

Не всички ПЧИ имат еднакъв принос към натрупването на капитал и икономическия растеж

Автор: Кристофор Павлов, Главен икономист на УниКредит Булбанк

*Конференция на тема: "Привличане на инвестиции: размисли и стратегии за България в растеж"
организирана от Конфиндустрия България (15 юни 2016 г.)*

Спрямо размера на икономиката, България е най-големият получател на ПЧИ в региона на ЦИЕ. Размерът на ПЧИ достига 83% от БВП на България през 2014 г., което, както Графика №1 показва, изпреварва останалите държави от ЦИЕ. Това е важно, тъй като повече ПЧИ би трябвало да означава повече капитал, което да доведе до по-висока производителност и по-силен ръст на БВП. Докато България е най-успешната държава в ЦИЕ в привличането на ПЧИ, то акумулирането на капитал протича с темпове близки до средните за региона на ЦИЕ, като в същото време размерът на капитала в България е на второто най-ниско равнище сред страните от ЦИЕ. Както Графика №2 показва, размерът на капитала на глава от населението в България е 18.6% от средното за ЕС (28) през 2015 г., нараствайки с 8.8 пр.п. в сравнение с нивото на същия индикатор преди две десетилетия през 1995 г. Прилагайки същия подход, Чехия, Естония и Словения се обособяват като икономиките с най-висока осигуреност с капитал към момента. Това е важно, тъй като икономическата теория предполага, че има силна връзка между осигуреността с капитал и нивата на доходи, като икономиките с най-високо ниво на капитал на глава от населението би трябвало да са също така и тези с най-високо ниво на доходи на глава от населението. В действителност, както Графика №3 показва, Чехия, Естония и Словения, които са на чело в класацията за страни от ЦИЕ с осигуреност с капитал, са също така и сред икономиките с най-висок доход на глава от населението.

Наличните емпирични данни следователно изглежда, че потвърждават силната причинно-следствена връзка между капитал и доходи, които икономическата теория предполага. Същевременно, обаче емпиричните данни изглеждат много по-смесени когато става въпрос за връзката между размера на входящите ПЧИ и осигуреността с капитал на страните от ЦИЕ.

В това, което остава от този кратък материал, ще се фокусирам върху една от причините, която макар и не най-важната, има своята роля в усилията да се обясни защо връзката между ПЧИ и осигуреността с капитал на икономиките не е еднозначна. Ще твърдя, че за България, а може

би и за някои други страни то ЦИЕ, ползите от ПЧИ в периода преди кризата от 2009 г. зависеха не толкова от самия размер на ПЧИ, а по-скоро от тяхната структура. По подобен начин, уязвимостта и рисковете, свързани с потоците от ПЧИ в този период, са по-скоро следствие от тяхната структура, а не толкова от размера им. Ще завърша с формулирането на някои изводи за водената стопанска политика.

Учебниците по икономика казват, че по-развитите икономики генерират вътрешни спестявания в размер над този на нуждите от вътрешни инвестиции. Същевременно, в развиващите се пазари съществуват значителни инвестиционни възможности, но ограничени ресурси от вътрешни спестявания. Тъй като капиталовата сметка е либерализирана капиталовите потоци по света се насочват към най-ефективните начини на използване. Това обикновено приема формата на дългосрочен дълг или ПЧИ в дялов капитал, които произлизат от развитите икономики и финансират производствени инвестиции в развиващите се пазари, като тези от региона на ЦИЕ например. Производствените инвестиции генерират възвращаемост, която служи за изплащане на дълга и възнаграждаване на инвеститорите в дялове от компанията. По този начин, производствените инвестиции допринасят за икономическия растеж и създаването на работни места и в икономиката, която приема потоците от ПЧИ.

Някои потоци от ПЧИ приемат именно тази форма. По-голямата част от ПЧИ, насочени към автомобилостроителната индустрия в ЦИЕ, например, не просто допринасят за нарастването на производствения капитал, но и за трансфера на технологии и умения, които спомагат за бързия икономически растеж. Но реалността е по-сложна. Някои ПЧИ нямат почти нищо общо с финансирането на устойчив ръст в капацитета на икономиката да произвежда повече стоки и услуги. Вместо това те финансират потреблението, а не инвестициите или са насочени към придобиването на вече съществуващи активи, които отново нямат непосредствен принос към увеличаване на производствения капацитет на приемащите икономики. В някои случаи ПЧИ, които финансират потреблението, достигат твърде високи пропорции, като предизвикват бързо нарастване на задлъжнялостта на домакинствата. По подобен начин, когато ПЧИ, които са насочени към придобиването на вече съществуващи активи прекрачат определен праг, те допринасят за надуването на балони в цените на различни категории активи. Това означава, че при определени обстоятелства част от ПЧИ нямат положителната роля, която икономическата теория предполага, като не спомагат за насочването на капитала в света по най-ефективен начин. Вместо това те по-скоро вредят на приемащите икономики, като допринасят за дестабилизиращо нарастване на задлъжнялостта и/или тласкат цените на недвижимите имоти далече над нивата, които фундаменталните фактори предполагат.

