

Икономически  
университет - Варна

# Защо инвеститорите бягат от България?

---

*Национален конкурс за студентско есе*

Стоян Минков Христов  
Софийски университет „Св. Климент Охридски“  
Стопанско управление  
IV курс

30.03.2014

---

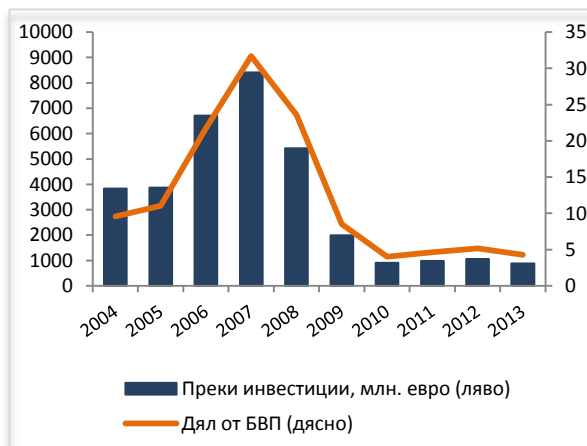
Едва ли е трудно да се очертае положителната роля на инвестициите за икономиката от една съвременна перспектива. Наред с увеличаването на производствения капацитет, инвестициите развиват потенциала на икономиката, нейната атрактивност и до голяма степен предопределят посоката ѝ на развитие. Чуждестранните инвестиции от своя страна носят и допълнителни облаги, като например директния внос на ноу-хау и външни спестявания. И докато изреждането на ползите от инвестиционната дейност е относително лесна задача, то посочване на определителите на инвестициите, в частност чуждестранните, е далеч по-голяма въпросителна, която изисква анализът да се сведе до регионално ниво. България от своя страна е един изключително интересен случай.

От индивидуална перспектива инвестиционната дейност е всъщност стремеж към достигане на определена възвръщаемост. С други думи, инвестициите представляват отложено текущо потребление срещу очакван резултат в бъдеще. И макар подобна перспектива да е твърде опростена и да носи ограничена информация на макроикономическо ниво, тя насочва към една основна характеристика на инвестициите - наличието на риск. Развиващите се икономики винаги са били атрактивна дестинация за чуждестранни инвеститори поради по-високата възвръщаемост на тези пазари и разходните предимства, които предоставят. Дали обаче инвеститорите ще насочат капитал към тези страни зависи до голяма степен от рисковата премия – добавката, която международните компании изискват срещу по-високия риск, който поемат. Ако в даден момент очакваната възвръщаемост се окаже недостатъчна да компенсира инвеститорите за поетия по-висок риск, отливът на капитали от развиващите се икономики е въпрос на време.

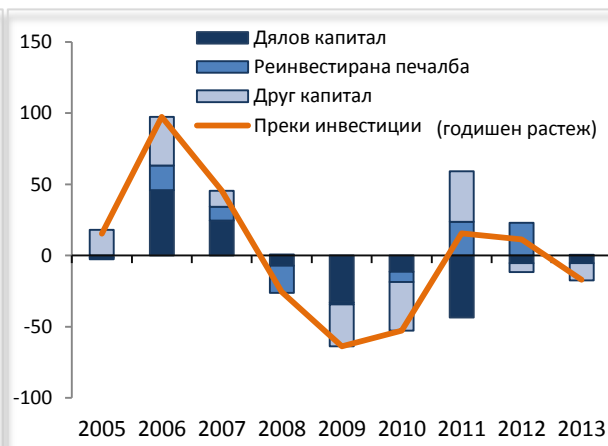
**И така, какво се случи с чуждестранните инвестиции в България?**

Ускоряващият се ръст на икономиката на България, очакванията за скорошно присъединяване към ЕС, както и нарасналият интерес към развиващите се пазари в световен мащаб безспорно бяха сред факторите, които превърнаха страната в благоприятна инвестиционна дестинация в началото на века. Списъкът може да се допълни и с успеха на валутния борд и относително стабилната фискалната политика. Всичко това доведе до главоломно нарастване на преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ, виж Графика 1). Този процес на акумулиране на капитал в страната обаче беше съвсем успешно прекъснат от финансовата криза в САЩ и последвалия

**Графика 1. ПЧИ в България**



**Графика 2. Принос към растежа на ПЧИ**



Източник: БНБ, НСИ, собствени изчисления

Източник: БНБ, собствени изчисления

глобален икономически спад. ПЧИ забавиха своя ръст още през 2007 г., след което останаха в негативна територия до 2010 г., преди да се свият отново три години по-късно.

