

Финансов навигатор

онлайн списание за студентски инициативи

том 2, брой 1, май 2016

Съдържание

Изследвания

- Поля Георгиева*
Хеджиране на покупките на самолетно гориво
в условията на волатилни цени 2
- Красимир Вълков*
Финансов модел за оценяване на
публична компания 9
- Галина Проданова*
Преките чуждестранни инвестиции и
развитието на българската икономика 17

Мнение

- Станимир Господинов*
Еврофондовете – проблеми в
българската практика 22

Проекти

- Ден на финансовата грамотност 26

Изяви

- Национален конкурс за студентско есе 28

Икономически
университет
Варна



Център за финансови
изследвания и
развитие



Издателски екип

доц. д-р Стоян Киров
главен редактор и
ръководител на ЦФИР

докт. Иглика Славчева
технически сътрудник

Редакционен съвет

проф. д-р Стефан Вачков
ръководител катедра „Финанси“
на ИУ-Варна
доц. д-р Любомир Георгиев
зам. ръководител катедра „Финанси“
на ИУ-Варна
доц. д-р Димитър Рафаилов
доц. д-р Светлана Герчева
гл. ас. д-р Атанас Камеларов
гл. ас. д-р Недялко Вълканов

Адрес за контакти

Варна 9002
Бул. „Княз Борис I“ 77
Икономически университет - Варна
Център за финансови
Изследвания и развитие
<http://www.ue-varna.bg>
fin_navigator@ue-varna.bg

Списанието не изплаща хонорари, тъй като
няма комерсиален характер.
Всеки автор носи отговорност за отстоявани-
те идеи, съдържанието и стилово оформ-
ление.

том 2, брой 1, май 2016

Поля Георгиева

Хеджиране на покупките на самолетно гориво в условията на волатилни цени

Поля Георгиева е завършила математическа гимназия „д-р Петър Берон“ в гр. Варна с отличен успех. През месец юни 2015 г. се дипломира в специалност „Финанси“ на ИУ-Варна, ОКС „Бакалавър“. За отличното си представяне по време на следването е отличена със сребърната значка на катедра „Финанси“ на ИУ-Варна. През 2014 г. се обучава по програма Erasmus в Университета Мендел – Бърно, Чехия, където посещава лекции на Леополд Радауер, работещ в Европейския съвет, както и на проф. Русек от университета Susquehanna в Пенсилвания, САЩ. През месец април 2015 г. с настоящата разработка печели второ място на прегледа на студентската научна дейност в ИУ-Варна. За контакт с автора: polya.r.georgieva@gmail.com.

Въведение

Компаниите често са изложени на риск от промените във валутните курсове, лихвените проценти, или цените на различни стоки. Финансовите деривати предлагат начин за хеджиране на тези рискове. Голяма част от авиолиниите днес хеджират един от основните си разходи – този за самолетно гориво. Волатилността на цената на горивото се отразява на печалбата на компаниите, а непредсказуемостта влияе на ефективното управление на паричните потоци. Това обуславя необходимостта големите консуматори на гориво в бизнеса да хеджират бъдещите си покупки, което допринася за изглаждането и стабилизирането в трендовете на разходите, приходите, паричните потоци, както и за успешно планиране на финансите на корпорациите. Основната тенденция за нарастване на цените на горивата изисква авиокомпаниите да търсят различни начини за ограничаване на волатилността на разходите си. Целта на текущото изследване е да провери какви стратегии използват, как се променят и дали са ефективни изобщо в настоящите условия на намаляващи цени.

1. Причини за хеджиране на цените на горива от самолетните компании

Увеличението в цените на горивата води до нарастване на разходите на авиолиниите, а оттам - до увеличение в цените на билетите. Поради силната конкуренция в индустрията обаче е невъзможно прехвърлянето на тежестта върху потребителите. В допълнение, характерна за търсенето на самолетни превози е високата еластичност. В такива условия авиокомпаниите трябва да поемат целия негативен ефект от покачването на цените, намалявайки оперативната си печалба, рентабилността, растежа на компанията. За да избегнат това, авиолиниите прибегват до хеджиране на цената на самолетното гориво с цел по-голяма предвидимост на бъдещите разходи и полагане на основа за дългосрочно финансово планиране.

Няколко научни проучвания се интересуват дали хеджиратки финансовите директори влияят върху стойността на компанията. Алаянис и Уестън¹ откриват положителна корелация между хеджирането и стойността на една компания. Картър, Роджърс и Симкинс² задълбочават проучването, изследвайки хеджирането на разходите за самолетно гориво и ефектът му върху стойността на авиокомпаниите в САЩ, и достигат до

извода, че хеджиратки компаниите добавят между 12 и 16% към стойността си. Рао³ пък заключава, че компанията може да намали волатилността на разходите си, а оттам и на печалбите, ако инвестира във деривати с диференцирани матуритети.

От друга страна Гуай и Катари⁴ имат различно мнение по въпроса. Те смятат, че из-ползването на деривати е недостатъчно, за да доведе до значим ефект. Според авторите предходните проучвания са фокусирани върху прилагането на финансово хеджиране, и не отчитат факта, че хеджирането на операционния риск е доминиращо в корпоративния риск мениджмънт, а дериватите се използват по-скоро за фина настройка на цялостния риск.

Провокирани от това проучване Картър, Роджърс, Симкинс и Трийнър⁵ задълбочават изследванията си. Екипът изследва, как две стратегии за хеджиране на операционния риск (намаляване на възрастта на самолетите и диверсификация на видовете самолети), заедно с използването на финансови деривати, допринасят за управлението на риска, предизвикан от волатилните цени на самолетното гориво. Резултатите от тяхното проучване доказват, че както финансовото (чрез деривати), така и операционното хеджиране намаляват риска от промяна в цените. Много по-ефективно е, обаче, оперативното хеджиране, поради увеличаването на ефективността при ползването на гориво, а оттам и намаляване на разходите.

Проблемът, който възниква при използване на оперативното хеджиране, са значителните инвестиции, които са необходими. То изисква авиокомпаниите непрекъснато да инвестират в нови и различни самолети. Необходима е оценка, дали това е достатъчно ефективно и дали ползите надвишават разходите. В допълнение специфичната за авиационната индустрия липса на достатъчна финансова ликвидност пречи за извършването на подобни инвестиции постоянно. Оттук следва да се заключи, че операционното хеджиране е ограничено, поради липса на достатъчно средства за постоянно обновяване на самолетите. В такъв случай по-рационално и ефективно е ползването на финансови деривати за ограничаване на риска.

Морел и Суон⁶ посочват две причини за волатилността в печалбите на авиолиниите. Първо, невъзможността им да адаптират операционните си разходи достатъчно бързо към промените в търсенето и оперативните при-

том 2, брой 1, май 2016

ходи; и второ, фактът, че много от тях финансират активите си с дълг или лизинг, поради което малки вариации в оперативната печалба водят до големи промени в паричната наличност. Морел и Суон заключват, че авиокомпаниите не хеджират с цел да повишат печалбите си, а за да намалят отклоненията в тях, да ги приближат близо до средните стойности през годините.

За да обобщим достиженията на емпиричните разработки по темата, можем да отсъдим, че основната причина за хеджиране на цените на горивата, е именно намаляване на несигурността и волатилността на оперативните разходи, оттам и на печалбите. Така се поставя една здрава основа за по-дългосрочно планиране на дейността на авиолиниите.

2. Деривати, използвани от авиолиниите, за хеджиране на ценовия риск на горивата

Дериватите, които авиокомпаниите използват, не винаги са базирани директно на цените на самолетното гориво. Това е така, защото тези деривати не се търгуват на организирани пазари. Затова се налага авиокомпаниите да сключват сделки „на гише“ – с контрагент. Друга възможност е кръстосаното хеджиране, при което се инвестира в деривати върху други горива, които са свободно търгуеми на стоковите борси NYMEX в Ню Йорк и ICE в Лондон. Горивата със сходни характеристики като авиационно гориво, които се търгуват активно, са суров петрол, отоплително гориво и газьол. Въпреки силната корелация, все пак остава рискът от непропорционална промяна в цените на различните видове горива.

Един от основните инструменти, ползвани от авиокомпаниите е суапът. Суаповата сделка представлява размяна на плащания между компанията и неин контрагент, базирани на фиксирани и плаващи цени на горивата. Тъй като договорите са персонализирани, авиокомпанията може да сключи директно сделка върху цената на самолетното гориво. Най-простият суап, който се ползва, е обикновеният („plain vanilla“) суап⁷. Авиокомпанията плаща фиксирана цена за определен срок и количество гориво, като на среща получава плащания, зависещи от реалната цена. В края на периода контрагентът плаща на авиокомпанията разликата между фиксираната и реалната цена на пазара, ако цената на горивото се е покачила. Ако пък цената е спаднала, авиокомпанията ще трябва да изплати разликата на контрагента си. И в двата случая авиокомпанията си осигурява предварително определена фиксирана цена. Основните недостатъци на суаповите сделки са два. Първо, авиокомпаниите трябва да открият контрагент, съгласен да сключи сделката. Наличието на контрагент увеличава риска на сделката, тъй като не е сигурно дали той ще може да изплати дължимите суми на определената бъдеща дата. Второ, суаповеите са типичен пример за „zero sum game“ и ако авиокомпанията не е била права за посоката на промяна в цените, тя ще понесе загуби.

Фючърсът е „договор между две страни относно покупката или продажбата на актив в определен момент в бъдещето по предварително определена цена“.⁸ Купувачът заема дълга позиция и се съгласява да закупи стоката, а продавачът - къса и се съгласява да я продаде, като се посочва цената, по която ще се състои сделката. Фючърсите са търгуеми и стандартизирани. Най-често използваните са за суров петрол WTI и отоплително гориво, търгуеми на NYMEX, и суров петрол Brent и газьол на ICE. Тези инструменти премахват риска от неизпълнение на задълженията от страна на контрагента, тъй като притежателят му може да го продаде във всеки един момент на пазара.

Ако фючърсът не е подходящ за авиокомпанията, тя може да се обърне към форуърд пазара. Форуърд контрактът се различава от фючърса единствено по възможността да се търгува на организирани пазари. Тъй като форуърд контрактите са персонализирани, за тях няма активен пазар. Те приключват с действителна доставка на горивото.

Кол опцията е друг метод за хеджиране, трансфериращ риска от авиокомпанията към друг пазарен участник, който е склонен да го поеме срещу определено заплащане. При закупуване на кол опция, авиолинията получава правото, но не и задължението да закупи от контрагента си определено количество гориво по предварително определена цена, като за тази опция, авиокомпанията заплаща премия. Кол опциите дават значителна гъвкавост на авиокомпаниите като едновременно със защитата от нарастване на цените, им оставят възможност да се възползват от намаляващите цени. Основният недостатък на кол опциите е, че са относително скъпи. Опцията е много ефективна при поставяне на ценови тавани, но е по-малко атрактивна в сравнение със следващата разгледана стратегия поради високата си цена.

Collar е комбинация от покупка на кол опция и продажба на пут опция. Използвайки тази стратегия, авиокомпанията фиксира цената на горивото между страйк цените на опциите. По този начин авиокомпанията намалява разходите си (поради премията която получава от продажбата на пут опцията). В замяна на това е поставен ценови под, под който цената, която авиокомпанията ще плати, не може да падне (страйк цената на пут опцията). Оттук можем да заключим, че collar структурата е по-рискована от кол опцията – при драстичен спад в цените авиокомпанията би понесла загуби и загуба на конкурентни позиции.

Collar - стратегията може да се пригоди към конкретния рисков апетит на компанията. Тя може да закупи кол опция с по-висока степен на защита и продаде пут опция с ниска стойност (premium collar), или да ограничи цената в по-тесен диапазон, като си осигури още по-голяма предвидимост. Също така collar може да бъде конструиран така че премиумът получен от продажбата на пут опцията напълно да компенсират разходите за покупка на кол опцията (costless collar). Традиционният

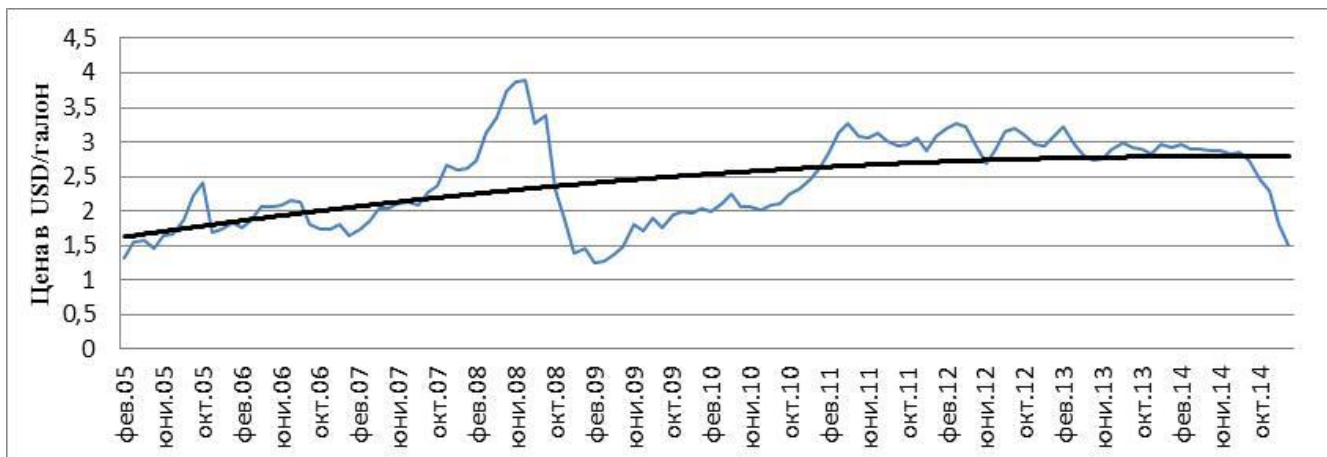
том 2, брой 1, май 2016

costless collar предпазва компаниите при покачване на цените, но ги излага на значителен риск в условията на намаляващи цени.

3. Движение на цените на горивата

Както става ясно (виж Фиг. 1), основния тренд в промяната на цената на самолетно гориво е на нарастване, въпреки дестабилизацията на цените в началото на Световната финансова криза и спадът в цените от 2014 г. Цената на самолетното гориво показва висока вола-

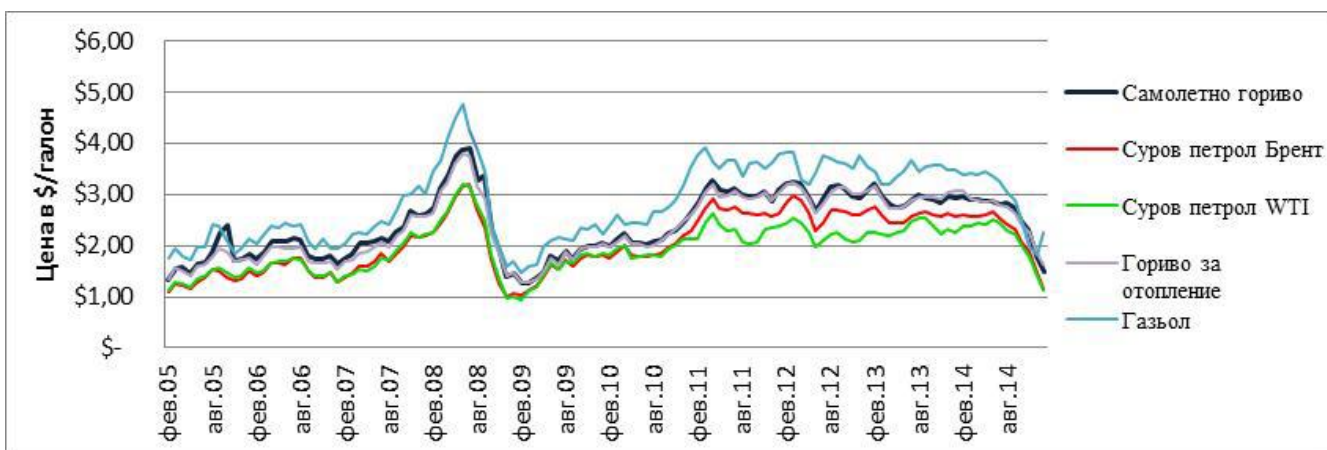
тилност през последните години (2005-2015 г.), като тенденцията е към намаляване в периода след 2009 г. (наблюдава се намаляване на наклона на трендовата линия). Докато в периода до 2008 г. стандартното отклонение (показател за волатилност) в цената на самолетното гориво е \$0,65, то в периода след това, показателят намалява до \$0,56. С намаляването на волатилността намалява и нуждата от хеджиране.



