечените финансови ресурси все още не са разходвани и са съхранени във фискалните сметки на Правителството.

Не толкова абсолютните размери на правителствените дългове, колкото формиращата се тенденция на тяхното бързо нарастване събуди тревогите и спомените за отминали периоди, когато страната ни беше попадала в капана на дълговата спирала.

4.3. Периоди на дългова консолидация и нови заплахи

Добрите новини по отношение на така необходимата ни фискална, в частност, дългова консолидация дойдоха в последните три години на отминалото второ десетилетие. В резултат на по-доброто изпълнение на приходната част на бюджета спрямо планираното от финансовите власти по причини, които остават встрани от настоящия обзор, натиска върху държавния дълг отслабна. За първи път след 2005-2008 години - периода, предшестваш Голямата рецесия, страната ни реализира положителни бюджетни салда. Този факт, наред с въздържанието от нови масирани емисии на публични дългове доведе до плавно подобряване на основното дългово съотношение.

В приложената таблица с динамиката на държавния дълг за периода 2016 – 2021 година може да се проследи промяната в тенденциите на поведение на публичните дългове за периода. Докато първата година от този период е с най-високия държавен дълг и максимален размер на фискалните резерви, то в следващите няколко години наблюдаваме плавно, но устойчиво подобряване на фискалната и дългова консолидация. Още през следващата 2017 година, настъпилият падеж на еврооблигационна емисия в размер на близо 1 млрд. евро е посрещнат с ресурси от фискалните резерви, а не с нова емисия на дълг. Макар тази трансакция да изтощава резервите, тя води до съответно еквивалентно намаляване на размера на държавния дълг. Ново намаление на абсолютния размер на дълга е постигнато

през 2018 година, отново за сметка на фискалните резерви. Пред 2019 година не се наблюдава по-съществена промяна в състоянието на държавните дългове.

Горните коментари могат да се обобщят за периода 2017-2019 година. През този период Министерство на финансите успя да постигне намаление на абсолютния размер на държавния дълг с около 2 млрд.евро. Същият спада от малко над 13 млрд.евро в края на 2016 година до малко над 11 млрд.евро е отбелязан в края на 2019 година. Погледът в табличната илюстрация показва, че това е за сметка на фискалните резерви – те бележат приблизително същото намаление за периода, като спадат от 6,5 млрд.евро на 4,5 млрд.евро. Картината обаче изглежда значително по-благоприятна в резултат на реализирания икономически ръст и покачващия се БВП. В резултат на това нарастване на икономиката основното дългово съотношение намалява до под 20 %. Тази тенденция видимо отдалечи „сянката“ на дълговата спирала в рамките на анализирания период.

Таблица 5 - Динамика на държавния дълг за периода 2016 – 2021 година¹¹⁹

Показатели	2016	2017	2018	2019	2020	Април2021
Вътрешен дълг	3431	3455	2783	2796	3058	3202
Външен дълг	9707	8583	8475	8441	11 725	11 692
Общо дълг	13 138	12 007	11 258	11 276	14 782	14 894
Дълг/БВП (%)	27,4	23,0	20,1	18,6	24,4	23,4
Фиск.резерви	6571	5250	4776	4474	4411	4503

Когато процесът на фискална консолидация изглеждаше навлязъл в по-устойчива фаза и натискът за нарастване на държавните задължения бе видимо отслабнал дойде пандемията в резултат на бързото разпространение на коронавируса тип COVID-19 в началото на 2020 година. Карантинните мерки, които предприеха повечето централни власти по света, включително и българското правителство, предопределиха завръщането на лошите икономически времена от периода на Голямата рецесия, обхванала глобалната икономика след 2008 година. Още в началните етапи на глобалната криза можеше да се предвиди възникване на смущения във функционирането на основни икономически

¹¹⁹ Източник: МФ: „Дълг и гаранции на подсектор „Централно управление“ годишен бюлетин 2016 година, стр.34, „Дълг и гаранции на подсектор „Централно управление“ годишен бюлетин 2018 година, стр.26, „Дълг и гаранции на подсектор „Централно управление“ годишен бюлетин 2019 година, стр.35, „Дълг и гаранции на подсектор „Централно управление“ месечен бюлетин, януари и април 2021. Намаляването на съотношението Дълг/БВП в последната колона не се дължи на намаление на дълга, а на използвания по-висок прогнозен БВП за 2021 година.

