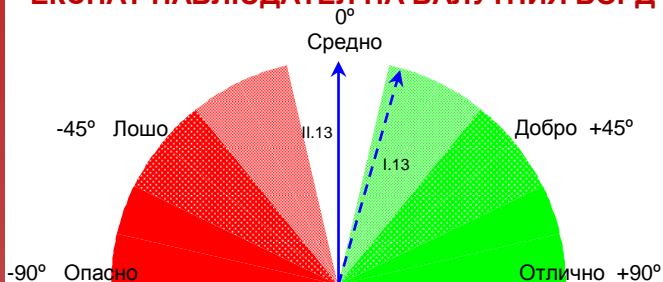


expat compass

20 февруари 2013 г., 11:00 ч.

ЕКСПАТ НАБЛЮДАТЕЛ НА ВАЛУТНИЯ БОРД



ПЕРСПЕКТИВА: ОТРИЦАТЕЛНА

Не се тревожим за валутния борд и не виждаме никаква непосредствена опасност от девалвация. Поради последните политически събития обаче нараства притеснението ни за липсата на правителство, а оттам и за бюджета в трудна изборна година.

НОВИНИ ОТ ПОСЛЕДНИЯ ЧАС

- Днес, 20 февруари 2013 г., правителството на Бойко Борисов подаде оставка
- Технически, въпреки оставката на Симеон Дянков от понеделник, той ще продължи да е финансов министър до края на мандата на кабинета
- Успехът на аукциона на 800 млн. лв. държавен дълг, насрочен за тази седмица, към този час е несигурен

СТАТИИ

ОСТАВКАТА НА МИНИСТЪРА НА ФИНАНСИТЕ
Стр. 5

ЧЕТИРИ ГОЛЕМИ УСПЕХА НА ДЯНКОВ
Стр. 7

НЯКОЛКО ГРЕШНИ ХОДА НА ДЯНКОВ
СТР. 8

РАЗМИСЛИ ЗА ЕЛЕКТРОРАЗПРЕДЕЛЕНИЕТО
Стр. 9

ПОУКАТА ОТ ВСИЧКО
Стр. 11

РЕДАКЦИОНЕН КОМЕНТАР

Това е експресно специално издание на Expat Compass

- Тъкмо подготвяхме регулярния брой на бюлетина, когато политическият пейзаж в България за няколко дни значително се промени
- Масовите протести първоначално бяха насочени към високите декемврийски сметки за електроенергия, но сега се превръщат в общ протест срещу правителството
- Финансовият министър Дянков в понеделник беше принуден да подаде оставка, последвано от падането на целия кабинет
- Твърде рано е да се каже какво правителство ще последва и кога

През януари финансовата ситуация беше позитивна

- Преди последните събития планирахме подобрене на показателя на нашия наблюдател на валутния борд от +5° на +15°, както и подобрене на перспективата от Стабилна на Положителна. Основните причини:
 - Бюджет 2012 беше по-добър от очакваното с дефицит от 350.2 млн. лв. (-0.45% от БВП). Третият най-нисък дефицит в ЕС (стр. 7)
 - Старата емисия еврооблигации очаквано беше успешно изплатена през януари
 - Новите еврооблигации се търгуваха при ниска доходност от 1.75% – в унисон с покачването в пазарите на облигации. Според нас България беше на път да получи повишение на кредитния рейтинг през 2013 г.