Разбивката на данните ясно показва и къде се крие проблемът (Графика 2) – по време на кризата и последвалото възстановяване се наблюдава сериозен отлив на дялов капитал, междуфирмено финансиране и чуждестранни депозити, а спукването на балона в строителния сектор далеч не е единственият причинител на тези процеси. Отливът на депозити най-вероятно отразява недостига на ликвидност в чуждестранни банки, които съставляват основна част от българската банкова система. Далеч по-негативни са обаче останалите сигнали - едновременното намаляване на дяловото участие и оряждането на междуфирменото финансиране от страна на чуждестранните инвеститори. Това е ясна индикация за рязко преустановяване на плановете за разширяване на производствения капацитет, от една страна, и ограничаване на текущата дейност на компаниите, от друга. Накратко, тези процеси очертават сериозното влошаване на бизнес очакванията на чуждестранните фирми за дейността им в България.

### **Въпросът е какво отблъсна чуждестранните инвеститори...**

Чисто макроикономическите фактори обикновено се явяват като съвсем логично първично обяснение на проблема. Зависимостта на българската икономика от състоянието на еврозоната се засили след присъединяването на страната към ЕС, а изострянето на дълговата криза, от своя страна, рязко снизи перспективите за растеж на задлъжнелите страни членки. Негативният ефект върху българската икономика съвсем очаквано не закъсна. БВП се сви с 5,5% през 2009г., а последващият темп на възстановяване се оказа крайно оскъден и 4 години по-късно икономиката остана под предкризисните върхове<sup>1</sup>. Износът също претърпя сериозен удар, спадайки с 23% в пика на кризата, кредитирането значително забави своя ръст, а индикаторът за бизнес климата спадна с близо 50% само в рамките на 2009г.<sup>2</sup> Автоматичните фискални стабилизатори и желанието за провеждане на антициклична политика съвсем естествено доведоха и до акумулиране на бюджетни дисбаланси, а ЕК постави страната в процедура за прекомерен дефицит.

Съвсем нормално е подобна неблагоприятна икономическа среда да доведе до отлив, както на чуждестранни, така и на местни инвестиции. Брутното капиталобразуване в страната започна да намалява, като спадът достигна рекордните 28.4% на годишна база през първото тримесечие на 2010 г. Логично обяснение в случая е свиването на пазара (както вътрешния, така и външния), т.е. очакваната възвръщаемост намалява. Когато обаче корекцията в потреблението (външното и вътрешното) е прекомерно голяма, а заедно с това очакванията за бързо възстановяване по-скоро липсват, тогава инвестициите и разширяването на производствения капацитет се превръщат в крайно рискови начинания и съответно биват преустановени.

Финансовите процеси на международно ниво вероятно са друг причинител на отлива на капитали от България по време на рецесията. Финансовият крах и последващото напрежение на международните пазари доведе до ударно пренасочване на ресурси към развитите икономики,

<sup>1</sup> НСИ - БВП по разходи за крайни използване и по съпоставими цени от 2005 г.

<sup>2</sup> НСИ – Бизнес наблюдения, Пазар на труда, Износ, внос и търговско салдо; БНБ – Парична статистика

където доверието остана високо, основно поради разхлабената парична политика. Успоредно с това, доверието в развиващите се икономики намаля, тъй като съмненията около техния потенциал да поддържат високите нива на растеж се материализираха. Всичко това доведе до сериозен отлив на ресурси от тези пазари. ПЧИ в развиващите се икономики спаднаха с над 27% през 2009 г., а България, като малка и отворена икономика, в която капиталовата репресия отдавна е забравена, би следвало да е допринесла за този процес на пренасочване на ресурси към развитите икономики.<sup>3</sup>

Развитието на пазара на труда определено присъства сред неблагоприятните фактори за чуждестранните инвеститори. Коефициентът на заетост през 2013г. остана с 4.5 пр.п. под върха от 2008г., а безработицата достигна незавидните 13% в края на годината<sup>4</sup>. Въпреки очакваното възстановяване на икономиката през текущата година официалните прогнози насочват към липса на каквото и да е видимо подобрене на пазара на труда<sup>5</sup>. Причината? Структурни проблеми и липса на каквито и да е подходящи реформи – нещо, за което ЕК алармира и в последния мониторингов доклад. Образованието остава крайно дистанцирано от пазара на труда, а регулаторните намеси продължават да тласкат разходите на работодателите за труд нагоре, въпреки видимото изоставане на растежа на производителността през последните 10 години.<sup>6</sup>