сектори, загуба на ликвидност както в корпоративния, така и в публичния сектор, свиване на инвестиционната активност и в крайна сметка - забавяне на икономиката в цялост. В опит да обезпечи необходимата във всяка кризисна ситуация ликвидност и да укрепи фискалните резерви, българското правителство и управляващото мнозинство актуализираха годишния бюджет и предвидиха възможността да се осъществят нови емисии на държавни дългове в размер до 10 млрд.лв.¹²⁰

В изпълнение на съответното решение през втората половина на същата година Министерство на финансите реализира нова външна емисия в размер на 2,5 млрд.евро в два транша, разпределени равномерно между еврооблигации със сročност 10 и 30 години при следните условия:

- 10-годишни еврооблигации с падеж 23.09.2030 г. обем 1,25 млрд. евро, лихвен купон 0,375 %, емисионна цена 99,863 %, доходност 0.389% и спред над средните лихвени суапи – 60 б.т.
- 30-годишни еврооблигации с падеж 23.09.2050 г. обем 1,25 млрд. евро, лихвен купон 1,375 %, емисионна цена 97,566 %, доходност 1,476 % и спред над средните лихвени суапи – 145 б.т.

Тази емисия на еврооблигации може да се коментира нееднозначно. Преимуществово позитивна е оценката на техническите параметри на емисията. Постигнати бяха пределно ниски рискови спредове по 10 годишната емисия – 60 б.т. над средните суапови ставки. Вярно е, че в този момент доминираше общата тенденция на понижаване на доходността, като бенчмарковите ориентири бяха изместени в отрицателна плоскост. От друга страна, свиването на рисковите премии по суверенните дългове продължаваше още от периода на преодоляване на острите проявления на европейската дългова криза. Въпреки това, оценката на финансовите пазари за риска на страната беше доста позитивна на фона както на други страни - нови членки, така и на страни от Евророната. Този факт показва красноречиво и одобрението на инвеститорската общност на въздържането от дългови емисии в периода след последната предходна емисия облигации на външните капиталови пазари от 2016 г.

Сходни коментари могат да се направят и за параметрите на 30-годишния транш на емитираните еврооблигации. Преди всичко, страната ни за първи път емитира толкова дългосрочни външни облигации. Удачно бе използван момента на нарастване на интереса на инвеститорите към дългосрочните дългови инструменти,¹²¹ за да се допълни кривата на

¹²⁰ Вж. Държавен вестник, бр.34 от 09.04.2020 година, Закон за изменение и допълнение на Закона за държавния бюджет на Република България за 2020 година.

¹²¹ В средата на 2020 година Австрия пласира втора емисия вековни (100 годишни) суверенни облигации с доходност от порядъка на 0,88 %, след като само преди две години за аналогична емисия инвеститорите изискаха доходност от над 2 %. Апетитът на инвеститорите към такъв тип облигации бе впечатляващ, доколкото коефициента на покритие на емисията бе надхвърлен над 10 пъти. Виж: Bloomberg Opinion “A 100-

доходността на българския суверенен дълг и да се удължи неговия цялостен матуритет. От друга страна не е за подценяване факта, че дългите срокове оскъпяват обслужването на публичните дългове, повишавайки лихвените разходи на бюджета. Ако Министерство на финансите бе реализирало целия обем търсено финансиране в размер на 2,5 млрд. евро чрез 10 годишната емисия, то щеше да спести на българските данъкоплатци годишни лихвени разходи от порядъка на 13,5 млн. евро.