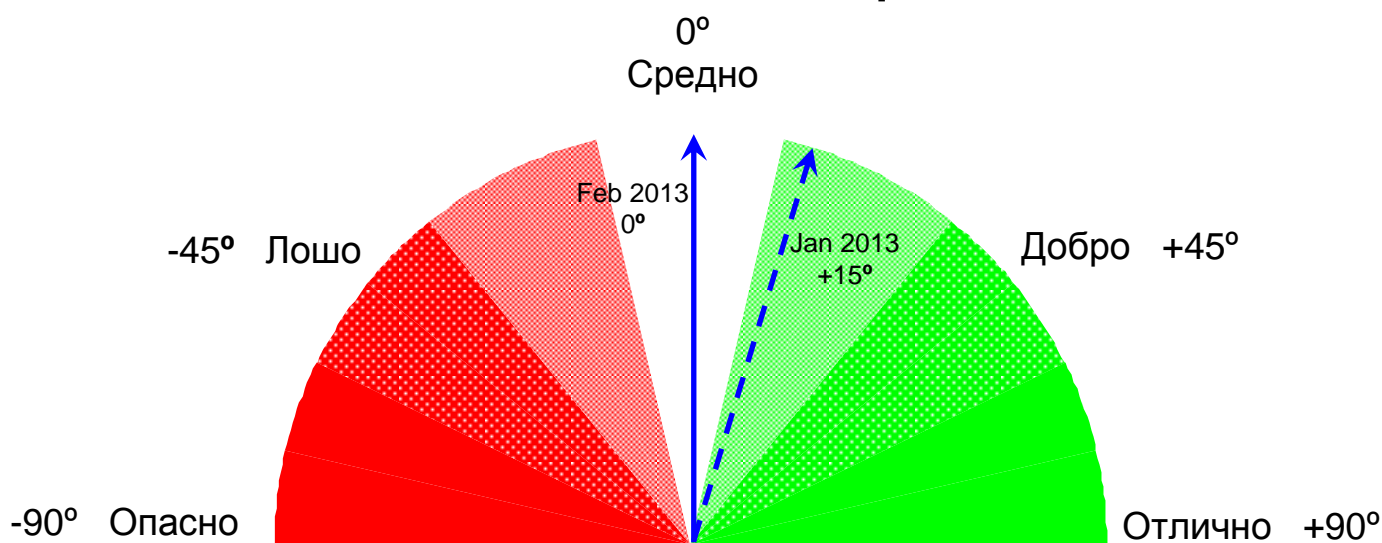
Февруари се превръща в повратна точка

- Фискалният резерв – който в последно време не беше във фокуса на инвеститорите – падна под 4 млрд. лв. до около 3.5 млрд. лв.
- Спешните неочаквани плащания към земеделските производители може да заличат от резерва още около 840 млн. лв. – за сметка на, да речем, Сребърния фонд. Опасно.
- Успехът и последиците от новата спешна дългова емисия за 800 млн. лв. още са неясни.

Ново негативно показание на Expat Compass

1. Преместваме стрелката на компаса наляво (в негативна посока) с -15°. Новото показание е 0°. Перспективата се променя от Позитивна през януари на Негативна през февруари.
2. Факторите, които ще наблюдаваме, са:
 - Какво правителство ще има България?
 - Ще искат ли новите правителства да харчат повече? Ще се покачи ли за постоянно фискалният резерв над 4 млрд. лв. или не?
 - Събираемостта на данъците ще се влоши ли заради политическата несигурност?

ПЕРСПЕКТИВА: ОТРИЦАТЕЛНА



Сега, когато България има правителствена криза, дългосрочната стабилност на валутата може да се окаже основно притеснение за бизнес общността у нас. Внимателно ще наблюдаваме развитието. До момента вярваме, че няма причини да смятаме, че страната ще промени курса. Възможностите на страната за заеми са много високи, валутният резерв е голям и има много място за маневриране. Запазваме позитивната си оценка за стабилността на валутния борд, с негативна перспектива.

Не се тревожим за валутния борд и не виждаме никаква непосредствена опасност от девалвация. Притеснени сме обаче от последните политически събития в България и липсата на правителство.

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

Става все по-трудно да се нанасят всички стрелки и дати на графиката. Затова прилагаме и таблица с историческите данни. Мерната единица е ъглови градуси (°). Показанията на Компаса могат да се променят между +90° (хоризонтално надясно, Отлично) и -90° (хоризонтално наляво, Опасно). 0° е неутрално показание (вертикално нагоре, Средно).

Дата	Данни от Компаса (ъглови градуси)	Промяна	Коментар
2005	+64°		Много стабилен валутен борд
2008	+44°	-20°	Влошаване поради притеснения относно текущата сметка
Ян. 2010	+20°	-24°	Влошаване поради притеснения за бюджета и рецесията
Март 2010	+9°	-11°	Влошаване поради притеснения за бюджета и реформите
Юни 2010	0°	-9°	Влошаване поради притеснения за бюджета и реформите
Окт. 2010	+4°	+4°	Подобрене поради ръста на износа
Февр. 2011	+8°	+4°	Подобрене в много икономически индикатори
Май 2011	+10°	+2°	По-малко притеснения за бюджета
Авг. 2011	+12°	+2°	Малък бюджетен и търговски дефицит
Дек. 2011	+14°	+2°	Консервативен Бюджет 2012, някои пенсионни мерки
Февр. 2012	+20°	+6°	Проблеми в Еврозоната; добър Бюджет 2012
Май 2012	-5°	-25°	Фискалният резерв пада рязко, намерения за харчене на Сребърния фонд
Ноем. 2012	+5°	+10°	Успешни еврооблигации; добър бюджет; Сребърният фонд е забравен
Ян. 2013	+15°	+10°	Почти балансиран бюджет за 2012 г.
Февр. 2013	0°	-15°	Оставка на правителството; изчерпан фискален резерв; предизборен популизъм

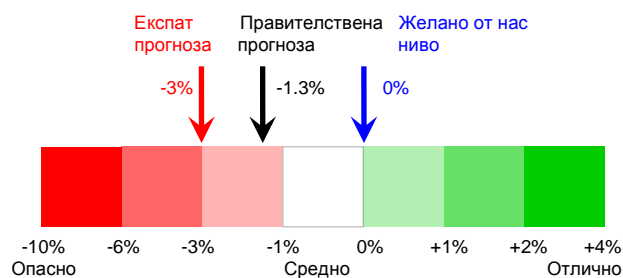
Как да оценяваме стабилността на валутния борд и да предвидим опасност от девалвация? Предлагаме следния списък от 16 въпроса, както и нашите отговори:

ТЕМА	СТАП	НОВ	КОМЕНТАР
I. Политически въпроси			
1. Правителството подкрепя ли валутния борд?	+++	+	Кое правителство?
2. Централната банка подкрепя ли валутния борд?	+++	+++	Да, абсолютно
3. Европейските институции (ЕК, ЕЦБ) подкрепят ли България за присъединяването ѝ към ERM II и Еврозоната?	--	--	Не особено
II. Бюджет и дълг			
4. Бюджетен баланс	+	-	Риск от дефицит през 2013 г.
5. Бюджетни разходи	+	-/+	Риск от харчове през 2013 г.
6. Държавен дълг	++	+	Много нисък, растящ
7. Чуждестранни задължения на частния сектор	--	--	Високи, намаляващи
8. Фискален резерв	-/+	--	Опасно намалява
III. Въпроси, свързани с икономическия цикъл			
9. Растеж на БВП	-	-	Точно над нулата
10. Инфлация	+	+	Умерена
11. Безработица	--	--	Средна, покачваща се
12. Здраве/стабилност на банковата система	+	+	Средно
IV. Външни баланси			
13. Дефицит по текущата сметка, търговски дефицит	-	-	Отново отрицателен
14. Преки чуждестранни инвестиции	-	-	Под средното
15. Приходи от международен туризъм	++	++	Умерени
16. Валутни резерви	++	++	Високи

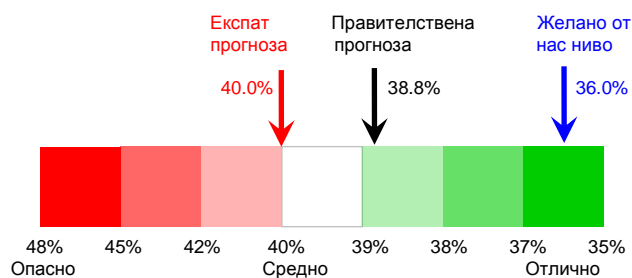
Легенда: ■ Добро ■ Лошо

ИНДИКАТОРИ, 2013

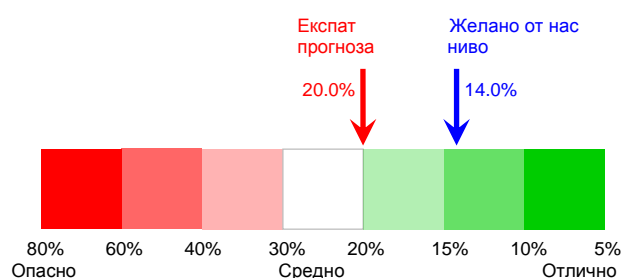
I) Бюджетен излишък/дефицит, % БВП, 2013



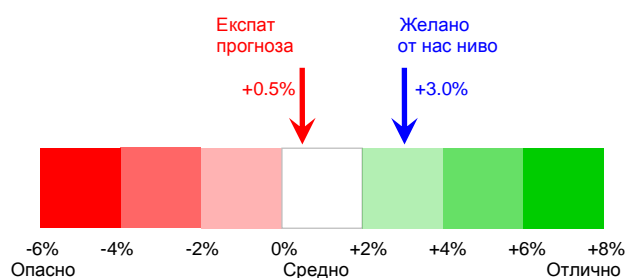
II) Публични разходи, % БВП, 2013



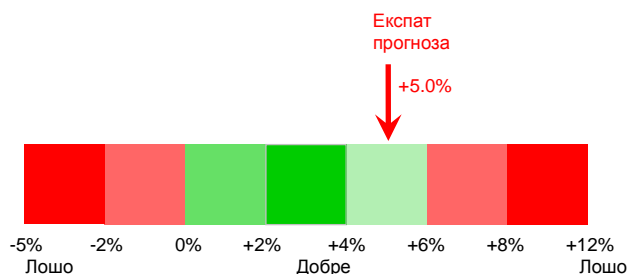
III) Държавен дълг, % БВП, 2013, в края на год.



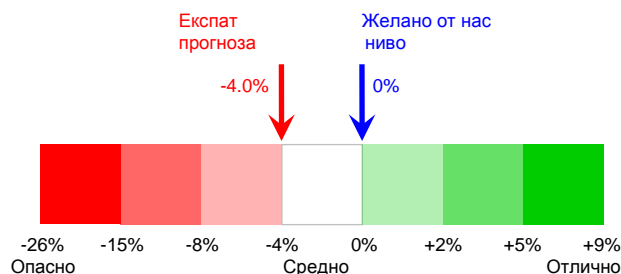
IV) Реален ръст на БВП, % 2013



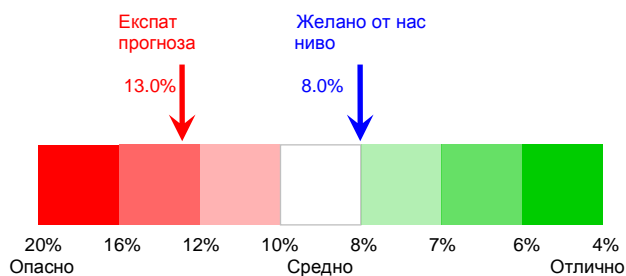
V) Инфлация, %, 2013, в края на год.



VI) Дефицит по текущата сметка, % БВП, 2013



VII) Безработица, %, 2013, в края на год.*



* Променената методология доведе до по-ниски стойности на отчетената безработица

ФИНАНСОВИЯТ МИНИСТЪР ДЯНКОВ ИЗЕНАДВАЩО ПОДАДЕ ОСТАВКА В ПОНЕДЕЛНИК. ПРАВИТЕЛСТВОТО СЪЩО ИЗЕНАДВАЩО ПОДАДЕ ОСТАВКА ДНЕС

На 18 февруари 2013 г. Симеон Дянков, заместник министър-председател и министър на финансите, подаде оставка – очевидно принуден от премиера. Докато някои може да се очаквали това да се случи поради ниския рейтинг на министъра, трябва да признаем, че за нас беше изненада.

