

ИКОНОМИКА НА ПРЕЗГРАНИЧНИТЕ ФИНАНСОВИ ПОТОЦИ

проф. д-р ик. н. Г а р а б е д М и н а с я н

Въведение

Свободното презгранично движение на стоки и капитали корелира по видими и невидими канали с цялото състояние на икономиката в конкретната страна. Интензивността на финансово-икономическите взаимодействия с външния свят е индикатор за устойчивостта и ефективността на националната икономика.

Презграничните финансови потоци се отразяват в ПБ на страната. В настоящото изследване се използва стандартното представяне на ПБ.

С включването си към ЕС всички държави членки либерализират ПБ, т.е. осигуряват свободно и неограничено презгранично движение на стоки и капитали. За страните членки на ЕС, които са бивши страни членки на СИВ, действащ в рамките на бившия социалистически лагер до 1990 г., за които по-нататък е възприето условното название „*страни от СИВ-ЕС*“, либерализацията на ПБ представлява определено предизвикателство, което те съумяват успешно да преодоляват.

Водещи политици у нас лансират поощрителни и успокояващи изявления за относително високи темпове на икономически растеж у нас. Данните на Eurostat показват, че за 2010 – 2018 г. икономиката на ЕС (28 страни) нараства по съпоставими цени с 12,8%, икономиките на страните от еврозоната (променящата се композиция) – с 10,5%, докато икономиката на България нараства с (цели?) 20%! Подобни преки сравнения са неправдоподобни, подвеждащи и манипулативни поне по три основни причини. *Първо*, икономическото равнище на България е несравнимо по-ниско в сравнение с това на основните водещи икономики в ЕС, така че няколко крачки напред на

българската икономика съответстват на една крачка на големите европейски икономики; *второ*, България е перманентен бенефициент на целеви финансови ресурси във вид на грантове от богатите страни от ЕС, чието значение не е редно да се подценява; *трето*, не могат да се съпоставят скорости на движение на участници, които се движат по различни по характер трасета – водещите европейски икономики си проправят път по непознати и труднопроходими терени, докато българската икономика се движи по добре познати и обработени пътища.

Значително по-правдоподобно е сравнението между динамики на съпоставими икономики. Такава група от икономики се формира от страните от СИБ-ЕС. В тези страни се е провеждала съзнателна централизирана политика на икономическо сближаване и на преливане на икономически ефекти, така че до 1990 г. те се движат икономически в блок. Включването им в ЕС разкрива пред тях възможности за използване на собствения им интелектуален, властови и ресурсов потенциал. Това е причината, поради която в настоящето изследване е възприет сравнителният анализ основно за страните от СИБ-ЕС.

Използваната информация е предимно от статистиката на Eurostat. При всички други случаи източникът на информация е изрично отбелязан. Статистиката на ПБ е обект на съществени корекции във времето, поради което следва задължително да се спомене, че използваната информация е към началото на 2020 г. (месец април). Приведена е и информация за 2019 г., но поради предварителния ѝ характер с подлежащи във времето корекции, нерядко твърде съществени, тя се използва повече условно.

В настоящата студия е направен опит за цялостно проследяване и аналитична оценка на всички основни презгранични финансови потоци най-вече в страните от СИБ-ЕС и тяхното въздействие върху икономическата им динамика. Периодът, в рамките на който се оценяват финансово-икономическите процеси, е основно след световната криза от 2008 г. до 2018 г. Съпоставят се както позитивните, така и негативни аспекти на презграничното движение на финансови ресурси за разглежданите страни. Особен акцент е поставен на макроикономическите елементи и политики, които очертават, създават условия, както и предопределят мащабите, взаимодействията и проекциите на презграничните финансови потоци.

Изводите, препоръките и заключенията са насочени преди всичко към усъвършенстване на различни по характер елементи на макроикономическите политики в контекста на бъдещето членство на страната в еврозоната и особено за подкрепяне на усилия за откъсване от опашкарската икономическа позиция, която България устойчиво заема в ЕС.

Глава първа

Текущи трансфери

Текущите презгранични трансфери фигурират в текущата сметка на ПБ. В съответствие с шестото издание на „Ръководство по платежен баланс и международна инвестиционна позиция“, което се прилага от БНБ от 2015 г. насам, текущата сметка на ПБ се състои от три части: 1) стоки и услуги; 2) първичен доход (нето); 3) вторичен доход (нето).

За целите на настоящето изследване се оценяват и проследяват отделни елементи от втората и третата част на текущата сметка, които са свързани с директни финансови трансакции. Първата част отразява презграничното движение на стоки и услуги и свързаните с тях плащания, т.е. тя кореспондира пряко с икономически по характер трансакции, а не с финансови.

1.1. Първични доходи

В статистиката за първичния доход в ПБ се разграничават две съставки: кредит и дебит. Кредитът отразява получените задгранични първични доходи от дейности и активи на резиденти, а дебитът – същият вид доходи, но получени от нерезиденти в страната, които могат да останат в страната (отразявани със знак „плюс“ в ПБ) или да бъдат репатрирани (означавани със знак „минус“ в ПБ).

Първичният доход (кредит или дебит) се състои от три основни елемента: 1) компенсация на наетите; 2) инвестиционен доход; 3) друг първичен доход.

Компенсацията на наетите представя трудови доходи, получени от резиденти за предоставени трудови услуги на нерезиденти (кредит), а обрат-

ният поток – заплатени услуги от резиденти на нерезиденти, е дебит. Аналогично е и съдържанието на втората съставка – инвестиционен доход, но за доходи, получени от инвестиции. Третата съставка допълва първите две и тя е минимална.

Първичен доход – кредит

От гледна точка на презграничното движение на инвестиции и капитални интерес представлява равнището и динамиката на инвестиционния доход. Аналогично на логиката на наредбата на елементите във финансовата сметка на ПБ, инвестиционният доход се формира от три основни елемента: 1) доход от преки инвестиции; 2) доход от портфейлни инвестиции; 3) доход от други инвестиции.

В таблица 1 са представени динамиките и равнищата на инвестиционния доход, който постъпва в страните бенефициенти, от инвестирани национални финансови ресурси в чужбина. Числата са информативни, но сами по себе си не особено показателни. Оценката на наблюдаваните промени изисква проследяване на редица свързани показатели, някои от които се анализират в следващите части на настоящото изследване. Независимо от това обаче данните от таблица 1 възбуждат определени размисли.

Таблица 1

Инвестиционен доход – кредит (приток на доход)
(млрд. EUR)

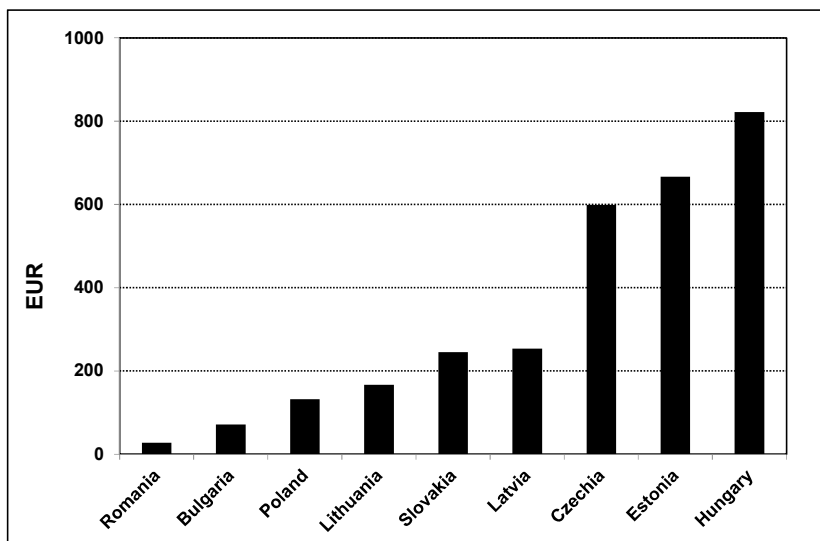
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
България	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5
Естония	0,5	0,5	0,6	0,5	0,7	0,6	0,5	0,7	0,7	0,9
Латвия	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5
Литва	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,5
Полша	1,6	3,2	3,3	4,1	3,9	3,8	3,5	3,6	4,6	5,0
Румъния	0,6	0,3	0,7	0,6	0,8	0,4	0,3	0,6	0,5	0,5
Словакия	1,0	1,3	1,3	1,2	1,2	1,5	1,1	1,1	1,1	1,3
Унгария	11,2	12,0	8,5	8,8	8,0	6,2	5,0	8,3	8,9	8,0
Чехия	2,9	2,6	3,0	3,8	2,7	3,0	3,7	4,2	6,8	6,4

Източник: Eurostat.

Инвестирането на национални финансови ресурси в чужбина е професионална дейност, която изисква и предполага добре отработени умения, както и необходимо критично равнище на инвестиционна култура. То е функция също и на достигнатата степен на икономическо развитие. Инвестирането не е самоцелно, а се свързва с реализацията на относително висока и приемлива възвръщаемост на инвестициите.

Като цяло при всички страни от СИВ-ЕС се фиксира позитивна възходяща динамика на реализирания доход от инвестиран в чужбина национален капитал. След кризата от 2007 – 2008 г. лихвените равнища в света намаляват прогресивно, но въпреки това страните от СИВ-ЕС съумяват да компенсират с по-висока инвестиционна активност в чужбина, както и чрез инвестиране в по-доходоносни финансови инструменти. Наблюдаваната тенденция е възможна благодарение на последователното разширяване на икономическите възможности в разглежданите страни и на процеса на икономическо догонване към развитите страни в ЕС. Изключение от тази обща тенденция прави Унгария, при която се забелязва свиване на инвестиционния доход, но, от друга страна, тя съумява да си осигури чувствително по-висок инвестиционен доход в абсолютни измерения.

Сравнителните междустранови оценки на първичния инвестиционен доход – кредит, следва да стъпят на определена форма на нормиране. В конкретния случай съотнасянето към БВП или към национални инвестиции не е достатъчно показателно, тъй като става въпрос за достигнати професионални умения. Това е причината, поради която познавателна стойност притежава оценката за получен инвестиционен доход на човек от населението.



**Фиг. 1. Инвестиционен доход – кредит,
на човек от населението (2018 г.)**

На фигура 1 е представен инвестиционният доход – кредит на човек от населението за 2018 г. Почти при всички страни от СИВ-ЕС за изучавания период се наблюдава относително плавна тенденция на нарастване.

В дясната страна на скалата се открояват три страни – Чехия, Естония и Унгария, които съумяват да постигнат относително високи равнища на първичен инвестиционен доход. Естония и Чехия са и с най-висок БВП на човек от населението сред разглежданите страни (около 19 хил. EUR през 2018 г.). При Унгария положението е по-различно – тя е с по-нисък БВП на човек от населението през 2018 г. (13,7 хил. EUR), но видимо е съумяла да се интегрира икономически по-успешно сред развитите страни в ЕС. Тя традиционно се е ползвала и с по-голяма икономическа свобода през годините на т.нар. социализъм.

От лявата страна на фигура 1 са най-бедните страни в ЕС (България и Румъния) с БВП на човек от населението средно около 9 хил. EUR през 2018 г. Такава позиция се свързва логично с неособено успешна финансово-икономическа експанзия зад граница. Полша е със сравним БВП на човек от

населението с Унгария, но също изостава със задграничната си икономическа експанзия.

Данните от фиг. 1 показват, че реализираният от национални задгранични инвестиции доход се свързва по определен начин както с числеността на населението в конкретната страна, така и с достигнатото икономическо развитие¹. Последното е и индикатор за степента на интегрираност на страната в европейските икономически структури. Взаимовръзката е двупосочна – по-високият икономически стандарт създава условия и стимулира задграничните инвестиции по количество и качество, а от своя страна реализираният по-висок инвестиционен доход – кредит, е фактор за прираста на БВП – той увеличава брутният национален разполагаем доход (БНРД), респективно търсенето в икономиката, което стимулира предлагането. Всичко това съответства на икономическата логика.

Четири страни членки на еврозоната от страните от СИВ-ЕС (Естония, Литва, Латвия и Словакия) поддържат подходящ икономически стандарт, който им позволява да инвестират в чужбина при относително приемлив успех. Показателно е, че те съумяват да осигуряват приличен доход много преди включването си в еврозоната. Това е и своеобразен косвен показател за степента на зрялост на съответните икономики за включване към еврозоната.

Всеки доход следва да се свързва и да се проектира най-вече с осигуряваната инвестиционна възвръщаемост. Нейната оценка е възможна при използване на информацията от таблиците на МИП на отделните страни. Инвестиционният доход към дадена година е резултат от функционирането на сумарния размер на местния капитал, инвестиран в чужбина. Доходът е към дадена година, но той е резултат от натрупани през годините местни инвестиции в чужбина. Последният показател фигурира в МИП във вид на активи.

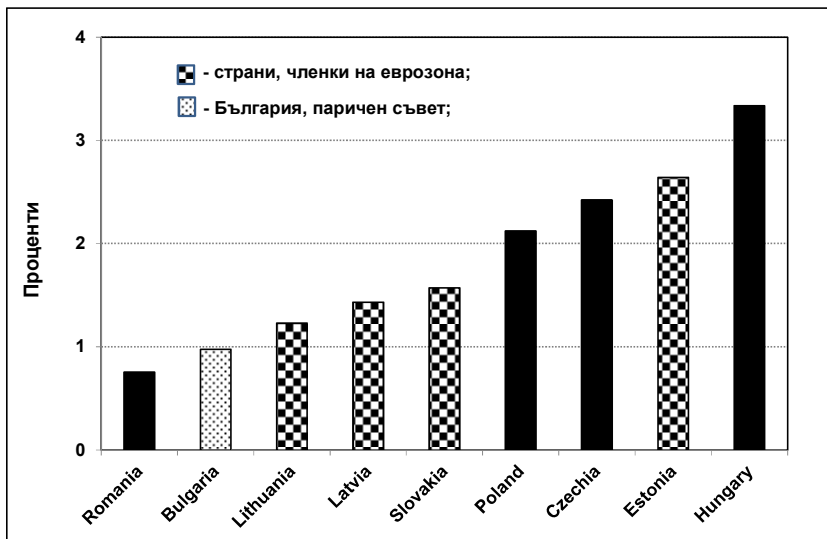
¹ Подобна констатация специално за презграничното движение на преки инвестиции се прави от: **Spasova, E.** The Balance-of-Payments Constrained Growth Model in Transitional Economy: The Case of Bulgaria. // *Economic Crisis, Development and Competitiveness in Southeastern Europe. Theoretical Foundations and Policy Issues* (ed. A. Karasavoglou, D. Kyrkilis, G. Makris, P. Polychronidou). Springer International Publishing, 2016, pp. 75 – 92.

На фигура 2 е представена средната възвръщаемост на инвестицията в местен капитал в чужбина за 2018 г. Показателят е относително устойчив през годините, така че информацията за 2018 г. дава добра представа за стойността на показателя във времето.

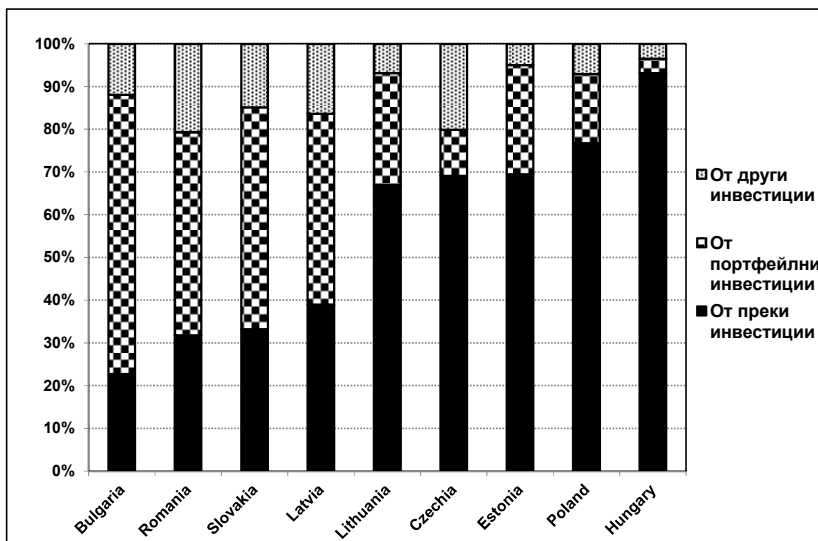
Прави впечатление разграничаването на четири страни – Полша, Чехия, Естония и Унгария. При тях средната възвръщаемост е средно около 2,5%, докато при останалите страни тя е средно около един процент. При ниските лихвени равнища в световен план към конкретната година постигнатата възвръщаемост на направени инвестиции в чужбина е добър атестат за инвеститорите в тези страни. Натрупването на чуждестранни активи в тези страни обхваща дълъг период, така че наблюдаваната особеност не може да е резултат от случайни събития. Показателно е също, че в страните членки на еврозоната (както и в България, но без Естония) доходността на инвестициите в чужбина е доста по-ниска. Членството в еврозоната създава стимули за по-интензивен капиталов обмен, от който се възползват местните инвеститори, без да съумяват да максимизират постигнатата доходност. За страните извън еврозоната обаче нещата не стоят по такъв начин, видимо там инвеститорите търсят и намират по-изгодно вложение на капиталите си, поради което и постигнатата доходност е по-висока.