Извън чисто техническите характеристики емисията на солиден обем външен дълг повдига и множество въпроси относно целесъобразността на въпросната емисия, въпреки солидните на пръв поглед аргументи, извлечени от необходимостта да се противодейства на икономическото забавяне в резултат на протичащата пандемия. Сред мотивите за нейното извършване Министърът на финансите беше посочил не само финансиране на бюджетния дефицит, а и рефинансиране на излизащи в падеж стари дългове през 2022 година, както и укрепване на фискалните резерви на страната. Внимателният анализ на данните в приложената таблица обаче показва, как практически целият размер на реализиратата емисия е изразходван още до края на същата 2020 година, доколкото размера на фискалния резерв не само не нараства, а дори отбелязва леко снижение. Заемането на дългосрочни външни дългове в сравнително големи размери, за да се финансират текущи разходи, възстанови стари погрешни практики от предходни периоди, които нямат принос за постигане на икономически напредък на страната.

Допълнителни възражения срещу заемането на публични дългове за финансиране на текущи бюджетни разходи могат да се изтъкнат на фона на възможностите, които се откриха пред страната да финансира компенсаторни и възстановителни бизнес и социални мерки с безвъзмездни помощи. Прибързаното и не особено ефективно използване на кредитни ресурси, вместо европейски грантове за противодействие на негативите от карантинните мерки и социалната изолация буди повече недоумение, отколкото разбиране за необходимостта от фискално разхлабване и инжектиране на ликвидност в икономиката.

На този етап ефектите от въвежданите на няколко пъти извънредни положения върху стопанската активност и фискалната позиция на страната не са така драматични, както се прогнозираха от доста наблюдатели. Не могат да се оценят като особено сполучливи и прилаганите мерки за противодействие на последиците от кризата. Трудно е да се предвидят действителните потребности от допълнително публично финансиране в следващи бюджетни периоди. Налице е обаче ново развиване на дълговата спирала, без изтеглените първи траншове външно кредитиране да са изиграли позитивен ефект върху икономическото възстановяване.

Year Bond at Less Than 1%? It's No Big Deal“ <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2020-06-24/austria-100-year-bond-pays-less-than-1-interest-it-s-normal-now>

5. Поуки и изводи

В навечерието на социално-икономическите реформи нашата страна не бе в състояние да обслужва своите външни задължения, въпреки че те бяха около 50 % от БВП към този период – съотношение, с което днес щяхме да се вместим в Маастрихския критерии. В този смисъл, причината за обявения мораториум в началото на 1990 година не беше големият външен дълг, а затрудненият достъп до международните капиталови пазари, блокирал възможностите за превъртане на дълга. В наши дни, 30 години по-късно, страната ни е между най-дисциплинираните във фискално отношение членки на ЕС и в първата тройка по ниски нива на държавните си задължения. Пътят обаче не беше постъпателен и еднопосочен. За този период нашият политически и икономически елит повтори допускани грешки, но взе уроци, показва готовност да прави изводи и да коригира водени грешни политики. В средата на втората половина на 90-те години, след току що уредени големи външни задължения, управлението на страната побърза отново да я доведе до монетарна и финансова криза със силно отражение върху държавните дългове.

Възстановяването от тази, втора за десетилетието, дългова криза беше постигнато със сурови мерки – страната ни загуби монетарния си суверенитет и въведе Валутен борд. Неговият дисциплиниращ ефект, в съчетание с решимостта да трансформираме икономиката си на пазарни принципи, бе впечатляващ. В съкратени срокове беше постигната макроикономическа и финансова стабилност и ускорен икономически растеж за цяло десетилетие. Десетилетие на намаление на държавните дългове и на формиране и натрупване на фискални резерви, въпреки извършените в този период неефективни дългови операции, ощетили българския данъкоплатец в милиардно изражение. Така, началото на глобалната икономическа и финансова криза от 2008 година завари страната с ниво на държавния дълг от 13 % и фискални резерви, доближаващи размера на дълга, т.е. с пренебрежимо малък нетен размер на държавния дълг. Здравите публични финанси от преди кризата позволиха по-плавното ѝ преодоляване за разлика от други, силно задължняли страни - наши партньори в ЕС. В годините след кризата се допусна обръщане на тенденциите – държавните дългове нарастнаха, а фискалните резерви намаляха, но в крайна сметка границите на благоразумието не бяха преминати.