Днес, 20 февруари, правителството също подаде оставка.

Този ход е технически прецедент

Дянков е първият финансов министър от 1990 г. насам, който не изкарва целия мандат на правителството. Дори през 1996-97 г., когато България премина през дълбока финансова/валутна/хиперинфлационна криза, финансовият министър не беше сменен (е, цялото правителство беше). В контраст на това, нито един министър на икономиката не е изкарвал цял мандат на тази позиция. Независимо дали правителствата са оцелявали в продължение на 2 години (1992-94, 1994-96) или 4 години (след 1997 г.), всеки кабинет е имал двама или дори трима икономически министри.

Сега ситуацията технически се промени. Финансовият министър явно ще остане в правителството докато се сформира нов кабинет.

Плащания за 840 млн. лв. към земеделските производители и новата спешна облигационна емисия

През последните няколко дни се случи следното:

- Министърът на земеделието очевидно е обещал на земеделските производители да получат своите субсидии от 840 млн. лв. (1% от БВП) до 31 януари 2013 г.
- Тези плащания обикновено се правят първо от правителството, след което Европейската комисия ги възстановява в рамките на около 45 дни. При нормални обстоятелства подобна сума не би била проблем за правителството.
- Но фискалните резерви бяха опасно изчерпани до 3.5-4 млрд. лв. (според нас това е нивото преди плащането на земеделските субсидии). Минималното ниво, предвидено в закона за бюджета за 2013 г., е 4.5 млрд. лв. (гледано към края на годината, а не във всеки един момент през годината). Осигуряването на допълнителна сума от 840 млн. лв. очевидно не е лесно, дори е невъзможно.
- Финансовият министър предложи плащанията да бъдат отложени до март-април, когато приходите от данъци традиционно са по-високи и бюджетът дори може да е на излишък.

- След среща със земеделски производители обаче премиерът настоя за незабавно плащане на всяка цена. Финансовият министър вероятно е бил на противоположното мнение.
- Беше структурирана спешна емисия от около 800 млн. лв. държавен дълг. Местните банки са притиснати да участват. На много ниска лихва, разбира се. Не е ясно дали емисията ще е супешна и при какви условия.
- Дянков подаде оставка в понеделник.
- Правителството също.

Нашите коментари

- Стилът на това правителство е да се поддава на почти всеки натиск от различни сектори и заинтересовани страни.
- Обещанията към земеделските производители трябваше да бъдат спазени – или не трябваше да бъдат давани, ако не могат да бъдат спазени.
- В изборна година очевидно избягването на протести е по-значим приоритет от фискалната стабилност. Негативен знак. Déjà vu.
- По същество плащането на 840 млн. лв. на земеделския сектор не е голям проблем – при условие че разходите следва много скоро да бъдат възстановени от Европейската комисия. Ефектът за годишния бюджет е нулев. Тогаво защо се превръща в толкова голям въпрос? Този малък епизод определено не оправдава оставката на финансов министър.
- Оставката на консервативен финансов министър, който казва НЕ на дадено плащане, е негативен сигнал за стратегическите инвеститори и за финансовите пазари.
- Оставката на финансов министър няколко месеца преди изборите не е добър знак като цяло. Последвалите събития доказаха хипотезата, че едно правителство е вероятно да падне, ако смени финансовия си министър.
- Издаването на нова емисия дълг с падеж август 2013 г. (малко след парламентарните избори) не показва добър вкус. От една страна, Европейската комисия вероятно ще възстанови тази сума през април. От друга страна, в изборен период не е сигурно, че парите от Брюксел ще бъдат използвани за изплащане на този дълг, вместо да бъдат похарчени за нещо друго. Рефинансирането на този дългов инструмент през август вероятно ще бъде първата задача на следващия министър – освен ако фискалният резерв не е комфортно попълнен, което към момента изглежда малко вероятно.

- По-голяма част от тези 800 млн. лв. ще дойдат от местни банки. Това ще изстиска доста ликвидност от банковия сектор, което не е добре за икономиката. В учебниците по икономика това се нарича „ефект на изтласкване“ (crowding-out).
- Истинският проблем е ниското ниво на фискалния резерв. Как стана така, че резервът е толкова малък – отново? Годината трябва да е започнала с изоставаща данъчна събираемост.

Дянков е реформатор в до известна степен популистко правителство

Министърът на финансите е харесван или нехаресван поради много причини. Като цяло той е един от малкото реформатори в този кабинет. Неговата „идеология“ в общи линии съвпада с тази на поколението технократи от предишните правителства: про-пазарни, про-приватизационни идеи, ниски преки данъци и осигурителни вноски, ниски държавни разходи, нисък бюджетен дефицит.