Въпросът опира и до степента на подготвеност и на обиграност на местните инвестиционни екипи. Влияние оказва достигнатото равнище на икономическо развитие. България и Румъния са най-слабо развитите страни от групата и при тях доходността от чуждестранните активи е най-ниска.

Възвръщаемостта на чуждестранните активи на страните от СИБ-ЕС зависи и от структурата на направените в чужбина инвестиции. На фигура 3 може да се проследи структурата на дохода от задгранични инвестиции за посочените страни за 2018 г. Влияние оказва степента на интегрираност на съответните икономики в ЕС. Страните с висока възвръщаемост на инвестициите съумяват да го постигнат благодарение на доминираща възвръщаемост от преки инвестиции в чужбина. Този елемент е и най-доходоносният, както е и показател за достигната по-висока степен на икономическо развитие. Като най-благоприятна конфигурация в този контекст се открояват Чехия, Естония и Латвия, при които възвръщаемостта от преки инвестиции в



Фиг. 2. Възвръщаемост на националните инвестиции в чужбина (2018 г.)



Фиг. 3. Структура на инвестиционния доход – кредит (2018 г.)

чужбина се оценява на около 6%, след тях се нареждат Унгария, Полша и Литва, които успяват да постигнат възвръщаемост средно малко повече от 4%, следва Словакия с възвръщаемост от под 3%, а наредбата завършват България (с възвръщаемост от под 2%) и Румъния (около 1%). Особеност на българските чуждестранни активи е чувствителният дял на портфейлни инвестиции, в които доминират прекомерно високите международни валутни резерви, благодарение на продължителното действие на паричния съвет.

Като цяло поддържането на доходоносни инвестиции в чужбина (чуждестранни активи) е високо специализирана дейност, която изисква превъзходна професионална подготовка, натрупан опит, установени традиции и съответна икономическа култура. Разглежданите страни не са равностойни в посочения контекст, поради което и резултатите от инвестиционната им дейност в чужбина не са свързани и съпоставими. Инвестициите в чужбина на местни лица и организации от страните от СИВ-ЕС са оправдани, ако осигуряват преди всичко по-висока възвръщаемост в сравнение с националните. При недоразвити икономики надделяват други съображения. България например поддържа брутни международни валутни резерви, които са примерно трикратно по-високи от препоръчваните икономически приемливи равнища (поради продължителното действие на паричен съвет), които по закон следва да се поддържат в нискорискови дългови инструменти, респективно да бъдат инвестирани в нискодоходни ценни книжа. Съмненията в качеството на местното макроикономическо управление, както и нередко криминалният произход на натрупаните средства, стимулират местни инвеститори да поддържат авоари в чуждестранни търговски банки при минимална доходност. Всичко това се отразява на ниската възвръщаемост на местните чуждестранни активи.

Първичен доход – дебит

Формирането на първичния доход – дебит (основно репатриран доход), се подчинява на по-различна логика от тази на първичния доход – кредит. Инвестиционният доход – дебит, е следствие от привлечени чуждестранни капитали в страната, както и от секторите, в които те са инвестирани. Решенията на чуждестранните инвеститори зависят от общата оценка на

социално-икономическото състояние на страната домакин, но и от конкретни макроикономически решения на местните правителства. Такива са например емисии на местни държавни ценни книжа на МКП, които са свързани както със социално-икономически, така и с политически фактори на местно ниво.

Многостранно е влиянието на разнообразните социално-икономически фактори, които въздействат на решенията на чуждестранните инвеститори. Освен икономически, нерядко съществено влияние върху тях оказват също социологически, а дори и психологически преценки. Тяхното ранжиране не е възможно да се формира въз основа на елементарни количествени съпоставки.

Таблица 2

Инвестиционен доход – дебит (изтичане на доход)
(млрд. EUR)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
България	1,9	1,6	2,1	1,7	2,3	1,6	2,9	3,5	3,5	3,7
Естония	1,1	1,5	1,8	1,7	1,6	1,6	1,4	1,6	1,7	1,7
Латвия	-0,2	0,7	1,1	1,3	1,2	1,2	1,4	1,4	1,5	1,8
Литва	0,0	1,1	1,9	1,8	1,5	1,1	2,1	2,1	2,3	2,4
Полша	15,6	20,2	21,2	22,4	22,1	23,7	23,3	25,1	25,1	26,4
Румъния	2,9	2,6	3,3	4,1	5,4	4,2	5,9	7,0	7,6	8,7
Словакия	3,0	4,5	5,3	4,2	3,5	4,2	5,1	5,1	4,9	5,1
Унгария	16,8	18,2	15,7	16,0	14,6	14,4	14,1	15,3	17,6	16,7
Чехия	11,3	13,2	12,9	14,3	13,8	14,2	15,1	15,7	18,8	18,6

Източник: Eurostat.

На таблица 2 са представени равнищата и динамиките на инвестиционния доход – дебит, за страните от СИБ-ЕС. При всички страни се наблюдава прираст на показателя, но той е различен за отделните страни. Забеляват се и съществени колебания, твърде често трудни за обяснение.

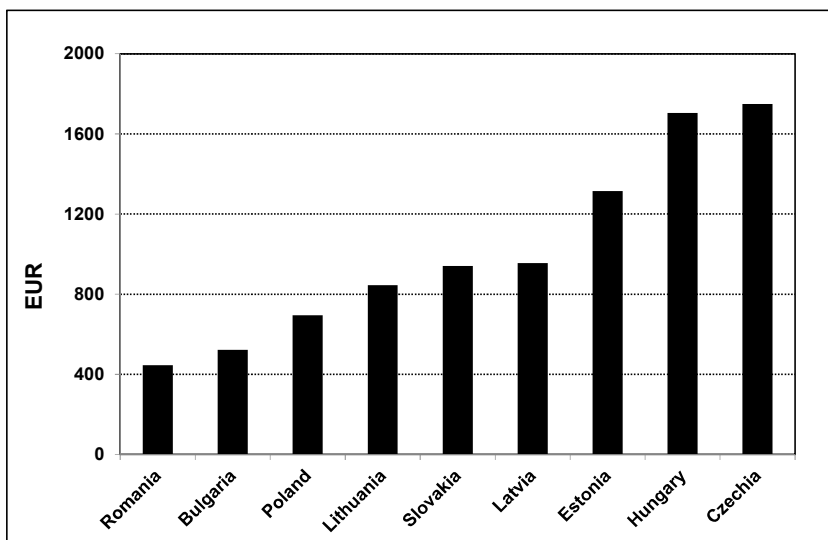
През 2015 г. (продължаващо в следващата година) в България репатрирания инвестиционен доход – дебит, е почти двойно по-голям в сравнение

с 2014 г. Наблюдаваното рязко колебание се дължи: 1) на репатрирана през 2014 г. крупна реализирана печалба от ПЧИ в страната; 2) на мостов заем (Bridge Bond Loan), емитиран от българското правителство на МКП на стойност 1500 млн. EUR през декември 2014 г.; 3) на еврооблигации, емитирани на МКП, с падеж 2024 г. през юли 2014 г. на стойност 1493 млн. EUR; 4) на вътрешни едногодишни облигации на стойност 1082 млн. лв., свързани с фалита на КТБ (Държавен дълг 2014). Бюджетната политика в страната въздейства върху динамиката на презграничните финансови потоци, по-специално на привлечените чуждестранни капитали.

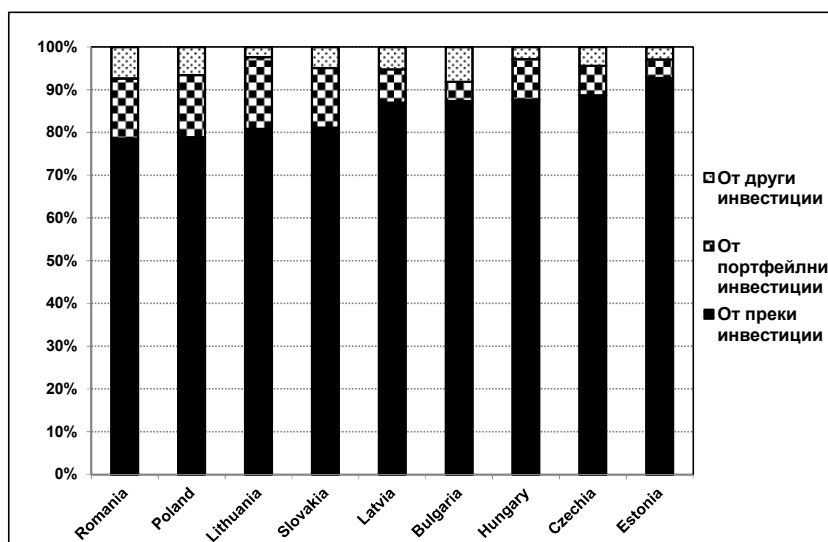
Три страни се открояват с относително високото равнище на репатрирания инвестиционен доход – Полша, Чехия и Унгария (табл. 2). По-различна е картината обаче, ако се направи съпоставка спрямо числеността на населението (фиг. 4). И тук, както и при инвестиционния доход – кредит (фиг. 1), се открояват трите страни Естония, Унгария и Чехия. Наредбата на страните на двете посочени фигури е сходна. И при двата случая степента на икономическо развитие на страните оказва позитивно въздействие върху презграничното движение на инвестиционния доход. Разликата е в обемите, посочени на двете фигури – репатрираният инвестиционен доход като цяло превишава с повече от два пъти постъпилите в страните инвестиционен доход. Тази пропорция се свива при по-високо равнище на икономическо развитие.

Съществена е и разликата в структурите на инвестиционния доход – кредит (фиг. 3), и на инвестиционния доход – дебит (фиг. 5). При инвестиционния доход – дебит, доминира доходът от преки инвестиции в страните от СИВ-ЕС. Това, което интересува чуждестранните инвеститори и от което те съумяват да извлекат доминиращата част от дохода си, са преките инвестиции. Средната годишна възвръщаемост от преките чуждестранни инвестиции в страните от СИВ-ЕС е около 5%, т.е. примерно два и половина пъти по-висока от тази, която съумяват да постигнат инвеститорите от страните от СИВ-ЕС от преките си инвестиции в чужбина.

Като цяло първичният доход (нето) във всички страни от СИВ-ЕС е отрицателен и се задълбочава през последните пет години средногодишно с около една десета. Той следва да се компенсира от другите елементи на ПБ. Във всички страни се забелязва стремеж за повишаване на постъпващите в



Фиг. 4. Инвестиционен доход – дебит, на човек от населението (2018 г.)



Фиг. 5. Структура на инвестиционния доход – дебит (2018 г.)

страните първични доходи, но доходите от инвестиции в чужбина продължават да бъдат на прекалено ниско равнище. Същевременно чуждестранните инвеститори успяват да постигнат достатъчно приемлива възвръщаемост от своите инвестиции в тези страни основно за сметка на преките си инвестиции.

1.2. Вторични доходи: Емигрантски финансови преводи

Информационно захранване

Процесът на презгранично движение на парични средства във вид на емигрантски преводи в световен план се следи статистически основно и традиционно от Световната банка (СБ). ПБ у нас предоставя относително по-нова подобна информация (примерно за последните десетина години).

Съпоставката на двата информационни източника откроява различия, които е трудно да се обяснят. Така например СБ оценява емигрантските преводи за 2018 г. у нас на 2395 млн. USD, докато оценката на БНБ за същия показател е 1176 млн. EUR. БНБ оценява средногодишният валутен курс BGN/USD за 2018 г. на 1,708, респективно EUR/USD – на 0,873. Този курс не обяснява различията в съответната информация между двата източника.

СБ има значително по-голям опит, следи по-пряко и по-изчерпателно презграничното движение на финансови ресурси, а съществуват и различия в използваните дефиниции и методология. В настоящия материал се използват и двата източника при изрично посочване на конкретния информационен източник.

Динамика на емигрантските преводи – кредит

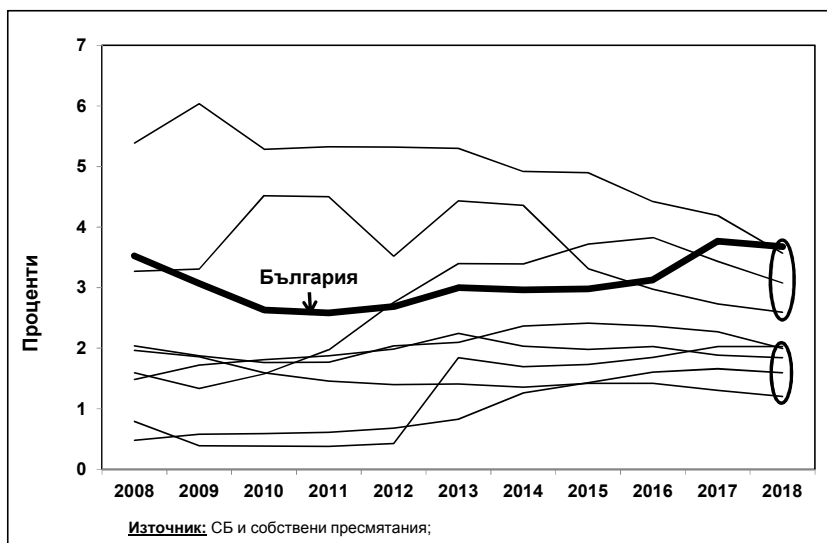
Емигрантските финансови преводи (workers' remittances) са част от вторичните доходи (нето) като елемент на текущата сметка на ПБ. Те са във вид на кредит и дебит, като кредитът представя постъпилите в страната емигрантски преводи, а дебитът – репатрираните от страната емигрантски преводи.

За страните от СИБ-ЕС емигрантските преводи – дебит, са все още малки. По данни на Eurostat, за периода 2010 – 2018 г., единствено Чехия се откроява – при нея репатрираните от страната емигрантски преводи (дебит)

превишават постъпилите в страната емигрантски преводи с 13%. В Унгария репатрираните емигрантски преводи за същия период са 37% от постъпилите в страната, в Словакия и Естония – по около една пета. В България същият дял за същия период е едва един процент.

Емигрантските преводи – дебит, са своеобразен косвен индикатор за степента на икономическа развитост и зрялост на съответната страна. Колкото дадена страна стои по-високо в скалата на икономическото си развитие, толкова повече мигранти се насочват към нея, респективно толкова повече са емигрантските преводи – дебит. Данните за страните от СИВ-ЕС потвърждават тази икономическа логика и очаквания. Заслужава също да се отбележи, че презграничното движение на населението има и вътрешен за страните от СИВ-ЕС характер – население от по-слабо развитите страни се преселват и работват доходи в по-високо развитите страни от същия регион (ЦИЕ).

Основен показател в специализираната литература, определящ относителната величина на емигрантските преводи, е тяхната абсолютна величина, съотнесена към БВП (в проценти, фиг. 6).



Фиг. 6. Относителен дял на емигрантски преводи в БВП за страните от СИВ-ЕС

По посочения показател, в рамките на деветте страни, се очертават две групи (по-непосредствено открити към края на периода). В първата група се включват четири страни – България, Латвия, Литва и Унгария (присъединила се към групата в последните пет години), при които дялът на емигрантските преводи е в рамките на 3 – 4% от БВП. Втората група се състои от останалите пет страни от СИВ-ЕС, при които въпросният дял е в рамките на 1 – 2%.

Като правило населението е склонно да търси по-добри възможности за препитание в странство тогава, когато съществуват трудности за заработване на приемливи трудови възнаграждения в собствената страна. При три от страните в първа група (Литва, Латвия и България) намалението на населението за периода 2010 – 2018 г. е най-високо сред 9-те страни (9,9%, 8,2% и 5% съответно, по данни на СБ). Разпространен е битовизъм, според който населението гласува с краката си. Посочените три страни се придържат (придържаха) към еднакъв валутен режим – в България действа паричен съвет, както действа паричен съвет в Литва и Латвия до приемането им в еврозоната. Съвпадението само по себе си не е достатъчно за формулиране на генерални изводи, но все пак то би следвало да възбуди критично мислене. Четвърта в неприятната класация (по намаление на населението) е Румъния, а на пето място е Унгария. Съпоставката между по-малкия относителен емигрантски поток, от една страна, и високите емигрантски преводи, от друга, за Унгария би могло да се обясни с по-добро пласиране на унгарците (дори традиционно) на задграничния трудов пазар.

Неблагоприятната икономическа ситуация стимулира емиграцията и като следствие и необходимост – нарастват емигрантските преводи.

Средно за всички девет страни се наблюдава стабилизиране на съотношението между емигрантски преводи – кредит, и местни инвестиции (показател „*брutto образование на основен капитал*“ от статистиката на БВП – БООК) около 2% за 2013 – 2018 г. Икономическата логика подсказва (и практиката го потвърждава), че с повишаването на икономическия стандарт в страните от СИВ-ЕС емигрантските преводи относително ще намаляват.