Безспорно, гореизброените дисбаланси са от голямо значение, но далеч не обхващат цялата картина. Всъщност единствено структурните проблеми на пазара на труда са от дългосрочен характер и съвпадат с времевия цикъл на инвестициите. Макроикономическата обстановка в страната се нормализира, а капиталът отново се пренасочи към развиващите се пазари (или поне до началото на 2014г.). Въпреки това, чуждестранните инвестиции в България не регистрираха съществено подобрене. Тогава какъв е наистина проблемът?

Големият недостатък на България остана лошата институционалната среда, която не отчете очакваното подобрене след присъединяването на страната към ЕС. И докато прогнозите за продължителен силен растеж на българската икономика преди 2008г. позволяваха да се пренебрегне този проблем, днес неговата тежест е далеч по-обозрима. България зае едва 57-ма позиция в последното издание на Индекса на глобалната конкурентоспособност. Беше отчетено подобрене спрямо предходната година, но това се дължеше основно на по-добрата макроикономическа среда и до известна степен на развитието на финансовите пазари и технологичната готовност. Звучи чудесно, но от гледна точка на ПЧИ макроикономическите фактори имат значение основно в развитите икономики<sup>7</sup> (Walsh and Yu, 2010). В развиващите се пазари от далеч по-голямо значение е институционалната среда, а ПЧИ се оказват основният канал, по който институциите влияят на растежа на тези страни (Alfaro and others, 2005).

По отношение на институционалната среда България остана на незавидната 107-ма позиция сред страни като Перу и Колумбия, според Индекса на глобалната конкурентоспособност.

---

<sup>3</sup> Institute of International Finance – Capital Flows Data

<sup>4</sup> НСИ – Наблюдение на работната сила

<sup>5</sup> Министерство на финансите – Актуализирана средносрочна бюджетна прогноза (2014-2016); European Commission – European Economic Forecast (Winter 2014)

<sup>6</sup> НСИ – Индекси за разходи на труд на работодателите, Производителност на труда

В тази оценка се взимат под внимание, както защитата на правата на собственост, които са крайно необходими за инвестициите, така и регулаторната рамка в страната, структурата и размера на държавните разходи и много други фактори, при които страната сериозно изостава от лидерите в класациите. Включва се и оценка за нивото на корупционната дейност в държавния сектор, която оказва изключително голяма тежест върху инвеститорите. Влошаването на индекса на корупция с 1 стандартно отклонение води до намаляване на дела на инвестициите от БВП с 2.9% (Mauro, 1994), което в случая на България се равнява на близо 2.3 млрд. лв. инвестиции<sup>8</sup>.

Обяснението за този феномен е съвсем интуитивно. Наличието на високи нива на корупция се асоциира с необходимостта на осъществяване на множество подкупи на държавни служители, създава се несигурност, а крайният ефект е нарастване на разходите за осъществяване и трудно прогнозиране на бизнес дейността. С други думи, рискът се увеличава и едновременно с това възвръщаемостта и стимулът за инвестиции намалява в случай на висока корупция. Нещо повече, наличието на корупционни практики изисква поддържането на тайна, което от своя страна създава стимули за пренасочване на инвестициите от жизнено важни сектори като образование към по-непродуктивни сектори като национална отбрана, които са известни със своята непрозрачност (Schleifer and Vishny, 1993). Подобни процеси са съвсем видими в България. Министерствата на вътрешните работи и отбраната продължават да разполагат с прекомерно големи бюджети, като през 2014 г. ще заемат над 34% от общия бюджет на всички министерства<sup>9</sup>. За сравнение, делът на бюджета на министерството на образованието е планиран да бъде 7%.

Необходимостта от поддържане на тайна покачва и желанието за изкуствено поддържане на монополи, където непрозрачността е особено висока. Вероятно е излишно да припомниме растящото недоволство в България срещу монополната дейност в редица сектори. Нещо повече – политическата намеса в тези сектори е съвсем очевидна, а най-яркият пример в това отношение е енергийния сектор и зависимостта на енергийния регулатор ДКЕВР от държавни интереси.