Дянков се опита да прокара реформи в други сектори

През 2009 г. „ранният“ Дянков имаше положителна амбиция да реформира почти всички сектори в социалната и икономическата сфера. Но за да изпълни някой тази максималистична програма, той трябва или да бъде силен премиер, или да има подкрепата на силен премиер. Не винаги беше така. Ето някои примери:

- Дълбоко реструктуриране на Българската академия на науките. Никакъв успех, само грубо противопоставяне между него и академичната общност.
- Намаляване на броя на заетите в МВР. Частичен успех.
- Намаляване на броя на служителите в държавната администрация. Вероятно частичен успех – не сме виждали конкретни цифри. Другите министри не бяха доволни да намалят администрацията си. Déjà vu отново.
- Затваряне на много губещи общински болници. Никакъв успех. Министър-председателят оттегли подкрепата си за тези действия.
- Подкрепа на идеи за реформиране на пенсионната система. Без особен успех. Министър-председателят оттегли подкрепата си за тази реформа.

Жалко, че реформите не бяха прокарани. Следващото правителство може да е дори по-малко реформаторско.

ЧЕТИРИТЕ ГОЛЕМИ УСПЕХА НА ДЯНКОВ

1. Бюджетът не гръмна – противно на много други страни

Моля, прочетете нашата критика за бюджетната политика по-долу, тъй като цифрите може да се тълкуват по два противоположни начина.

Въпреки че България беше силно засегната от кризата през 2009 г., успехите на бюджетния фронт са доста добри – ако не сравнено със силните постижения на страната ни през 1998-2008 г., то поне в сравнение с десетки други страни напоследък. Бюджетният дефицит през 2011 г. е -2%, понижавайки се до -0.45% през 2012 г. – третият най-нисък в ЕС.

В резултат на това България все още е в второто най-ниско съотношение дълг/БВП в ЕС – около 18%. Страната е в добро финансово състояние в сравнение с почти всички останали в Европа. Вярно е, че това е заслуга на предишните три правителства, които имаха фискални излишъци.

В ноемврийското издание на Expat Compass (бр. 11) написахме следното:

Бюджетът излезе на излишък от 248 млн. лв. (+0.3% от годишния БВП) за периода януари-септември 2012 г. Отлично. Ако вземем под внимание само икономическите съображения, годината може да завърши с излишък. Въпреки това в края на годината правителствата обикновено харчат големи суми, които трудно могат да се изчислят. Затова понижаваме нашата прогноза за бюджетния дефицит за 2012 г. от -2% на -1.2%. Положителна изненада (т.е. по-нисък дефицит, разбира се) е възможна.

През ноември очаквахме дефицитът да достигне -1.2% в резултат на типичните за края на годината разходи на правителство, подготвящо се за избори. Бяхме обаче приятно изненадани от решението да не се изплащат коледни добавки на пенсионерите. Дянков оправда това с факта, че последните за 2012 г. плащания от Европейската комисия (която имат свои бюджетни проблеми) пристигнаха в последния работен ден на годината. Макар това да може да е технически вярно, оценяваме усилията на министъра на финансите за намаляване на дефицита чрез избягване на всички допълнителни разходи.

2. Ниски бюджетни разходи

В повечето предишни броеве на Expat Compass сме изразявали подкрепата си за политиката на ниски правителствени разходи – вероятно най-ниските в ЕС като % от БВП (виж бр. 11, стр. 9 на Expat Compass). Одобряваме следните политики:

- Заплатите в публичния сектор са общо взето замразени от 2009 г. насам с някои изключения. В същото време не са били намалявани
- По-важното – пенсиите са замразени от 2009 г. насам. Те ще бъдат увеличени средно с около 9.3% от април 2013 г. Те също не са били намалявани
- Повече пари се наляха в инфраструктура

Критично сме казвали и преди, че ниските нива на разходите може да не са резултат от нарочни политики, а последица от по-ниска от очакваното събираемост на данъците. Така или иначе подкрепяме по-ниски разходи – т.е. определяме това като успешен пример.

3. Поддържане на ниско ниво на преките данъци и вноските за социално осигуряване

България може да се гордее с най-ниските преки данъци в Европа и едни от най-ниските в света:

Табл. 1. Преки данъци в България

Плосък данък върху доходите на физически лица	10%
Данък върху корпоративната печалба	10%
Данък дивидент при източника	5% (0% за юридически лица)
Данък капиталова печалба от акции/облигации/взаимни фондове	0%
Данък печалба от АДСИЦ (Акционерни дружества със специална инвестиционна цел)	0%

Високо оценяваме факта, че сегашното правителство не увеличи данъчните ставки от ниските нива. Обаче няма гаранция, че тази политика ще продължи и в бъдеще. Следете следващите парламентарни избори през тази година.

Едно малко изключение, което частично опетнява политиките на Дянков в данъчната сфера, е въвеждането от 2013 г. – за първи път в България – на 10% данък върху лихвата от банкови депозити. Не одобряваме.

Осигурителните вноски бяха намалени с 2 процентни пункта през 2010 г. (сравнено с предизборните обещания на Дянков за -5%), но после бяха увеличени с 1.8%. Кумулативната промяна е незначителна, но поне размерът на вноските не е увеличен.