При България обаче има ясно очертан тренд на нарастване, като в края на разглеждания период България поема лидерството след 9-те страни. Тази

статистика противоречи на уверенията на официалните управленски органи за стимулиране и ускоряване на обратния емигрантски процес.

Причините за позитивния тренд на емигрантските преводи у нас следва да се търсят в преобладаващата и задълбочаваща се неблагоприятна преценка на българското население на местната икономическа конюнктура, на неудовлетворителните перспективи за постъпателно икономическо развитие в страната, както и на необходимостта за осигуряване на повече финансови ресурси за членове на семейството и близки родственици, останали в България.

Емигрантски преводи и икономическа динамика

През 2017 г. емигрантските преводи – кредит, в България (по СБ) се оценяват на 3,8% от БВП, а темпът на прираст на БВП в същата година е 3,5% (НСИ). В следващата 2018 г. съответните числа са 3,7% и 3,1%. Предвижданията за 2019 г. са съответно 3,4% (СБ) и 3,3%!

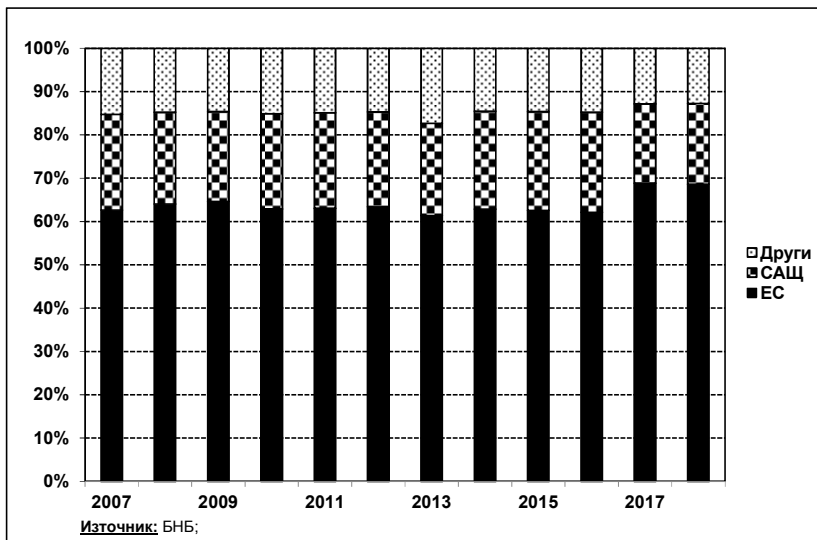
Оценките на СБ показват, че емигрантските преводи не само намаляват бедността в страните бенефициенти, но и съдействат за постигане на високи темпове на икономически растеж (The use ... 2015). От съпоставката на горните числа се вижда, че емигрантските преводи у нас през последните години осигуряват прираста на БВП с излишък. Местният икономически прираст е за сметка на чистия приток на емигрантски преводи, т.е. ендогенните фактори за икономически растеж в страната не съумяват сами за себе си да осигурят икономически напредък. Подобно състояние не може да продължава дълго и очертаният тренд ще се пречупи (по различни причини). Проблемът е дали местната икономика ще бъде в състояние да преодолее пречупването на тренда, така че да се осигури по-нататъшен устойчив икономически растеж. Отговорът не е еднозначен и поставя на изпитание макроикономическата политика.

Емигрантски преводи и преки чуждестранни инвестиции

На фигура 7 (данните за 2019 г. са прогнозни, въз основа на информация до м. ноември 2019 г.) е представена съпоставка между размера на емигрантските преводи, от една страна, и на преките чуждестранни инвестиции, от друга.



Фиг. 7. България 2010 – 2019: Емигрантски преводи и преки чуждестранни инвестиции



Фиг. 8. България 2010 – 2018: Географска структура на емигрантските преводи

Нормално е ПЧИ да превишават емигрантските преводи и това е така до 2017 г. В последните две години обаче се наблюдава обратно съотношение – като финансов ресурс емигрантските преводи превишават ПЧИ, което е характерно за слабо развитите икономики. Има различие в характера на двата показателя – ПЧИ увеличават непосредствено производствените възможности на страната, докато емигрантските преводи се разпределят за потребление, но и за инвестиции. Емигрантите са родени и израснали в България, те са запознати основно с финансовата и икономическа специфика в страната, мислят за евентуалното си репатриране, а заработените от тях доходи в чужбина са значими като финансов ресурс много повече в България, отколкото извън България. Най-пряката инвестиция е във вид на закупен и търгуван недвижим имот в страната, което обяснява в определена степен повишеното вътрешно търсене на строителна продукция при относително слабото им използване.

Подобряването на вътрешни условия за бизнес биха стимулирали местните емигранти да се насочат към стартиране на бизнес начинания в родината си, така че да се повиши инвестиционното използване на емигрантските преводи.

Географска структура на емигрантските преводи

ЕС е основният източник на емигрантски преводи, като е оформен и позитивен тренд (фиг. 8). Ситуацията ще претърпи определена промяна след напускането на ЕС от Обединеното кралство. При всички случаи обаче е видно, че ЕС е средата, в която се генерират основните емигрантски преводи, и тази доминация най-вероятно ще продължи и в бъдеще.

Оценката на правните възможности за свободен обмен на трудови ресурси в рамките на ЕС често е нееднозначна. Безусловно обаче истинските причини за емигрантския поток следва да се търсят в неудовлетворителните вътрешни условия за труд и икономически прогрес. Благоприятните ендогенни бизнес условия потискат емиграцията и обратно.

* * *

Глобализацията облекчава процеса на свободно движение на хора и стоки. Констатацията се отнася с много по-голяма сила за страните от ЕС. Освен че дава възможност на хората да обменят активно опит и да разширя-

ват кръгозора си, освободеното презгранично движение на хора смекчава икономическите несгоди. Населението търси най-добро приложение на своя труд и чрез видими и невидими канали съдейства за повсеместното повишаване на икономическата ефективност. Свободното движение на хора предоставя възможност на икономическите емигранти да подпомагат финансово членове от семейството и близките си в родната страна.

Всеки макроикономически показател има своята познавателна стойност, подсказва за характера и същността на определени икономически процеси и следва да се използва за формиране и коригиране на конкретни управленски въздействия (Mintchev et al. 2016). В противен случай, неблагоприятните социално-икономически ефекти се случват „изненадващо“ и „неочаквано“ и изправят управлението пред своеобразна „непредвидена“ кризисна ситуация.

Глава втора

Брутен национален разполагаем доход

По дефиниция БНРД се оценява по следния начин:

$$\mathbf{GNDI} = \mathbf{C} + \mathbf{I} + (\mathbf{X} - \mathbf{M} + \mathbf{TR}_f + \mathbf{Y}_f) = \mathbf{GDP} + \mathbf{TR}_f + \mathbf{Y}_f,$$

където:

GNDI – брутен национален разполагаем доход (БНРД);

GDP – брутен вътрешен продукт (БВП);

C – крайно потребление (от баланса на БВП по разходи за крайно използване);

I – бруто капиталобразуване (от баланса на БВП по разходи за крайно използване);

X – износ на стоки и услуги (от баланса на БВП по разходи за крайно използване);

M – внос на стоки и услуги (от баланса на БВП по разходи за крайно използване);

Y_f – нетни текущи доходи от чужбина (нетен първичен доход от текуща сметка на ПБ);

TR_f – нетни текущи трансфери от чужбина (нетен вторичен доход от текуща сметка на ПБ).

В съответствие с изписаното по-горе представяне нетните първични и вторични доходи като елементи на текущата сметка на ПБ допълват (или редуцират) БВП, за да формират БНРД. Аналогично на въздействието на вноса и износа на стоки и услуги върху величината на БВП, така и нетните първични и вторични доходи въздействат върху величината на БНРД, който дава представа за възможностите на населението да формират платежоспособно търсене в рамките на националното стопанство.

Таблица 3

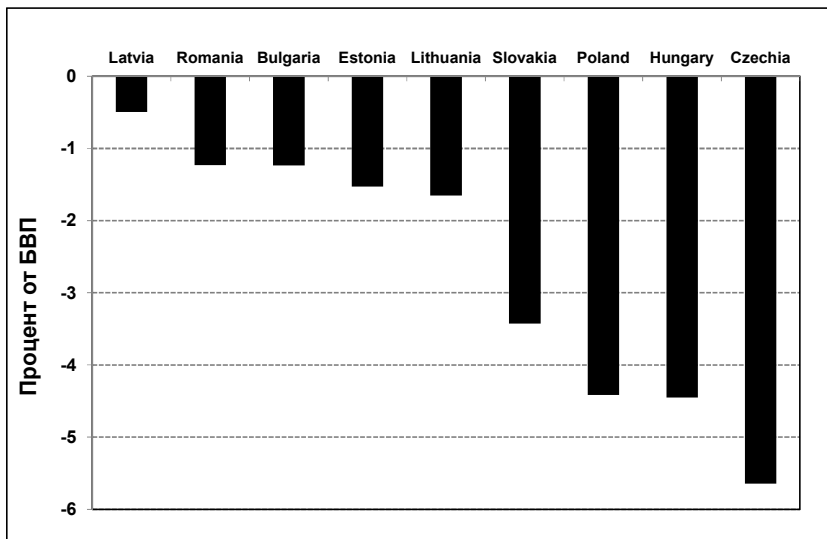
Нетен сумарен доход (първичен и вторичен)
(млрд. EUR)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
България	0,5	0,1	1,0	0,8	0,8	-0,4	-0,9	-0,5	-0,7
Естония	-0,7	-0,8	-0,6	-0,5	-0,6	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4
Латвия	0,6	0,4	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,2	-0,1
Литва	0,6	-0,3	-0,7	0,1	0,6	-0,5	-0,7	-0,8	-0,7
Полша	-11,8	-11,5	-12,3	-12,3	-14,3	-15,5	-19,1	-19,1	-21,9
Румъния	1,7	1,1	0,4	-0,1	0,3	0,0	-0,9	-1,2	-2,5
Словакия	-2,5	-3,2	-2,2	-2,0	-2,1	-2,6	-3,9	-3,1	-3,1
Унгария	-5,0	-5,6	-5,2	-3,6	-5,5	-6,3	-4,8	-6,2	-6,0
Чехия	-10,4	-9,9	-10,5	-10,0	-9,7	-9,4	-10,3	-11,6	-11,7

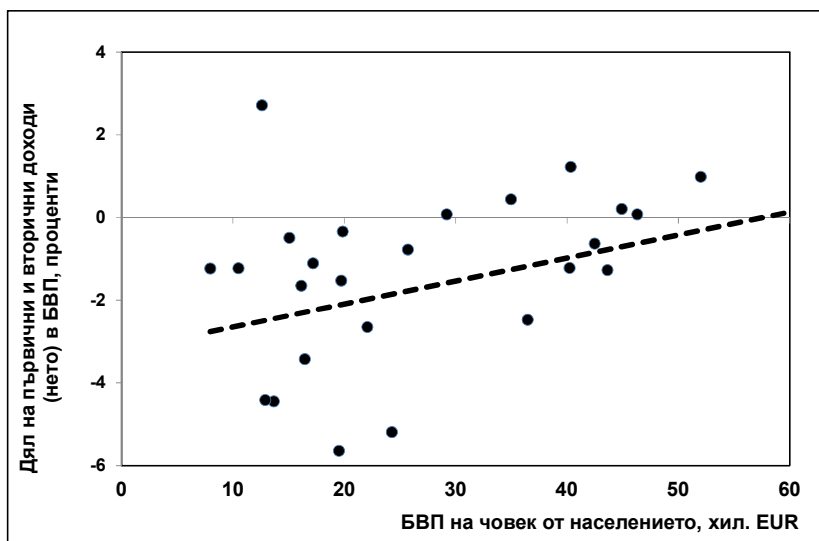
Източник: Eurostat.

В таблица 3 е представен абсолютният нетен сумарен доход за страните от СИВ-ЕС (като елементи на ПБ). Преобладават отрицателните стойности, което означава, че нетният презграничен доход намалява платежоспособното търсене на местното население. Нещо повече, дори се наблюдава тенденция на нарастване на негативните стойности. Оценката на тази тенденция не е еднозначна.

Негативните стойности се формират от първичните доходи, по-специално от репатрирането на доход, най-вече като следствие от наличието



Фиг. 9. Сумарен нетен доход (първичен и вторичен) (2018 г.)



Фиг. 10. ЕС, 2018 г.: Доход (първичен и вторичен) и БВП на човек от населението

на ПЧИ. Страните от СИБ-ЕС имат нужда от ПЧИ за модернизиране на производителните си сили, но паралелно с това се индуцира доход, който се репатрира. Идеалният случай би бил тогава, когато този доход се реинвестира в страната, но това невинаги се случва

Абсолютните стойности от таблица 3 следва да се нормират, за да дадат по-ясна представа за относителната стойност на изтичането на доход, респ. за намаляването на БНРД спрямо БВП. Естественото нормиране е спрямо БВП, а на фигура 9 е показан дялът на сумарния нетен доход (първичен и вторичен) спрямо БВП за 2018 г. От дясната страна на скалата са икономически по-развитите страни от ЦИЕ, при които този дял достига непрекъснати стойности. Те отразяват относителните плюсове и минуси на глобализацията – всички страни правят възможното за привличане на чуждестранен капитал, но трябва да се примирят и с обратната страна на медала – изтичането на доход и намаляване на БНРД. Практиката показва, че крайният съвкупен икономически резултат е като правило положителен – икономиката се модернизира, производството се усъвършенства, местният мениджмънт повишава квалификацията си.

Икономическата логика подсказва, че с достигането на по-висока степен на икономическо развитие негативните стойности на относителния доход ще намаляват. Информацията не е еднозначна, т.е. процесът се влияе съществено от спецификата на отделната страна, от структурата на икономиката, както и от икономическите традиции. Все пак обаче се откроява определена тенденция, видна от фигура 10. Тя показва състоянието на конкретния показател в страните от ЕС за 2018 г., разпръсването на отделните точки е чувствително, но въпреки това е оформена определена тенденция. Като цяло може да се заключи, че при ниска степен на икономическо развитие дялът на съвкупния доход в БВП (негативен) е относително нисък, с развитието на икономиката този дял намалява, но след преминаване на определен праг гравитира отново към нулата.

Глава трета

Капиталови трансфери

Статистиката за капиталовите трансфери фигурира в капиталовата сметка на ПБ. Тя съдържа:

1) Придобиване/разполагане с непроизведени, нефинансови активи. Включват се трансакции, свързани със специфични материални активи (природни ресурси; договори, лизинги и лицензи; маркетингови активи (респ. търговска репутация) и конкретни нематериални активи (плащания, права на ползване, търговски марки и др. под.).

2) Получени или направени безвъзмездни капиталови трансфери (опрощаване на дълг, неживотни застрахователни искове, инвестиционни субсидии, еднократни гаранции и други дългови елементи, капиталови такси, както и други капиталови трансфери).

Статистиката на капиталовата сметка на ПБ разграничава кредит (получени) и дебит (направени, отдадени) капиталови трансфери. Основният елемент, който представлява интерес от гледна точка на финансовите взаимоотношения в ЕС и интересите на страните от СИВ-ЕС, е капиталовият трансфер – кредит, който включва предимно инвестиционните субсидии, отпускани от ЕС. Тази позиция не представя цялата маса от финансови помощи, отпускани от ЕС, а само тези, които са с чисто инвестиционен характер.

На таблица 4 са представени реално направените капиталовите трансфери във вид на сумарни инвестиционни субсидии за страните от СИВ-ЕС. Те са в абсолютни измерения и сами по себе си са недостатъчно информативни.

Обичайното нормиране на финансовите помощи от ЕС е спрямо БВП (Дурова 2018). Субсидиите обаче са инвестиционен ресурс, вливат се в националните инвестиции и се абсорбират от инвестиционния потенциал на страните, поради което е по-приемливо тяхното нормиране спрямо националните капитални вложения (във вид на бруто образуване на основен капитал (БООК) като елемент на БВП в разбивката на БВП по метода на разходите за крайно потребление).