Тази по-комплексна картина на ПЧИ, която вече е била наблюдавана и добре документирана по време на кризата на развиващите се пазари в Югоизточна Азия през деветдесетте години на миналия век, прави разлика между поне два типа ПЧИ, които имат различно влияние върху приемащата икономика. Може би по-важното е, че тази картина сочи, че не само размерът, но дори в по-голяма степен съставът на ПЧИ е от значение. Това виждане помага и за осветляване на въпроса защо емпиричните данни в периода преди 2009 г. не успяват да потвърдят в достатъчна степен връзката между размер на ПЧИ и нивото на производствен капитал в икономиките на някои страни от ЦИЕ включително и България.

Секторната структура на ПЧИ, насочени към региона на ЦИЕ, ни помага да намерим още доказателства за това твърдение. В Графика №4 можем да наблюдаваме разбивка по сектори на размера на ПЧИ, насочени към региона на ЦИЕ. ПЧИ в индустрията могат да се разглеждат като пример на първия вид ПЧИ, описани до тук. Тези ПЧИ увеличават производствения капитал в приемащата икономика, като в същото време спомагат за фундаментално важния трансфер на нови технологии и умения. Не е изненада, че тези ПЧИ не само генерират най-големи ползи за приемащата икономика, но и се характеризират с най-ниска волатилност. Емпиричните данни сочат, че ПЧИ в индустрията варират от под една пета от общо ПЧИ в Латвия и Естония до почти половината от общия размер на ПЧИ в Словакия и Румъния.

ПЧИ, насочени към секторите на недвижимите имоти и строителството, досега са били от най-голямо значение за Хърватия, България и Балтийските страни, където те варират между една четвърт и една трета от общия размер. Това бяха и страните, в които се наблюдаваха най-ясно изразени балони свързани с цените на недвижимостите. В някои други страни от ЦИЕ също се наблюдаваха неустойчиви ръстове на цените на недвижимите имоти през последното десетилетие, но като че ли в тези случаи ПЧИ по-скоро имаха ограничена роля като причина за този резултат. Наличните данни предполагат, че в годините, предхождащи глобалната криза от 2008 г. някои от икономиките в ЦИЕ също преминаха през период на много бързо нарастване на потреблението, където част от ПЧИ, които са били насочени към секторите на търговията и финансите изглежда също са имали известен принос. Този вид ПЧИ са били най-големи в Словения и Хърватия, където представляват съответно 57% и 46% от общия размер на ПЧИ, но макар и в по-малка степен са били от значение на практика за всички страни от ЦИЕ. Трябва да се отбележи, че картината на ПЧИ, насочени към тези два сектора, и особено към този на финансовите услуги, изглежда още по-неясна, тъй като няма точна разделителна линия между банковите потоци, които са финансирали производствени инвестиции, от една страна, и

такива, които в някои случаи са способствали за неустойчив ръст на цените на недвижимите имоти или потреблението, от друга.