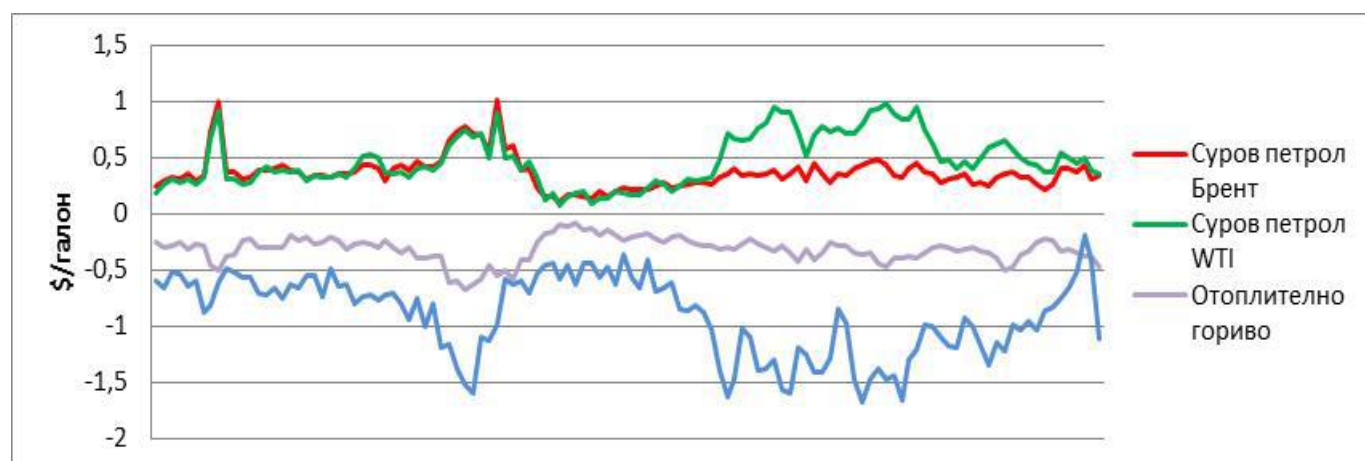
Фиг. 1. Промени в цената на самолетното гориво за периода 02/2005-02/2015 г.⁹

Няколко извода могат да се направят, наблюдавайки тенденциите в изменението на горивните цени за периода 2005 г. – 2010 г. (виж Фиг. 2, Фиг. 3). На първо място, цените и на петте вида гориво, които авиокомпаниите използват, корелират много силно. На второ място може да се посочи, че тези цени не винаги се изменят с една и съща сила, което създава предпоставки за неефективност

на инструментите, които авиокомпаниите използват. Това е така, защото много от авиокомпаниите използват деривати върху други видове горива, за да хеджират покупките на самолетно гориво. Ако цените се изменят непропорционално, не е сигурно дали авиокомпаниите ще могат успешно да се предпазят от промяната в цените.



Фиг. 2. Цени на горивата за периода 02/2005-02/2015 г.¹⁰



Фиг. 3. Диференциация в цените на самолетното гориво и други горива (02/2005-02/2015 г.)¹¹

Изследвайки корелационните връзки между цените на самолетното гориво и другите видове горива се установяват резултатите, поместени в таблица 1.

Таблица 1

Резултати от анализ на корелационните връзки между цените на горивата

	Корелационен коефициент	Стандартно отклонение	Коефициент на вариация
Газьол	0,5503	0,35 щ. д.	39,39%
Суров петрол Brent	0,8610	0,15 щ. д.	40,49%
Суров петрол WTI	0,8232	0,2282 щ. д.	47,57%
Гориво за отопление	0,9367	0,1126 щ. д.	35,71%

Един от най-важните изводи, до който се достига е, че цената на самолетното гориво корелира най-силно с тази на отоплителното гориво и най-слабо с тази на газьола. По-слаба е корелацията на цената на самолетното гориво и с двата вида суров петрол. Стандартните отклонения на ценовите разлики¹² между горивата дават подобна информация – най-малки флукутации се наблюдават при ценовата разлика между самолетното и отоплителното гориво. От друга страна се оказва, че стандартното отклонение на ценовата разлика между авиационното гориво и газьола е най-високо измежду измерените (0,35 щ. д.). От получените резултати може да се заключи, че след инвестирането в деривати на самото самолетно гориво, най-благоприятна е инвестицията във финансов дериват върху горивото за отопление. От друга страна не се препоръчват инвестициите в газьол и суров петрол WTI.

4. Стратегии за финансово хеджиране на покупките на гориво до края на 2013 г.

С цел по-ясното синтезиране на информацията относно видовете използвани деривати авиокомпаниите се поделят на 3 групи според географската им локализация – Азия и Пасифика, Европа и Северна Америка. Авиолиниите в различните региони се отличават с различна рискова позиция. Значително по-изложени на риск са северноамериканските авиолинии, докато европейските са изложени на най-нисък риск¹³. На първо място, това се дължи на различните видове самолетно гориво, които се ползват – северноамериканските и европейските компа-

нии използват U.S. Gulf Coast kerosene, чиято цена е значително по-волатилна от тази на използваните от азиатските авиокомпани Singapore jet fuel.

Значителни разлики се открояват и в стиловете на хеджиране на компаниите от различните региони. Най-ясно разграничимата от тях е във видовете използвани инструменти. Докато европейските и азиатските авиокомпани залагат най-вече на опции и суапове, северноамериканските използват също толкова активно и collar структурата. Забележителен факт е, че европейските и азиатските авиокомпани използват най-вече инструменти „на гише“ върху самолетното гориво, в Северна Америка се залага на суровия петрол и на отоплителното гориво.

Може да се заключи, че различните рискови позиции се дължат и на различните инструменти и стратегии, които авиокомпаниите използват и по този начин се излагат на различен риск. Например, европейските авиокомпани инвестират по-разнообразно в различни инструменти с различни матуритети, като по този начин по-ефективно диверсифицират риска. По същия начин инвестирането в инструменти, базирани директно върху самолетното гориво в Европа и Азия, намалява риска от непропорционална промяна в цените на горивата, на който северноамериканските са силно изложени.

Една от основните тенденции, пред които се изправят авиокомпаниите, е нарастването на дела на разходите за самолетно гориво от 13,6% през 2001 г. до 33,33% от общите оперативни разходи. При такива условия дори

том 2, брой 1, май 2016

малка промяна в цената на самолетното гориво води до значителни изменения в общите разходи и печалбата на компанията. Повечето компании днес обаче остават нехеджирани и това е по две причини. Първо, защото хеджирането е много скъпо начинание и е по-вероятно големите авиокомпани да използват деривати, поради

високите първоначални разходи. Второ, хеджирането предпазва компанията само срещу нарастване на цените и ако авиокомпания започне на хеджира по време на пазарен връх, може да понесе значителни загуби, вследствие на евентуално намаление на цената.

Таблица 2

Видове използвани деривати използвани в различните региони

		Европа	Северна Америка	Азия и Пасифика
Според вида на използваното гориво	Самолетно	56,74%	24,64%	61,63%
	Суров петрол	26,24%	39,13%	30,23%
	Газьол	15,6%	5,31%	8,14%
	Отоплително	1,42%	30,92%	
Според вида на инструмента	Суапове	38,74%	29,07%	57,55%
	Опции	32,98%	36,56%	20,86%
	Collars	8,38%	28,19%	16,55%
	Форурарди	18,32%	2,64%	4,32%
	Фючърси	1,57%	3,52%	0,72%

Източник: Berghöfer B., Lucey B., 2014

За да се конкретизират някои от стратегиите, които авиокомпаниите използват, ще бъдат посочени няколко примера от действителността. Southwest Airlines винаги е бил пример за успешна финансова политика. Компанията се налага на пазара успешно, предлагайки по-ниски цени на потребителите вследствие на по-ниските си разходи за гориво в сравнение с конкурентите си. През 2008 г. повечето компании понасят огромни загуби вследствие скока в цените на горивата, плащайки по около 150 щ. д. за барел, докато Southwest плаща около \$50. След успеха на авиокомпанията нейните конкуренти започват масово да използват финансови деривати, за да хеджират покупките си на гориво.

През 2013 г. почти всички авиокомпани, които могат да си позволят и знаят как, хеджират поне част от бъдещата си потребност от гориво. В свое изследване Бергхьофер и Луси изследват 64 компании в световен мащаб и откриват процента от потребностите за следващата година, които авиокомпаниите са хеджирали. Изследвайки водещите компании в Азия, Европа и Северна Америка, откриват, че средно те са хеджирали 70,12% от покупките си за следващата година. Съответно по региони азиатските авиокомпани са хеджирали 74,10%, европейските – 82,98%, а северноамериканските – 56,08% от потреблението си за следващата година. Както се вижда, това е още една причина северноамериканските авиокомпани да са изложени на по-висок риск – по-ниските хеджирани обеми.

5. Стратегии за хеджиране на покупките на гориво след 2013 г.

2014 г. е белязана от резкия спад в цените на горивата. На теория за авиокомпаниите, като крупни консуматори,

тази тенденция би трябвало да е добра новина. Това е така, но единствено при условие, че тези цени вече не са хеджирани предварително и то със значителни разходи от страна на авиокомпаниите.

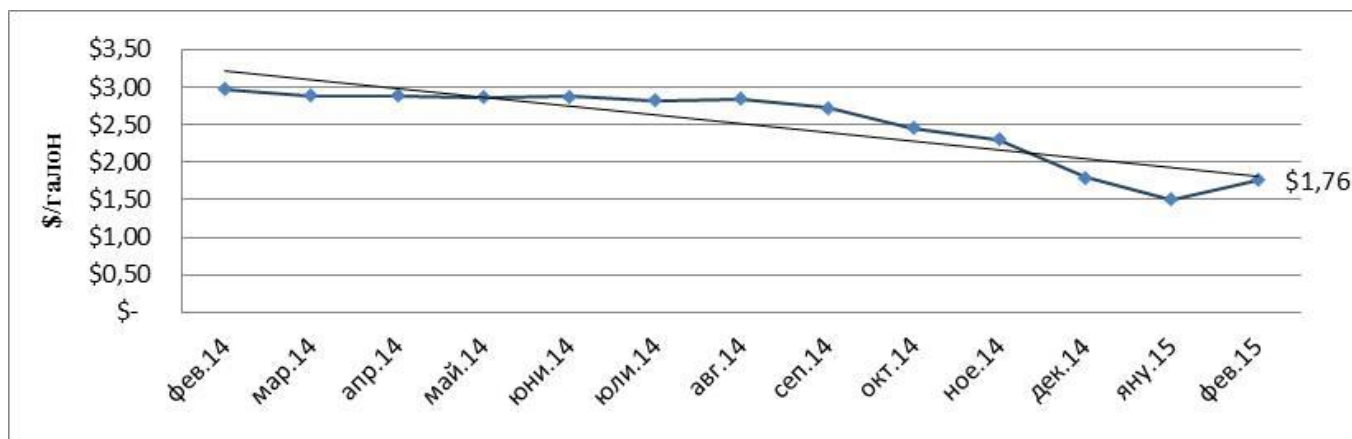
Инструментите за хеджиране често възпрепятстват авиокомпаниите да се възползват от понижение в цените на горивата. Суаповата сделка изисква авиолинията да заплати понижението в цените под цената в договора и в крайна сметка компанията претърпява загуба. Фючърсите и форуърд контрактите поставят компанията в подобна позиция. При collar структурата страйк цената на път опцията е минималната цена която компанията ще плати. В случай, че пазарът установи по-ниска цена, компанията не би могла да се възползва. Единствено кол опцията позволява на авиокомпаниите да се възползват от намаление в цените на горивата, но този инструмент е скъп и премиумът, който компанията заплаща, отново я изправя в неконкурентна позиция. Иначе казано, в условия на понижаване на цените авиокомпаниите понасят загуби при ползването на финансово хеджиране.

Настоящото проучване разглежда как авиокомпаниите от трите региона (Азия, Европа и Северна Америка) реагират на промяната в цените и различните им стратегии. Още през септември 2014 г. азиатските компании реагират бързо на спада в цените. Те рязко увеличават хеджираните обеми горива, както и матуритета на хеджиращите инструменти (до 2016 г.)¹⁴. Основният мотив е, че пазарът скоро ще удари дъно и тенденцията ще се обърне. Наблюдава се активно преразглеждане на политиките, също и включване на много нехеджиращи досега компании на пазара на горивни деривати. Мнозинството от европейските авиокомпани запазват позициите си, тъй като имат „структурна политика, която покрива по-

том 2, брой 1, май 2016

купките на гориво за следващата година¹⁵ (С. Meier, говорител на Lufthansa) и не нагаждат политиката си на финансово хеджиране според краткосрочни или средносрочни трендове. В Северна Америка, от друга страна, компаниите рязко и силно намаляват инвестициите във

финансови деривати. Авиолиниите не прекъсват да хеджират изобщо, но значително намаляват хеджирания обем от необходимото гориво, както и матуритета на договорите.¹⁶



Фиг. 4. Цена на самолетното гориво

Очевидно е, че няма консенсус за това, коя стратегия е най-подходяща за хеджиране при условия на спад в цените. Докато едни компании се възползват от ниските цени, за да си осигурят такива за в бъдеще, като платят сега, други компании изоставят хеджирането напълно и не търпят загуби в текущите периоди. Трети залагат на дългосрочни политики и не се повлияват от рязката промяна в цените. Най-добрата стратегия може да се нарече тази, която отговаря на рисковата толерантност, финансовата позиция и целите, преследвани от авиокомпанията. Трудно обаче биха могли да се комбинират двете крайни стратегии на хеджиране – използване на стабилна политика с фиксиран процент хеджиране на бъдещото потребление (hedge it and forget it) и възползване от резките върхове или спадове в цените. Това би било възможно, използвайки нова концепция, наречена динамично хеджиране.

Поради невъзможността да управляват активно позициите си, много авиокомпани не се възползват максимално от портфолиото си. Пасивната стратегия можем да наречем практиката на инвестиране във финансов дериват и задържане на позицията до нейното изтичане. Такъв подход не позволява на компанията да се възползва от благоприятно движение на цените на горивата. Иновативният, динамичен подход изисква компанията да ревизира постоянно позициите си. Изисква се постоянно следене на ритъма на пазара, своевременно предвиждане на движенията на цените и нагласите на инвеститорите. Това се налага, тъй като досегашните статични стратегии лишават компаниите от възможността да заемат благоприятна и печеливша позиция. Тук не става дума за поемане на излишни рискове и спекулиране с цените на горивата, а за често ревизиране и нагаждане според благоприятните условия в краткосрочен план, като компанията не се отклонява от дългосрочната си стратегия.

6. Препоръки към стратегиите за финансово хеджиране на авиокомпаниите

Авиационната индустрия е подложена на нарастващ риск, породен от промените в цените на горивата. Разходите за гориво са най-високите променливи разходи на авиокомпаниите и единственият начин да се повлияе върху тях в условия на ефективното използване на горивото е хеджирането на цената му. След направения анализ на индустрията и риска, на който е изложена, могат да се направят няколко извода и препоръки.

1. Поради факта, че авиокомпаниите масово използват деривати върху горива, различни от самолетното (кръстосано хеджиране), те са изложени на риск от непропорционална промяна в цените на горивата. При необходимост се препоръчва инвестицията в отоплително гориво, но не се подкрепят тези в газол и суров петрол WTI.

2. Волатилността на цените на горивата намалява значително през последните години. С това намалява и ефективността на ползването на финансови деривати.

3. Установява се, че компании, активно инвестиращи в деривати върху цената на самолетното гориво, са изложени на много по-слаб риск в сравнение с кръстосано хеджиращите. Следователно, се препоръчва сключването на сделки „на гише“.

4. Въпреки, че финансовото хеджиране е ефективно в условията на покачващи се цени, то в условията на понижаващи се цени, компанията е в неконкурентна позиция.

5. Препоръчителна е стабилна политика на хеджиране, която да не се поддава на средносрочни и краткосрочни трендове в цените на горивата. Позицията в текущия момент обаче трябва да се ревизира постоянно, за да може компанията да реагира своевременно на благоприятните възможности, предоставени от пазара.

том 2, брой 1, май 2016

Може да се заключи, че няма универсална рецепта за ефективна политика на хеджиране. Независимо обаче от избраната политика, тя трябва да е динамична и да позволява на компанията с ниски разходи да успее да постигне предвидимост на паричните си потоци и конкурентоспособност в условията на променливите цени на горивата.

¹ Allayannis G., Weston J., 2001, The use of foreign currency derivatives and firm market value, *Review of Financial Studies* 14, 243-276.

² D. Carter, D. Rogers, B. Simkins, 2002, Does Fuel Hedging Make Economic Sense? The Case of the US Airline Industry.