Капиталови трансфери – кредит
(млрд. EUR)

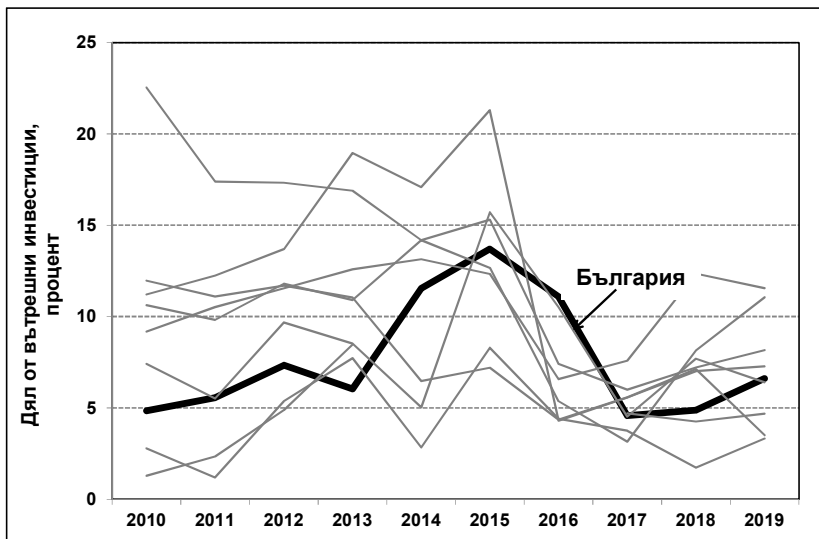
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
България	0,5	0,4	0,5	0,7	0,5	1,0	1,3	1,0	0,4	0,5
Естония	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	0,3	0,4	0,2	0,3	0,4
Латвия	0,5	0,4	0,4	0,7	0,6	0,8	0,7	0,3	0,2	0,5
Литва	1,2	1,1	1,0	1,0	1,1	1,0	1,1	0,6	0,5	0,7
Полша	5,3	6,7	8,3	8,9	9,3	10,7	10,7	5,0	6,2	11,2
Румъния	0,7	0,4	0,8	1,8	3,0	---	3,8	---	2,0	1,8
Словакия	0,5	1,1	0,9	1,4	1,3	0,8	3,0	1,8	0,8	1,5
Унгария	1,7	2,2	2,4	2,6	4,0	4,0	5,3	1,0	1,5	2,8
Чехия	1,4	1,2	0,5	2,2	3,1	1,1	3,7	1,9	1,8	0,9

Източник: Eurostat.

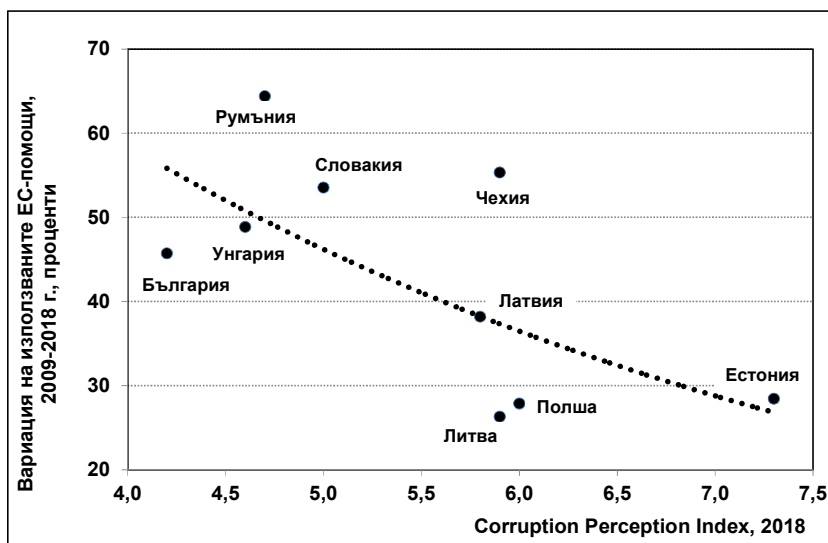
На фигура 11 е представено изменението на дела на европейските инвестиционни субсидии в БООК (в проценти) по отделни страни от СИБ-ЕС.

Това, което прави впечатление на пръв поглед (както и в табл. 4), е негладката промяна на финансовите помощи по години. Усвояването на средствата по европейските субсидии за програмния период 2007 – 2013 г. продължава и в следващите 2 – 3 години, при това с относително висока интензивност. То стартира с ниска скорост в началото на програмния период и постепенно се ускорява. Подобна динамика има своето инвестиционно обяснение, а и оправдание (Дурова 2018). То е особено отчетливо изразено за България, Унгария, Чехия и Словакия, но при Балтийските републики видът на кривата на усвояването е значително по-различен – те стартират относително ударно и съумяват да удържат приемливо темпо във времето.

Очертава се гърбица на кривите на фигура 11 за 2014 – 2016 г. Това е времето, през което усилено се внедряват стартирали инвестиционни програми за програмния период 2007 – 2013 г. Вероятно видът на кривите ще се повтори в годините след 2020 г., когато ще настъпи времето за усвояване на основната част от финансовите помощи от ЕС за следващия програмен период.



Фиг. 11. Страни СИВ-ЕС: Отношение между капиталови трансфери и вътрешни инвестиции



Фиг. 12. Равномерност на използване на ЕС – помощи и корупция

Данните от таблица 4 и фигура 11 демонстрират силната вариация на усвояваните европейски средства в страните от СИБ-ЕС. Заслужава да се отбележи, че това е феномен за много страни от ЕС, като при някои страни (например Белгия, Ирландия, Люксембург) вариацията на използваните от ЕС помощи е изключително висока. Въпросът опира до успешното планиране и по-нататъшното изпълнение на предвидената инвестиционна активност от страна на местното макроикономическо управление.

Причините за неравномерността на използваните финансови инвестиционни помощи (капиталови трансфери) от ЕС за страните от СИБ-ЕС и за страните от Западна Европа не са идентични. При страните от СИБ-ЕС доминират организационни проблеми, които нерядко корелират с недостатъчно добра административна подготовка и култура. Първоначалното забавяне на инвестиционните процедури се свързва с желанието на административно опериращи чиновници за неявно лично (а и често групово) облагодетелстване. Въздействат също и възможностите на държавните бюджети, доколкото инвестиционните проекти следва да се дофинансират с национални средства.

Оценката на отпусканите от ЕС финансови инжекции не е еднозначна (Николова 2017). Идеята се оценява като добра, но изпълнението нерядко опорочава предварителната идея. Факт е, че наличието на подобен вид финансови ресурси (своеобразно „*безплатни*“) поражда изкушения в управленския елит, които невинаги се съумява да се удържат. В резултат нерядко се отчитат спорни ефекти, а почти повсеместно се признава положителното въздействие на наличието на такъв вид фондове върху поддържането и разрастването на трудно контролируеми корупционни практики. В това отношение следва да се оценят усилията на администрацията на ЕС за канализирането на предлаганите помощи, както и за контрола върху тяхното целево използване, но остава съмнението за степента на неразкрити (или укрити) порочни практики. Най-малко опитът на България и общественото възприятие демонстрират категорично, че подобни прикрити корупционни практики съществуват и не са изключение.

Съпоставката на наблюдаваната неравномерност на усвояването на инвестиционните помощи (въз основа на величината на коефициента на ва-

риация), от една страна, и оценката за степента на корупция в конкретната страна (въз основа на измерителя Corruption Perception Index на Transparency International), от друга, показва, че очакванията за някаква форма на свързаност между двата показателя не са лишени от основания (фиг. 12). При страни с по-ниски равнища на корупция (по-високи стойности на Corruption Perception Index) усвояването на европейските фондове е по-равномерно във времето. Степента на равномерност на инвестираните средства съответства и на степента на ефективност на тяхното използване.

Съществуват изследвания, които оспорват позитивното въздействие на европейските фондове върху икономическия растеж (Дурова 2018). Подобни оценки стъпват върху иконометрични зависимости, които би следвало да се приемат с необходимите резерви. При тях неизбежно се въвеждат опростявания, които се предполага, че не биха повлияли съществено на крайните оценки. Възможностите на иконометричните оценявания достигат до определяне на степента на конкретна зависимост, след като тя е доказана като икономически феномен. Иконометриката не е в състояние да определи причинно-следствените икономически връзки. Ако крайни иконометрични оценки конфронтират с икономическата логика, тогава нещо не се отчита както трябва.

На фигура 11 може да се види, че реално получените европейски капиталови трансфери за страните от СИВ-ЕС за изучавания период са средногодишно в рамките на близо десета от местните инвестиции. България например е получила реално за десетгодишния период инвестиционни субсидии за близо 7 млрд. EUR (8,5% от БООК), а всички страни от СИВ-ЕС – за повече от 180 млрд. EUR (почти 9% от сумарния за всички страни за десетгодишния период БООК). Елементарната икономическа логика не може да допусне, че подобни мащабни реални инвестиционни субсидии не са съдействали за ускоряване на икономическата динамика. Толкова повече, че тези финансови ресурси са целеви, в съответствие с ангажирани оценки на донорите за ефекта от тяхното усвояване за страните бенефициенти. Показателно е, че най-високите темпове на икономически растеж за периода са достигнати през 2015 г. (4,0%) и 2016 г. (3,8%), когато и усвоените капиталови трансфери са най-големи. А ако инвестиционните субсидии действително не са съ-

действали за повишаване на темповете на икономически растеж в страните-бенефициенти, тогава е резонен въпросът къде са се просмукали въпросните капитали. Този тип процеси са достатъчно прозрачни и не съществуват проблеми с тяхното укриване. Безусловно обаче може да се помисли за подобряване на тяхното използване.

Като цяло може да се отсъди, че страните от СИВ-ЕС са получили съществени инвестиционни помощи от ЕС. Повишаването на ефекта от тяхното използване винаги ще стои на дневен ред, толкова повече, че съществуват проблеми с тяхното пълноценно усвояване (Николова 2014).

Глава четвърта

Презгранично изтичане на национален капитал

В настоящата част се прави опит за оценка на презграничното изтичане на национален капитал (ПИНК) за страните от СИВ-ЕС. Тези страни са подбрани с оглед на тяхната сходна икономическа съдба до края на 80-те и началото на 90-те години на миналия век.

Общата величина на ПИНК е сума от три показателя: 1) преки инвестиции в чужбина; 2) портфейлни инвестиции в чужбина; 3) други инвестиции в чужбина. И трите показателя фигурират във „*Финансова сметка*“ на ПБ, активи.

Eurostat все още не предоставя надеждна сравнителна информация за нетните изменения на „*Резервни активи*“ (Брутни валутни резерви) на съответните страни (като елементи на ПБ), които се поддържат преобладаващо като нискорискови инвестиции в чужбина. Това е причината, поради която тяхната величина не се отчита, въпреки че нерядко тя доминира.

4.1. Елементи на капиталовия износ

В таблица 5 е представена информация (в абсолютни измерения) на величината на местни преки инвестиции от страните от СИВ-ЕС в чужбина. Това е първият основен вид задгранична инвестиция. Логично е с времето и с развитието на икономиките на страните от СИВ-ЕС да нарастват преките

им инвестиции в чужбина. Съществува обаче много силна вариация по отделни страни дори и в тази ограничена общност от държави. Особено се откроява Унгария, най-вече през последните години². При Полша 2016 г. е особена, но през останалите години от разглеждания период икономическата логика преобладава. При всички останали държави от представената извадка позитивният тренд на национални преки инвестиции в чужбина като цяло се потвърждава, макар и в различна степен.

Таблица 5

Преки национални инвестиции в чужбина
(млрд. EUR)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
България	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,7	0,1	0,8	0,4	0,7
Естония	1,0	0,9	-1,0	1,0	0,6	0,8	-0,5	0,3	0,6	-0,2
Латвия	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,5	0,1	0,2	0,5	-0,3
Литва	0,4	0,1	0,6	0,3	0,3	0,4	0,3	0,8	0,4	0,8
Полша	4,4	7,1	3,4	1,1	-2,5	5,1	4,4	12,8	3,4	1,6
Румъния	0,0	0,2	0,0	-0,2	0,0	0,2	---	1,1	0,3	1,3
Словакия	1,9	0,9	2,0	-1,0	1,0	0,1	1,3	3,7	1,4	1,4
Унгария	-2,8	-18,6	7,2	6,1	-2,8	7,1	-7,5	61,9	-12,2	-60,5
Чехия	2,4	3,9	1,2	2,5	5,8	3,2	3,4	2,9	8,3	3,7

Източник: Eurostat.

В официалната статистика разбивката на преките инвестиции е по три позиции: 1) дялов капитал; 2) реинвестиране на печалба; 3) дългови инструменти. От посочените три елемента реинвестирането на печалбата е с най-устойчива динамика – деветте страни общо отделят средногодишно по около 6 млрд. EUR за реинвестиране на печалбата. Този елемент се свързва непосредствено с устойчивите преки инвестиции в чужбина от производствен характер – те носят регулярен доход и разширяват дейността си. Преките

² Използваната информация е по данни на Eurostat към началото на 2020 г. Данните за ПБ на Унгария, компилирани от ЦБ на Унгария и достъпни на страницата ѝ в интернет, се различават от тези в Eurostat вероятно поради придържане към различна методология. Данните на БНБ за ПБ на България се покриват с тези на Eurostat.

инвестиции могат да бъдат и в недвижимо имущество, както и във вид на дялов капитал, което предопределя техните вариации. Другите два елемента са обекти на силни колебания, видимо вследствие на инцидентни и неустойчиви вложения. Възможно е да оказват въздействия експериментални проучвателни дейности, които повече опипват вариантни инвестиции и подготвят почвата за по-нататъшна устойчива инвестиционна инвазия.

Вторият основен елемент на задгранични национални инвестиции са „*Портфейлните инвестиции*“ (табл. 6). Тук динамиката е много по-гладка, а и видимо експерименталните инвестиции са значително по-ограничени. В разглеждания период въздействие оказват пределно ниските лихвени проценти на държавните ценни книжа, които не са привлекателни за инвеститорите.

Таблица 6

Национални портфейлни инвестиции в чужбина
(млрд. EUR)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
България	0,6	0,6	0,1	1,5	0,6	0,3	-0,3	0,8	1,8	0,9
Естония	0,5	0,3	-1,0	0,3	0,7	0,6	0,5	2,5	2,8	0,9
Латвия	-0,1	0,3	0,6	0,7	0,5	1,6	2,8	2,1	2,2	-0,7
Литва	0,7	0,2	-0,3	0,2	0,6	0,2	-0,2	2,8	3,3	1,2
Полша	1,0	-0,1	-0,6	0,3	1,6	4,2	10,0	-5,5	1,2	0,4
Румъния	0,1	0,4	0,0	0,5	0,2	0,1	0,3	0,4	0,5	0,4
Словакия	2,8	2,7	1,7	-3,8	0,4	1,5	-0,5	4,4	3,7	4,5
Унгария	0,8	0,3	-1,7	-0,8	-0,4	1,9	0,4	1,0	1,9	-0,1
Чехия	-2,5	-0,5	0,6	1,1	0,1	2,8	2,6	0,8	2,6	-0,4

Източник: Eurostat.

Чувствителни финансови ресурси се поддържат от местни финансови предприятия в страните от СИВ-ЕС в чужбина във вид на портфейлни инвестиции. Това се случва в случаите, когато Министерството на финансите в отделна страна не емитира достатъчни по обем държавни ценни книжа по различни съображения. Например за 2016 – 2018 г. държавният бюджет на

Република България е в превишение на приходите над разходите, т.е. Министерството на финансите на страната се е въздържала да емитира държавни ценни книжа за този период. Местните финансови предприятия обаче акумулират финансови ресурси, които е необходимо да бъдат рационално инвестирани. Така те се принуждават да инвестират свои собствени финансови ресурси в чужбина.

Третият основен елемент на задграничните инвестиции са „Други инвестиции“ (табл. 7). Този елемент обхваща разнообразни инвестиционни варианти. Основна съставка е позицията „Валута и депозити“, която включва поддържането на депозити на местни индивидуални и юридически лица в чужбина. Този елемент формира общо за всички девет страни от СИБ-ЕС за 2016 – 2018 г. близо 45% от „Други инвестиции“. И тук съществува твърде голяма вариация по отделни страни, като в България позицията „Валута и депозити“ формира за същите три години повече от 75% от „Други инвестиции“. Останалата част се формира от други две съставки – „Заеми“ и „Търговски кредити и аванси“.

Таблица 7

Други национални инвестиции в чужбина

(млрд. EUR)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
България	0,6	0,0	0,7	-0,7	1,6	1,1	-1,2	1,9	0,8	1,0
Естония	-0,8	0,8	2,0	1,6	-0,2	1,2	0,4	-1,7	-0,8	0,2
Латвия	0,7	0,6	0,3	0,3	0,0	1,7	-2,6	0,3	0,1	-0,4
Литва	0,5	0,8	0,5	-0,3	0,0	-0,4	5,0	1,0	-0,9	-0,6
Полша	-3,9	3,0	2,7	1,7	1,2	3,1	4,6	2,5	5,7	5,2
Румъния	2,1	-0,1	-0,7	0,1	0,0	1,2	0,9	2,4	3,2	1,8
Словакия	-0,2	-0,8	-1,5	4,2	5,0	3,0	-3,0	-1,6	12,4	2,3
Унгария	0,9	0,9	-2,2	-1,8	-0,8	-0,5	5,4	6,3	1,6	2,7
Чехия	-0,3	3,9	2,1	3,0	3,3	1,5	-2,4	2,0	-0,6	2,6

Източник: Eurostat.

Нерядко местните търговски банки поддържат солидни финансови ресурси в чужбина. Това се случва тогава, когато по една или друга причина банковата система в някоя от страните от СИБ-ЕС не успява да инвестира наличните си ликвидни активи в националната икономика. Например във връзка с икономическите проблеми, които възникват с развитието на зараза-та Covid-19 през март 2020 г., БНБ се разпорежда търговските банки в България да върнат в страната поддържаните от тях финансови авоари в чужбина. В резултат в рамките на две седмици поддържаните от българските търговски банки резерви в БНБ нарасват с близо две трети – от около 10 млрд. лв. на близо 17 млрд. лв.