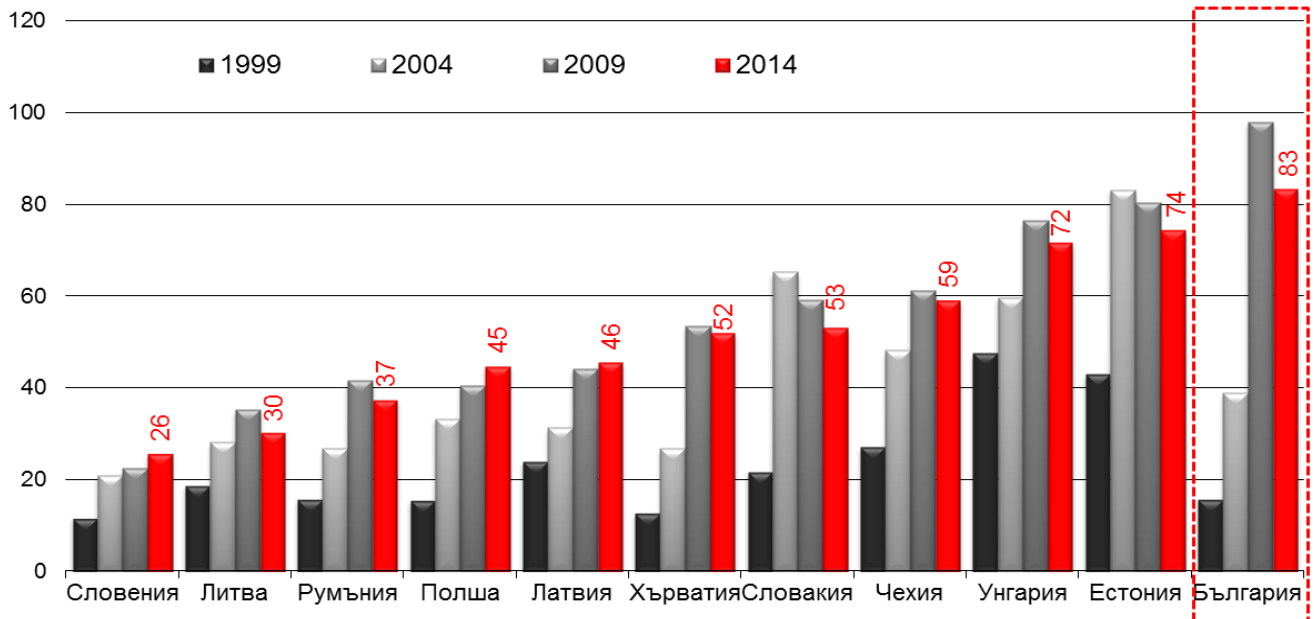
Всичко това води до някои важни изводи за провежданата стопанска политика. Първото важно заключение е, че капитала на глава от населението в България е далече под нивото, което се наблюдава в развитите икономики, което оправдава продължаването на водене на политики, които подкрепят инвестиции, включително и такива, финансирани чрез ПЧИ. Същевременно, имаме нужда от по-селективен подход към ПЧИ. Такъв, който целенасочено направлява ПЧИ към това, което разпознаваме като желани инвестиции, които имат най-големия потенциал да подпомогнат икономическия растеж и създаването на работни места. Имам нужда от почти всяка ПЧИ, която спомага за увеличаването на производствените инвестиции, особено в преработващата промишленост с висока добавена стойност, но не и такива, които водят до прекомерен ръст на финансовите потоци, насочени към сектора на недвижимите имоти. Имам нужда от повече ПЧИ, които да подобрят експортния потенциал на икономиката, но не и такива, които насърчават твърде много внос. Нямам нужда от повторение на предишни епизоди на прекомерно потребление, финансирано с прекалено бързо натрупване на дълг, тъй като нашият собствен опит показва, че това може да доведе до финансова уязвимост.

Всичко това изглежда лесно да се каже, но трудно да се направи на практика, особено като се има предвид ангажиментът на страната ни към свободното движение на капитали. Но дори и в контекста на либерализирана капиталова сметка, наборът от инструменти, с който архитектите на икономическата политика разполагат, не е изчерпан. Разполагаме със схеми за финансиране, които могат да насърчават износа. Разполагаме с пруденциални регулации, които централната банка може да използва, за да охлади подхранван с кредит бум на потреблението, ако такъв се материализира отново. При извънредни обстоятелства можем да използваме и данъчната политика, за да предотвратим неустойчиво нарастване на цените на недвижимите имоти. Но извън този инструментариум, който, по същество, представлява част от инструментариума за преодоляване на криза, можем да използваме и системата от стимули, с която държавната агенция за насърчаване на инвестициите разполага.

Българската агенция за подпомагане на ПЧИ предоставя почти всички стимули, които законовата рамка на ЕС позволява. Това включва дълъг списък от стимули, които варират от техническа помощ и съкратени административни процедури, до частично възстановяване на разходи за обучение, намалени или напълно премахнати данъчни ставки, както и директни субсидии под формата на цени за придобиване на публични имоти, които са под пазарните.