4. Успешна емисия на еврооблигации през 2012 г. Кредитен рейтинг

Както коментирахме в ноемврийския брой на Expat Compass, емисията еврооблигации от 950 млн. евро през 2012 г. беше успешна. Първоначалната доходност беше 4.436%. Съвсем наскоро доходността падна до 1.75-1.97% – в съответствие с „бичите“ (bullish) тенденции на глобалните пазари на облигации. Постигание нелошо за страна, която се срива финансово само преди 16 години. Сравнете това с дълговите проблеми на Гърция, Италия, Испания и др. Българският дълг се търгува при доходност на нивата на страни като Полша, която е с рейтинг А.

България е една от малкото страни в Европа, чийто кредитен рейтинг не се е влошил от 2009 г. насам. До миналата седмица смятахме, че ново повишение до рейтинг А би било оправдано. Дали това е все още валидно зависи от бъдещите политики на новото правителство.

НЯКОЛКО ГРЕШНИ ХОДА НА ДЯНКОВ

Макар че общата ни оценка за работата на Дянков е положителна, в минали броеве на Expat Compass последователно сме критикували някои стъпки на МФ. Ето седем най-важни примера:

1. Пет години бюджетни дефицити – навикът се превърна в пристрастяване

В „позитивната“ секция по-горе положителен пример № 1 за Дянков е ниският бюджетен дефицит. В същото време определяме това и като негов пръв провал.

Позволете една по-популярна илюстрация: „Дъщеря ми пуши само по няколко цигари на ден“. Ако е пушила по 3 кутии дневно и е намалила количеството до 6 цигари – добре. Но ако е била непушач и сега е станала постоянен пушач – това не е добре. Дали цигарите са 6 или 26 е второстепенен въпрос и въпрос на време, както милиони щастливи/нещастни пушачи биха се съгласили.

Дянков е първият финансов министър от финансовата криза през 1996-97 г. насам, който допуска бюджетни дефицити през всичките 5 г. на своя мандат (вкл. 2009 и 2013 г.). Той е и първият финансов министър от 1996 г., който прави корекция на бюджета. Два пъти – в края на 2009 и в началото на 2010 г. Признаци на слабост. Дефицитите в година на рецесия понякога може да са неизбежни, но планирането на дефицити през всичките години променя парадигмата. България имаше широко балансиран бюджет през 1998-2003 г. (+/-1%) и постигна рекордни излишъци през 2004-2008 г. – кумулативно 15% от БВП. В резултат на това страната:

- намали съотношението дълг/БВП от над 105% през 1997 до 13.7% през 2008 г.
- рязко подобри кредитния си рейтинг от пълен „боклук“ (junk) до инвестиционен клас
- акумулира голям валутен и фискален резерв

От 2009 г. настъпи постоянна промяна в политиката:

- съотношението дълг/БВП нарасна до 18%
- фискалният резерв падна с 60%

Страната сега може да се сблъска с продължителен период на хронични бюджетни дефицити. Спомен за бъркотията от началото на 90-те години.

2. Частична национализация на частните пенсионни фондове

През последните 23 г. в ЦИЕ доминира процесът на приватизация. В България, по наши спомени, са се случили само 2 национализации – на част от професионалните частни пенсионни фондове, както и на фондовата борса (виж т. 6). И двете не бяха идея на левичарско правителство, а на министър Дянков.

Частните пенсионни фондове (II и III стълб) са създадени след 1999 г. и оттогава са натрупали около 6 млрд. лв. В стил Виктор Орбан (унгарският премиер, който национализира повечето частни пенсионни фондове на стойност 10 млрд. евро) правителството завидя на купчината пари, която фондовете са натрупали, и се опита да я вземе, за да финансира свои текущи разходи. Според нас ужасна идея. Обществено мнение определи това за скандално и се стигна до компромис – само към 3% от парите бяха взети и преместени в държавния бюджет. Силно не

одобряваме. После Конституционният съд обяви това за противоконституционно, но беше създаден лош прецедент.

3. Опит да бъде прахосан Сребърният фонд

В началото на 2012 г., когато фискалният резерв отново намаля, министър Дянков реши да сложи ръка върху около 1.8 млрд. лв., натрупани в Сребърния фонд (виж [бр. 10, стр. 16 на Expat Compass](#)). Идеята му беше да се промени съответното законодателство, така че до 70% от Сребърния фонд (който е част от фискалния резерв) да могат да бъдат инвестирани в български държавен дълг. Силно се противопоставихме на това намерение, защото считаме, че това са *разходи*, а не *инвестиции*.

За щастие, идеята беше изоставена, след като фискалният резерв беше напълнен от новата емисия еврооблигации и финансовите нужди на правителството не бяха толкова остри. Както можем да видим сега, това е било само временно облекчение.

4. Провал в присъединяването към Еврозоната. Или ОИСР

В началото на мандата Дянков обяви, че присъединяването към Еврозоната е най-големият приоритет във външната политика на правителството. Бяхме съгласни. Въпреки това, макар България да беше (и все още да е) една от много малкото страни, които отговарят на критериите от Маастрихт, страната ни скоро осъзна, че не е добре дошла в „клуба на големите момчета“. Причините са преди всичко политически, а не икономически. Членство в ОИСР все още е няколко правителства далеч във времето.

5. Въвеждане на 10%-ен данък върху лихвите

За да бъдат осигурени приходи в бюджета за планираното увеличение на пенсиите от 9.3% от април 2013 г., Дянков изненадващо въведе 10% данък върху лихвите по банкови депозити. България беше сред страните без такъв данък – в унисон с общата политика за ниски данъци. Не одобряваме този данък (виж [бр. 11, стр. 17 и 23 на Expat Compass](#)).