Известна част от поддържаните местни капитали в чужбина, включени в позиция „Други инвестиции“, са на местни физически лица. По закон не съществуват ограничения за подобен вид инвестиции, те трябва единствено да се декларират по статистически съображения. Проблемът е в това, че по такъв начин изтичат местни капитали със съмнителен (нетрудов) произход. Задължение на държавните органи е да следят и да оценяват произхода и движението на такъв вид капитали, но далеч невинаги това се получава. Показателни остават инцидентно възникващи скандални разкрития, при които се установява, че отделни местни лица и членове на техни семейства поддържат солидни средства с неясен произход в чужбина. Нерядко обаче и необходимата точна информация не се получава поради съхраняване на банковата тайна от страна на авторитетни чуждестранни банки.

Като цяло информацията за ПИНК по отделни периоди (месеци, години) е твърде неустойчива величина, като се наблюдават положителни и отрицателни стойности за показателя (табл. 8). Разпределението на ПИНК не е равномерно и прелива компенсаторно във времето. Показателят зависи от прекалено много фактори, а и се наблюдава определено въздействие на случая. Откроява се например Унгария, при която за периода 2016 – 2018 г. се фиксира изключително висока вариация.

**Презгранично изтичане на национален капитал
(финансова сметка, активи)
(млрд. EUR)**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
България	1,5	1,0	1,1	1,1	2,5	2,1	-1,4	3,4	3,0	2,6
Естония	0,6	2,1	0,1	2,8	1,1	2,6	0,4	1,1	2,6	0,9
Латвия	0,5	0,9	1,0	1,1	0,8	3,8	0,2	2,6	2,8	-1,3
Литва	1,7	1,1	0,8	0,3	0,8	0,3	5,1	4,6	2,8	1,5
Полша	1,5	9,9	5,5	3,1	0,3	12,4	19,0	9,8	10,4	7,2
Румъния	2,3	0,5	-0,6	0,3	0,2	1,6	---	3,9	4,0	3,5
Словакия	4,5	2,9	2,1	-0,5	6,3	4,5	-2,2	6,5	17,5	8,1
Унгария	-1,1	-17,4	3,3	3,5	-4,0	8,5	-1,7	69,2	-8,6	-58,0
Чехия	-0,4	7,4	3,9	6,6	9,2	7,5	3,6	5,7	10,3	5,9

Източник: Eurostat.

За изглаждане на ефектите е възприето времево агрегиране в рамките на последните три години с налични статистически данни, а именно 2016 – 2018 г. Изборът на времевия период се предопределя до известна степен от отсъствието на информация в Eurostat за величината на преките национални инвестиции в чужбина („*Финансова сметка*“, активи) за Румъния за 2015 г.

Изборът на времево агрегиране е подходящ от гледна точка на разграничението между страни от СИВ-ЕС, които все още не са членки на еврозоната, от една страна, и страни от СИВ-ЕС, които са членки на еврозоната, от друга. В първата група са Унгария, Чехия, Полша и Румъния. Втората група включва Словакия (приета в еврозоната през 2009 г.), Естония (2011 г.), Латвия (2014 г.) и Литва (2015 г.). България с 23-годишния си стаж в паричен съвет може да се приеме като своеобразен условен (хипотетичен) член на еврозоната, т.е. тя също се включва към втора група.

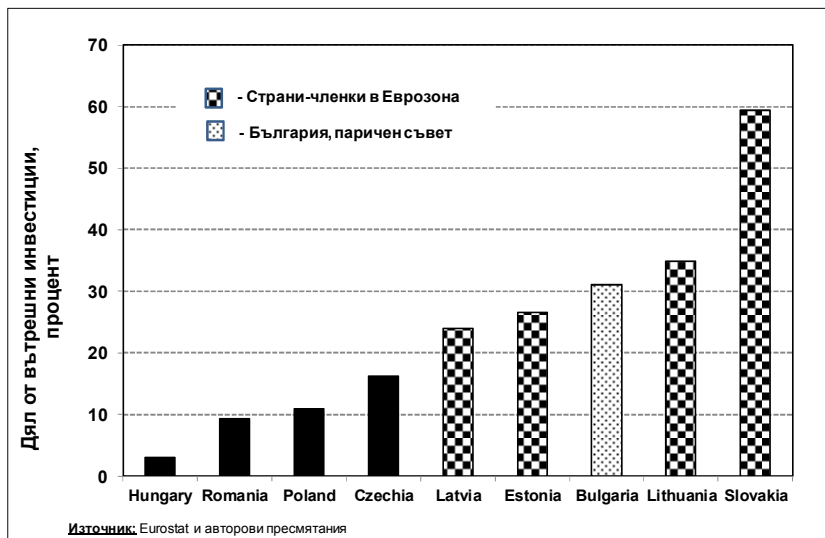
Като агрегирана обобщаваща оценка на интензивността на ПИНК е прието отношението между ПИНК, от една страна, и местните инвестиции,

от друга. Данните за местните инвестиции са почерпени от Eurostat, от статистиката на БВП, по-точно те са „*брuto образуване на основен капитал*“.

4.2. Аналитична оценка

На фигура 13 са представени описаните по-горе статистически оценки. Те са получени като отношение между сумарния ПИНК за периода (2016 – 2018 г.) и сумарните инвестиции за същия период (и двата показателя оценени в EUR от Eurostat).

На фигура 13 ясно се очертава разграничителна линия между двете групи страни от СИБ-ЕС: 1) нечленки на еврозоната; 2) членуващи в еврозоната. При четирите страни от СИБ-ЕС, членки в еврозоната (Словакия, Естония, Латвия и Литва), плюс България относителната величина на ПИНК е чувствително по-високо в сравнение с останалите четири страни (Румъния, Полша, Чехия и Унгария) – примерно три и половина пъти по-голяма.



Фиг. 13. Страни СИБ-ЕС (2016 – 2018 г.)

Дял на изнесени капитали (нето) спрямо инвестиции

Във втората група страни от СИБ-ЕС със значително извисяване се откроява Словакия. Тя е и най-голямата страна в групата (като се изключи

България) и е с най-голям стаж в еврозоната. Специфична за Словакия е 2017 г., когато ПИНК се оценява на 17,5 млрд. EUR, докато през 2016 г. и 2017 г. тя е средно около 7 млрд. EUR. Преобладаващото изтичане на инвестиции в Словакия през 2017 г. е във вид на „*Валута и депозити*“ (11,2 млрд. EUR).

Заслужава да се отбележи, че средногодишният темп на прираст на БВП на човек от населението за посочения тригодишен период за първата група е 4,2%, докато за втората група е 3,7% (по данни на Eurostat и авторски пресмятания). За конкретния период по-интензивното изтичане на национален капитал в страните от еврозоната корелира с по-ниската им икономическа динамика.

Структурата на ПИНК за оценявания период е също показателна. При първата група страни примерно 40% от ПИНК са преки национални инвестиции в чужбина, докато при втората група страни този показател е два пъти по-нисък (около 20%). Преките инвестиции в чужбина предполагат по-високо технологично равнище и са най-доходоносни, докато портфейлните и други инвестиции са определена форма на по-сигурно съхраняване на финансови ресурси.

Включването в еврозоната елиминира определени трансакционни разходи, свързани с валутния обмен, което позволява по-сигурното, безпроблемно и безразходно презгранично движение на капитали. Величината на трансакционните разходи е преди всичко институционален проблем и корелира с качеството на действащите институции (Coase 1994). Приведената информация показва, че при този процес нараства привлекателността на развитите страни за капиталите от по-бедните и изоставащи страни. Задейства се своеобразна капиталова гравитация, която привлича капитали в развитите страни на еврозоната. Икономическите агенти и населението в по-слабо развитите страни от еврозоната насочват капитали и спестявания към много по-добре организирани и предвидими икономики на богатия Запад. Резултатът рефлектира в забавяне на цялостното технологично обновяване на по-бедната източна част на еврозоната.

Изтичането на капитали от развиващите се икономики в източната част на ЕС е свързана и с натрупването на нелегитимни капитали и търсене

на сигурност и прикритие извън действащите законови разпоредби. В България например депозитите на населението и икономическите агенти, като елемент от чуждестранните активи, нарастват от 4 млрд. лв. към края на 2002 г. до 20 млрд. лв. към началото на 2020 г. Особено интензивен е прирастът на посочения показател от 2012 г. (12 млрд. лв.) до 2017 г. (27,5 млрд. лв.), т.е. със средногодишен темп на прираст от 18% при средногодишен темп на прираст на БВП от 2,7%! Немалка част от този прираст може да се обясни със стремеж за бягство от националните данъчни власти.

Като правило инвестиционната доходност в изоставащите страни от Източна Европа е по-висока от тази в развития Запад, но видимо икономическата рационалност отстъпва пред психологическата целесъобразност. Наслоените негативни оценки от близкото минало в страните от СИБ-ЕС дават своя отпечатък при ендегенното инвестиционно поведение на населението и икономическите агенти. Представата за по-високата сигурност и стабилност в развития Запад надделява пред възможността за осигуряване на по-висока доходност в догонващия Изток.

Посочените оценки предоставят основания да се обобщи, че членството в еврозоната не е едностранно печеливша игра за всички участници, както и че не е безусловно универсално изгодно начинание. Резерви при оценките съществуват и не е редно те да се абсолютизират, но при всички условности резултатите изискват професионално осмисляне от страна на макроикономическото управление. Членството в еврозоната отваря врати за икономическа интеграция, но ефектите могат да бъдат разнопосочни, поне на първо време, особено при отчитане на наслоените психологически нагласи.

Крайният извод и препоръка би следвало да се свърже със старателната и целенасочена подготовка на всяка отделна страна за членство в еврозоната, най-вече по отношение на достигането на определена степен на икономическа конвергенция, както и за промяна на негативните ендегенни психологически нагласи на населението. Членството в еврозоната не е равносилно на автоматично черпене на позитивни икономически импулси, особено при драстично несъответствие и дисхармония в достигнатите равнища на икономически стандарти, както и при поддържана резервираност в обществената самооценка.

4.3. Брутни валутни резерви

Основното предназначение на БВР³ на страната е да осигуряват устойчив валутен обменен курс. Те са инструмент на ЦБ, с който тя може да оперира на валутния пазар за постигане на своите цели. Целите на ЦБ са многостранни, тя трябва да следи цялостното икономическо и финансово състояние на страната, да анализира различните видове монетарни управленски въздействия, да оценява техните последици и да предприема съответни управленски действия. Ако БВР са недостатъчни, ЦБ не е в състояние да участва ефективно на валутния пазар и се превръща във фиктивен участник и наблюдател. Такъв беше случаят у нас в средата на 90-те години на миналия век. Обратно, прекалено раздутите БВР означават ненужно замразени национални финансови ресурси, които иначе биха могли да се използват за повишаване на инвестиционната, респ. икономическата активност в страната.

БВР се поддържат основно във два вида финансови инструменти: 1) инвестиции във нискорискови държавни ценни книжа; 2) депозити в сигурни търговски банки (ликвидна част). И при двата случая кредитният рейтинг на съответната приемаща институция трябва да е ААА или (по-изключение) АА. Страните от СИБ-ЕС не отговарят на поставените изисквания за инвестиране на средствата от БВР, така че всички те се инвестират в развитите страни (зад граница) (Георгиев и др. 2017). В първия случай емисиите се отчитат като портфейлни инвестиции, а във втория – като други инвестиции, подпозиция „*Валута и депозити*“.

Информация за БВР на България се съдържа в балансите на управление „*Емисионно*“ на БНБ, по-специално те са активите на баланса на управление „*Емисионно*“. БВР фигурират също в активите на МИП на страната, както и в Аналитичната отчетност на БНБ. В ПБ на страната фигурира информация за промените в БВР, изчистени от валутните колебания.

Настоящата оценка се опитва да съпостави величината на БВР за страните от ЕС. Информацията е от Eurostat. Тя следи и публикува МИП на страните по единна методология. В статистиката на Eurostat липсва пряка оценка на БВР на страните, вероятно поради проблеми, съпътстващи прецизното ѝ отчитане. Въпреки това Eurostat предоставя оценка на нетната финан-

³ Използват се и алтернативни названия, например резервни активи на БНБ.

сова позиция на страните, паралелно с основните ѝ съставки, които са: 1) преки инвестиции; 2) портфейлни инвестиции; 3) финансови деривативи; 4) други инвестиции. Последната съставка на нетната финансова позиция на страната би следвало да е БВР. По-долу тя се пресмята като остатъчна величина. Справката показва, че така оцененият показател съответства на информацията за БВР на България, която се предоставя официално от БНБ.

Като абсолютна величина, БВР сами по себе си не са достатъчно показателни. За междустранова съпоставимост е необходимо подходящо нормиране. Финансово-икономическата наука е установила няколко броя нормирания – спрямо БВП, спрямо краткосрочния държавен дълг, спрямо монетарния агрегат „широки пари“. Най-разпространена остава оценката за частта от ВСНУ, които БВР покриват (във вид на брой месеци или седмици) (Alberola et al. 2015).

В специализираната литература се оценява, че за ефективно изпълнение на функциите си достатъчно е БВР да покриват примерно три месеца ВСНУ. Практиката показва, че при по-ниска величина на измерителя ЦБ се затруднява да постига целите си. Това важи с много по-голяма сила за по-малките и неустойчиви икономики, които са значително по-уязвими от различни по характер спекулативни атаки на валутния пазар. Процесите са по-стабилни и предвидими при мащабни икономики.

ЕС е обединение от две групи икономики: 1) членки на еврозоната; 2) нечленки на еврозоната. Към края на второто десетилетие на XXI в. (2019 г.) девет държави членки на ЕС са извън еврозона (по азбучен ред): България, Великобритания, Дания, Полша, Румъния, Унгария, Хърватия, Чехия и Швеция. За тези страни е възприето названието „*страни членки на ЕС в дерогация*“⁴. През 2020 г. Великобритания напуска ЕС, а Дания и Швеция са страни с особен статут.

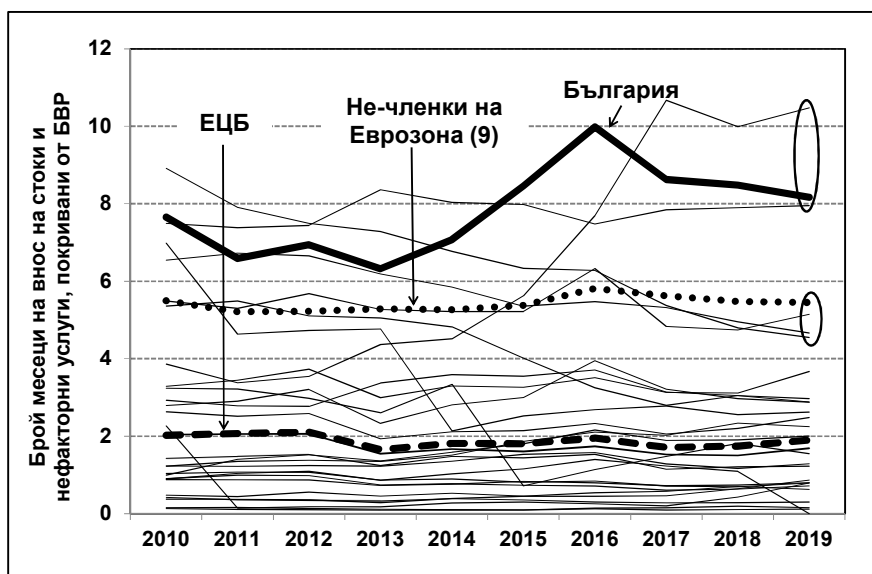
⁴ *Дерогация* е правно понятие, означаващо частична отмяна на определен закон. В актовете, свързани с правото на ЕС, понятието „*дерогация*“ се използва при случаи, когато държава членка на ЕС отлага прилагането на елементи от нормативни актове на ЕС в собствената си правна система или предпочита да не прилага определена клауза от договора си за присъединяване поради вътрешни обстоятелства. В българската правна терминология думата „*дерогация*“ е с установено публичноправно значение, поради което не се употребява в по-общ контекст. Равностойният изказ на български език е „*в отклонение на*“, „*като изключение от*“.

Процесите в двете групи страни по отношение на БВР са различни. ЕЦБ е институцията, която има компетенциите и задължението да поддържа устойчива общата валута (евро), съобразена с текущото финансово-икономическо състояние на общността. В останалите страни националните ЦБ следят, регулират и контролират състоянието на местните валутни пазари.

Съществено е различието в поддържането на БВР в страните от еврозона, от една страна, и в страните нечленки на еврозона, от друга (фиг. 14). ЕЦБ е пестелива спрямо БВР – те покриват по-малко около 2 месеца ВСНУ. При страните нечленки на еврозона състоянието е чувствително по-различно – БВР при тях покриват средно около 5,5 месеца ВСНУ.