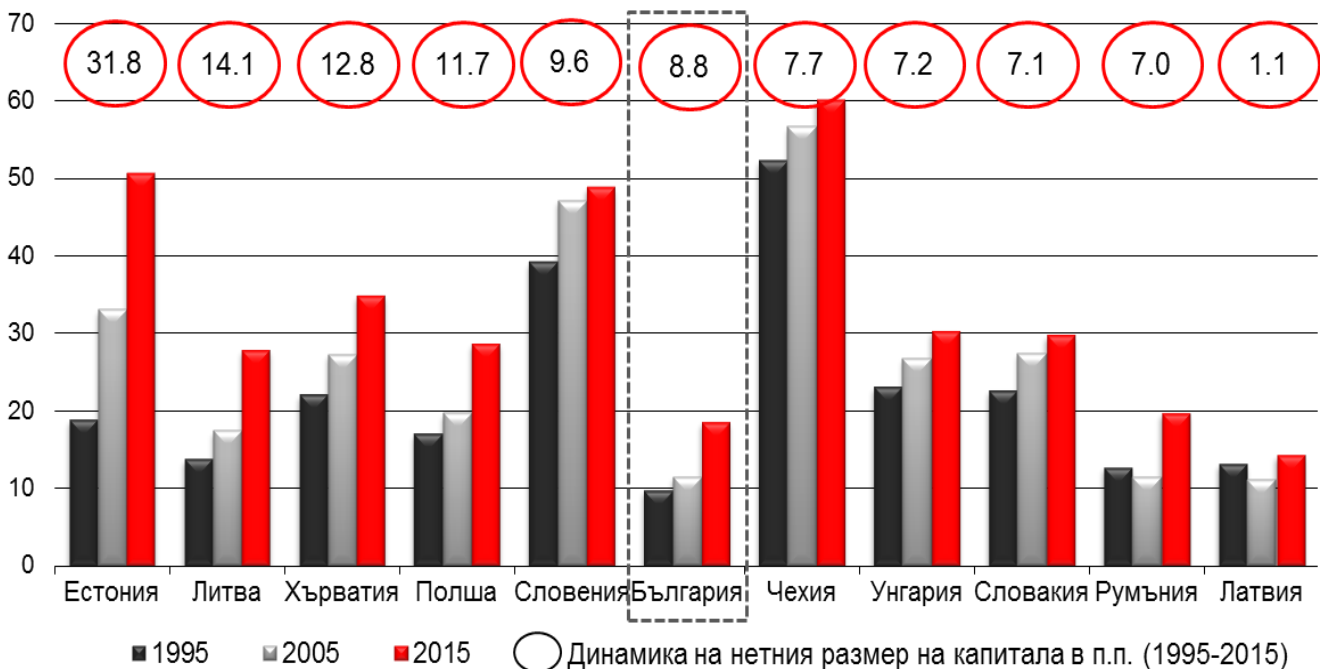
Това е силен набор от инструменти, който може да доведе до значителни резултати, когато и ако са в добри ръце. Важно е да се подчертае, че тази система от стимули вече има селективен подход към ПЧИ. Правилата, по които работи Агенцията за подпомагане на ПЧИ, вече не предоставя публична подкрепа за проекти в сектора на недвижимите имоти, което е положително. И накрая, искам да използвам шанса да насърча Агенцията за подпомагане на ПЧИ постоянно да подлага на преглед тази система от стимули, за да може ограничените публични ресурси да бъдат използвани по най-ефикасния начин и само проекти, които могат да имат значителен принос към икономическия растеж и създаването на работни места да получават подкрепа.

Графика №1: Размер на входящите ПЧИ в страните от ЦИЕ, като % от БВП (1999 - 2014 г.)