6. Национализация на борсата

Както сме посочвали в предишни броеве, разочаровани сме, че Министерството на финансите придоби мажоритарен дял от Българска фондова борса – София чрез едностранно увеличение на капитала. Уж идеята била да се създаде мажоритарен дял, който след това да бъде лесно продаден на стратегически инвеститор в приватизационна сделка. Изразихме нашите опасения, че такава сделка няма да се случи и борсата ще остане държавна собственост за неопределен период от време. Досега не сме опровергани.

7. Преместване на държавната администрация извън столицата

По-малко значима идея беше да се преместят някои части на държавната администрация извън столицата София към други градове. Нашата реакция беше отрицателна (виж [бр. 10, стр. 18 на Expat Compass](#)). Не бихме нарекли това реформа. Прогнозите ни са, че следващият кабинет ще върне 40-те души от дирекция „Туризъм“ от Пловдив в София. Или не – все едно.

РАЗМИСЛИ ЗА ЕЛЕКТРОРАЗПРЕДЕЛЕНИЕТО

В този експресен брой на Expat Compass няма да успеем детайлно да анализираме политиките в енергийния сектор. Голяма част от сегашната политическа турбулентност у нас обаче се дължи на масовите протести, насочени срещу високите сметки за ток от декември, но в крайна сметка причинени от ниските доходи на населението. Десетки хиляди хора в цялата страна излязоха по улиците. Недоволството премина в общ протест срещу правителството, което накара премиера да жертва министъра на финансите.

Нашите кратки коментари ще разделим на 4 части:

Национализацията трябва да бъде табу

Абсолютно не сме съгласни с някои искания за национализация на ЕРП-тата. Смятаме това за най-грешното решение. Всъщност антирешение. Правителството и премиерът също изключиха национализация. Ето някои от нашите аргументи:

- Национализацията изглежда противоконституционна
- Това би означавало правителство да трябва да плати на чуждестранните инвеститори огромна сума (да речем милиард), която то няма
- Международният отзвук ще бъде силно негативен

ЕРП-тата не са светци и трябва да бъдат строго контролирани от регулатора

Въпреки че не сме съгласни с популистките коментари, някои твърдения изглеждат верни:

- ЕРП-тата успешно са заобикаляли правилата за обществените поръчки
- Много от разходите им са направени със свързани лица
- Някои от „инвестициите“ може да са били надписани
- Фактурите и калкулациите на сметки на крайните потребители не са перфектни и прозрачни

СКРИТ ДЕФИЦИТ?

НИКОЛАЙ НИКОЛОВ, АСОЦИИРАН ПАРТНЬОР В ЕКСПАТ КАПИТАЛ

Вярваме, че основните причини за съществуващите дисбаланси в пазара на електроенергия са до голяма степен в рамките на Националната електрическа компания (НЕК). Няколко последователни правителства не са предприели действия към приватизация на държавните активи за производство и дистрибуция на високо напрежение. Всички правителства през последното десетилетие са използвали това като инструмент за запазване на цените на електроенергията за крайния потребител най-ниски в ЕС. Но това има своя цена.

Текущото финансово състояние на НЕК предполага, че компанията има сериозни проблеми с паричните потоци и трудности да обслужва дори обичайни търговски плащания. През май-юни 2013 г. е дължимо погасяване на значителен дълг, което правителството се надява да рефинансира чрез издаване на корпоративни облигации на НЕК в размер на 300 млн. евро. Като се имат предвид последните развития, това е малко вероятно да се случи или ще стане при значително по-висока цена. Ако добавим към това неразкрити задължения по нарушени договори за АЕЦ Белене и продължаващите загуби на компанията, нищо чудно общото ниво на дълг на НЕК да надвиши 1 млрд. евро. Без да се опитваме да навлизаме в много по-големи подробности, вярваме, че този дефицит в крайна сметка ще бъде платен от данъкоплатеца – или чрез държавно гарантирана емисия облигации, или чрез пряко увеличение на капитала.

Може ли да бъде отнет лицензът на ЕРП-тата? Не очакваме това наистина да се случи

В разгара на политическа нестабилност през последните няколко дни, пръв министърът на икономиката и енергетиката спомена възможността за отнемане на лиценза на ЧЕЗ (компания от Чехия – оперира в София и Западна България). Във вторник Върховната административна прокуратура поиска това официално, позовавайки се на редица добре познати предишни нарушения на дружеството. На специална пресконференция във вторник министър-председателят заяви, че „до края на деня лицензът на ЧЕЗ ще бъде отнет“.

Ситуацията очевидно се променя с всеки изминал ден. В този момент, нашата цел е:

- Считаме тази риторика за чисто политическа – не професионална. Единствена цел е да успокоят протестиращите днес, като се каже това, което те биха искали да чуят.
- Каквото и да са направили трите ЕРП-та, поведението им едва ли може да се определи като за смъртно наказание.