При втората група страни се открояват България, Чехия и Хърватия (най-горе на фиг. 14). Особено е състоянието в Чехия, която поддържа БВР с 3,5 месеца покритие на ВСНУ през 2012 г. и в рамките на следващите седем години увеличава БВР четири пъти! Чехия се сблъсква с икономически проблеми през 2012 – 2013 г., когато отбелязва последователно двугодишно свиване на БВП. ЦБ на Чехия възприема политика на поетапно обезценяване на местната валута в стремеж за стимулиране на икономическия растеж, БВП през следващите пет години расте средногодишно с 3,6%, но паралелно с това нарастват и БВР.

Поддържането на БВР не е безплатно удоволствие. Цената ѝ се измерва със степента на разточително използване на национални ресурси. Размерът на БВР е свързан пряко с валутния курс, както и със състоянието на икономиката. Ако местната валута е подценена, тогава пазарното търсене на т.нар. твърда валута е свито, икономиката генерира доходи, част от които се акумулират (замразяват) във вид на БВР. ЦБ инвестира средствата от БВР в безрискови финансово-дългови инструменти (но и с минимална доходност), каквито са държавните ценни книжа на страните с кредитен рейтинг ААА или (евентуално) АА, т.е. на развитите икономики. Така страните с натрупани БВР отделят национални финансови ресурси и финансират икономиките на развитите държави.



Фиг. 14. Брутни валутни резерви на страните от ЕС

Ако ЦБ на Чехия реши да се освободи от част от замразените БВР, тя ще ги предложи на вътрешния валутен пазар. Предлагањето на т.нар. твърда валута ще нарасне и цената ѝ ще падне, т.е. ще се оскъпи местната валута. Икономиката трябва да бъде в състояние да асимилира този валутен шок и да се адаптира към променените конкурентни условия. Вносните стоки ще поевтинят, но износът ще се оскъпи. Ще трябва да нарасне конкурентоспособността на местното производство, а по думите на Хайек (Hayek 1982) конкуренцията е училище за производителите. Финансовата позиция на местното население в международен план ще се подобри, но икономиката ще трябва да заработи по-ефективно. Такава е безкомпромисната логика на социално-икономическия просперитет – благосъстоянието на населението (включително в международен план) расте паралелно с прираста на ефективността и конкурентоспособността на икономиката.

ЕЦБ не се старае да поддържа изкуствено обезценено евро за стимулиране на икономическия растеж, т.е. няма зараза по имитация на китайския монетарен опит. Това не е средство за технологически прогрес. Ако това се случи, то съществува реална опасност за навлизане в цикъл на взаимно обез-

ценяване на световни (твърди) валути с трудно предвидими негативни последиствия. ЕЦБ възприема политика на стимулиране на банковата система и на конкретни икономически сектори в търсене на социално-икономически напредък. Такава е редно да бъде политиката на ЦБ на едно мощно икономическо образование, каквото е еврозоната. Тази политика обяснява донякъде и относително съдържаните темпове на икономически растеж в еврозоната, но и също поставените акценти върху технологичното и кадрово усъвършенстване.

Страните от не-еврозоната не са еднородни. През 2019 г. Великобритания поддържа БВР с около два месеца покритие на ВСНУ, Швеция – около три месеца. Оценките ще се променят след напускането на ЕС от Великобритания. Показателно е, че всички нови страни членки на еврозона от ЦИЕ са в тон с политиката на съдържаност при формирането и поддържането на собствени БВР, включително и при встъпването си в еврозона. А и не би могло да бъде иначе. Включването към еврозона предполага приравняване към доминиращата практика, а и става безсмислено замразяването на крупни национални БВР в условия на членство в еврозона.

Силно изразеното желание на България за включване към еврозоната следва задължително да отчете изказаните съображения. Понякога се счита, че действието на паричен съвет предполага по-високи стойности на БВР, но практиката не потвърждава подобна хипотеза. Не се отчита спецификата на ЕС като икономически и монетарен съюз. Естония се включва към еврозона през 2011 г., а през 2010 г. БВР на страната покриват 2,3 месеца ВСНУ, Литва се включва към еврозона през 2015 г., а през 2014 г. БВР на страната покриват 3,3 месеца ВСНУ, при Латвия годината на включване в еврозона е 2014 г., а през 2013 г. БВР на страната покриват 4,8 месеца ВСНУ.

Пътят към нормализирането на монетарните съотношения минава през гравитацията към реалностите в еврозоната. В конкретния случай тя може да се постигне чрез: 1) по-висока местна инфлация спрямо тази в еврозоната, която да смекчи ценовите дисонанси чрез нарастване на вътрешното парично обращение и регулиране на номиналните монетарни съотношения; 2) чрез оскъпяване на местната валута, при което паричното обращение няма да расте изпреварващо, но ще се постигне същият ефект при номиналните монетарни съотношения. Съществува и трета възможност, която се сблъсква

с правни проблеми, а именно: 3) използване на част от БВП за финансиране на дългосрочни публични инвестиции.

Първата възможност ще обезцени натрупани вече стойности (депозитната маса). Въпросът за избор на конкретен управленски вариант опира до претегляне и съпоставка на различните плюсове и минуси, както и до поемането на политическа отговорност.

Глава пета

Приток на чуждестранен капитал

5.1. Елементи на капиталовия приток

Както и при изтичането на национален капитал, и тук елементите на капиталовия приток са три: 1) ПЧИ в страната; 2) портфейлни чуждестранни инвестиции в страната; 3) други чуждестранни инвестиции в страната.

В таблица 9 са представени ПЧИ за страните от СИБ-ЕС за периода 2009 – 2018 г. Данните варират чувствително през отделните години, въпреки че все пак може да се открият определени тенденции. Със своята характерна трудно обяснима особеност отново се откроява Унгария, най-вече за трите последни години.

Таблица 9

Приток на преки чуждестранни инвестиции (млрд. EUR)

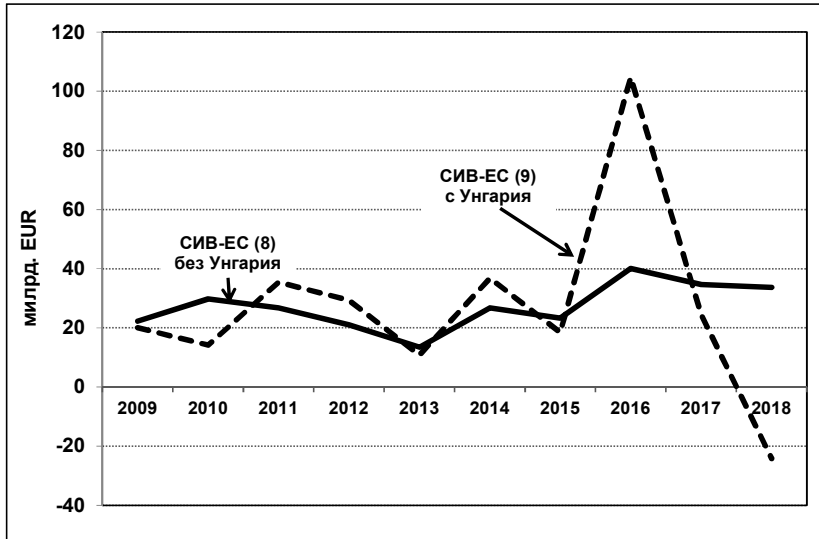
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
България	2,8	1,4	1,5	1,4	1,5	0,8	2,0	1,3	1,8	1,1
Естония	1,3	1,9	0,8	1,4	0,8	1,3	-0,7	0,8	1,5	1,0
Латвия	-0,1	0,4	1,1	0,8	0,7	0,8	0,7	0,3	1,0	0,4
Литва	-0,3	0,8	1,3	0,5	0,5	0,3	0,9	1,2	1,2	1,2
Полша	10,1	13,5	13,3	5,8	0,7	14,8	13,5	16,6	10,2	14,0
Румъния	3,4	2,5	1,7	2,4	2,9	2,9	3,9	5,7	5,2	6,2
Словакия	1,2	1,6	4,0	1,4	0,8	-0,3	1,4	4,3	3,7	2,2
Унгария	-2,2	-15,6	8,7	8,3	-2,7	10,1	-4,8	64,6	-10,1	-57,8
Чехия	3,8	7,7	3,0	7,3	5,5	6,1	1,5	9,8	10,0	7,3

Източник: Eurostat.

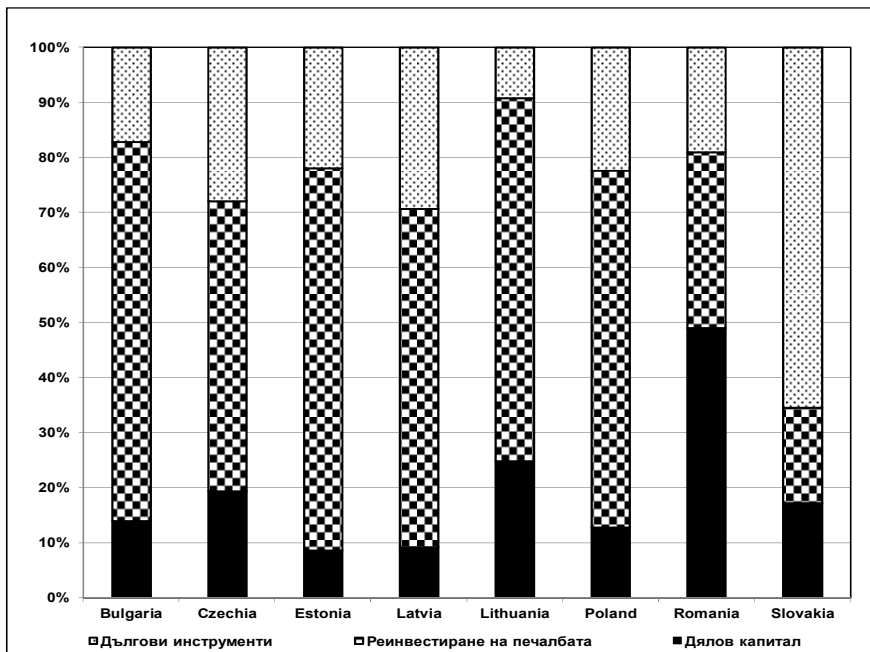
След 2008 г. се наблюдава отдръпване на ПЧИ и стабилизиране по-късно на притока на чуждестранен капитал до 2013 г. Оттам нататък, в следващите 4 – 5 години, се забелязва като цяло ускоряване (фиг. 15). Видимо тези страни (от СИБ-ЕС) предизвикват интереса на чуждестранния инвеститор било с членството си в ЕС, било с притежавания интелектуално-производствен потенциал. Като цяло, в агрегирани оценки, средно около 60% от чуждестранните инвестиции в тези страни са във вид на ПЧИ при немалка вариация между отделните страни.

В структурата на преките чуждестранни инвестиции в страните от СИБ-ЕС за 2016 – 2018 г. доминира реинвестирането на печалбата (фиг. 16). Изключение за указания период (а и традиционно) прави Словакия, т.е. при нея се наблюдава по-неангажирано участие на чуждестранни преки инвеститори.

Практиката показва, че в развитите икономики чуждестранните инвеститори предпочитат все повече да се ангажират с ПЧИ във вид на дългови инструменти. В Германия например преките инвестиции във вид на дългови инструменти формират повече от три четвърти от ПЧИ за 2016 – 2018 г. При добре и прозрачно функциониращи капиталови пазари инвестирането във вид на дългови инструменти става все по-привлекателно. Относително ниският дял на дългови инструменти в ПЧИ за страните от СИБ-ЕС означава, че преценката на чуждестранните инвеститори за качеството на местните капиталови пазари все още е прекалено въздържана. Случаят със Словакия и участие на дългови инструменти в ПЧИ от две трети (фиг. 16) е феномен от последните години и може да се приеме като изключение, отколкото като правило, толкова повече, че за петте години след кризата от 2008 г. (2009 – 2013 т.) делът на дългови инструменти в ПЧИ е около една четвърт.



Фиг. 15. Преките чуждестранни инвестиции в страните СИБ-ЕС



Фиг. 16. Структура на преките чуждестранни инвестиции в страните СИБ-ЕС (без Унгария) (2016 – 2018 г.)

Таблица 10

Приток на чуждестранни портфейлни инвестиции
(млрд. EUR)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
България	0,0	-0,1	-0,3	0,6	0,5	1,5	0,3	1,4	-0,9	-0,6
Естония	-1,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0
Латвия	0,0	0,0	0,2	1,7	0,3	1,7	0,1	0,9	0,0	0,6
Литва	1,6	1,8	1,0	1,2	-0,8	1,3	-0,1	-0,6	1,7	-0,5
Полша	11,3	21,8	11,7	15,6	1,8	2,4	7,1	-2,2	5,4	-3,3
Румъния	0,7	1,2	1,7	4,0	5,6	3,0	0,3	1,3	3,5	3,3
Словакия	1,0	3,9	1,5	4,5	6,9	3,3	-2,4	0,4	2,8	0,7
Унгария	-2,9	0,1	4,8	0,8	2,7	-1,3	-5,2	-3,8	-1,9	0,1
Чехия	3,6	5,5	0,8	3,2	3,6	-0,5	8,7	7,1	12,4	-1,3

Източник: Eurostat.

Таблица 11

Приток на чуждестранни други инвестиции
(млрд. EUR)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
България	0,6	-1,2	-1,2	0,3	-0,9	1,1	-3,5	-0,3	-0,3	0,3
Естония	-0,6	-1,5	-1,9	0,8	-0,4	1,0	0,1	-0,1	0,1	-0,5
Латвия	-0,9	0,5	-1,2	-0,8	-0,2	0,7	-0,6	0,9	1,8	-3,1
Литва	-2,1	-1,8	-0,2	-1,8	-0,1	-0,8	2,1	5,2	0,6	0,9
Полша	5,9	9,8	5,0	-2,8	2,6	0,3	-2,2	14,6	-11,0	-0,1
Румъния	6,1	5,8	1,7	-3,9	-7,9	-8,8	-4,9	-3,4	-1,2	-1,5
Словакия	3,8	0,0	0,4	-6,7	-0,4	2,7	-0,3	3,7	14,2	8,6
Унгария	10,0	-0,6	-6,0	-13,7	-9,7	-3,6	-3,8	-1,1	0,6	1,4
Чехия	-2,6	1,0	2,5	-1,6	4,3	2,0	-0,3	5,8	29,1	0,8

Източник: Eurostat.

В таблица 10 са представени чуждестранните портфейлни инвестиции, а в таблица 11 – чуждестранните други инвестиции в страните от СИБ-ЕС. Като цяло тяхната агрегирана оценка е примерно два и половина пъти по-

малка от ПЧИ. Голямата част от тях са инцидентни вложения, зависещи от случая, но не безинтересни за икономиката. Тяхната волатилност зависи във висока степен от състоянието на макроикономическите фактори в страните приемници⁵. Като допълнение изследвания показват, че привлекателността на портфейлните инвестиции спрямо ПЧИ корелира със степента на икономическо развитие на страната приемник – при страни с относително висока степен на икономическо развитие дейността на чуждестранните преки инвеститори се затруднява поради голямата конкурентоспособност на местните производители, а портфейлните инвестиции повишават своята сигурност (Goldstein, Razin 2005).

Таблица 12

**Приток на чуждестранни капитали
(финансова сметка, пасиви)
(млрд. EUR)**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
България	3,4	0,1	0,0	2,3	1,2	3,4	-1,3	2,4	0,6	0,8
Естония	-0,3	0,4	-0,9	2,3	0,6	2,4	-0,6	0,7	1,8	0,5
Латвия	-1,0	0,8	0,1	1,7	0,8	3,1	0,2	2,2	2,8	-2,1
Литва	-0,8	0,8	2,2	-0,1	-0,4	0,8	2,9	5,8	3,5	1,6
Полша	27,3	45,2	30,0	18,6	5,1	17,5	18,4	29,0	4,6	10,6
Румъния	10,1	9,5	5,1	2,4	0,7	-2,9	-0,7	3,6	7,5	8,0
Словакия	6,1	5,5	5,9	-0,8	7,3	5,7	-1,3	8,4	20,7	11,5
Унгария	5,0	-16,1	7,4	-4,6	-9,8	5,1	-13,9	59,7	-11,3	-56,3
Чехия	4,8	14,2	6,3	9,0	13,4	7,6	10,0	22,7	51,5	6,8

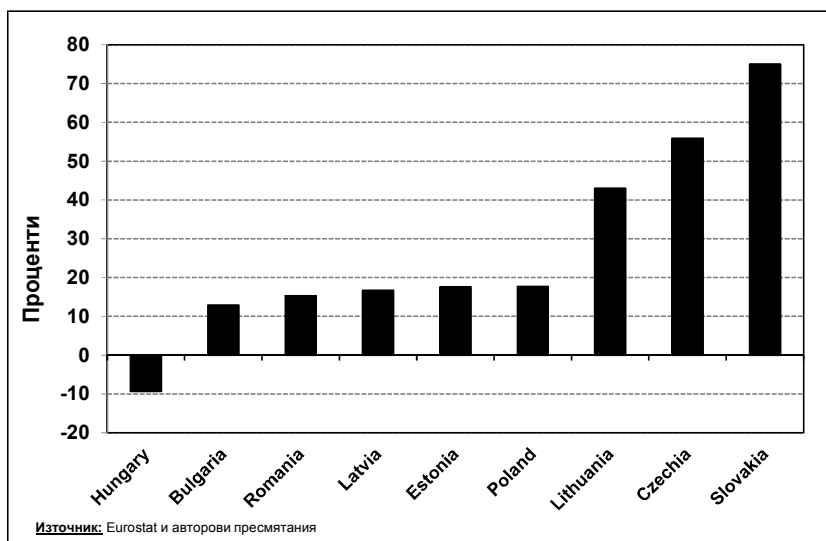
Източник: Eurostat.