Източници: UNCTAD, UniCredit Bulbank Economic Research

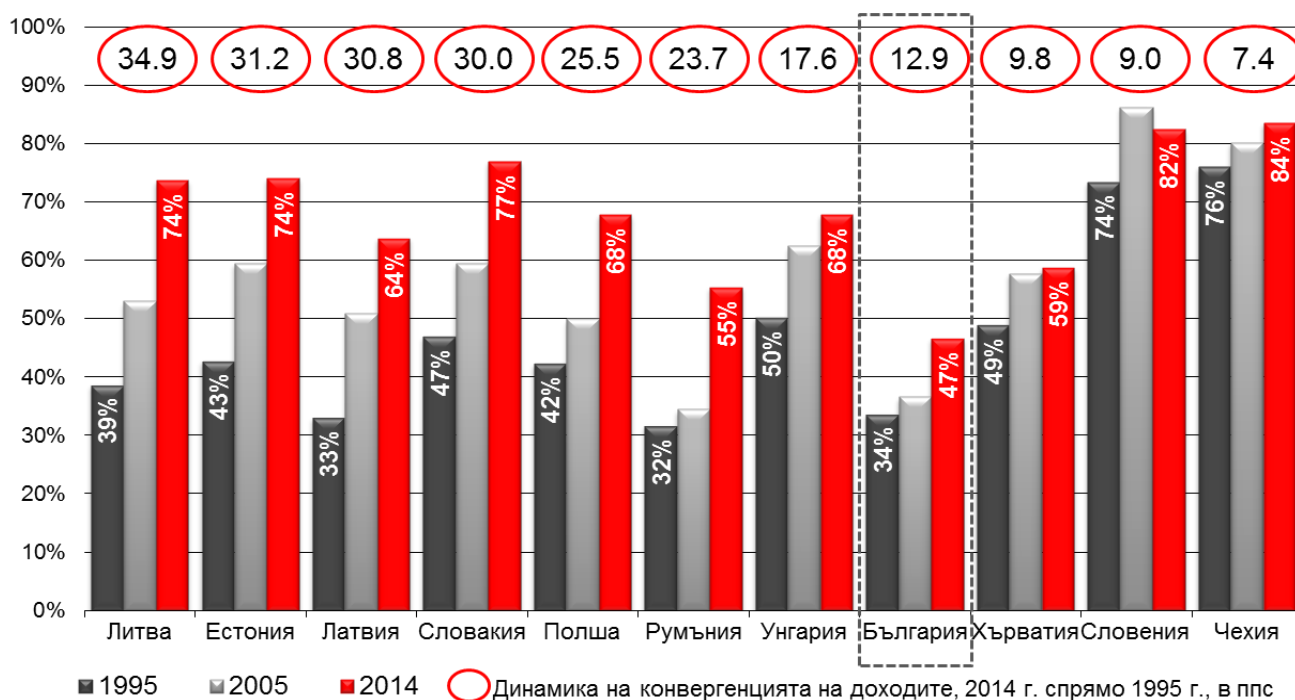
Графика №2: Размер на нетния капитал на глава от населението като % от средното за ЕС(28) по страни от ЦИЕ (1995-2015 г.)



Източници: Eurostat, UniCredit Bulbank Economic Research

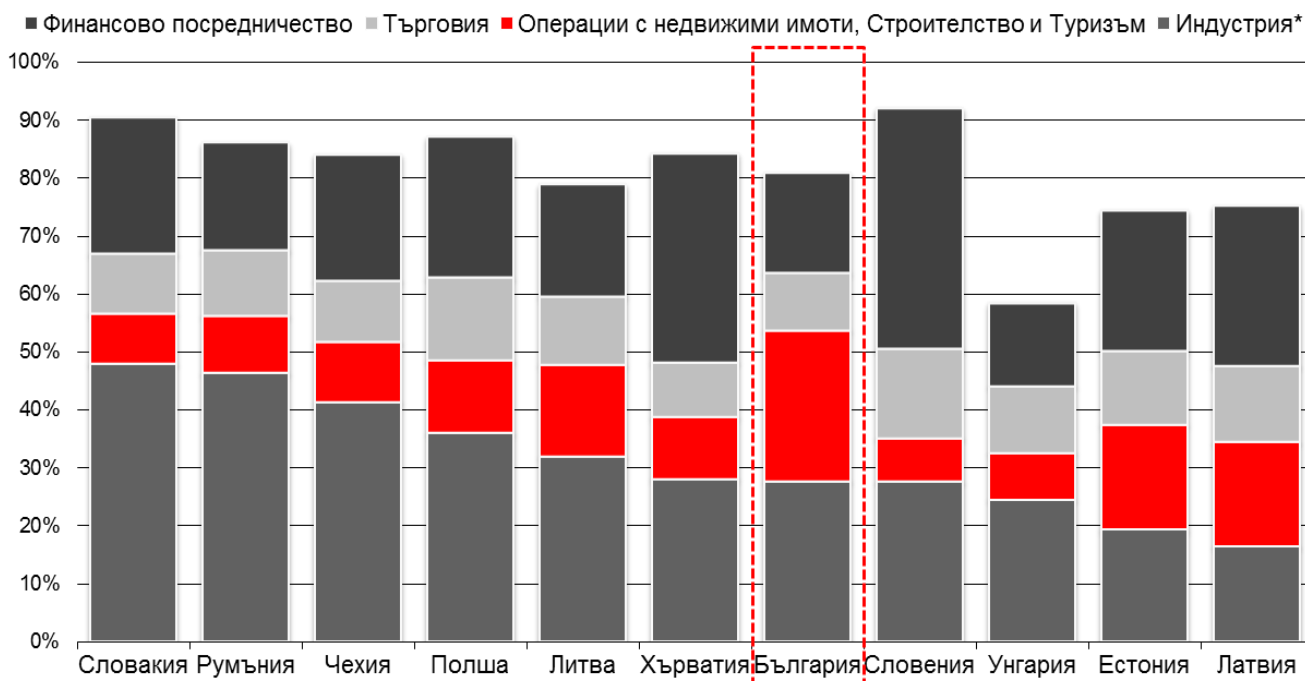
Забележка: Нетния размер на капитала за дадена година представлява нетния размер на капитала в предишната година коригиран с Брутото капиталобразуване във фиксиран капитал по постоянни цени минус (Потреблението на фиксиран капитал по текущи цени разделено на Дефлатора на цените на брутото капиталобразуване във фиксиран капитал) умножено по 100.