³ Rao, V. K., 1999, Fuel price risk management using futures, *Journal of Air Transport Management*, 5.

⁴ Guay, W.R. and S.P. Kothari, How much do firms hedge with derivatives?, *Journal of Financial Economics* 70.

⁵ Carter et. al, 2014, Does Operational and Financial Hedging Reduce Exposure? Evidence from the U.S. Airline Industry.

⁶ Morrel P., Swan W., 2006, *Airline Jet Fuel Hedging: Theory and Practice*.

⁷ Carter D., Rogers D., Simkins B., 2004, *Fuel Hedging in the Airline Industry: The Case of Southwest Airlines*.

⁸ Йорданов, Й. (2009). *Финансови инвестиции*, с. 297.

⁹ <http://www.indexmundi.com>.

¹⁰ пак там.

¹¹ пак там.

¹² Колкото по-волатилна е разликата в цените на два вида гориво, толкова по-неефективно е хеджирането на авиокомпанията, ако използва финансов инструмент върху този вид гориво. Колкото по-високо е стандартното отклонение, толкова по-волатилна е разликата между самолетното и другия вид гориво. Обратното също е валидно - по-ниските стойности подсказват по-сигурен инструмент и по-ефективно хеджиране.

¹³ Berghöfer B., Lucey B., 2014, Fuel hedging, operational hedging and risk exposure - Evidence from the global airline industry.

¹⁴ Jaganathan, J. (2014). Asia airlines raise hedging volumes on oil price fall. Reuters.

¹⁵ Rowling R. (2014). European Airlines Cut Jet Fuel Hedging as Prices Fall. Bloomberg.

¹⁶ Kohlman M., Elward D., Cheong S. Y. (2014). US airlines are taking the hedge off on jet fuel. Platts.

том 2, брой 1, май 2016

Красимир Вълков

Финансов модел за оценяване на публична компания

Красимир Вълков е завършил мениджмънт на туризма в Професионална гимназия по туризъм „Проф. д-р Асен Златаров“, гр. Бургас. Към момента е студент в 4 курс на специалност „Финанси“ в Икономически университет – Варна. Изследователските му интереси са в областите на финансовите пазари и инвестиционното банкиране. За контакт с автора: krasimirmv@yahoo.bg.

Въведение

В настоящата разработка се прилага реален пример за съставянето на финансов модел с помощта на MS Excel, чиято цел е да изведе т. н. „intrinsic value“ или истинската стойност на публично търгувана компания. Представени са фундаменталните инструменти за рационалното фирмено оценяване. Финансовите модели, освен за извеждане на оценка на компания, се използват и за „проиграване“ на различни сценарии за развитието, структурата, и състоянието ѝ. Част от изложените инструменти и методи са използвани от инвестиционни банки, private equity компании, инвестиционни фондове.

Зад голяма част от методиките за оценяване, използвани в представения модел, стои концепцията „Инвестиране в стойност“, въведена от Бенджамин Греъм¹ и популяризирана от други авторитети.² В сърцевината ѝ стои принципът на т.н. „Margin of Safety“. Той гласи, че колкото по-голяма е разликата между текущата пазарна стойност и „истинската стойност“ на актива, толкова и величината на Margin of Safety ще е по-висока, което от своя страна би предоставило по-широк диапазон за реакция на инвеститора и/или спекуланта. Това би понижало риска от нежелана волатилност до по-ниски нива.

1. Избор на компания. Система и ред, по които се оценява компанията.

Избраната система за подбор на компании се основава на следните принципи:

1) Здравословен растеж на бизнеса/индустрията за последните от 3 до 5 г.

2) Пазарна капитализация на компанията не по-малка от 500 млн. и не по-голяма от 5 млрд. в съответната валута.

3) Здравословен растеж на продажбите на компанията за последните 3 г. (ясно изразена тенденция; ниска волатилност в процентите на растеж).

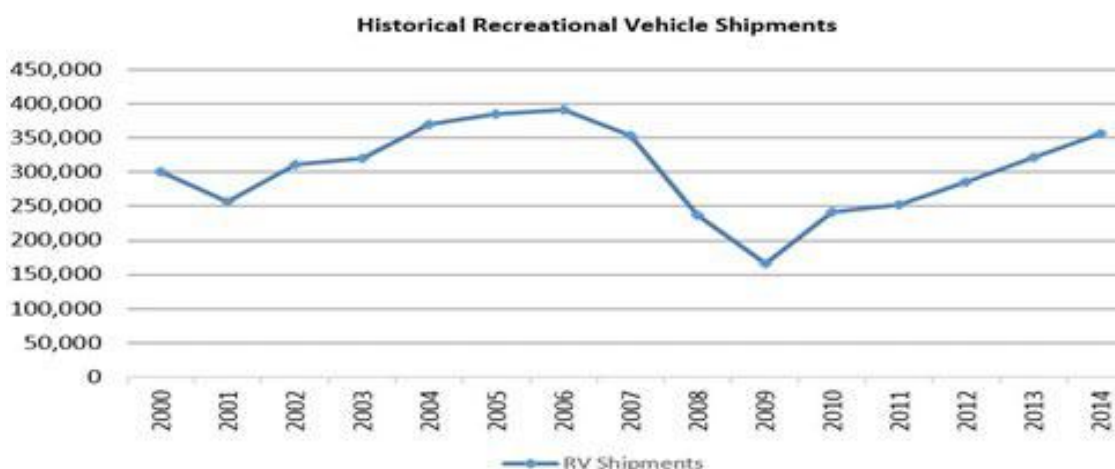
4) Способност на компанията да генерира свободни парични потоци (FCFs) на историческа (3 г.) и проектирана (следващите 5 г.) база.

5) Здравословно финансово състояние:

5.1. Компании без или с възможно по-ниска дългосрочна задлъжнялост спрямо собствения капитал. Long Term Debt/ Equity по-малък или равен на 0,6.³

5.2. Добро състояние на ликвидност - Current Ratio и/или Quick Ratio в зависимост от сферата на опериране и бизнес модела. Минималното изискване тук е Current Ratio (Текущи активи/Текущи пасиви) по-голям или равен на 1,5.

Компанията, за която ще се състави финансов модел за оценка, е американската Thor Industries, лидер по продажби и пазарна капитализация в Recreational Vehicles индустрията. Трендът на продажбите за последните 6 години показва съществено „подмладяване“ на индустрията, заедно с възстановяването на американската икономика, като е налице оптимизъм в проекциите за следващите 5 години (вж. Фиг. 1).



Фиг. 1. Доставки на RV 2000-2014⁴

Според проекциите на „Zion Research Analysis“, търсенето в RV индустрията в Северна Америка, изразено в долари, през 2014 г. се равнява на 16 млрд. щ. д., като

през 2020 г. се очаква да достигне 20.24 млрд. щ. д. или съставна годишна норма на растеж за периода 2014-2020 г., равна на 4.1%.

том 2, брой 1, май 2016

Към датата на анализа и съставянето на финансовия модел, 21.02.2016 г., пазарната капитализация на анализираната компания се равнява на 2.98 млрд. щ. д. при цена на акция 52.88 щ. д. От 2012 г. насам Thor Industries регистрира растеж в продажбите, както следва: 22.8%, 8.8%, 13.7%, като не се наблюдават ексцесии в растежа (под ексцесии следва да се разбира прекалено хаотична (антитрендова) и висока волатилност в процентите). Компанията към момента оперира без използването на дългосрочни заеми. Условието за ликвидността е спазено, като показателят Current Ratio се равнява на 2.20 през 2015 г., като следва тренд на понижаване в проектирания 5 годишен период, но не преминава границата от 1.5.

Методологията и редът, по които ще се състави финансовият модел, накратко могат да се подредят в следната последователност от стъпки:

1. Въвеждане на историческите данни за трите финансови отчета: ОПР (последните 3 г.), Баланс (2 г.), Парични потоци (3 г.)

2. Приемане на допускания, на базата на които се осъществява проектирането на трите отчета за 5 години напред. Те се базират върху калкулираните исторически данни, зависимости, както и всяка допълнителна информация (информация от мениджмънта в годишния отчет, Equity Research, публично достъпни "analyst consensus" оценки).

3. Свързване и интегриране на трите отчета.

4. Калкулиране на съответните за индустрията основни измерватели за оперативна ефективност. Калкулиране на Enterprise value или Фирмената стойност на компанията.

5. Изготвяне на сравнителен анализ, включващ от три до шест основни конкурента. Въвеждане на двугодишни исторически данни за тях, календаризация и приемане на основни допускания за 1 г. напред. Извеждане на ключовите множители за сектора (в случая EV (фирмена стойност)/Продажби; EV/EBITDA; Price/Earnings) и анализ на резултатите.

6. DCF или анализ на дисконтираните парични потоци, включващ калкулирането на WACC или среднопретеглената цена на капитала на компанията.

Краят на финансовата година за Thor Industries е в края на месец юли. Както беше споменато по-рано, датата на анализа и създаването на модела е 21 февруари 2016 г., а последните налични данни на годишна база са от 31 юли 2015 г.

От съществено значение е цената на акция като съпоставка между двата периода. В случая цената в края на финансовата година (31.07.2015 г.) е 55.28 щ. д. и съответно 52.88 щ. д. на 21.02.2016 г. Годишният реиндж (High/Low) към момента (31.07.15-21.02.16 г.), онагледено на табл. 3 е 62.93 щ. д. - 47.56 щ. д. Интересен факт е, че за финансово календарните 2014 г. и 2015 г., най-ниските стойности са съответно 48.23 щ. д. и 49.05 щ. д., много близки по стойност до тази на дъното към момента за 2016 г. (47.56 щ. д.) и текущата пазарна цена (52.28 щ. д.) към 21.02.2016 г.

Към 21.02.2016 г. всички тези фактори, правят компанията струваща си по-детайлен анализ, предвид стратегическата локация на цената към февруари 2016 г.



Фиг. 2. Движение на цената на THOR INDS.⁵

Отчет на приходите и разходите.

Приемането на допускания, проектирането на елементите на базата на допусканията и интегрирането на трите отчета дава основата на функционирането на модела, като това е най-времеотнемащата част от моделирането. За целта на тази статия, детайлното описване би било невъзможно, но концепцията, която стои зад него може да се формулира по следния начин: как би функционирала и изглеждала компанията на база допускания за (1) растежа на компанията (Продажби, FCFs, ROIC) в следва-

щите 5 г., (2) стратегическия мениджмънт (продължаване на текущата стратегия; експанзия; свиване?), (3) капиталовата структура. Като основен фактор стои първият принцип на създаването на корпоративна стойност, а именно генерирането на свободни парични потоци с норма, надвишаваща тази на цената на инвестирания капитал.⁶ Създаването на по-комплексни модели като DCF, Merger (сливане на две компании; синергичен ефект) или Leverage Buyout (какво би се случило с компания, ако тя бъде закупена с комбинация от собствен капитал и

том 2, брой 1, май 2016

дълг и бъде продадена след 3 до 5 г.) стои на базата на проекцията и интегрирането на трите отчета.

Най-съществената част от построяването на един финансов модел се дължи на проекцията на Продажбите или Revenue, Директните разходи по производството за продукцията/услугата или Cost of Goods Sold, и Оперативните разходи. Мащабът им има най-висока стойност в моделите и голяма част от другите проекции на елементи се базират върху тези три елемента. Колкото по-ясно изразена тенденция има в историческите съотношения

(обикновено се използват последните 3-5 г.) между елементите, толкова по-надеждна би била проекцията, при равни други условия.

Проекцията за продажбите ще бъде направена на база историческата тенденция и публично достъпната информация, илюстрираща пазарните настроения. Полезна информация за нагласите и проекциите на пазарните участници може да се намери в секцията Investor Relations в официалния сайт на Thor Industries.

Таблица 1

Исторически тенденции и допускания за продажбите и видовете разходи като % от тях

	Исторически данни			Проекции				
	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
Растеж на Продажбите %:	22.8%	8.8%	13.7%	9.0%	11.0%	8.0%	6.0%	4.0%
Директни разходи (COGS) % Продажби:	86.6%	86.4%	85.8%	86.2%	86.2%	86.2%	86.2%	86.2%
Оперативни р-ди (SG&A) % Продажби:	5.8%	5.7%	6.0%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%

Проекциите за продажбите са направени на база (1) "analyst consensus" от официалния сайт на компанията и (2) дискреционен и консервативен подход, индикиращ бавно снижаване на темпа след 2017 г.

Напълно очаквано, за компания производител на превозни средства, COGS или Директните разходи по продукцията, представляват значителна стойност от продажбите (средната аритметична за последните 3 г. е 86.2%). Проекцията в случая не би била трудна, след като не се наблюдават особени флукутации в процентното изражение. Консервативният метод би бил проектирането на най-високата процентна стойност на съотношението Директните разходи като част от Продажбите (86.6% в случая). Забелязва се низходящ тренд в това съотношение, съответно вариант за проекция би бил продължаването на този низходящ тренд, индикирайки икономии от мащаба. Обикновено, колкото повече една компания се разраства, толкова и вероятността тя да реализира икономии от мащаба нараства, т.е. по-ниски разходи за реализирането на продукцията. В случая разликите между стойностите са ниски (липсва волатилност), съответно по-благоразумният метод е проектиране на средноаритметичната историческа стойност – 86.2%.

Оперативните разходи, включващи Selling, General & Administrative (SG&A) (разходи за реклама, заплати, осигуровки, обезщетения, наеми и т.н.), Непаричните разходи като Обезценка и амортизацията на дълготрайни материални активи, съществени за съществуването на бизнеса на компанията или Property, Plant&Equipment (PP&E) и Възнаграждения/компенсации с опции върху акции или Stock-Based Compensation (последните два елемента не са показани на табл. 1) представляват сравнително нисък процент от продажбите и нямат особени флукутации, което прави проектирането им не особено трудна задача. Използваният метод и за трите елемента е проектирана средно аритметична на база историческите данни.⁷

Баланс

Историческите двугодишни данни се въвеждат в MS Excel. Не всички елементи от баланса ще бъдат обект на проекция, голяма част от тях ще произлязат от предвиждане на елементи от отчета за паричните потоци. Таблица 2 илюстрира съотношения и допускания, на базата на които ще бъдат направени проекции за някои от елементите в Баланса за периода 2016 – 2020 г.:

Таблица 2

Двугодишни исторически тенденции към ключови съотношения

	Исторически данни			Проекции				
	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
Търговски вземания (AR) % Продажби:		7.9%	6.7%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
Събираемост на вземанията в дни:		28.6	24.2	26.4	26.4	26.4	26.4	26.4
Инвентар % Директни разходи (COGS):		7.1%	7.2%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
Търговски задължения (AP) % Директни разходи (COGS):		5.4%	4.7%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
Изплащане на задълженията в дни:		19.5	17.0	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2
Други краткосрочни задължения (AE) % Оперативни р-ди (S		102.6%	89.2%	89.2%	89.2%	89.2%	89.2%	89.2%

Текущите активи и пасиви са основните елементи на прогнозиране в Баланса. Вземанията, отнесени към Про-

дажбите и умножени по 360 дни показват средната времева стойност в дни, за която Thor събира вземанията си.

том 2, брой 1, май 2016

Защо като процент от Продажбите, а не като процент от някои от видовете разходи (COGS, SG&A)? Защото търговското вземане представлява получена вече фактура за физическата продажба на стока, но неполучен кеш. Въпреки това, този приход се записва в Продажби. От друга страна (в Парични потоци) кешът се намаля. Обратно важи за Търговските задължения или Accounts Payable. По-голяма задължнялост или увеличаване на пасивите означава увеличаване на текущите парични средства. Повече вземания, т.е. покачване стойността на активите – > по-малко налични парични средства.

Средните стойности от 2014 г. и 2015 г. за търговските вземания и задължения са респективно 26 и 18 дни (виж Таблица 2). Как се интерпретира това? От една страна не е добър знак, че една компания събира по-бавно вземанията си, а изплаща по-бързо задълженията си, от гледната точка на това, че в диапазона от 8-те дни, е възможно да възникнат проблеми с ликвидността. Добър знак за Thor през последните 3 г. е, че не се наблюдава екстремно увеличаване на търговските вземания, докато продажбите растат. Обратно – повече отпускания на търговски кредит и застои и/или намаляване на продажбите, би било тревожно. От друга страна, по-бързото изплащане на задълженията би имало положителен ефект за репутацията на Thor като длъжник и контрагент.

В модела проектираме средните стойности на Вземанията, отнесени към Продажбите, а Задълженията се отнасят или към Директните разходи (COGS), или към Оперативните (SG&A) в зависимост от това към кого е задължението – търговски партньор (издадена е фактура) или друго задължение, за което не е издадена фактура (Accrued Expenses) – най-често задължения към персонала за заплати и осигуровки. В първия случай отношението е към Директните разходи, защото е пряко свързано с продукцията, а във втория става дума за административни разходи вътре в компанията, съответно съпоставката е с Оперативните разходи (SG&A).