Пред предизвикателствата на последната криза, в разгара на която бе разработен настоящият анализ, остава надеждата, че планираните нови държавни дългове ще останат еднократен акт и няма да съдействат за разгръщане на нова спираловидна тенденция.

Управлението на държавните дългове е една от сферите с най-добри постижения за периода на преход. Ако днес потърсим повод за положителни примери сред нашите европейски партньори, то сред първите от тях ще бъде стабилната фискална позиция и ниското ниво на държавна задължнялост. При управлението на държавния дълг за отминалите години показахме, че можем да бъдем лидери, а не само да се опитваме да възприемаме добри политики и практики. Успехът на този сектор може да стане еталон за

подражание и от други икономически и обществени сфери, особено от жизненоважните за просперитета на страната и стандарта на българските граждани.

Приложение № 1

Обобщение на историческите лихвени проценти 2002-2014 г.

USD LIBOR - 6 months - average

2002	1,887	2007	5,251	2012	0,687
2003	1,229	2008	3,060	2013	0,409
2004	1,797	2009	1,100	2014	0,329
2005	3,775	2010	0,519		
2006	5,277	2011	0,507		

Среднопотеглен за периода USD LIBOR - 6 months - 1,987 %

Източник: <https://www.global-rates.com/interest-rates/libor/american-dollar/2020.aspx>

Приложение № 2

Справка за платените и условно дължими лихви

1. Платени лихви по еврови облигации – 676 млн. евро

(Номинал 835, 5 млн. евро × Купон 7, 5 % × Срок 10, 8 години)

2. Платени лихви по доларови облигации – 1 342 млн. USD

(Номинал 1 270 млн. USD × Купон 8,250 % × Срок 12, 8 години)

3. Условно дължими лихви по изведените Брейди облигациите – 783 млн. USD

(Номинал 2 200 млн. USD × Купон 2, 78 % × Срок 12, 8 години)

4. Общо платени лихви по глобални облигации, превалутирани в евро при ориентировъчен среден курс 1 EUR = 1,30 USD - 1 710 млн. EUR

5. Условно дължими лихви по изведените Брейди облигациите, превалутирани в евро при същия курс – 600 млн. EUR

6. Надплатени лихви по глобалните облигации в сравнение с изведените предсрочно Брейди облигации за периода 2002- 2014 година - 1 110 млн. EUR

Източник за изчисленията на валутния курс: <https://www.statista.com/statistics/412794/euro-to-u-s-dollar-annual-average-exchange-rate/>

Библиография

Аврамов, Р. „Преходът“, Агенция за икономически анализи и прогнози, 1994. Мвф изигра дисциплинираща роля . те го казват а аз да вида в довиждане МВФ

Аврамов, Р., К. Генов. Икономиката на прехода: структура и типология на поведение на предприятията от държавния сектор, Банков преглед, 3/ 1995.

Агенция за приватизация и следприватизационен контрол – статистика, www.priv.government.bg/upload/reports/Prix.1993-2017.pdf

Агенция за приватизация и следприватизационен контрол www.priv.government.bg/

Агенция за приватизация и следприватизационен контрол – статистика www.priv.government.bg/upload/tables/aktivi383_BG_2017.pdf

Ангелов, Г. и екип. Анатомия на прехода: стопанската политика на България от 1989 до 2004, ИПИ, Сиела 2007.

Alpha research , статия от ноември 2017 <https://alpharesearch.bg/post/931-10-godini-chlenstvo-na-bulgaria-v-es-ravnosmetka-i-perspektivi.html>

Баева, И и Калинова, Е. Българските преходи 1939-2010, Парадигма, 2010

Банкеръ Weekly - 14 септември 2002, Пл.Орешарски, Къде е инстинктът ни за съхранение? <https://www.banker.bg/finansov-dnevnik/read/kude-e-instinktut-ni-za-suhranenie>

Bobeva, D, Bozhkov, Al, Privatisation and Foreign Investment in Bulgaria, in Privatisation and foreign investment in Bulgaria, Preager, 1995

Бобева, Д. ПРИВАТИЗАЦИЯТА И ИКОНОМИЧЕСКИТЕ РЕФОРМИ В БЪЛГАРИЯ, Международен семинар, Бояна, 3-4 юни 1993 г. „Привличането на чуждестранни инвестиции за българската приватизация“

Brenton F, Di Mauro, The potential magnitude and impact of FDI flows to CEECs, *Journal of Economic Integration*, 1999

Георгиев, И. Развитие на инфлационния процес в България след 1991г., в iПриложения на коинтеграционния анализ (Инфлация. Потребителска функция)і, изд. на Агенцията за икономическо програмиране и развитие, юни 1996 г.