⁵ Подобна зависимост се установява за страните от Югоизточна Азия (Waqas, Y., S. Hasmi, M. Nazir. Macroeconomic Factors and Foreign Portfolio Investment Volatility: A Case of South Asian Countries. // Future Business Journal, Vol. 1, №1 – 2, December 2015, pp. 65 – 74).

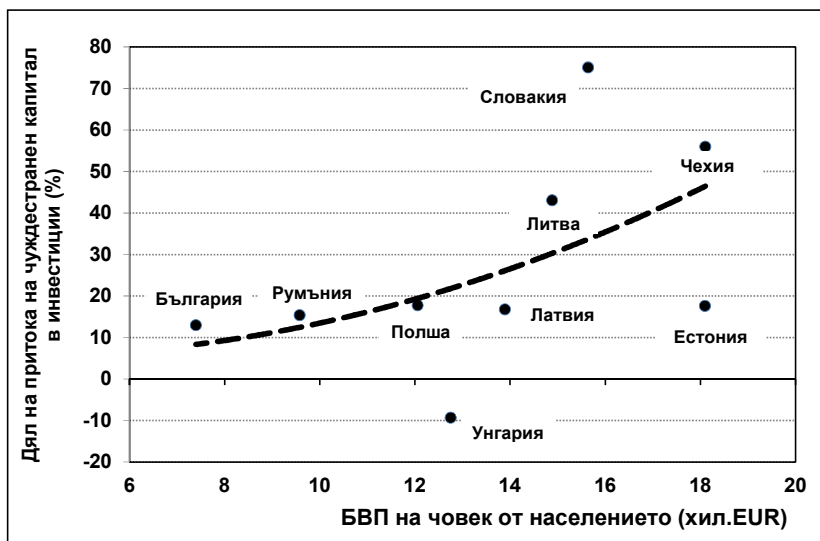
Като цяло сумарният приток на чуждестранен капитал в страните от СИБ-ЕС е представен на таблица 12. Както и при изтичането на национален капитал, и тук данните по години варират чувствително, като е трудно да се открие ясно изразен тренд. Волатилността на чуждестранния капитал, който се инвестира в развиващите се страни, е забелязана от немалко изследователи (Towards ... 2011). Безусловно абсолютните оценки следва да се нормират по подходящ начин, така че да се открие относителната статистическа тежест на притока на чуждестранен капитал за стимулиране на икономическото развитие. Както и при оценката на изтичането на национален капитал в чужбина, притокът на чуждестранен капитал е съотнесен към националните инвестиции при агрегиране за 2016 – 2018 г.

5.2. Аналитична оценка

На фигура 17 е представено отношението между приток на чуждестранен капитал (всичко) спрямо вътрешните инвестиции за периода 2016 – 2018 г.



**Фиг. 17. Страни СИБ-ЕС (2016 – 2018 г.):
Дял на притока на капитали (нето) спрямо инвестиции**



**Фиг. 18. Страни СИВ-ЕС (2016 – 2018 г.):
Приток на чуждестранен капитал и БВП на човек от населението**

Логиката на данните от фигура 17 е напълно различна от тази на данните от фигура 13. Привлекателността на отделните страни за чуждестранния капитал зависи изцяло от текущото състояние на конкретната икономика, от възможностите ѝ за ускорена икономическа динамика, респ. за осигуряване на предвидими и приемливи равнища на възвръщаемост. Не на последно място е оценката за състоянието на бизнес средата в приемащата страна (Михайлова 2019). На този проблем като правило макроикономическото управление не отдава необходимото внимание, тъй като се преценява, че той засяга преди всичко и най-вече вътрешни за страната взаимоотношения, които могат да бъдат пожертвани за сметка на по-важни текущи решения. Еврозоната не осигурява предимство за привличане на чуждестранен капитал. Относителната величина на притока на чуждестранен капитал следва да се оцени като сравнително въздържана – изследване на UNDP показва, че за докризисния период (годините преди 2010 г.) средният дял на FDI в икономиките в преход е над една четвърт от вътрешните инвестиции (Towards ... 2011). Показателно е, че при пет от деветте страни от СИВ-ЕС

(България, Румъния, Полша, Латвия и Естония) делът на притока на чуждестранен капитал в местните инвестиции за 2016 – 2018 г. е в рамките на 15 – 20%, въпреки че страните са достатъчно различни – две от тях (Латвия и Естония) са членки на еврозоната, България е в паричен съвет, т.е. споделя предимствата и недостатъците на еврозоната, а Румъния и Полша нямат намерение да се присъединят към еврозоната в обозримо бъдеще.

Разположението на страните на фигура 18 показва също, че не са оправдани широко разпространените очаквания, че ниското заплащане на труд в отделни държави ще повиши привлекателността на чуждестранния капитал. Конфигурацията на страните на фигура 18 показва, че достигнатото в отделните страни равнище на икономически растеж, измерено чрез БВП на човек от населението, оказва положително въздействие върху решението на чуждестранните инвеститори, при това инвестиционният интерес нараства експоненциално спрямо БВП на човек от населението. До сходен извод достига и Сидикуи (Siddiqui 2015), изучавайки притока на чуждестранен капитал в развиващите се страни. В по-ранно изследване Петранов показва, че съществува определена корелация между вътрешни инвестиции в предишни години, от една страна, и текущи ПЧИ в България (Petranov 2003), от друга. Подобна констатация подкрепя извода, че ПЧИ се насочват с предимство към страни с доказана устойчива текуща икономическа динамика.

Чуждестранният капитал е търсен и желан за всички развиващи се страни. Той обаче не е безплатно благо. ПЧИ са с дългосрочен замисъл и са слабо ликвидни, но не така стои въпросът с портфейлните, както и с другите инвестиции. Дори и привличането на ПЧИ следва да е подчинено на изисквания за стабилността на националната икономика. Проблемът се разбира на равнище ЕС, поради което се препоръчва и настоява за т.нар. скрининг на ПЧИ (Foreign ... 2019). Наблюдаваната и характерна волатилност на чуждестранни инвестиции е противоположна за устойчиви финанси. Притокът на чуждестранен капитал ускорява икономическото развитие, но оттеглянето им въздейства негативно.

Причините за волатилността на една съществена част от притока на чуждестранен капитал са разнопосочни и разностранни. Безусловно е влиянието на глобализацията и на либерализацията на ПБ (Младенова 2015).

Съществено е въздействието на икономическото състояние в страните донори, но много по-решаващ е характерът на ендогенните икономически процеси в страната – приемник на ПЧИ. Съчетанието на добре премерените вътрешни макроикономически мерки, от една страна, и съблюдаването на възможните екзогенни икономически въздействия, от друга, са решаващи фактори за икономическия просперитет (Desai 2003). Не са редки случаите, когато вътрешното макроикономическо управление не отчита в достатъчна степен последствията (нерядко косвени) на едни или други решения върху поведението на чуждестранните инвеститори. В крайна сметка всичко се пречупва през вътрешната система за управление на икономиката. Рей (Ray 2008) достига до извода, че в икономиката нищо не е истински екзогенно, а на политиката трябва да се гледа като на средство за преминаване на икономиката от едно равновесие в друго.

Чуждестранният капитал съдейства за икономическо сближаване на отделните страни, но то не се получава безусловно. Конвергенцията между развитите и по-малко развитите страни не е автоматична, а изисква подходяща социална и политическа инфраструктура (Gilpin 2001). Лийг (Legge 2016) дори извежда, че икономическите кризи по същество са ендогенни и не би било редно да се свържат и да се оправдават с нещо случващо се извън границите на страната и изразяващо се на неблагоприятно от ендогенна гледна точка поведение на чуждестранните инвеститори. Аналогична е и неокласическата постановка за ендогенния икономически растеж. Новата теория за икономически растеж, която се свързва с постиженията на Ромер, акцентира върху предприемачеството, знанието, иновациите и технологиите и отхвърля популярната теза, че икономическият растеж се предопределя от външни, неконтролируеми сили (Economic ... 2018).

Трудно предвидимите обрати в поведението на чуждестранните инвеститори следва да се имат предвид и да се отчитат своевременно. В България например чуждестранните депозити като елемент от чуждестранните пасиви на паричния отчет са около 1,4 млрд. лв. към края на 2003 г., достигат максимума си от 19 млрд. лв. в края на 2008 г. (средногодишен прираст за периода от повече от две трети!) и намаляват до 6,5 млрд. лв. към края на 2019 г. Отдръпването на чуждестранния капитал корелира с кризата от 2008 г., но

то безусловно засилва негативните и потискащи ефекти върху българската икономика.

Привличането и задържането на по-ликвидните чуждестранни инвестиции във вид на портфейлни инвестиции се свързва с действието на местния капиталов пазар. Всякакви признаци за непрозрачност и възможни манипулации на капиталовия пазар отблъскват инвеститора или го карат да опитва също различни манипулативни схеми при запазена възможност за временно бягство без грижа за вероятните последици.

Държавният бюджет също има отношение към използването на чуждестранен капитал. Въпросът опира до интелигентното планиране и изпълнение на бюджетните разходи и по-специално – до възможностите и източниците за финансиране на държавните капиталови разходи. Той е актуален и е винаги елемент от финансовия дневен ред на правителството.

Формално възможностите са две: 1) финансиране в рамките на събраните приходи в консолидирания държавен бюджет, т.е. в съответствие със системата *pay-as-you-go*; 2) финансиране чрез емисии на нов държавен дълг.

Мъсгрейв (Buchanan, Musgrave 2000) препоръчва всички разходи в държавния бюджет, които не са капиталови, да се финансират в рамките на събраните приходи. Не е справедливо към бъдещите поколения те да се натоварват с изплащане на текущите разходи на минали поколения. Що се касае до капиталовите разходи Мъсгрейв е на мнение, че икономическата логика оправдава финансирането на дългосрочните държавни капиталови разходи чрез емитиране на нов държавен дълг. Съществува дори т.нар. *златно правило за държавния дълг* (формулиран и въведен от бившия министър на финансите на Обединеното кралство Г. Браун, 1997 – 2007) – да се емитира държавен дълг само за финансиране на публични инвестиции, а не за текущи разходи! Обяснението е в реалната полза на дългосрочните публични инвестиционни проекти за бъдещите поколения. Остава открит въпросът за характера на това, което се етиkira като капиталови разходи. Тяхното финансиране чрез нови дългови емисии е оправдано единствено тогава, когато те са с категорично изразени дългосрочни ангажименти.

Това, което представлява интерес от гледна точка на разпределението на държавния дълг, е доколко той се използва за финансиране на дългосроч-

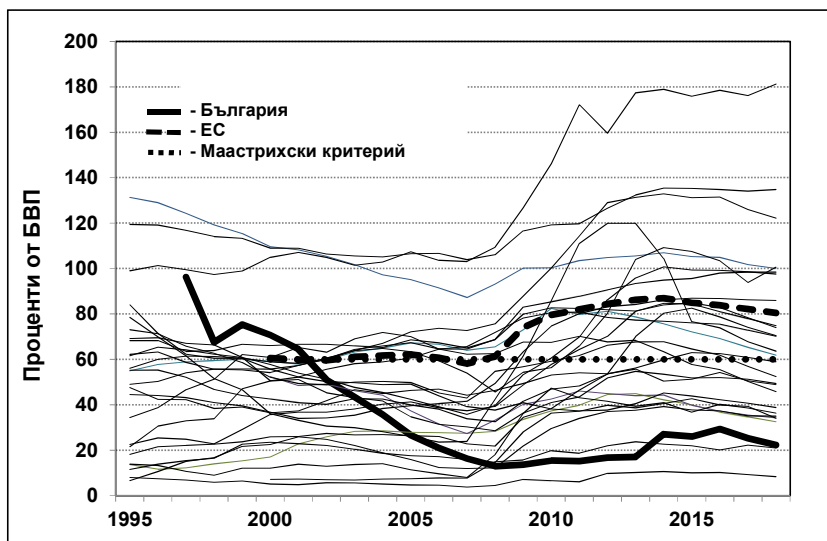
ни капиталови разходи. Признати световни специалисти въз основа на икономическата логика и рационалност оправдават финансирането на дългосрочни държавни инвестиции чрез емисии на нов държавен дълг.

Макроикономическото управление е редно да прилага политика както за привличане на чуждестранни инвеститори, така и за тяхното задържане в страната (Christova-Balkanska 2018). От съществено значение е структурата на привлечените чуждестранни инвестиции. Мерките безусловно следва да са икономически, а не административни. Трябва да съществува ясното разбиране, че ендогенните интереси на конкретното макроикономическо управление се преплитат с интересите на чуждестранните инвеститори, които далеч невинаги са еднопосочни със стремежите на макроикономическия елит.

5.3. Съвременният държавен дълг на България

Притокът на чуждестранен капитал корелира и със степента на държавно задлъжняване (величина на държавния дълг) на страната. Привличането на чуждестранен капитал във вид на държавен дълг фигурира в две подпозиции на „*Финансова сметка – пасиви*“ на ПБ. Ако емитираният държавен дълг е във вид на пласирани държавни ценни книжа на МКП, тогава привлеченият капитал фигурира в подпозиция „*Портфейлни инвестиции*“ на позиция „*Финансова сметка – пасиви*“ на ПБ. Ако държавният дълг е във вид на ползван заем или емитиран кредит, тогава той фигурира в подпозиция „*Други инвестиции*“ на позиция „*Финансова сметка – пасиви*“ на ПБ.

На фигура 19 е представена динамиката на държавния дълг на страните от ЕС (по данни на Eurostat).



Фиг. 19. Държавен дълг на страните от ЕС

България стартира през 1997 г. с равнище на държавен дълг, съпоставимо с равнището на БВП. През следващите десетина години, характерни със строга бюджетна дисциплина, държавният дълг спада до рекордно ниските 13% от БВП (2008 г.).

До 2008 г. в страните от ЕС се наблюдава стремеж за придържане към Маастрихските критерии за равнището на държавния дълг (60% от БВП), изискуемо за членство в еврозоната. Изключения формират няколко „трудни“ държави (Белгия, Италия, Гърция, Португалия), а към тях се включва и Германия, при която обединението с източните провинции създава икономически затруднения. Като цяло средното държавно дългово натоварване в ЕС съответства на изискуемото.

Кризата от 2008 г. променя съществено статуквото. Почти повсеместно (с малки изключения) страните членки на ЕС емитират нови държавни задължения за посрещане на възникналите икономически трудности. Средното равнище на държавно дългово натоварване в ЕС се покачва до над 80% от БВП и се задържа устойчиво за следващите десетина години.

Българският държавен дълг не реагира на стартиралите през 2008 г. икономически трудности. Едва през 2014 г. държавният дълг се повишава до

27% от БВП и повишението е свързано с фалита на КТБ. Оттам нататък отново надделява тенденцията на намаляване на държавното дългово натоварване до 22,3% от БВП през 2018 г.

В действителност държавното дългово натоварване на България е много по-ниско предвид поддържането на фискален резерв от повече от 10 млрд. лв. Ако към тях се прибавят брутните международни валутни резерви за около 50 млрд. лв. (които включват фискалния резерв), то към началото на 2020 г. България като държава финансира външния свят (развитите икономики) нетно с повече от 25 млрд. лв., т.е. с близо една четвърт от БВП!

В актуализирания държавен бюджет (ДВ, №34, 09.04.2020) се допуска максималният размер на държавния дълг за 2020 г. да не надвишава 31,5 млрд. лв., което вероятно ще повиши относителното държавно дългово натоварване до около 30% от БВП. Същевременно средното равнище на държавно дългово натоварване в ЕС ще превиши 85% от БВП.

Най-вероятно ЕС и еврозоната няма да съумеят да изчистят натрупаните държавни дългове. Обединена Европа обаче притежава достатъчно икономическа мощ и възможности, за да се справи с проблема. Държавните дългове ще бъдат прехвърляни в средносрочна и дългосрочна перспектива чрез съществуващи и познати финансови техники – мостови и търкалящи се заеми и др. под. Съществена помощ ще окаже допуснатата и контролирана от ЕЦБ инфлация. Тя ще повиши номиналните величини, ще обезцени натрупани вече стойности и ще облагодетелства кредитополучателите. Номиналният размер на дълга ще продължава да расте, но относителното му равнище (спрямо БВП) ще намалява.

При действаща обща валута (евро) всички страни членки на еврозона посрещат затрудненията солидарно. Такъв беше случаят с нашата съседка Гърция, в която вирееше неприкрито местно негодувание към изискванията на ЕС и ЕЦБ, но не се чу дори и плах глас за напускане на еврозоната и ЕС. Ще се задейства феноменът на скачените съдове – дисциплинираните държави ще поемат част от затрудненията на недисциплинираните държави. Подобен тип преливане на ефекти е неизбежно и ще се извършва по явни и неявни канали.