Инвентарът логично е съпоставен към COGS. Защо? Защото този инвентар, материали или готова продукция, държана в склад, представлява бъдеща продукция, която ще бъде продадена и разходите по която ще бъдат отнесени към Директните разходи по производството/COGS. Средната аритметична за последните две години е 7.1%,

като ниските флукутации в промените на съотношенията правят проекцията значително улеснена и интуитивна.

Другата част от баланса се проектира на база проекциите в паричните потоци, като там голяма част от елементите е невъзможно да бъдат прогнозирани. Подходът в такъв случай се базира на запазване стойността на елемента в баланса от последната календарна година.

Парични потоци

Паричните потоци (ПП) кореспондират пряко с баланса; всеки елемент от паричните потоци се интегрира към друг елемент от баланса. Видовете парични потоци в отчета са от оперативна дейност, от инвестиционна дейност и от финансова дейност.

Парични потоци от оперативна дейност. Непаричните елементи са обект на проекция, тъй като тенденциите при тях са зависими от Продажбите и/или Капиталовите разходи (CapEx), които от своя страна често също имат тенденция като % от Продажбите. В модела всички тези елементи са проектирани на база тенденциите в съотношенията между историческите им данни съобразени с Продажбите. Други елементи като амортизацията на нематериалните активи са директно проектирани от мениджмънта на Thor в 10-К. Промените в оборотния капитал (ОК) също са част от ПП от оперативна дейност. При увеличаване промените в ОК (увеличаване на текущи активи с по-голяма сума, отколкото увеличаването на текущите пасиви), то интерпретацията, от гледна точка на входящи и изходящи парични потоци (кеш), гласи че за съответния период парите от компанията се използват/заемат повече пари. Това може да се дължи на увеличаване на запасите, по-бавно събиране на вземанията, отпускане на повече търговски кредит. Тези фактори са зависими както на стратегическо ниво във фирмата, така и на база тенденцията в сектора или макроикономическия цикъл. Обратно важи при увеличаване с по-високи темпове на текущите пасиви спрямо текущите активи.

Сумата от по-горните показва цялостната проекция и здравословното покачване на Оперативните парични потоци за периода от 2017 до 2020 г., което е добър знак за функционирането на бизнеса и последващата оценка по метода на дисконтираните парични потоци.

Таблица 3

Проектираните стойности на паричните потоци от оперативна дейност

	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
Парични потоци от оперативна дейност:	\$145	\$149	\$248	\$220	\$260	\$285	\$305	\$321

Парични потоци от инвестиционна дейност. Най-важната част за проекция тук са Капиталовите разходи или CapEx, които имат пряка роля в стойността на Свободните парични потоци. Отделно, за да функционира и да се разраства една компания, особено в индустриалния сектор, то капиталовите разходи са съществен еле-

мент. Компанията не може да функционира без дълготрайните си материални активи и подобренията върху тях. Това правило не важи с такава сила за компаниите, произвеждащи нематериални продукти, като такива с бизнес модел в услугите, софтуерните продукти и т.н.

Таблица 4

Капиталовите разходи (Capital Expenditures) като % от продажбите на историческа и проектирана база

	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
Капиталови разходи (CapEx) % Продажби:	0.7%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

В 10-К доклада, мениджмънтът прогнозира капиталови разходи, равни на 1.2% от продажбите през 2016 г. В модела проекцията от 2017 г. до 2020 г. се запазва на същото съотношение от 1.2%.

Съобразно стратегията на Thor, изложена в 10-К, важен елемент от нея са придобиванията. Това е един от начините за разрастване.

Проекцията в модела е на база придобиванията като процент от оперативните парични потоци. В този случай други съотношения, по които е възможно да се проектира, е Придобивания/Продажби или Придобивания/EBITDA, Придобивания/FCFs, в зависимост от приоритетите на мениджмънта на компанията.

Таблица 5

Придобиванията като процент от паричните потоци от оперативна дейност на историческа и проектирана база

	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
Придобивания % Парични потоци от оперативна дейност	7.4%	57.7%	78.5%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%

Тук на историческа база няма ясно изразен тренд. Подобна проекция, освен ако няма допълнителна информация в 10-К, каквато в случая няма, е изпълнена с много неизвестни. Флукуациите в случая варират между 7% и 75% - не е разумно използването на средна аритметична. В случая е избран процент от 20%, който едновременно задоволява описаната от мениджмънта стратегия за експанзия и не е прекалено агресивен, за да ангажира голяма част от оперативните парични потоци. Във всеки случай, спекулативния фактор е налице. Този елемент е нужно да се наблюдава внимателно и да се коригира при наличие на нова информация в бъдеще.⁸

Парични потоци от финансова дейност. Тези парични потоци кореспондират директно със секцията „Собствен капитал“ в Баланса. Повечето от елементите няма да бъдат проектирани (= 0 щ. д. паричен поток), съгласно информацията предоставена от Thor Industries.

Когато мениджмънтът на една компания смята, че акциите ѝ са търгувани на стойност много по-ниска от „ис-

тинската“ им такава, е възможно извършването на Buy Back (Обратно изкупуване), което цели да „индикира“ на пазара, че е налице осезаемо подценяване. В 10-К на Thor е споменато, че компанията не смята да изкупува акциите си в близко бъдеще. В такъв случай проекцията за съответстващия елемент (Stock Repurchase) = 0 щ. д. Обратното изкупуване на акции се използва и като алтернатива на дивидентните плащания.

Важен елемент, който попада в секцията на финансовите дейности, е дългът. В този модел такъв не е предвиден, въпреки че в 10-К мениджмънтът напуска, че в близките 2 години е напълно възможно промяна в капиталовата структура.

Друг важен елемент от стратегията за разрастване и „привлекателност“ на Thor са регулярните плащания на дивиденди. Затова в модела е направена проста проекция, базираща се на коефициента Divident Payout, който се получава от Изплатените дивиденди за годината/ Нетната Печалба(Загуба) за годината.

Таблица 6

Изплатените дивиденди като процент от нетната печалба на историческа и проектирана база

	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
Изплатени дивиденди % Нетна печалба:	77.0%	57.2%	28.8%	35.0%	35.0%	55.0%	55.0%	55.0%

Тъй като изплащането на дивиденди зависи до голяма степен от нетната печалба, то в модела е използвана следната формула: „=IF(L150>150,35%,0)“, т.е. ако Net Income (Годишната печалба) > 150 млн., то 35% от тях ще бъдат изплатени за дивиденди. 35% е приблизително средна стойност на изплатените от предходните години

дивиденди. От 2013 г. насам компанията генерира печалби за годината, по-голяма от 150 млн. Предвид стратегията за разрастването на Thor в бъдеще, то през 2018 година формулата е променена на „=IF(L150>200,55%,35%)“. Повече от 200 млн. щ. д. печалба означава по-висок процент изплащане на дивиденди.

Таблица 7

Изходящи парични потоци от Изплатените дивиденди в секцията „Парични потоци от финансова дейност“

	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
Изплатени дивиденди:	(\$118)	(\$102)	(\$57)	(\$72)	(\$81)	(\$140)	(\$149)	(\$156)

Интегриране на трите отчета. Интегрирането се гради на следното основно правило: покачване на стой-

ността на актив в баланса -> намаляване на кеш в парични потоци; покачване на пасив -> увеличаване на кеш и

том 2, брой 1, май 2016

обратното. В статията не се обръща внимание на това как всеки един елемент от ОПР, Баланса и ПП се интегрира с друг, защото принципът е един и същ. Така например, неразпределената печалба за проектираната 2016 г. се получава като към същата за предходната 2015 г. се прибави Нетната печалба за 2016 г., а след това се извадят изплатените дивиденди.

Друг важен и особен елемент от интеграцията на Баланса е PP&E или ДМА. Той се получава като от предходната 2015 г. се прибавят капиталовите разходи (CAPEX), прибави се Печалбата/Загубата от обезценка или продажба на ДМА, извадят се амортизациите и обезценките на ДМА и се добавят приходите от инвестиции в ДМА, всички произлизащи от отчета на паричните потоци.

3. Оценяване

Сравнителен анализ (Comparable Companies Analysis)

Първата стъпка от сравнителния анализ е изборът на компании (обикновено 3-6 компании), които да присъстват в анализа. Подборът се основава най-вече на компании, опериращи в същия и/или в сроден сектор, с близки по стойности пазарна капитализация, продажби и марджини. Често основните конкуренти са изложени в ГФО. Конкретно в този случай, има особено разминаване в показателите на „конкурентите“, което от своя страна затруднява и поражда съмнения в Comparables анализа. Въпреки това нека разгледаме стъпките:

След като се подберат компании за сравнителен анализ, техните данни за предходните 2 години се вписват в модела. В случай на разминаване на завършването на

календарната година за компаниите, то е нужно да се извърши т.н. календаризация. В нашият модел е извършена календаризация, която да „изравни“ данните, така че всяка година да завършва приблизително по едно и също време. В такъв случай ще бъдат взети последните 12 месеца от 31.07.2014 г. до 31.07.2015 г.

Следващата стъпка включва извеждането на Фирмената стойност (EV оттук нататък) на компаниите, проектирането на Продажбите, EBITDA марджина, и EPS за една година напред. Подобна информация е налична в Equity research доклади и/или в сайтове като finance.yahoo.com. Обикновено, освен ако секторът не е специфичен (например за финансовия сектор се сравняват най-вече P/Book Value и P/E), се използват множители за сравнение като EV/EBITDA, EV/Revenue, P/E.

Накратко, EV се калкулира като от Пазарната капитализация на компанията (Броят акции * Пазарна цена/акция) се извадят Парите и паричните еквиваленти в компанията и се добави стойността на дълговете на компанията. Фирмената стойност на Thor, в случая, е по-ниска от Пазарната капитализация поради това, че компанията текущо оперира без дълг.

Интерпретация на резултатите

Посочените в 10-K доклада на Thor конкуренти са Spartan Motors Inc., Winnebago Industries Inc. и Patrick Industries Inc. В таблиците 8 и 9 са изобразени максималните, минималните, средните и близките до средните стойности на показателите на компаниите, като тези на Thor Industries са отбелязани на дъното.

Таблица 8

Основни показатели и техните едногодишни проекции за сравняваните компании

Оперативни данни	Проектирани											
	Цена за акция	Пазарна капитализация	Фирмена стойност	Продажби		EBITDA		EPS		Продажби	EBITDA Margin	
Име на компанията				2015 г.	2016 г.	2015 г.	2016 г.	2015 г.	2016 г.	Растеж	2015 г.	2016 г.
Spartan Motors Inc.	\$4.53	\$155.29	\$181.17	\$536.21	\$536.30	\$7.78	\$9.12	\$0.04	\$0.08	5.8%	1.5%	1.7%
Winnebago Industries Inc.	\$20.42	\$552.38	\$622.62	\$976.51	\$973.53	\$64.37	\$66.36	\$1.52	\$1.62	(0.3%)	6.6%	6.8%
Patrick Industries Inc.	\$37.53	\$582.20	\$739.91	\$834.58	\$1,080.00	\$73.88	\$96.42	\$2.31	\$2.72	46.8%	8.9%	8.9%
Maximum	\$37.53	\$582.20	\$739.91	\$976.51	\$1,080.00	\$73.88	\$96.42	\$2.31	\$2.72	46.8%	8.9%	8.9%
75th Percentile	\$28.98	\$567.29	\$681.26	\$905.54	\$1,026.77	\$69.12	\$81.39	\$1.91	\$2.17	26.3%	7.7%	7.9%
Median	\$20.42	\$552.38	\$622.62	\$834.58	\$973.53	\$64.37	\$66.36	\$1.52	\$1.62	5.8%	6.6%	6.8%
25th Percentile	\$12.48	\$353.84	\$401.89	\$685.39	\$754.92	\$36.08	\$37.74	\$0.78	\$0.85	2.8%	4.0%	4.3%
Minimum	\$4.53	\$155.29	\$181.17	\$536.21	\$536.30	\$7.78	\$9.12	\$0.04	\$0.08	(0.3%)	1.5%	1.7%
Thor Industries Inc.	\$55.88	\$2,977.04	\$2,792.01	\$4,006.82	\$4,367.43	\$328.80	\$345.76	\$3.74	\$3.87	9.0%	8.2%	7.9%

Тук прави впечатление, че Thor е абсолютен лидер в сектора по Пазарна капитализация и Продажби, надвишаващи над 3 пъти тези на конкурентите. Spartan Motors „изкривява“ статистиката в тази група и би било по-удачно вместо медианата или средната стойност да се обърне по-голямо внимание на 75-я Percentile стойности-

те между трите компании. Thor оперира с марджини точно в границите между 7.7% и 9%, които изглежда са бенчмарк за RV сектора. EPS показва, че Thor Ind. е най-доходоносната за акция и привлекателна за инвеститорите компания от четирите.

Таблица 9

Множители (Multiples) и техните едногодишни проекции за сравняваните компании

Множители	Капитализация			Фирмена с-ст/ Продажби		Фирмена с-ст/ ЕБИТДА		Price / Earnings	
	Цена за акция	Пазарна ка- питализация	Фирмена стойност	2015 г.	2016 г.	2015 г.	2016 г.	2015 г.	2016 г.
Spartan Motors Inc.	\$4.53	\$155.29	\$181.17	0.3 x	0.3 x	23.3 x	19.9 x	127.2 x	56.6 x
Winnebago Industries Inc.	\$20.42	\$552.38	\$622.62	0.6 x	0.6 x	9.7 x	9.4 x	13.4 x	12.6 x
Patrick Industries Inc.	\$37.53	\$582.20	\$739.91	0.9 x	0.7 x	10.0 x	7.7 x	16.3 x	13.8 x
Maximum	\$37.53	\$582.20	\$739.91	0.9 x	0.7 x	23.3 x	19.9 x	127.2 x	56.6 x
75th Percentile	\$28.98	\$567.29	\$681.26	0.8 x	0.7 x	16.6 x	14.6 x	71.7 x	35.2 x
Median	\$20.42	\$552.38	\$622.62	0.6 x	0.6 x	10.0 x	9.4 x	16.3 x	13.8 x
25th Percentile	\$12.48	\$353.84	\$401.89	0.5 x	0.5 x	9.8 x	8.5 x	14.8 x	13.2 x
Minimum	\$4.53	\$155.29	\$181.17	0.3 x	0.3 x	9.7 x	7.7 x	13.4 x	12.6 x
Thor Industries Inc.	\$55.88	\$2,977.04	\$2,792.01	0.7 x	0.6 x	8.5 x	8.1 x	14.9 x	14.4 x

ЕБИТДА е показател пряко свързан с паричните потоци от съществения бизнес на компанията. Както беше споменато по-рано, паричните потоци от съществения бизнес е един от важните елементи за оценяването на една компания. Поради това смятаме, че EV/ЕБИТДА множителят е с една идея по-полезен от P/E, който се фокусира само върху нетната печалба в края на годината, независимо от източниците. EV/ЕБИТДА е неутрален към капиталовата структура. Нетният резултат за годината е полесно да бъде манипулиран. Практика е P/E да бъде обект на манипулация, заедно с показателя EPS, с цел повишаване на привлекателността на компаниите. EV/Revenue е показател, също често използван в сравнителните анализи. Той показва актуалната/фирмената цена (EV), съобразена с генерираните продажби, преди да са взети предвид каквито и да било разходи.

ЕБИТДА множителят на Thor има най-ниска стойност в сравнителния модел, което е предпоставка за потенциален дискаунт на компанията, предвид че няма особени отклонения от ЕБИТДА марджините. Другите два множителя са в линия със средните за сектора. Като изключим Spartan Motors (в този случай има ексцесно отклонение), Thor има най-висок P/E. Нека добавим, че нисък EV/ЕБИТДА е търсен в случаите, когато съответната компания е таргетирана от друга за придобиване. Така възвръщаемостта в стойност (ЕБИТДА) на инвестицията (EV), при равни други условия, ще отнеме по-малко време.

Дисконтирани парични потоци (DCF)

Анализът на дисконтираните парични потоци включва оценяването на компанията, базирано на бъдещите й парични потоци, дисконтирани по определена норма (в случая Среднопредтеглената цена на капитала/WACC), чрез която да се изведе настоящата стойност на компанията.