Deutsche Welle 08.07.2010, Кабинетът „Борисов“ е виновен за кризата

Gergő Medve-Bálint, The Role of the EU in Shaping FDI Flows to East Central Europe, *Journal of Common Market Studies*, 4/11/ 2013

„20 години емисии на безналични държавни ценни книжа в България“, бюлетин, изд. МФ и БНБ, 2012 година

Dir.bg, България загубила 1 млрд. от сделката на Милен Велчев <https://dnes.dir.bg/politika/-7866834>

Havrylyshyn, O., Meng, X. & Turpy, M. L. (2016). 25 Years of Reform in Ex-Communist Countries. Cato Institute, Policy Analysis No 795

Закон за приватизация и следприватизационен контрол
www.priv.government.bg/legislation/laws/law1

Закон за преобразуване и приватизация на държавни и общински предприятия от 19 май 1992 г

Закон за уреждане на необслужваните кредити, договорени до 31.12.1990 г. ДВ. бр.110 от 30 декември 1993г.

Закон за държавна защита на влогове и сметки в търговски банки, за които БНБ е поискала откриване на производство по несъстоятелност, ДВ бр.46 от 29 Май 1996г.

Закон за държавния дълг, Обн. ДВ. бр.93 от 1 Октомври 2002г, с последно допълнение ДВ. бр.86 от 18 октомври 2018г.

Закон за изменение и допълнение на Закона за държавния бюджет на Република България за 2020 година ДВ, бр.34 от 09.04.2020 година

Икономически преглед, БНБ 2004-2020, ISSN 1312 ≠ 4196

Infostock.bg – 20 ноември 2015, Нов дълг от 50 млн. евро от международните пазари изтегли държавата <http://www.infostock.bg/infostock/control/finance/news/71904-nov-dalg-ot-50-mln-evro-ot-mezhdunarodnite-pazari-iztegli-darzhavata>

Investor.bg - 25.06.2009, България се е възползвала от ниските цени на външния ни дълг <https://www.investor.bg/bylgariia/5/a/bylgariia-se-e-vyzpolzvala-ot-niskite-ceni-na-vynshniia-ni-dylg-82741/>

Институт за пазарна икономика, <https://ime.bg/bg/articles/oficialni-danni--za-bwp-za-2001.g-1/>

Институт за пазарна икономика, 14.12.2006 г. Обсъждане на обмяната на външния дълг в бюджетната комисия <https://ime.bg/bg/articles/obsyvdane-na-obmqnata-na-wynshniq-dylg-w-b-dvetnata-komisiq/#ixzz6DwdFlnd3>

Институт за пазарна икономика, <https://ime.bg/bg/articles/oficialni-danni--za-bwp-za-2001.g-1/>, последно посетен на 21 май 2019 г.

История на външния държавен дълг на България 1878-1990“ в три части, изд. БНБ София 2009 г.

Kalman Kalotay, The Impact of EU Enlargement on FDI Flows, *International Finance Review*, Vol. 6, pp. 473-499, 2006

Капитал, 20.01.1997 г. „БНБ пак под натиск да финансира дефицита“

Костов, Ив. Свидетелства на прехода 1989-1999, Сиела, 2019

Лаков, Кр. Преходът, който не стана така, както бе замислен. Класик дизайн ЕООД, С., 2014.

Минасян, Г. Брейди одисеята на България, изд. БНБ, окт.2005 г.

МФ-архив – Споразумение с Лондонски клуб

МФ-архив – Информация относно уреждане на задълженията на България към МБИС и БИБ

МФ-архив - Замяната на Брейди с еврооблигации, март 2002

МФ-архив - Замяна на Брейди облигации с нови глобални облигации (Резултати от операцията). 28 март 2002 г.