Ако всички страни имат еднакво дългово натоварване, всички те ще поемат относително сравним ущърб. Това обяснява и стремежът на страните

от еврозоната да не изостават с емисиите на държавен дълг от общата членска маса след 2008 г. (фиг. 19).

Ако обаче някоя от държавите членки на еврозона е прекалено дисциплинирана (твърде нисък държавен дълг), тя ще трябва да понесе тежестта на обезценяването на валутата, при все че вече ще е загубила от неизползване на дългов ресурс, довел до обезценката.

Такъв е случаят *de facto* с България. Поради поддържането на паричния си съвет България ще трябва да изконсумира инфлацията в еврозона дори с надбавка (поради продължителното си ценово изоставане), ще преживее обезценката на натрупани вече национални стойности, но няма да е използвала ресурси за развитието на публичните си услуги.

Безусловно емисиите на държавен дълг не трябва да бъдат безкритични. Ако привлечени дългови ресурси се използват за амбициозни, но зле обмислени мегапроекти (АЕЦ „Белене“, Завод за тежко машиностроене – Радомир и др. под.), последствията ще бъдат драматични. Също както и ако емисии на държавен дълг се използват за текущи разходи и за криво разбирано социално подпомагане. Финансови изследвания сочат, че при такъв тип неупремерно държавно задлъжняване регулярното обслужване на държавния дълг поставя трудно разрешими проблеми още при 40% равнище спрямо БВП (Reinhart, Rogoff 2009). Съвременната практика обаче познава редица случаи (САЩ, Япония), при които държавният дълг превишава чувствително БВП, но се обслужва безпроблемно и регулярно.

При изпълнението на всички мащабни инвестиционни проекти се привличат финансови ресурси, откъдето е възможно и колкото се може поизгодно. Проблемът не е в емитирането на държавен дълг, а в начина на неговото използване. Държавният дълг може да бъде мощен инструмент за обществено-икономическо развитие, при условие че се управлява интелигентно. Толкова повече в условията на монетарен съюз. Изоставането на дълговото натоварване от общото равнище в монетарния съюз (еврозоната) е равносилно на фактическо финансово подпомагане на недисциплинираните държави в съюза. Самоцелният отказ от използване на финансови ресурси във вид на държавен дълг за финансиране на дългосрочни публични инвестиционни проекти (преди всичко и най-вече инфраструктура – физическа,

здравна, образователна, културна, спортна) действа като спирачка за обществено-икономическия прогрес.

Заклучение

Презграничното движение на финансови ресурси е функция от много променливи. Въздействията се формират както по линия на страната, която приема или изнася капитали и/или текущи и капиталови трансфери, така и от обкръжаващата външна финансово-икономическа среда. Инвеститорите са чувствителна финансово-икономическа прослойка, която действа в съответствие с основната неокласическа доктрина за максимизиране на печалбата от дейността си. Този тип инвеститори нямат разписани ангажименти с кореспондиращата страна, както и не са носители на скрупубли по отношение на страничните съпътстващи последствия от дейността си. Като правило те се придържат към мобилност и ликвидност в инвестиционните си стратегии. Проспериращите икономики са притегателни за инвеститорите, макар че много по-голяма нужда от наличност на капитали имат значително по-слабо развитите икономики.

Страните от СИБ-ЕС формират своеобразен втори ешелон в ЕС. Те се присъединяват към ЕС с изостанали в технологично и организационно отношение икономики. Желанието на всички тези страни е да се интегрират колкото се може по-бързо и по-качествено към основното ядро икономики на ЕС. Икономическото им развитие обаче не е равностойно. Проследяването на динамиката на основен икономически индикатор (БВП на човек от населението) демонстрира разнообразието на техните постижения. Всички те стартират своето съжителство в ЕС при авторитарни икономики, но превключват шоково към либерализиран ПБ както по линия на текущата сметка, така и по линия на капиталовата и финансовата сметка. Пътят е известен, но все пак рисков и трудно предсказуем. Примерно декада и половина по-късно можем да преценим, че адаптацията е успешна, макар и все още далеч не в желаната форма.

Презграничните капиталово-финансови потоци в страните от СИБ-ЕС са неравномерни във времето и трудно се поддават на приемливо по качество прогнозиране. Вариацията на презграничното движение на капиталово-финансови потоци дори и за относително кратък времеви период е смуща-

ващо висока (табл. 13). Този факт сам по себе си е достатъчно показателен за силата на факторите, които променят презграничната атрактивност за капиталите. Степента на устойчивост на презграничните финансови потоци до голяма степен е допълнителен пазарен показател (паралелно с динамиката на пазарните лихвени проценти) за капиталовия рейтинг на страните.

Таблица 13

Коефициенти на вариация (2010 – 2018 г.)

(проценти)

	Изтичане на капитали	Приток на капитали
България	85	133
Естония	68	145
Латвия	115	153
Литва	95	103
Полша	63	66
Румъния	110	114
Словакия	115	94
Унгария	-5721	-683
Чехия	32	92

Редно е да се подчертаят и неикономически въздействия, които се смесват с икономически предпоставки. Нерядко чисто психологически причини формират или променят първоначални намерения на инвеститорите. Наслоени подозрения също често играят съществена роля. Неубедителна макроикономическа ендегенна политика оставя отпечатък върху настроението на инвеститорите.

В таблица 13 прави впечатление относително по-малката вариация на изтичането на капитали в сравнение с притока на капитали. Това е особеност, с която макроикономическото управление следва задължително да се съобразява. По различни причини желанието на местните за страните от СИБ-ЕС инвеститори да напуснат националните граници се оказва не по-малко, а и значително по-последователно, от това на външните за региона инвеститори да инвестират в региона. Нерядко задграничните инвестиции от страните от СИБ-ЕС се подчиняват не на финансово-икономическата възв-

ръщаемост, отколкото на желанието за бягство от страната домакин. Има дори основания да се преценява, че ЦИЕ като подрегион на ЕС започва да се оформя като нетен инвеститор на развитите икономики, което звучи като финансово-икономически парадокс. Въпросът опира отново до качеството на ендогенното макроикономическо управление.

Съществено влияние както върху презграничния приток на финансови ресурси, така и върху обратната реакция спрямо ендогенните национални процеси оказва това, което в специализираната литература се нарича финансиализация. В съответствие с възприета в литературата дефиниция финансиализацията е феномен, при който финансовите пазари, финансовите институции и финансовите елити придобиват значително по-голямо значение върху формирането на икономическата политика и икономическите резултати (Palley 2007). Финансиализацията преструктурира функционирането на икономическата система както на макро-, така и на микроравнище. Това предопределя интереса и задължението на ендогенното макроикономическо управление върху регулирането и контролирането на презграничните финансови потоци.

За ендогенното макроикономическо управление е съществено предвиждането на презграничните потоци, доколкото те са значими по обем и въздействат на вътрешното икономическо развитие. Притокът на външен капитал е желан, особено и най-вече във вид на преки инвестиции, доколкото като правило той е носител на технологични и организационни иновации. Паралелно с това обаче следва да се отчитат и възможностите за неподвижни негативни ефекти.

Използвана литература

1. Български превод: Нобелова награда за постижения в областта на икономическите науки за 2018 г. // Икономическа мисъл, №6, 2018, с. 98 – 152. (Economic Growth, Technological Change and Climate Change. The Committee for the Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel. The Royal Swedish Academy of Science, 8th October 2018).
2. **Георгиев, Л., Ст. Вачков, Н. Вълканов, А. Ямболов.** Конкурентност и стабилност на банковата система в България. Варна: Наука и икономи-

- ка, 2017. (**Georgiev, L., St. Vachkov, N. Valkanov, A. Yambolov.** Konkurentnost i stabilnost na bankovata sistema. Varna: Nauka i ikonomika, 2017).
3. Държавен дълг, декември 2014 г. София: МФ. (Darjaven dalg, December 2014, Ministry of Finance, Sofia).
 4. **Михайлова, Св.** Анализ и оценка на политиката към преките чуждестранни инвестиции в България в периода 1990 – 2018 г. // Диалог, №1, 2019. (**Mihailova, Sv.** Analiz i otsenka na politikata kam kam prekite chuzdestranni investizii v Bulgaria v perioda 1990 – 2018. // Dialog, №1, 2019.)
 5. **Младенова, З.** Глобализацията на икономиката и новата парадигма на развитието. Варна: Наука и икономика, 2015. (**Mladenova, Z.** Globalizatsijata na ikonomikata i novata paradigm na razvitiето. Varna: Nauka i ikonomika, 2015.)
 6. **Николова, Д.** Доколко ефективни са европейските структурни и кохезионни фондове? // Социологически проблеми, №1 – 2, 2017, с. 101 – 118. (**Nikolova, D.** Dokolko efektivni sa evropejskite strukturni i kohezionni fondove? // Sotsiologicheski problemi, №1 – 2, 2017, pp. 101 – 118.)
 7. **Николова, И.** Усвояване и контрол на средствата от Европейския съюз. // Годишник на департамент „Публична администрация“, НБУ, 2014, с. 1 – 43. (**Nikolova, I.** Usvojavane i control na sredstvata ot Evropejskija souz. Godishnik na department „Publichna administratsija”, NBU, pp. 1 – 43).
 8. **Alberola, E., A. Erce, J. Serena.** International Reserves and Gross Capital Flow Dynamics. // BIS WP, №512, September 2015.
 9. **Buchanan, J., R. Musgrave.** Public Finance and Public Choice: Two Contrasting Visions of the State. Cambridge, London: The MIT Press, 2000.
 10. **Christova-Balkanska, I.** Changes in international trade and investments after the global financial crisis. // Economic Studies Journal, Vol. 27, №6, 2018, pp. 85 – 94.
 11. **Coase, R.** Essays on Economics and Economists. Chicago, London: The University of Chicago Press, 1994.
 12. Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability. // IMF, Public Information Notice, №00/37, May 19, 2000.

13. **Desai, P.** Financial Crisis, Contagion, and Containment. Princeton, Oxford: Princeton University Press, 2003.
14. **Durova, K.** Impact of the Funds of the European Union on the Short-term Economic Growth in the Countries from Central and Eastern Europe. // *Ikonomicheski i sotsialni alternativi*, №1, 2018, pp. 90 – 102.
15. Foreign Direct Investment in the EU. Commission Staff Working Document. Brussels, 13.3.2019, SWD (2019), 108 final.
16. **Gilpin, R.** Global Political Economy. Understanding the International Economic Order. Princeton: Princeton University Press, 2001.
17. **Goldstein, I., A. Razin.** Foreign Direct Investment vs. Foreign Portfolio Investment. // NBER WP, №11047, Jan 2005.
18. **Hayek, Fr.** Law, Legislation and Liberty. A new statement of the liberal principles of justice and political economy. Routledge, 1982.
19. **Legge, J.** Economics Versus Reality. New Brunswick, London: Transaction Publishers, 2016.
20. **Mintchev, V., G. Shopov, I. Kaltchev, V. Boshnakov.** Migration of Bulgarian Population – Characteristics and Relations to the Regional Socio-economic Disparities. // *Ikonomicheski Izsledvania*, January 2016, Vol. 25, №5: pp. 45 – 78.
21. **Palley, T.** Financialization: What It Is and Why It Matters. // WP, №525, The Levy Economics Institute, Annandale-on-Hudson, NY 12504 – 5000, 2007.
22. **Petranov, St.** Foreign Direct Investments to Bulgaria. // Agency for Economic Analysis and Forecasting, Working Paper Series, 2003.
23. **Ray, D.** What's New in Development Economics. In: **Szenberg, M., L. Ramrattan.** New Frontiers in Economics. Cambridge University Press, 2004, pp. 235 – 258.
24. **Reinhart, C., K. Rogoff.** This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly. Princeton, Oxford: Princeton University Press, 2009.
25. **Siddiqui, K.** Foreign Capital Investment into Developing Countries: Some Economic Policy Issues. // *Research in World Economy*, Vol. 6, №2, 2015.
26. **Spasova, E.** The Balance-of-Payments Constrained Growth Model in Transitional Economy: The Case of Bulgaria. In: Economic Crisis, Development and Competitiveness in Southeastern Europe. Theoretical

- Foundations and Policy Issues (ed. Karasavoglou, A., D. Kyrkilis, G. Makris, P. Polychronidou). Springer International Publishing, 2016, pp. 75 – 92.
27. The Use of Remittances and Financial Inclusion. // A report prepared by the International Fund for Agricultural Development and the World Bank Group to the G20 Global Partnership for Financial Inclusion, September 2015.
28. Towards Human Resilience: Sustaining MDG Progress in an Age of Economic Uncertainty. // United Nations Development Programme, Bureau for Development Policy, 2011.
29. **Waqas, Y., S. Hasmi, M. Nazir.** Macroeconomic Factors and Foreign Portfolio Investment Volatility: A Case of South Asian Countries. // Future Business Journal, Vol. 1, №1 – 2, December 2015, pp. 65 – 74.

Исползвани абрeвиатури

БВР	– Брутни валутни резерви
БНБ	– Българска народна банка
БНРД	– Брутен национален разполагаем доход
БООК	– Бруто образуване на основен капитал
ВСНУ	– Внос на стоки и нефакторни услуги
ЕС	– Европейски съюз
ЕЦБ	– Европейска централна банка
МИП	– Международна инвестиционна позиция
МКП	– Международни капиталови пазари
НСИ	– Национален статистически институт
ПБ	– Платежен баланс
ПИНК	– Презгранично изтичане на национален капитал
ПЧИ	– Преки чуждестранни инвестиции
СБ	– Световна банка
СИБ	– Съвет за икономическа взаимопомощ
ЦБ	– Централна банка
ЦИЕ	– Централна и Източна Европа

ИКОНОМИКА НА ПРЕЗГРАНИЧНИТЕ ФИНАНСОВИ ПОТОЦИ

проф. д-р ик. н. Г а р а б е д М и н а с я н

Резюме

Направен е опит за цялостно проследяване и аналитична оценка на всички основни презгранични финансови потоци най-вече в страните от бившия Съвет за икономическа взаимопомощ, които се включват в ЕС и тяхното въздействие върху икономическата им динамика. Особен акцент е поставен на макроикономическите елементи и политики, които очертават, създават условия, както и предопределят мащабите, взаимодействията и проекциите на презграничните финансови потоци. Нараства привлекателността на развитите страни за капиталите от по-бедните и изоставащи страни. Задейства се своеобразна капиталова гравитация, която привлича капитали в развитите страни на еврозоната. Икономическата рационалност отстъпва пред психологическата целесъобразност. Членството в еврозоната не е едностранно печеливша игра за всички участници, както и не е безусловно универсално изгодно начинание. Привлекателността на отделните страни за чуждестранния капитал зависи изцяло от текущото състояние на конкретната икономика, от възможностите ѝ за ускорена икономическа динамика, респ. за осигуряване на предвидими и приемливи равнища на възвръщаемост. Привличането и задържането на по-ликвидните чуждестранни инвестиции във вид на портфейлни инвестиции се свързва с действието на местния капиталов пазар.

ECONOMICS OF CROSS-BORDER FINANCIAL FLOWS

Prof. Dr Ec. Sc. G a r a b e d M i n a s s i a n

Abstract

There has been made an attempt at a comprehensive tracing and analytical evaluation of all major cross-border financial flows mainly in the countries of the former Council for Mutual Economic Assistance, which joined the EU, and the impact of the former on their economic dynamics. Particular emphasis is placed on the macroeconomic elements and policies that delineate and create the conditions for cross-border financial flows as well as predetermine their scale, interactions and projections. There is an increase in the attractiveness of economically developed countries to capital from the poorer and lagging countries. There is triggered a kind of capital gravity, which attracts capital to the developed countries of the euro area. Economic rationality gives way to psychological expediency. Eurozone membership is not a unilateral win:lose game for all participants, nor is it an unconditional, universally beneficial undertaking. The attractiveness of individual countries to foreign capital depends entirely on the current state of the particular economy, on the opportunities it offers for accelerated economic dynamics, respectively its capacity to ensure predictable and acceptable levels of return. The act of attracting and retaining more liquid foreign investments in the form of portfolio investments is connected with the functioning of the local capital market.

Съдържание

Въведение	83
Глава първа. Текущи трансфери	85
1.1. Първични доходи	85
1.2. Вторични доходи: Емигрантски финансови преводи	96
Глава втора. Брутен национален разполагаем доход	102
Глава трета. Капиталови трансфери	106
Глава четвърта. Презгранично изтичане на национален капитал	111
4.1. Елементи на капиталовия износ	111
4.2. Аналитична оценка	117
4.3. Брутни валутни резерви	120
Глава пета. Приток на чуждестранен капитал	125
5.1. Елементи на капиталовия приток	125
5.2. Аналитична оценка	130
5.3. Съвременният държавен дълг на България	135
Заклучение	139
Използвана литература	141
Използвани абривиатури	144
Резюме на български език	145
Резюме на английски език	145