Анализът се извършва по следните стъпки, като в статията ще бъде изложени директно изходните резултати (във формата на таблица), от анализа:

1. Проектиране на паричните потоци.
2. Калкулиране на дисконтна норма. В случая WACC.
3. Дисконтиране (извеждане на PV) на паричните потоци и сумирането им.
4. Калкулиране на терминалната стойност на компанията.
5. Дисконтиране на терминалната стойност.
6. Прибавяне на PV сумата на паричните потоци към PV на Терминалната стойност, за да се изведе т.н. Скрита Фирмена цена.
7. Коригиране на фирмената стойност с цел получаване на „скритата“ пазарна стойност на компанията. Извеждане „скритата“/“истинската“ цена/акция.

За намиране на терминалната стойност е използван метода на ЕБИТДА множителя, при който компанията бива продадена на 5-тата година. В модела, използваният множител е „8x“, малко под този на Thor за проектираната 2016 г. (8.1x) и под средния за сектора за 2016 г. (9.4x). Това е консервативен подход и при равни други условия намалява стойността на компанията в DCF. Алтернатива на този метод е т.н. Perpetuity метод, при който компанията ще функционира вечно при определена норма на растеж (обикновено се използва темп на БВП, нормите варират между 1.5% и 3%, като растежът на FCFs на компанията (обикновено за 5-тата/10-тата/15-тата, в случая 5-тата) не е желателно да надвишава темпа на растеж на БВП на съответната страна).

Най-добрата практика е да се изведе т.н. Таблица на чувствителността. Така ще се получи рейндж от вероятности, който предоставя по-гъвкаво изложение за анализ на информацията.

Таблица 10

Анализ на чувствителността с променливи на EBITDA множителя и WACC

		Дисконтна норма						
		5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%
EBITDA Множител	5.0 x	\$ 55.08	\$ 53.09	\$ 51.20	\$ 49.41	\$ 47.71	\$ 46.10	\$ 44.56
	6.0 x	\$ 61.80	\$ 59.50	\$ 57.32	\$ 55.25	\$ 53.29	\$ 51.42	\$ 49.65
	7.0 x	\$ 68.52	\$ 65.91	\$ 63.43	\$ 61.09	\$ 58.86	\$ 56.75	\$ 54.74
	8.0 x	\$ 75.24	\$ 72.32	\$ 69.55	\$ 66.92	\$ 64.43	\$ 62.07	\$ 59.83
	9.0 x	\$ 81.96	\$ 78.73	\$ 75.66	\$ 72.76	\$ 70.01	\$ 67.40	\$ 64.92
	10.0 x	\$ 88.68	\$ 85.14	\$ 81.78	\$ 78.60	\$ 75.58	\$ 72.72	\$ 70.01

Таблица 10 представя дисконтната норма или WACC (калкулираният в модела WACC за Thor е равна на 8.11%), хоризонтално, и EBITDA множителя, вертикално, при различни сценарии. Маркираната в сив цвят зона показва най-близкия и вероятен рейндж на цена/акция. Колкото по-висока е WACC, толкова и стойността на компанията се снижава, индикирайки, че тя е по-рискова. Съгласно метода на EBITDA множителя за извеждане на терминалната стойност, според DCF анализа, истинската/intrinsic стойност за акция на компанията се намира в диапазона от 60-70 щ. д.

Заклучение

Извършеният по-горе анализ на Recreational Vehicles сектора и на финансовото състояние на изследваната компания позволява да се заключи, че цената за акция към 21.02.2016 г. от 52.28 щ. д., дава възможност за приличен "Margin of Safety" за потенциалния инвеститор и/или спекулант (на база оценъчния диапазон за цена на акция от DCF анализа). Разликата между текущата цена от 52.28 щ. д. и минималната оценъчна цена от анализа - \$61, се равнява на приблизително 9 щ. д., което предвид информацията от фигура 2, дава благоприятен Risk/Reward коефициент, приемайки, че рискът може да бъде лимитиран до стойности, близки до най-ниските за 2014 и 2015 или приблизително между -4 щ. д. и -5 щ. д., при потенциална първа възможност от +9 щ. д.

Интерпретацията от гледна точка на Risk/Reward концепцията, би индикирала, че рискът има стойност, равна

на „1“, а възвръщаемостта е равна на приблизително 2x (9 щ. д. reward = 1.8 x приблизително 5 щ. д. risk) риска или стойност равна на 1.8 или приблизително „2“, което само по себе си дава математическо предимство при потенциална спекулация/инвестиция с/в акциите на компанията.

¹ Graham, B., D. Dodd; Security Analysis; Chapter IV, "McGraw-Hill Book Companies", 1934.

² Klarman S., Margin of Safety; "HarperCollins", 1991.

³ Нека отбележим, че индустрията тук има значение. Финансовите институции, например, е нормално да работят с по-висок ливъридж. В рамките на този доклад финансовите институции са едни от избягваните за анализ компании. Вж.: Small R., Why High Leverage Is Optimal For Banks, HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2013.

⁴ RVIA Statistics.

⁵ <http://tradingview.com>.

⁶ T. Koller, R. Dobbs, B. Huyett; Value: The Four Cornerstones of Corporate Finance, "Wiley & Sons Inc.", 2010.

⁷ За другите елементи в ОПР, като Ефективна данъчна ставка и съответните данъчни разходи, Разходи/Приходи по лихви и др., обикновено е налична допълнителна информация в ГФО/10-К.

⁸ Проектирането на останалите елементи от тази секция, като доходите от най-различни дейности, в които компанията е инвестирала, не би имало особена стойност, поради липсата на тренд и най-вече нищожните мащаби. Приема се константа (= 0 щ. д. паричен поток), освен в случаите на допълнително предоставена информация от мениджмънта в 10-К.

Галина Проданова

Преките чуждестранни инвестиции и развитието на българската икономика

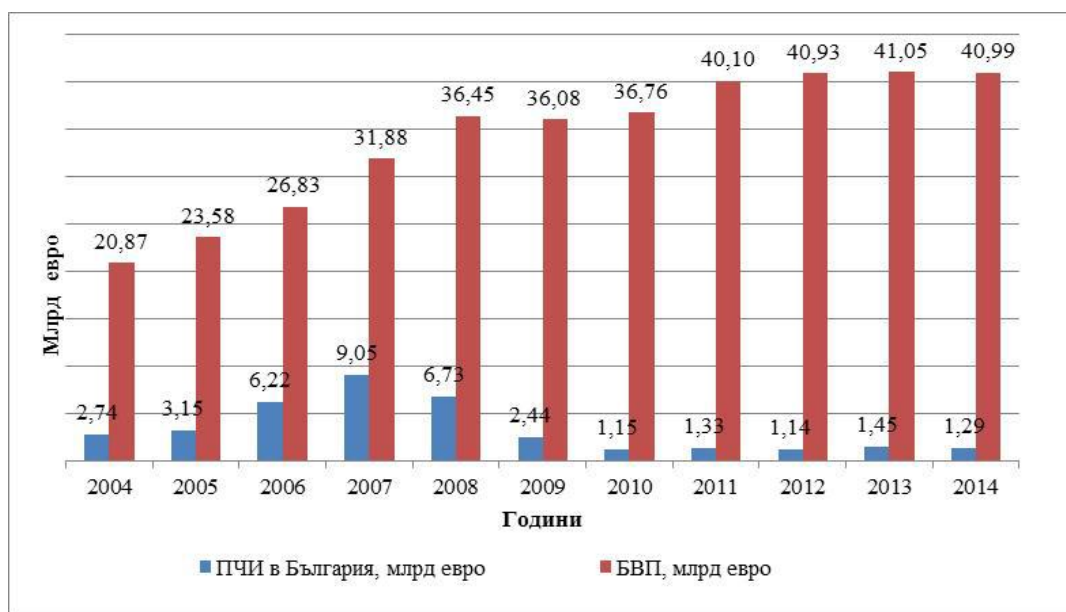
Галина Проданова завършва средното си образование в ПГИ „Г. С. Раковски“, гр. Ямбол. През месец юни на 2015 г. се дипломира в специалност „Финанси“ на ИУ-Варна, ОКС „Бакалавър“. Изследователските ѝ интереси са в областта на икономикса, финансовото посредничество и банковото дело. Настоящата публикация включва доклада на Галина Проданова, представен на студентската научна конференция, организирана от ИУ-Варна през месец април 2015 г. За контакт с автора: galina_prodanova_prodanova@abv.bg.

В началото на XXI век е трудно да се говори за икономически растеж и повишаване благосъстоянието на населението на дадена страна, без те да се свържат с ролята на чуждестранните инвестиции.¹ Потоците от чуждестранни капитали водят до създаване на нови работни места, развитие на съществуващия бизнес и нарастване на вноса отвън ноу-хау в страната-приемател.

В настоящото изследване влиянието на преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ) върху развитието на българската икономика се оценява въз основа на динамика-

та на БВП и на безработицата и чрез сравняване на равнището на тези индикатори в България и Румъния.²

Изходен пункт за анализ на влиянието на ПЧИ върху икономиките на двете страни е изменението на брутния вътрешен продукт (БВП). Нарасналото производство за един отчетен период спрямо друг е индикатор за икономическо оживление, а оттам за повишаване на жизнения стандарт на населението. Известен факт е, че с увеличаването на потока на ПЧИ нарастват произведените стоки и услуги в страната, което на свой ред се отразява в увеличаване размера на БВП (фиг. 1).



Фиг. 1. Стойности на ПЧИ и БВП в България³

При увеличаване на потоците от чуждестранни инвестиции нараства и обемът на БВП. Това е валидно до 2007 г., когато стойностите на инвестициите достигат до 28,39% спрямо БВП на страната за същата година. Тази висока стойност е породена от навлизането на нови инвеститори на българския пазар. По данни на Българската асоциация за инвестиции (БАИ), само за тази година са сертифицирани нови проекти за над 2,6 млрд. евро.⁴ Голяма част от тях са инвестиции в сферата на финансовото посредничество и операциите с недвижими имоти. През 2007 г. техният дял спрямо общия размер ПЧИ съответно е 24,3% и 28,7%. За периода 2007–2009 г. потокът на чуждестранни средства рязко намалява до 2,44 млрд. евро.

Според някои автори, глобалната финансова криза е основната причина за спада на чуждестранните капитали в страната. Оказва се, че икономическият растеж в България и в страните от Централна и Източна Европа е функция от притока на ПЧИ от развитите западни страни.⁵ Съвсем логично, негативното влияние на кризата провокира репатриране на капитали към техните икономики. Действията, преди всичко на ТНК, водят до ограничаване на инвестиционните проекти в България.⁶ БВП на страната спада до 3,18%. Това се дължи до голяма степен на резкия спад на чуждестранните инвестиции в транспортния сектор, които намаляват до 114 млн. евро в периода 2009–2014 г., спрямо 2008 г. - 1328,6 млн. евро.

Подобна е тенденцията при финансовото посредничество и операциите с недвижими имоти. Чуждестранните

том 2, брой 1, май 2016

инвестиции във финансовия сектор спадат до 12,6% спрямо общия обем ПЧИ за периода 2009–2014 г., а тези в операциите с недвижими имоти до 1,22%. Тази негативна тенденция е резултат не само от влошеното икономическо състояние на страните, но и от политическата нестабилност в България. Честата смяна на правителства у нас е негативен сигнал за инвеститорите. Липсата на последователност в действията на политиците и техните лутания отблъскват чуждестранните предприемачи. Техният приоритет е създаването и развитието на бизнес в дългосрочен план, а предпоставката за осъществяването му е наличието на сигурност, чиято липса води до „изтичане“ на инвестиции към по-рентабилни икономики. В доклада на Европейската комисия „Европейска икономическа прогноза“ се представя негативна тенденция за притока на ПЧИ в България, която не се очаква да се промени значително през 2015 г. и 2016 г. Причините за

това са несигурността на периода след кризата и сътресенията на финансовия сектор през 2014 г., което продължава да тежи върху кредитната активност и инвестиционните решения на гражданите.⁷

Сходни са и показателите на Румъния. В периода 2004–2008 г. приливът на ПЧИ нараства значително, като от 5,18 млрд. евро през 2004 г. достига до 9,5 млрд. евро през 2008 г. (вж. табл. 1). Този висок ръст на чуждестранни капитали в страната е свързан с началото на приватизационната вълна в страната.⁸ Значителни чуждестранни инвестиции са направени в сектора на промишлеността и в сферата на финансовото посредничество. Основна причина за сходната ситуация в двете страни е едновременното им присъединяване към Европейския съюз, в резултат на което пред тях се отварят вратите за достъп до нов пазар.

Таблица 1

Стойности на ПЧИ в България и Румъния за периода 2004-2013г

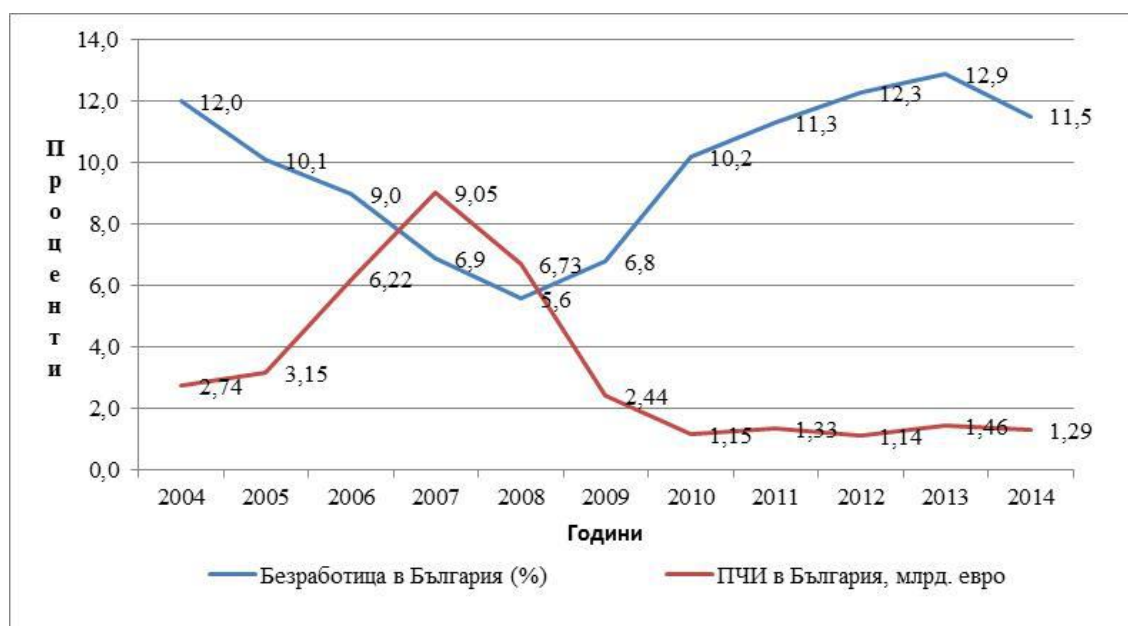
Година	ПЧИ в България (млрд. евро)	ПЧИ в Румъния (млрд. евро)
2004	2,74	5,18
2005	3,15	5,21
2006	6,22	9,06
2007	9,05	7,25
2008	6,73	9,50
2009	2,44	3,49
2010	1,15	2,22
2011	1,33	1,82
2012	1,14	2,14
2013	1,46	2,71
2014	1,29	2,43

Източник: БНБ, РНБ, СБ.

След 2008 г. чуждестранните капитали в страната намаляват. Това е резултат от зародилата се в САЩ финансова криза и от резкия спад в броя сключени приватизационни сделки⁹ след 2007 г.¹⁰ Според цитирания доклад на ЕК инвестициите в Румъния ще се увеличават. Това се дължи до голяма степен на стабилната икономическа и политическа ситуация в страната. Пример за това е решението на румънското правителство за намаляване ставката на ДДС на храните от 24% на 9%, с което се очаква по-висока събираемост на приходите в бюджета.¹¹

Ясно е, че в условията на благоприятна икономическа конюнктура ПЧИ влияят положително върху размера на БВП. Но води ли това до по-ниска безработица в страните?

За периода 2004-2008 г. равнището на безработица в България намалява от 12% през 2004 г. до 5,6% през 2008 г. Този рязък спад е вследствие на увеличените потоци на ПЧИ в страната за същия период. Прието е естествено равнище на безработицата да варира в интервала между 4% и 6%, което означава, че през 2008 г. тя е в рамките на „разумните“ стойности. През периода 2009-2014 г. се наблюдава рязко повишаване в стойностите на показателя, което се обяснява в голяма степен с резкия спад на притока от чуждестранни инвестиции - от 2,44 млрд. евро през 2009 г. до 1,29 млрд. евро през 2014 г. (вж. фиг. 2) Следователно с увеличаване на потока от ПЧИ се намалява равнището на безработица в страната.