МФ-архив - Замяната на Брейди облигации, септември 2002 г.

МФ, пресинформация – 25.06.2009 <https://www.minfin.bg/bg/news/2009-06-25>)

МФ-архив - Проспект на емисия на еврооблигации с падеж юли 2017

МФ-архив - Проспект на емисия еврооблигации с падеж септември 2024

МФ-архив, Актуализиран базов проспект на Средносрочната програма за емитиране на облигации на МКП от март 2016 г.

МФ, Годишни обзори на държавния дълг за 1999, 2000, 2001-2002, 2003,2004, 2005, 2006, 2008, 2009, 2014, 2015 години.

МФ, „Дълг и гаранции на подсектор „Централно управление“ - годишен бюлетин – 2016, 2018 година.

МФ, Месечни бюлетини „Държавен дълг“ март-юни 1997 г.

МФ, Месечен бюлетин „Държавен дълг“ – март 2015

МФ, Месечен бюлетин „Дълг и гаранции на подсектор „Централно управление“ януари 2020

Национален статистически институт [https://www.nsi.bg/bg/content/766/статистически-данни/2004 New-private.2004.pdf](https://www.nsi.bg/bg/content/766/статистически-данни/2004-New-private.2004.pdf)

NEWS.BG – Брюксел хвали здравите ни финанси преди кризата – 14.10.2009 <https://news.bg/politics/bryuksel-hvali-zdravite-ni-finansi-predi-krizata.html>

Официален сайт на Европейския съюз https://europa.eu/european-union/about-eu/countries/member-countries/bulgaria_bg#%D0%B1%D1%8A%D0%BB%D0%B3%D0%B0%D1%80%D0%B8%D1%8F-%D0%B2-%D0%B5%D1%81

Постановление на Министерски съвет № 179 от юли 1996 г.

Постановление № 482 на Министерския съвет от 19 декември 1997 г. за реда за поемане на задължения на държавата по кредитни и гаранционни споразумения (загл. изм. - ДВ, бр. 101 от 1998 г.)

Предприсъединителна икономическа програма, България, май 2001

Profit.bg 20.03.2015 - България емитира 3.1 млрд. евро, троен транш облигации <https://profit.bg/zastrahovane/novini/balgariya-emitira-31-mlrd-evro-troen-transh-obligatsii/>

Райчев, А. и К. Стойчев, Какво се случи? Разказ за прехода в България и малко след него. С., 2008

Rangelova, R. *Current-Account Imbalances and Economic Growth During the 2008-2009 Financial Crisis: an Empirical Analysis, Contemporary Economics, 2014, p. 123*

Съюз на икономистите в България, статия от 12 юни 2017 <https://bgeconomist.bg/%D0%BF%D1%8A%D1%82%D1%8F%D1%82-%D0%BA%D1%8A%D0%BC-%D0%B5%D0%B2%D1%80%D0%BE%D0%BF%D0%B5%D0%B9%D1%81%D0%BA%D0%B8%D1%8F-%D1%81%D1%8A%D1%8E%D0%B7-%D0%B8-%D1%80%D0%B0%D0%B2%D0%BD%D0%BE%D1%81%D0%BC%D0%B5/>

Fritz Breuss, Petter Egger, Michael Pfaffermayer, Structural Funds, EU Enlargement and the redistribution of FDI in Europe, 2010, Kiel Institute

Филипов, Л. Паричната политика през 1995 и 1996, в: Паричната политика в условията на преход, 1996, изд. БНБ Лаков, К. "Преходът, който не стана така, както беше замислен"

Център за изследване на демокрацията. Масовата приватизация в реформиращите се страни, София, 1996.

Уикипедия. https://bg.wikipedia.org/wiki/Преход_на_България_към_демокрация_и_пазарна_икономика, последно посетен на 21 май 2019 г.

<https://www.ciela.net/svobodna-zona-darjaven-vestnik/document/2133886979/issue/2682/zakon-za-finansovo-ozdravyavane-na-darzhavni-predpriyatiya>