Подобни идеи са напълно съвместими с редица емпирични изследвания. Така например Мо (2000) открива, че основният канал, по който корупцията въздейства на икономическия растеж, е поддържане на политическа нестабилност. Cheung and others (2008) разкриват, че високите нива на корупция значително ограничават потенциала на икономиката и обясняват 84% от вариацията в доходите между страните по света. Съответно, корупцията силно ограничава конкурентните предимства на икономиката на глобално ниво (Goudie and Stasavage, 1997). Корупцията предопределя и решенията на международните компании да инвестират в развиващи се пазари. Колкото по-голяма е концентрацията на корупционни практики, толкова по-силен е стремежът на международните компании да създадат съвместно предприятие (joint venture) с местни представители от развиващите се пазари, вместо да оперират самостоятелно в тези страни (Javorcik and Wei, 2009).

Всъщност един обикновен поглед върху данните илюстрира всички тези заключения. Графика 3 ясно показва обратнопропорционалната зависимост между корупцията и инвестициите, като дял от БВП. Колкото по-ясно изразена е корупцията в дадена страна, толкова по-нисък е

<sup>8</sup> НСИ – БВП за 2013 г. по текущи цени

<sup>9</sup> Министерство на финансите – Актуализирана средносрочна бюджетна прогноза (2014-2016), прилож. 4

делът на инвестициите от БВП. Тази връзка е особено силна в страни с висока оценка на корупцията - под 6, като след това ниво зависимостта се загубва (основно в развити икономики, където корупцията е ниска и други фактори имат далеч по-голямо значение за инвестициите).

**Графика 3. Връзка между корупция и инвестиции (1998-2010)**



Източник: Transparency International, Penn World Tables v7.1, собствени изчисления

Бележка: Данните за дела на инвестициите от БВП и Индекса за възприятие на корупцията са осреднени за периода 1998-2010 г. Налични са данни за 169 страни.

### Заклучение

*„This process of Creative Destruction is the essential fact about capitalism.“  
Joseph Schumpeter*

Макар и тази теория да се отнася основно към динамиката на индустриално ниво, то нейното приложение от макроикономическа перспектива е удивително. Напредъкът на една страна зависи, както от натрупването на производствени фактори, така и на въвеждането на иновации (creative destruction), т.е. подобряването на ефективността на използването на тези фактори. Тази ефективност зависи именно от институционалната среда, а опитът на социалистическите страни е чудесен пример за това. Съсредоточаването върху производствените фактори без подобряването на институционалната среда води до неизбежен застои в дългосрочен план, именно поради намаляващата пределна възвръщаемост на инвестициите. България в момента се намира на подобен кръстопът, а опитът на страни като Полша, Естония и Чехия ясно очертава решението – непрекъснатият процес на подобряване на институциите е ключът към повишаване потенциала на икономиката. Първата стъпка към постигане на тази цел трябва да включва намаляване на административните разходи за бизнеса, преустановяване на корупционните и гарантиране независимостта на съдебната власт и регулаторните органи. Списъкът може да бъде допълнен от ограничаване на неефективните харчове от страна на държавата и разбиване на монополните практики в страната. Когато тези процеси започнат, възвръщането на чуждестранните инвеститори ще е въпрос на време.

## Източници

Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S. and Volosovych, V. (2005). "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation", *NBER Working Paper, No. 11901*

Cheung, Tant-Tat and Human (2008). "Corss-Country Income Differences, Corruption, and Misallocation of Talents", *University of Hong Kong*

Goudie, A. and Stasavage, D. (1997). "Corruption: The Issues", *OECD Development Centre, Working Paper No.122*

Javorcik, B. and Wei, S. (2009). "Corruption and cross border investment in emerging markets: Firm-level evidence", *Journal of International Money and Finance 2009: 605-624*

Mauro, P. (1995). "Corruption and Growth", *The Quarterly Journal of Economics, Vol. 110, Issue 3: 681-712*

Mo, Pak (2000). "Corruption and Economic Growth", *Journal of Economic Literature, No: O40, O50*

Shleifer, A. and Vishny, R. (1993). "Corruption", *The Quarterly Journal of Economics, Vol. 108, No. 3: 599-617*

Walsh, J. and Yu, J. (2010). "Determinants of Foreign Direct Investment: A Sectoral and Institutional Approach", *IMF Working Paper, WP/10/187: p.23*