Фиг. 2. Стойности на ПЧИ и равнището на безработицата в България¹²

Макар стойностите на безработицата в Румъния да не са толкова високи, те също следват движението на чуждестранните инвестиции в страната. В периода 2010–2014 г. средното ниво на безработицата варира над 7%, което е индикатор за нарасналия брой лица без трудов доход спрямо периода 2007-2009 г. (вж. табл. 2)

Причините за това увеличение могат да се търсят в две посоки. На първо място - финансовата криза. Тя засяга не само икономиката на страната, но е и причина за завръ-

щането на румънски граждани, работещи в засегнатите от кризата страни, които се вливат в потока на безработните лица. На второ място - споразумението за заем от 20 млрд. евро, сключено с МВФ, Европейската комисия и Световната банка. То носи глътка въздух на румънската икономика, но на определена цена - обещание за съкращаване на администрацията и реформи на пенсионната система. Така процентът безработица се увеличава от 5,8% за 2008 г. до 7,4% за 2011 г.

Таблица 2

Стойности на притока ПЧИ и нивото на безработица в Румъния

Година	Безработица в Румъния (%)	ПЧИ в Румъния (млрд. евро)
2004	7,7	5,18
2005	7,2	5,21
2006	7,3	9,06
2007	6,4	7,25
2008	5,8	9,50
2009	6,9	3,49
2010	7,3	2,22
2011	7,4	1,82
2012	7	2,14
2013	7,1	2,71
2014	6,8	2,43

Източник: СБ, РНБ

За последните две години от анализирания период стойностите на безработицата остават непроменени (7%) с тенденция за намаляване. За същия период ПЧИ не променят своята стойност рязко, а гравитират около 2,5

млрд. евро с тенденция за увеличаване. На този фон би могло да се констатира, че до голяма степен нивото на безработица се влияе от това на ПЧИ в Румъния.

том 2, брой 1, май 2016

ПЧИ са основна форма за привличане на чуждестранни капитали в страната, чието положително влияние върху икономиката на държавата е имплицитно ясно. Тя трябва да дефинира приоритетните области, в които да се насочват инвестиционните проекти. За целта е необходима целенасочена стратегия за насърчаване на инвестициите. Въз основа на дефинираните в нея приоритетни области за развитие и цели, трябва да се трасират насоките за повишаване конкурентоспособността на българската икономика. Това ще доведе до дългосрочен икономически растеж. В това отношение българската държава не прави изключение и приема *Стратегия за насърчаване на инвестициите в страната*.¹³ За постигане на очакваните резултати, се дефинират мерки и дейности в седем приоритетни насоки:¹⁴

1. Усъвършенстване на нормативната база и ефективността на работа на администрацията;
2. Развитие на техническата инфраструктура;
3. Повишаване качеството на работната сила;
4. Регионална политика за насърчаване на инвестициите;
5. Подкрепа на инвестициите в иновации във високотехнологични дейности;
6. Инвестиционен маркетинг;
7. Подобряване на финансовата среда за инвеститорите.

Важно направление в привличането на чуждестранни капитали е добрата *нормативна база* и ефективността на работа на *администрацията*. Те намират израз в предоставянето на редица привилегии на чуждестранните инвеститори пред местните, в т.ч. данъчни облекчения и по-бързо административно обслужване.

Един от основните мотиви за избора на инвестиционна дестинация пред чуждестранните предприемачи е предлагането на *публични блага* от страна на държавата. Тяхното количество и качество са предопределящи за повишаване нивото на бизнес климата в страната. Към днешна дата нивото на предлаганите публични блага в България е ниско, т.е. държавата не може да осигури нужните блага на предприемачите и обикновените данъкоплатци. Това намира отражение във влошаване на бизнес климата в страната, поради което чуждестранните инвеститори мигрират към по-привлекателни инвестиционни дестинации.

Друг мотив пред чуждестранните инвеститори за избор на инвестиционна дестинация е качеството на човешкия ресурс, т.е. *конкурентоспособността на работната сила*. Тя пряко зависи от качеството на образованието и степента на развитие на трудов пазар в страната. Ето защо българската държава трябва да предприеме решителни мерки за премахване на дискриминацията между големи и малки региони и за поставянето им при равен старт за осъществяване на инвестиционна дейност. По този начин ще се постигне балансирано и устойчиво икономическо развитие на регионите.

Двигател за повишаване конкурентоспособността на една икономика е и *нивото на технологично развитие*,

защото чрез новите технологии се създават по-качествени продукти и услуги на ниски и конкурентни цени.¹⁵

Съвсем правдоподобна е тезата, че България е непознатата за повечето чуждестранни инвеститори, т.е. налице е *проблемът „информационна асиметрия“* между българската страна и чуждестранните инвеститори. Тя е породена от липсата на ефективен маркетинг, респ. недостатъчното рекламиране на българската икономика и възможностите, които тя предлага пред света. Този проблем може да се реши чрез по-добра медийна кампания, която да разкрие предимствата на страната като подходяща инвестиционна дестинация. Крайно наложително е откриването на български информационни центрове в ключови градове на европейските държави, които да дават навременна информация на чуждестранните предприемачи за инвестиционния климат в България и да популяризират нейните възможности в тази сфера.

За да се подобри *икономическата конюнктура* за инвестициите е необходимо стабилизиране на търговския баланс, финансиране на дефицита по текущата сметка и понижаване на безработицата.¹⁶

Приоритетните сектори за инвестиране са дефинирани не само според добавената стойност, която могат да генерират, но и заради атрактивните условия, които българската икономика може да предложи. На тази основа традиционните сектори се съчетават с тези, които „обещават“ изгодна реализация в бъдещето. Акцентът е поставен върху придобиването на нови дълготрайни материални и нематериални активи за поне пет години. В секторите *електроника, електротехника, информационни и комуникационни технологии* България има качествени образователни организации и ресурси. В сферата на *аутсорсинга* българският пазар е конкурентоспособен поради сравнително по-ниските възнаграждения, което икономисва разходи за труд на чуждестранните предприятия. Това е валидно в случаите, когато елементи от дейността им се извършват в България.

Със силни традиции в България е и секторът на *земеделието и храните*, където, благодарение на ПЧИ, могат да се създават работни места особено в изостаналите земеделски региони. Други приоритетни сфери за насърчаване на инвестициите са *машиностроенето и транспортът*. Тук ключово значение е местоположението на страната, която се намира в близост до основните пазари в Западна Европа. От друга страна, през нея преминават европейски транспортни коридори, благодарение на които се създава възможност за подобряване на транспортната инфраструктура.

Най-нецикличният сектор, т.е. този, който не се поддава на промените в икономическата среда, е *здравеопазването и фармацевтиката*. Това е и основната причина за включването му в приоритетните области за насърчаване, тъй като независимо от икономическите условия, неговата дейност генерира висока добавена стойност в икономиката. *Химическата промишленост* е един от секторите с най-стара история в България. Подобряването на продуктивността и ангажирането на висококвалифици-

том 2, брой 1, май 2016

рани експерти са с приоритетно инвестиционно значение за българската страна.¹⁷

Наложително е обаче „описът“ на приоритетните за инвестиране сфери да се актуализира според промените в икономическата, административната и правната среда. Това изисква преосмисляне на инвестиционната политика за тяхното развитие. Тя не следва да се приема като еднократна даденост, а като динамична и гъвкава технология, респ. като последователност от стъпки, чийто мониторинг е от ключово значение за оценяване на резултатите от постигнатия процес и навременното им коригиране.

С установяването си на вътрешния пазар чуждестранните инвеститори не затварят вратата на *местните стоки* за международния пазар, напротив – те трасират пътя за тяхната реализация. Размерът на чуждестранни капитали в страната се влияе от законово регламентираните привилегии за чуждестранни предприемачи, дефинирани като стратегии за насърчаване привличането на чуждестранни инвестиции в страната, макроикономическата и политическата стабилност на държавата.

Въпреки че България ги е изпълнила неоспоримо, те са все още неефективни. Причините – нека повторим още веднъж – са ниското качество на предлагане на публични блага от страна на държавата, високата корупция по етажите на административното обслужване, нелоялната конкуренция и други. Ето защо, за да се подобри статусът на страната сред чуждестранните инвеститори, правителството трябва да проведе редица мерки, по-важните от които са: подобряване нивото на предлагане на публични блага, в т.ч. и на инфраструктурата; реализиране на антикорупционни мерки; съкращаване на редица срокове за предоставяне на т.нар. разрешения, т.е. подобряване на административното обслужване.

страна и допринасят за движението на капитали и технологии от една страна в друга..

² Разбира се, те не са единствения източник на информация за икономическото развитие на една страна.

³ Стойностите са адаптирани по данни на Българска народна банка (БНБ) и Националния статистически институт (НСИ).

⁴ БАИ, Сертифицирани инвестиционни проекти в България, 03.2015, <<http://investbg.government.bg>>.

⁵ Sakali, Ch., Determinants of foreign direct investment (FDI) in Bulgaria: An econometric analysis using panel data. //Journal of Economics and Business, №1, (73-91), 2015.

⁶ Балканска, И. Преки чуждестранни инвестиции и парични трансфери от българската трудова миграция: Възможни ефекти върху многообразието и развитието на българската икономика, 2015, с. 5, <<http://www.iki.bas.bg>>.

⁷ European Commission, European Economic Forecast: Spring 2015, 2015., p. 68, <<http://ec.europa.eu>>.

⁸ Gheorge, Z., Vasile, V., Macroeconomic impact of FDI in Romania. //Journal of Economics and Finance, №3, 2015, pp. 3-11, <<http://ac.els-cdn.com>>.

⁹ Тук се има предвид броят приватизационни сделки, сключени с чуждестранни инвеститори.

¹⁰ Pauwels, S., Ionita, L., FDI in Romania: from low-wage competition to higher value-added sectors, 2015, p. 2, <<http://ec.europa.eu>>.

¹¹ European Commission, European Economic Forecast: Spring 2015, 2015, p. 110, <<http://ec.europa.eu>>.

¹² Източник: БНБ, СБ.

¹³ Последната приета стратегия за насърчаване на инвестициите в България е за периода 2005-2010 г. Към днешна дата тя вече не е актуална. Това е сериозен проблем, най-малкото защото инвестиционният процес не е еднократен акт и не приключва през 2010 г. От друга страна, липсата на подобен нормативен документ води до честа промяна в законодателната рамка, регламентираща дейността на чуждестранните инвеститори в страната, което „произвежда“ непредсказуемост в действията на инвеститорите и увеличава дефицита на сигурност в дългосрочен план.

¹⁴ Министерство на икономиката на Република България; Стратегия за насърчаване на инвестициите в Република България (2005-2010 г.), 2015, <<http://www.strategy.bg>>.

¹⁵ Пак там.

¹⁶ Пак там.

¹⁷ Миланов, Р., Изследване на възможностите за насърчаване на преките чуждестранни инвестиции в България, 2015, с. 43-47, <<http://pods-bg.org>>.

¹ В това отношение главна роля имат транснационалните компании (ТНК), чиято дейност се разпростира в повече от една

том 2, брой 1, май 2016

Станимир Господинов

Еврофондовете – проблеми в българската практика

Станимир Господинов завършва средното си образование във Финансово-стопанската гимназия „Васил Левски“ в гр. Добрич. През 2015 г. се дипломира в специалност „Финанси“ на ИУ-Варна, ОКС „Бакалавър“. Изследователските му интереси са в областта на международните финанси и финансовите инвестиции. За контакт с автора: s.gospodinov92@gmail.com.

Структурните фондове са „публични пари за развитие“. Заедно с кохезионния фонд те са основните финансови инструменти на икономическото и финансовото сближаване на политиката на Европейския съюз (ЕС). Кохезионната политика оперира с около една трета от бюджета на ЕС, и е една от най-ярките, осезаеми прояви на солидарност между държавите членки на ЕС. Тя е и политически отговор на икономическото и социалното разпределение и по специално - цели намаляване на диспропорциите в развитието на държавите членки и техните региони. Същината на тази политика се свежда до прехвърляне на средства между държавите членки на ЕС, за да подкрепят устойчивия растеж и устойчивото развитие, като начин за инвестиране (в човешки физически капитал) в тези държави, които не са в състояние да се конкурират така, че да могат да се изравнят с по-богатите и по-развити страни. Години след присъединяването си към ЕС България не е в състояние ефективно да се възползва от структурните фондове. Именно заради това и постоянно сме критикувани от Европейската комисия (ЕК).

Използването на средствата по структурните фондове е пряко зависимо от работата и ефективността на държавната администрация, местните власти, неправителствените организации и бизнеса. Мониторинговият доклад на ЕК от 23 юли 2008 г. дава фактически основания за отнемане на акредитацията на две агенции в България (Министерството на финансите и Министерството на регионалното развитие). Акредитацията на двете разплащателни агенции по програма ФАР бе отнета, поради неспазване на обещанието при приемане на България в ЕС от 1 януари 2007 г. да се ограничат корупцията и измамите. Финансирането беше обезпечено по предприемаческите програми, но „България не е в състояние да се възползва в пълна степен от това подпомагане поради сериозни слабости в административния и съдебния капацитет, на местно, регионално или централно ниво. Българската държавна администрация страда от голямо текучество на персонал, непривлекателни заплати, които създават предпоставка за корупция и остарели централизиращи процедури“.¹ Уроците, които България „научава“ през 2008 г. и 2009 г., когато прилага предприемаческите инструменти, несъмнено служат като стимули за подобряване на системите за управление и контрол на програмите и проектите. Специалният надзор и контролните компоненти, създадени допълнително и въведени в националните системи, играят важна роля в процеса на подобряване на усвояемостта и ефективността им. Затова, в края на 2009 г. и началото на 2010 г., ЕК

ги оценява като положителни реформи в съответствие с оперативните програми.

Години след приемането на България в Европейския съюз една от най-осезаемите ползи от членството в ЕС за българските граждани и бизнес е достъпът на страната ни до финансов ресурс по линия на европейските фондове. Тази нагласа до голяма степен се обосновава с видимите резултати от реализирани проекти в сферата на транспорта, регионалното развитие, околната среда и земеделието. Европейските фондове са важен източник на средства за реализиране на структурни реформи за повишаване конкурентоспособността на българската икономика, развитието на регионите и ускоряване процеса на конвергенция

Първоначалната ниска абсорбционна скорост на средствата отразява многобройните слабости в нашата страна. На ниво централно правителство докладите за съответствие и системите за контрол не са издържани според изискванията на ЕС, най-вече поради несъответствие при структурирането на системата за управление на информацията. Тромавите процедури за кандидатстване, административните тежести, сложните процедури за обществени поръчки, както и неясните процеси със сложни насоки възпрепятстват осъществяването на проектите. Процедурите и отговорностите на служителите в нашата администрация, (която работеше съвместно с администрацията на ЕС) не бяха напълно изяснени и служителите имаха пропуски и недостатъчни умения по въпросите, свързани с финансирането от ЕС. Също така Оперативните програми и техните приоритети не бяха лансирани от управляващите органи. Самите бенефициенти нямаха нужния капацитет за навременна подготовка на проектите и съответно се сблъскаха с дълга проверка и забавиха плащанията. Имаше чести проблеми с тръжните отчуждителни процедури на земя и недвижими имоти, както и финансови нередности. През втората половина на 2010г. за ускореното усвояване важна роля изиграва назначаването от правителството на специален министър за еврофондовете. През последните години България предприема и допълнителни мерки за подобряване усвояването на средства от ЕС. По данни на Eurostat и KPMG за периода от 2007-2013 г. на разположение на нашата страна са 6,3 млрд. €, като след нас се нареждат само Естония, Латвия и Словения. Най-много средства са били на разположение на Полша - около 67,2 млрд. евро. Средствата от следприсъединителната програма за България възлизат на 9,4 млрд. евро, или около 3,7% от БВП годишно.²

том 2, брой 1, май 2016

Поради големия брой разновидности и инструменти, по които се усвояват средства от ЕС, тук ще бъдат засегнати само Оперативна програма (ОП) "Транспорт" 2007-2013 г., ОП "Развитие на човешките ресурси" 2007-2013 г., и по точно проблемите, възникнали в процеса на усвояване.

Оперативна програма транспорт (ОПТ) е оперативната програма с най-голям бюджет в България - 2 003 481 163,68 евро. Целта ѝ е развитието на железопътната, пътната и водна инфраструктура, както и стимулиране развитието на комбиниран транспорт в съответствие с транспортната политика на Европейския съюз и установените изисквания на Трансевропейската транспортна мрежа за постигане на устойчивост на българската транспортна система.