- Навлизаме в неразчертана територия. Възникват много въпроси:
 - Какво става с върховенството на закона? Как се отнема лицензът на електро-разпределителното дружество в рамките на един ден без справедлива процедура?
 - Защо ЧЕЗ, а не другите? Какво разграничава ЧЕЗ от останалите? Протестите са национални.
 - Какво мислят за това Прага и Брюксел?
 - Няма ли ЧЕЗ, най-голямото публично дружество в Централна Европа, да обжалва в съда или в международен арбитраж? Колко месеци/години ще отнеме делото?
 - Кой ще спечели в съда? По-скоро бихме заложили, че ще е ЧЕЗ.
 - Ако правителството загуби арбитражно дело, колко ще трябва да плати България за щетите, нанесени на компанията? Един милиард?
 - Какви са последиците за частния бизнес и инвестиции в страната като цяло, особено в регулираните сектори?

Като илюстрация, по време на сходни протести срещу високите цени на бензина и срещу монополите в петролния сектор преди няколко години правителството отне лиценза на голяма петролна рафинерия на Лукойл в Бургас (лиценз за данъчен склад). Лукойл обжалва в съда и спечели. Така на никого не беше нанесена вреда, но правителството „демонстрира“ дейност.

Да обобщим, че всъщност НЕ смятаме, че ЧЕЗ ще загуби лиценза си. Такова беше нашето виждане *даже преди* оставката на правителството.

Правителството подаде оставка...

Във вторник, 19 февруари, премиерът, в отчаяни опити да спаси правителството, каза, че лицензът на ЧЕЗ трябва да бъде отнет в рамките на деня. Смятаме, че след оставката ЧЕЗ бързо ще бъде забравен и вниманието на всички ще бъде насочено към парламентарните избори.

Истинското решение е конкуренция и либерализация

България изостава по отношение на либерализацията на местния енергиен пазар. Потребителите се сблъскват само с един регионален ЕРП-монополист, от който могат да купуват електричество. Докато това продължава:

- правителства ще бъдат хронично виновни за цените на електроенергията (въпреки че цените в България са най-ниските в ЕС)
- ЕРП-тата ще се изкушават да продължават да злоупотребяват с интересите на потребителите
- ще има постоянен натиск за повишаване на цените

Противоположно на това телекомуникационният сектор беше либерализиран преди много време. В резултат на това:

- цените на телекомуникационните услуги вече не са проблем на правителството
- конкуренцията драстично намали цените и подобри качеството на услугите
- например, днес България се нарежда на първо място в света по най-бърз и най-евтин интернет достъп за населението (Румъния и Корея са № 2 и № 3)

ПОУКАТА ОТ ВСИЧКО

НИКОЛА ЯНКОВ, УПРАВЛЯВАЩ ПАРТНЬОР В ЕКСПАТ КАПИТАЛ

Последните развития в България очертаха реалната и настояща опасност от политическа непредвидимост, иначе известна като политически риск. Незачитането на договорни ангажменти и установени правни норми от страна на правителството, което доста лесно прибегва до своеволни действия, за да угоди на уличните тълпи или на по-големите местни групи по интереси, е тревожно и е знак на институционална и политическа незрялост. Секторните регулатори, за които се предполага, че по закон са независими, се втурват да изпълнят волята на политически силните на деня. За съжаление последните събития у нас съвпаднаха с утвърдена лява вълна в Централна и Източна Европа, която се разпротря от Унгария, през Словакия, Румъния и сега до България. Успешното

уволнение на най-консервативния и най-силния привърженик на икономии член на правителството е ясен знак, че политическата действителност в България ескалира към популистка предизборна кампания, пълна с неприятни изненади за частния сектор.

Предвиждаме трудна година по отношение на фискалните баланси и инвестиции от частния сектор. Няма време за голяма промяна в икономическите политики преди изборите, но киселото настроение от последните събития най-вероятно ще се задържи дълго, като ще влоши бизнес перспективите. Това в крайна сметка ще доведе до по-нисък от очаквания икономически растеж.

ЕКИПЪТ НА ЕКСПАТ КОМПАС

Автори:

Николай Василев, CFA
Управляващ партньор, Експат Капитал

Никола Янков
Управляващ партньор, Експат Капитал

Николай Николов
Асоцииран партньор, Експат Капитал

Редакции и преводи:

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

Мария Дивизиева, управляващ директор на Експат Груп

Антон Войнов, Стажант, Експат Капитал

Дизайн:

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

Икономическа информация:

Надежда Гогова, Външен експерт

EXPAT CAPITAL

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

ОГРАНИЧЕНИЕ НА ОТГОВОРНОСТТА

Този документ („Документът“) е изготвен от Експат Капитал и контролираните от нея компании. Документът има само информационна цел и не може да бъде тълкуван като оферта или покана за сделка за продажба или покупка на финансови инструменти и/или професионален съвет, свързан с инвестиционно решение. Документът се разпространява по e-mail и никоя част от него не може да бъде разпространявана, репродуцирана, представяна или публикувана без посочване на източника. Информацията, мненията, оценките и прогнозите, включени в документа, са изготвени на базата на източници, които се считат за достоверни от Експат Капитал. Но Експат Капитал не поема никаква изрична или подразбираща се гаранция и отговорност за това съдържание и не поема обезщетения към получателите или трети страни по отношение на прецизността, пълнотата и/или коректността на информацията, включена в документа.