Графика №3: Среден доход на глава от населението при ЕС (28) = 100 (1995 – 2014), ръст на средния БВП на глава от населението, в ППС, ЕС (28) = 100



Източници: Eurostat, UniCredit Bulbank Economic Research

Графика №4: Размер на ПЧИ по сектори в ЦИЕ, като дял от общо ПЧИ, в % (2012 г.)



Източници: Eurostat, UniCredit Bulbank Economic Research

* Индустрията включва преработваща промишленост, добивна промишленост, производство и разпределение на електрическа, топлинна енергия и газ, доставяне на води, канализационни услуги, управление на отпадъци.

ДИСКЛЕЙМЪР

Настоящият документ е изготвен на базата на обществено достъпна информация от източници, които се считат за надеждни, но за пълнотата или точността на тази информация не носим отговорност. Всички оценки и мнения, включени в този документ представляват независима преценка на екип „Икономически проучвания“ към момента на неговото публикуване. Ние си запазваме правото да променим изразеното в документа мнение по всяко време, без предварително уведомление, както и да не актуализираме тази информация или да я оттеглим, без предварително уведомление.

Този документ е изготвен само с информационна цел, не е предназначен и (i) не съставлява, както и не е част от предложение или покана за продажба, отправяне на предложение за закупуване или записване на финансови инструменти (ii) не представлява предложение за закупуване или записване на финансови инструменти, (iii) за реклама. Инвестиционните възможности, дискутирани в този доклад могат да се окажат неподходящи за някои инвеститори в зависимост от техните специфични инвестиционни цели и времевия хоризонт или в контекста на тяхното цялостно финансово състояние. Дискутираните инвестиции могат да се колебаят в цената или стойността. Инвеститорите могат да получат по – малко отколкото са инвестирали. Промените в обменните курсове могат да окажат неблагоприятен ефект върху стойността на инвестициите. Освен това, минало изпълнение не е непременно показател за бъдещи резултати. В частност, рисковете, свързани с инвестиции във финансови инструменти в процес на обсъждане, не са обяснени в тяхната цялост.

Съдържащата се в този документ информация се отнася за момента, към който е предоставена, и не може да замести получаването на индивидуален съвет. Инвеститорите трябва да вземат свое собствено решение относно това дали инвестициите, които се реферират в документа са подходящи, с оглед на съответните рискове, своята инвестиционна стратегия и своя правен, данъчен и финансов статус.

Тъй като настоящия документ не представлява пряка или косвена инвестиционна препоръка, нито целия документ, нито част от него може да се счита за основа или мотив или обосновка за сключване на договор или поемане на какъвто и да е ангажимент. Инвеститорите се призовават да се свържат със своя външен инвестиционен консултант за индивидуални обяснения и съвет.

УниКредит Булбанк и/или неговите директори, мениджъри и служители не носят каквато и да е отговорност към получателите на този документ и/или към трети лица за каквото и да е загуби, произхождащи от ползването на настоящия документ или неговото съдържание.

Този документ не е предназначен за конкретни инвеститори, и информацията, съдържаща се в него, не може да бъде разкривана, разпространявана, възпроизвеждана или публикувана по каквато и да е причина без предварителното съгласие на УниКредит Булбанк.