По отношение изпълнението на предвидените за договаряне и разплащане през 2012 г. средства, чрез инструмента Лотар, реализираният напредък към 31.10.2012 г. се изразява в 64% изпълнение на прогнозата за договорени средства, 81% на заложените за верифициране и 108% на предвидените за сертифициране разходи. Стойностите, изразяващи това, са следните: финансиране от ЕС общо по петте ОП – 1 624 480 хил. €, национално съфинансиране – 379 002 хил. евро, общото финансиране възлиза на 2 003 481 хил. лв.³

Основните проблеми, които са свързани с усвояването на средства по ОПТ, са в следните насоки: недостиг на финансови ресурси при бенефициентите за съфинансиране и осигуряване на ДДС задълженията; липса на достатъчно опит и капацитет за управление на инфраструктурни проекти; проблеми, свързани с прилагането на Закона за устройство на територията, получаване на разрешителни за строеж, отчуждителни процедури, оценка на въздействието върху околната среда и археологически проучвания.

Сред рисковете при изпълнението на ОПТ остават: наличие на разминаване във времето между началото на изпълнение на големи проекти и одобрението на съответните апликационни форми от ЕК (при неодобрение на даден проект от ЕК, дейностите по него трябва да бъдат завършени с национални средства); многократно изместване на прогнозите за изпълнението на проектите, което заплашва финансовото изпълнение на Програмата; възможност за надхвърляне на времевите рамки за изпълнение на проектите; недостатъчно добро качество на подаваните проектни предложения; административния капацитет на двата най-големи бенефициента в лицето на Агенция "Пътна инфраструктура" и Национална компания "Железопътна инфраструктура" и способността им да се справят успешно с нарастващия обем работа по проектите.

Засилените темпове на изпълнение на инфраструктурните проекти, финансирани по ОПТ през последните години доведоха до насочване на значителен публичен ресурс в сектора на строителството. А това е секторът, в който се отбелязва един от най-големите спадове през последните години, вследствие на икономическата кри-

за. Регулярните и сигурни плащания по програмата благоприятстват финансовото състояние на икономическите агенти, имащи отношение към изпълнение на поръчки по ОПТ.

По ОП "Транспорт" управляващите отчитат сериозно забавяне на темповете на строителството на пътни участъци и на ж.п. линии. До края на 2015 г. трябва да са готови магистрала "Марица", ЛОТ 4 на магистрала "Струма", пътен възел "Белокопитово" на магистрала "Хемус", Западната част на Околовръстното шосе на София. Сериозно забавяне има и в изграждането на ж.п. участъка около Симеоновград, по линията Пловдив – Свиленград. Ако при изграждането на пътищата забавянето идва от бавната работа на изпълнителите и от археологични проучвания, то по ж.п. трасето от и за Турция забавянето е заради отчуждителни процедури. Въпреки че през 2014г. по ОПТ България не губи европейски средства, опасенията на транспортния министър са свързани с кратките срокове, които остават за финализиране на проектите. Проблемите с отчуждителните процедури поставят под сериозен риск и изграждането на Северната скоростна тангента. След протести на собствениците на земя около северната част на софийското Околовръстно шосе правителството взема решение за преговори и намирането на взаимноизгодна цена за отчуждаване на имотите, през които ще преминава трасето. Проектът, който струва 120 млн. евро, предвижда строителството на 16 км скоростен път. Остават надеждите, че пътните строители, избрани за строежа на Северната скоростна тангента, ще се справят въпреки кратките срокове.⁴

Оперативна програма "Развитие на човешките ресурси" е стратегически документ, който е рамка за усвояване на финансови средства, съфинансирани от Европейския социален фонд на Европейския съюз и националния бюджет в рамките на програмния период 2007-2013 г. и обхваща територията на цялата страна в рамките на цел "Сближаване". Тя е съставна част от Националната стратегическа референтна рамка, една от основните цели на която е "развитие на човешкия капитал с цел осигуряване на по-висока заетост, доходи и социална интеграция".⁵ Стратегическата цел на оперативната програма е да се подобри качеството на живот на хората в България чрез подобряване на човешкия капитал, постигане на високи нива на заетост, повишаване на производителността, достъп до качествено образование и учене през целия живот и засилване на социалното включване. При изпълнението на Оперативна програма "Развитие на човешките ресурси" се преследват следните специфични цели: повишаване предлагането на труд и качеството на работната сила; увеличено инвестиране в човешкия капитал чрез по-добро и по-достъпно образование; повече социален капитал, партньорства и мрежи за развитие на социалната икономика.⁶

Налице е осезаемо подобрение по отношение на процесите по планиране и усвояване на средствата по Оперативната програма. По време на отчетния период управляващ орган (УО) на Оперативна програма "Развитие

том 2, брой 1, май 2016

на човешките ресурси” (ОПРЧР) докладва значителен финансов напредък, както следва: разплатените средства са в размер на 196 586 525 евро, въпреки че национален фонд (НФ) посочва по-висока сума – 196 819 226 евро. Това са 16% от бюджета на програмата. Само за 2011г. по данни на УО те са 86 707 874 евро, което означава, че в рамките само на една година плащанията към бенефициентите са се удвоили. Договарянето също бележи значителен ръст по данни на УО. По програмата са подадени общо 5497 проектни предложения; сключени са 1754 договора на стойност 790 768 007 евро, или 65% от бюджета на ОПРЧР. За сравнение, в началото на 2011г. този процент е бил едва 47%. Най-сериозен ръст – над 6 пъти, е постигнат по отношение на сертифицираните разходи. НФ сертифицира разходи на стойност от около 10% от бюджета на програмата, докато през януари 2011 г. размерът на сертифицираните разходи е достигал едва 1,6% от бюджета. Едно от важните постижения на ОУ се състои в това, че наличните финансови средства по ОПРЧР са програмирани с одобрените критерии за избор на операции на Деветото заседание на комитетата за наблюдение от 15 ноември 2011 г.⁷

От подадените 11 227 проектни предложения по различни схеми и процедури са сключени само 2945 договора, с които се предвижда усвояването на 89,12 на сто от общия финансов ресурс по ОПРЧР, но едва 37,20 на сто са реално изплатените средства досега. Всичко това говори за забавяне на процеса на усвояване на средствата по програмата от една страна, както и до непълна проектна осигуреност на всички средства от друга.

Въпреки неколкостепенните смени на ръководството на програмата и междинните звена, деклариранията намерения за опростяване на процедурите и ускоряване темпа на договаряне и разплащане, това не се получава в обещания мащаб. Един от основните проблеми беше липсата на административен капацитет за управление на средствата в междинните звена – най-вече Агенцията по заетостта и Министерството на образованието, младежта и науката. Заради това бенефициентите получават различни и често противоречащи си едно на друго указания и становища за изпълнението на проектите си, дори в рамките на едно и също междинно звено. Причината за усложнените до невъзможност условия за изпълнение на проектите може да се търси в различното тълкуване на нормативните документи от отделните звена и презастраховането срещу опити за злоупотреба със средства.

Сериозен проблем, а и демотивиращ фактор за кандидатстване, бяха забавените до абсурдност срокове на разплащане. Най-големи забавяния се получиха в разплащанията към обучителните организации, извършили обучения по ваучерните схеми, както и към работодателите, наели млади хора по процедурата за осигуряване на стаж като първо работно място за младежи, завършили образованието си. В редица случаи, забавянията бяха с повече от 6 месеца, дори година, след определения за целта срок. Често причините са в дребни документални пропуски или просто в непредвидено високия интерес по

процедурите и лошото планиране на необходимия екип за управление, както и в липсата на капацитет за обработване на огромния обем документи. Проблемите с недостатъчния административен капацитет се потвърждават и от одит на функционирането на системите за управление и контрол на оперативната програма, проведен от службите на Европейската комисия

Друг сериозен проблем при изпълнение на програмата е механизмът за разплащане с бенефициентите. Техният кръг е широк и включва и училища и неправителствени организации, за които е изключително важно да се осигури финансов ресурс за изпълнение на проектите им до момента на изплащане на безвъзмездната помощ. Съгласно правилата бенефициентите имат право да използват до 20% от одобрената помощ като авансово плащане срещу банкова гаранция, която покрива цялата стойност на исканата сума за целия период на изпълнение на проекта. В България все още липсва развита система за финансиране с кредитни ресурси или за предоставяне на гаранции към нестопански организации с ограничени активи и финансови средства. Естеството на дейността на подобни организации не предполага наличието и използването на значителни производствени активи, които биха могли да се представят като залог пред банка за осигуряване на кредит или гарантиране на авансите. Така, за да се предостави реален достъп на бенефициентите до тези средства, е необходимо да се промени условието за ползване на аванса, като се даде възможност за по-голяма гъвкавост. Това може да бъде постигнато чрез използването на запис на заповед или специална банкова сметка, по която да се превежда финансирането. Изразходването на средства от сметката трябва да бъде само за инвестициите по проекта, под контрола на обслужващата банка.

Голямото предизвикателство пред програмата през настоящия програмен период си остава намирането на адекватни стимули за бизнеса, така че да може да се насърчи създаването на нови работни места. Практиката до момента показва, че по-голям ресурс се насочва към търсене на временни решения, чрез прилагане на мерки с неустойчив резултат. Конкретен пример в това отношение са доказаните се като неефективни мерки за временна субсидирана заетост. Затова е нужно да се анализират и потребностите на работодателите, а не само проблемите на безработните. В тази връзка най-очевидните проблеми на бизнеса, разрешаването на които трябва да е приоритет през настоящия програмен период, са остра нужда от съвременен инструментариум за подобряване на управлението и недостигът на квалифициран персонал, отговарящ на реалните потребности на бизнеса. Важно е да се отразяват нуждите на работодателите и пазарната среда, а не просто да се вземат чисто политически и административни решения. Практиката на процедурите, насочени към бизнес сектора до момента, е да се поставят множество, често неприложими и дори абсурдни лимити и ставки за стойността на услугите, за които бизнесът търси финансиране. Поставянето на по-

том 2, брой 1, май 2016

добни изкуствени рамки, далеч от реалната пазарна среда, демотивират работодателите да участват по програмата, тъй като тя не предоставя възможност за решаване на техните проблеми, а по-скоро би ги обременила с неприсъщи дейности. Така подобни мерки привличат повече изкуствено създадени формирания с основна цел източване на средства чрез безсмислени проекти, а и не се превръщат в реален лост за намаляване на безработицата. Важно е и да се има предвид, че бизнесът не иска да си губи времето в бюрокрация, но пък би приветствал повече възможностите за използване на електронни услуги.

Въвеждането на ваучерния механизъм за финансиране на обучения на заети и безработни е сравнително нов подход, който намали административното бреме пред кандидатите. Интересът към ваучерните схеми беше огромен, а механизмът - оценен като пример за добра практика и от ЕК. За съжаление, начинът на прилагане на мерките се оказа твърде нецеленасочен и като краен резултат освен общата статистика за броя преминали успешно обучение, не може да се отчете значителен реален положителен резултат върху пазара на труда. В същото време бюрократичната тежест се прехвърли от ползвателя на услугата към обучителните организации, а огромните забавяния на плащания им подействаха силно демотивиращо.

В тази светлина пред нашата страна остават редица проблеми. За разрешаването им могат да се препоръчат няколко насоки: необходимост от стабилност и предвидимост на българската нормативна уредба; експертите, ако не всички, то поне тези, които са запознати вече с реформите, да подпомагат усвояването на средствата; следване на подхода на нашите европейски партньори относно показатели за ефективност и продуктивност. Целесъобразното усвояване на средствата ще даде въз-

можност на България в недалечно бъдеще да се представи като равностоен партньор на останалите европейските страни. Фондовете на ЕС са много важни за развитието на българската икономика и също са един от малкото основни източници на финансиране. Те имат потенциала да стимулират икономическия растеж, да подпомагат намаляването на безработицата и да оказват натиск върху пазара на труда. Освен това, тези средства са ключов фактор за България да преодолее икономическата и финансова криза. За пълноценното използване на европейските средства трябва европейските цели да съответстват на националните такива за развитие, да се вземат предвид специфичните нужди на България и да се мобилизира националният ресурс, който съчетан с ресурсите от ЕС, да осигури прилагането на проекти.

¹ Доклад от комисията до европейския парламент и съвета относно управлението на средства от ЕС в България, 2013, с. 12.

² EU Funds in Central and Eastern Europe, Progress Report 2007 – 2012, KPMG in Central and Eastern Europe, 2013, p. 12.

³ Четиридесет и първо народно събрание на Република България, Управление на средствата от Европейския съюз в Република България, Напредък и ефекти, декември 2012 г., с. 14.

⁴ Министерството на транспорта информационните технологии и съобщенията, Дирекция „Координация на програми и проекти“, управляващ орган на ОПТ 2007-2013г., 2013.

⁵ Министерство на труда и социалната политика, Оперативна програма „Развитие на човешките ресурси“, достъпен на: http://ef.mlsp.government.bg/bg/page_op.php?id=1433.

⁶ Министерство на труда и социалната политика – Главна дирекция „Европейски фондове, международни програми и проекти“.

⁷ Годишен доклад за усвояване на средствата от Европейския съюз в Република България 2011, Комисия по европейските въпроси и контрол на европейските фондове, януари 2012 г., с. 38 - достъпен на: <http://www.eufunds.bg/bg/oicnews/1626/1>.

том 2, брой 1, май 2016

Ден на финансовата грамотност

Клуб „Финанси“, един от най-активните клубове в Икономически университет - Варна, организира първия по рода си Ден на финансовата грамотност. На 24 април 2016 година на входа на Морската градина варненци имаха възможността да получат съвет, да задават въпроси и да получат отговори и консултации от членовете на Клуба. Събитието се проведе с подкрепата на ръководството на ИУ-Варна и катедра "Финанси". Целта на проекта е да се повиши финансовата грамотност на обществото, като се насочи вниманието му към шест основни теми: избор на банков кредит, бързи кредити, електронно банкиране и самообслужване, инвестиция на свободните средства, пенсионно осигуряване, застраховки.

Зад осъществяването на тази идея се крие голяма подготовка и организация. Месеци по-рано членовете на Клуб „Финанси“ обсъдиха и подбраха темите. След това се сформираха екипи по теми и всеки от тях беше отговорен за намирането и подбирането на информация, както и изготвяне на кратък текст. За да се гарантира високо качество на брошурите, те бяха проверени от експерти от Катедра "Финанси" на Икономически университет – Варна. Част от подготовката за Деня на финансовата грамотност включваше подробно обсъждане на темите по време на редовните срещи на Клуб "Финанси", което даде възможност на повече студенти детайлно да се запознаят с тях. Активните членове на Клуба бяха разпределени в 6 екипа и всеки извеждаше акцентите от темата си.

На 24 април стотици жители и гости на града получиха брошури по темите, които ги вълнуват. Десетки се спряха на информационния щанд на Клуб „Финанси“, за да дискутират конкретен проблем, да участват в томболата за тематични награди или да оставят своя коментар в специално изработена Книга за похвали и препоръки. Въпроси имаше както от по-младите, така и от най-възрастните.

Защо избрахме тези теми и какви са акцентите?

През последните години в България са много популярни *бързите кредити*. Голям процент от населението поне веднъж е използвало подобен кредит, но малко от потенциалните и реалните потребители на тази финансова услуга са запознати с понятията като кредитно досие, годишен процент на разходите, както и с институциите, които отпускат този тип кредити. За екипа на Клуб „Финанси“ беше важно да запознае аудиторията с функциите на Централния кредитен регистър на БНБ, наличието на индивидуални досиета и пр. Личното досие предоставя информация за кредитната история и дава възможност на финансовите институции да определят по-лесно дали кредитоискателя е надежден. Годишният процент на разходите (ГПР) е реалната цена на кредита, включваща всички дължими лихви, такси и комисионни. Бързите кредити се отпускат от небанкови институции, които за разлика от банките нямат право да привличат депозити.

Насочихме вниманието на гражданите и към *застраховките*, защото чрез тях човек може да осигури при непредвидени ситуации финансови средства за себе си и наследниците си. Приоритетно бяха разгледани застраховка "Живот", застраховка "Имущество", „Автокаска“ и „Гражданска отговорност“ на автомобилистите. Брошу-

рите разясняват характеристиките и преимуществата на застраховка "Живот" - покрива рискове като злополука и смърт, може да бъде и със спестовен компонент като така съчетава в себе си защита и инвестиция. Застраховката "Имущество" покрива щети при настъпили неблагоприятни събития по застраховано недвижимо имущество, като е възможно да се включи и движимото имущество, което се съхранява в застрахования обект. Най-често защитата е по отношение на най-често срещаните рискове - пожар, кражба, природни бедствия и т.н. В България много потребители притежават задължителната „Гражданска отговорност“ на автомобилистите. Тя покрива причинените телесни увреждания, смърт и/или материални щети от собствениците и водачите на МПС на трети лица, докато „Автокаска“ покрива щетите, нанесени на собственото превозно средство. Членовете на Клуб „Финанси“ препоръчват обществото да бъде по-внимателно при избора на застраховател – винаги да се проверява дали той има валиден лиценз в сайта на КФН, да се проучва имиджа му и да се запознава добре с договора преди неговото подписване. Последното се отнася за всякакъв вид контракти, особено когато се сключват с финансови институции.

Изборът на темата за *пенсионното осигуряване* е подтикнат от неосъзнаването от младото поколение, че рано или късно настъпва момент, когато хората излизат от полето на труда и разчитат на заместване на доходите си от трудова дейност. Натрупването на ресурс за този етап от жизнения цикъл е дългосрочен процес и изисква отговорно отношение. Младите хора не осъзнават това, тъй като виждат пенсионирането като твърде отдалечен момент. Екипът на Клуб „Финанси“ прецени, че е важно да запознае хората с проблематиката на пенсионното осигуряване и практиката в България. Място в брошурите бе отделено за описание на трите стълба на пенсионното осигуряване - Държавно обществено осигуряване (ДОО), което се администрира от Националния осигурителен институт (НОИ); Допълнително задължително пенсионно осигуряване (ДЗПО), където трудещите се имат лична сметка, по която се натрупват паричните средства; Допълнително доброволно пенсионно осигуряване (ДДПО), предоставящо възможността за натрупване на парични средства доброволно при индивидуализирани условия. Разгледани бяха и промените в осигурителната система, настъпили от началото на 2015 г. до април 2016 г. На посетителите на Деня на финансовата грамотност беше обяснявано, че никога не е рано да се информират за

том 2, брой 1, май 2016

пенсионното осигуряване, колко е важно да проверяват дали са осигурявани от работодателя си и да следят системно случващото се със средствата им.

Членовете на Клуб „Финанси“ запознаха варненци с подробности около *електронното банкиране и самообслужване*. Онлайн достъпът до услугите на банката може да бъде активен или пасивен. Разликата е в това какво може да извършва клиентът. Докато при пасивното банкиране той може само да проверява и да следи състоянието на сметката си, то при активното може и да търгува с валута, да нарежда преводи, да открива и закрива и др. Всеки потребител на електронни финансови услуги трябва да внимава за сигурността, затова акцент в брошурата е как да се провери дали сайтовете за електронно банкиране притежават валиден сертификат за сигурност. Все повече банки предлагат на клиентите си и мобилно банкиране, което предоставя удобство на клиентите да следят своите сметки в реално време на смарт устройствата си чрез специално приложение. Няколко банки развиват зони за самообслужване, затова бяха изведени предимствата и недостатъците им. Един от най-важните съвети, отправят от Клуба, е потребителите да се запознаят подробно с условията на банката преди да активират коя да е услуга.

Проучванията сочат, че потребители имат ниска финансовата култура, включително по отношение на банковите услуги. Това подтикна членовете на Клуба да разгледат въпроса *как да изберем банков кредит?* Първото правило е да не се сравняват само лихвените проценти между банките, а годишния процент на разходите (ГПР). Важен момент е, че задължителното използване на допълнителни услуги (напр. интернет банкиране, застраховка и др.) не влизат в изчисляването на ГПР. При избора на банков кредит следва да се внимава за погасителния план и да се подбере този, който е най-удобен за клиента, в зависимост от неговите доходи. Параметрите на банковия кредит са: лихвата, която може да бъде плаваща или фиксирана; срокът на погасяване - колкото е по-голям, толкова по-висока е крайната сума, която се изплаща; обезпечение, което банката може да изисква. Да се познаят „правилата“ за успешен избор е добре, но преди да се стигне до този момент, следва индивидите

да се уверят, че имат реална нужда от него. Едва след като потребителите са уверени в нуждата от заемни средства, могат да пръстъпят към запознаване с банковите оферти и условия.

Членовете на Клуба избраха като последна тема да разгледат различните алтернативни инструменти за *инвестиране на свободните средства*. Спестителите често се насочват към традиционни продукти като банков депозит и не познават другите възможности. Представени бяха по-достъпните от тях. Доверително управление напр. е услуга, при която клиентът предоставя определени средства на професионалист, който преценява в какви финансови инструменти да бъдат вложени. Предимството на този тип услуги е, че не е необходим професионален опит и може да се избира от разнообразие от финансови инструменти и стратегии, но недостатъкът е, че е необходим значителен ресурс. Друг вариант е инвестицията в недвижимите имоти. Специфична характеристика е изискването за голямо вложение и високи разходи за поддръжка, но при равни други условия цената се повишава при направените подобрения. По-достъпни за широката аудитория са взаимните фондове, при които клиентът притежава част от фонда, който инвестира парите в различни финансови инструменти. Бяха изтъкнати позитивите и негативите на смесената застраховка „Живот“. Застрахователното покритие може да обхваща различни рискове (от злополука, смърт), а лицето, което плаща премиите, може да се възползва от данъчни преференции. Недостатъците са, че поради наличието на спестовен елемент са по-скъпи от рисковете и се сключват за сравнително дълъг период (5, 10 или 15 години). За да се избере най-подходящият инструмент за тях, потребителят трябва да прецени колко средства може да вложи и за какъв период от време.

За да се достигне до максимален брой хора, текстът от брошурите е поместен в сайта на Клуб „Финанси“ - <http://finance-club.ue-varna.bg/>. Членовете на Клуб „Финанси“ вече планират следващото издание на „Деня на финансовата грамотност“, както и развитието на проекта.

Михаела Тодорова
todorova.mih@gmail.com

том 2, брой 1, май 2016

Национален конкурс за студентско есе:

Какви може да са причините за следващата икономическа криза?

През 2015 г. се проведе второто издание на националния конкурс за студентско есе, организирано от клуб „Финанси“ към катедра „Финанси“ на ИУ-Варна. Есетата са оценявани от жури в състав: проф. д-р Стефан Вачков, доц. д-р Димитър Рафаилов и доц. д-р Людмил Найденов. В предходния брой на списанието беше публикувано есето, спечелило второ място в класирането, а сега предлагаме на Вашето внимание разработката, отличена с първо награда лично от ректора на ИУ-Варна – проф. д-р Пламен Илиев. Неин автор е Илия Живков Вълчанов, студент в Университет „Бокони“, Милано, Италия, ОКС „Бакалавър“. За контакт с автора: iliya.valchanov@yahoo.com.

Започвайки разсъждения на тази тема, аз трябва да съм готов да се проваля. Защо? Има два варианта. Първи: да си изложат тезата, да я аргументирам, но да не достигна до задоволително заключение. Втори: да си изложат тезата, да я аргументирам, да направя велико откритие, което ще предскаже бъдещето и ще помогне на участниците в икономиката да се предпазят от следващата криза. Но това ще означава, че кризата е избегната. Реално, аз няма да съм предсказал следващата криза, защото тя въобще няма да се прояви! Усещайки, че вероятността за проявяване на втория вариант е нищожно малка, със съществен риск от провал, ще се опитам да представя някои очевидни и други нетривиални идеи, които се надявам, че биха повлияли позитивно на участниците в икономиката.

Всяка дискусия на тема: „икономическа криза“ трябва да започне с т.нар. теория за кризите. Кризите са неразривна част от икономиката, с изключение на периода на Бретън-Удската система, когато поради ред причини (с най-голямо значение - законът на Глас-Стийгъл и централната роля на силния тогава долар) съществуват регионални пренебрежими смущения, но не и глобални. Няма точно определен модел за начало и край на кризите, но има доста прилики. Бих желал да отбележа, че всички разсъждения са с оглед на развитите страни. България, като част от Европейския съюз, и поради факта, че левът е фиксиран към еврото, ще бъде смятана като държава, която внася „добрите и лошите“ тенденции от Западна Европа, съответно не е изолирана, а понася смущенията на световния пазар.

Семената на кризите се сеят през „добрите времена“, когато икономиката расте, поради либерализиране на кредитирането или технологични иновации. Парите в икономиката се умножават, защото банките отпускат повече средства, дори за не толкова разумни проекти. Увеличените инвестиции от една страна създават работа (намалява безработицата), от друга - създават богатство. И двете увеличават консумацията на хората, а инвестициите и консумацията подклаждат „добрите времена“. Цените на активите се увеличават. Цените на активите се увеличават. Повторението е умишлено, защото ако преди пет секунди сте прочели първото изречение, силно възможно е цената му да се е качила, докато прочетете второто. Точно, когато всички хора си купуват нови къщи, земи и коли, в икономиката се появява някакъв шок (увеличаване на цената на горивото през 70-те, фалира-

нето на Lehman Brothers през 2008). Всичко, което следва, читателите все още усещат.

Съществуват три етапа.

1. Начало. Цените на активите започват да падат – балонът се пука. Никой не иска да държи актив, чиято цена пада, затова всички продават, което кара цените да се понижат още повече. Тук, финансовите институции, които досега са поощрявали разхищението, изпадат в опасност. Те все още дължат същите пари (в абсолютна стойност) на своите вложители, но главните им активи, а именно ценните книжа и заемите, губят стойност. След това се впускат в делевърдидж (най-общо - намаляване на дълга). От своя страна, вложителите започват да се опасават за средствата си и ги изтеглят, което прави задачата на банките още по-трудна.

2. Банкова криза. Икономическата активност замира. Участниците в икономиката или нямат пари, или се страхуват да ги използват. Банките започват да понесат загуби. Те се заплащат с капитала на съответната банка, който обикновено не е голям, защото „до вчера“ е имало икономически бум и никой не е хеджирал срещу риска от криза. Когато капиталът на някои от тях падне под определена граница (в зависимост изискванията на регулатора), централната банка поема управлението на финансовата институция или де факто – настъпва фалит.

3. Дефлация. Цените на активите продължават да падат. Фирмите не печелят, колкото преди, и намалят заплатите. Работниците не могат да си позволят толкова много продукти, затова цените на продуктите падат. Продажбите са по-малки като обем, но дълговете на компаниите са същите, съответно последните не могат да обслужват кредитите си и или фалират, или взимат парите от заплатите на работниците си, което подклажда дефлацията.

Статистически данни от проучване на Барахас, Дел'Арича и Левченко, проведено в 100 страни, посочват, че от 135 цикъла на огромен икономически растеж, 104 завършват добре, а в 31 има смущения, от които 23 водят до банкова криза. Какъв е изводът, който можем да направим? Ако използваме горепосочената теория, в 77% от случаите, ще грешим, в 7,7% горе-долу, а в 17% ще сме „уцелили“. Как да идентифицираме икономическия растеж като проблем? Отговорилият на този въпрос би получил Нобелова награда.

След като основната теория е ясна, е време да изложат тезата си. Говорейки чисто икономически, смятам, че следваща криза може да е повторен „Дот-ком“ балон. Икономико-политически погледнато, разпадането

том 2, брой 1, май 2016

Еврозоната, поне в сегашния ѝ вид, не е изключено. Двете гледни точки са като къса и дълга позиция на глобалната икономика. Ако тя започне да расте, технологиите определено ще получат своя дял, който ще е прекалено голям, имайки предвид средствата, които те получават дори по-време на рецесия! От друга страна, ако нищожният икономически растеж продължи още достатъчно дълго, еврото би могло да загуби доверието на някои страни от Еврозоната, което в случая на Германия би било пагубно за валутата. В по-далечен план се заформя „студентска криза“, изразена в отглеждането на поколение, което вече е задлъжняло до живот!

Първият, леко шеговит, признак, че следващата криза може да е нов „Дот-ком“ балон е, че...историята се повтаря, а хората обичат да правят същите грешки и то колкото се може по-скоро! Може би най-чаканите първични публични предлагания в последните 3 години бяха на Фейсбук (Facebook) и Алибаба (Alibaba). Фейсбук започна със стартова цена от \$38.00 и пазарна капитализация ~ \$90млрд., като скоро след това падна съответно на \$17.58 и \$37.98млрд., а в деня, в който пиша това, след близо три години, една акция струва \$82.76, а общата пазарна капитализация е 231.65 млрд. щ. д. Приблизително 218% за три години, или ако сте купили на най-ниската цена – 470%, което (грубо) прави по 157% на година !!!

Но дали Фейсбук расте толкова бързо? Това, което създава цената на Фейсбук, са потребителите, които от 1 млрд. месечно активни през 10.2012г. са се увеличили до 1.39 млрд. през 12.2014г. Тези 39% увеличение на потребителите са довели до 470% ръст в цената. Вероятно не е важен броят на хората, а обвързаността между тях, което прави връзката нелинейна. Или пък има друга причина? Как се оценява социална мрежа? Водещите оценители на първичното публично предлагане – Морган Стенли (Morgan Stanley), Джей Пи Морган (JP Morgan) и Голдман Сакс (Goldman Sachs) дадоха цена от \$38.00, като дори имаше скандал за търгуване на информация (по тяхно мнение, което обаче не беше публична информация, цената е била двойно по-ниска!). Въпреки всичко, 3 години по-късно, разбираме, че са били много далеч от истината, но в грешната посока! Най-големите професионалисти в оценяването на компании са били 3-4 пъти по-далеч от настоящата цена (правим тази оценка с оглед на факта, че времево не сме толкова далеч)! Какво се случва? Първото правило на класическата икономика: „Търсенето и предлагането определят пазара“. Очевидно хората вярват във Фейсбук – компания, която колкото и да е глобална, бива управлявана от последната дума Марк Зукърбърг (независимо от броя акции, които притежават - дори 99% -, при купуването на част от Фейсбук, инвеститорите се съгласяват, че Марк има ексклузивното право да взема решения). С други думи, ако утре Марк реши, че иска да уволни всички работници и да се отдаде на заслужена почивка, никой не може да му се противо-

постави (което е описано в докладите на оценителите на акциите при първичното публично предлагане).

Историята продължава с небезизвестното поглъщане на Уотсап (Whatsapp) от Фейсбук за завидните \$19млрд., оставило противоречиви емоции както у инвеститорите на Фейсбук, така и у страничните наблюдатели. Бил Гейтс коментира с ентузиазираното: „Марк иска Фейсбук да бъде новият Фейсбук“. От друга страна, известният не като технологичен гений, а като, може би, най-уважаван инвеститор в света, Уорън Бъфет, заклеими поглъщането с думите: „пълна лудост“. Малко преди това, Снапчат (Snapchat) отказа оферта от 3 млрд. щ. д. (2013 г.) и в момента се оценява на 10 млрд. щ. д. – 20 млрд. щ. д., като по данни на Citigroup – цената е 35 млрд. щ. д. В същото време, Twitter дори не е на печалба, а се оценява на 30.58 млрд. щ. д.!

Човек може да отвори магазина за приложения на Apple AppStore, да прочете имената на създателите на първите 100 най-теглени приложения и да е сигурен, че всички са от милионери до милиардери. Въпреки неразбирането ми относно космическата цена на Фейсбук (при пазарна капитализация на Microsoft от само 348 млрд. щ. д., а да не забравяме, 95+% от потребителите на Фейсбук (без да се отчитат мобилни устройства) използват Windows, за да влязат във Фейсбук), оценявам качествата на социалната мрежа. Повечето от другите компании, които са в този бранш, не могат да оправдаят огромните си цени с продажби. Те го правят с т.нар. „потенциални продажби“, поради голямата мрежа потребители, която са създали (визирам Снапчат, Туитър, Уотсап). Интересното е, че дори „Youtube“ едвам излиза на нулата от собствената си дейност (без да се отчита приносът му към другите дейности на Гугъл). Единствения извод, който мога да направя, е, че инвеститорите купуват, за да продадат на по-висока цена (тези компании почти никога не дават дивидент), а защо вярват, че цената ще продължава да расте, остава неясно.

Засега случаите не са толкова много, но определено са на огромна стойност. Тенденцията, която се наблюдава, е, че се появяват и все повече стартап-и. Какво е стартап (Startup)? Значението вече е леко размито, но Пол Греъм определя един основен признак: бърз растеж. В съзнанието на човек изниква група млади хора, оригинална идея, стремеж към печеленето на бързи пари => бърз растеж и да не забравяме – първично публично предлагане или просто продаване на голям инвеститор. Какво е изпуснато в повечето определения на стартап? Терминът става популярен по време на Дот-ком кризата. Та дори аз участвам в стартап проект, наречен прекалено подходящо: #ezy#money („лесни пари“ с дизел, напомнящ приложението Инстаграм (Instagram)). Смятам, че последният пример включва в себе си всичко, характерно за един стартап, и дава ясна представа за настроеността на сегашното поколение, което вижда перспектива не във финансовия сектор или пък в типичните части на реалния, а в технологиите.

том 2, брой 1, май 2016

Налице са достатъчно признаци, за да можем да кажем, че хипотезата е достатъчно възможна, за да бъде обмислена от читателя отново: странно високи цени на акциите, инвестиране в „потенциални вземания“, стартърп-и, подходяща нагласа на младежта (бъдещите участници в икономиката). Смятам, че при евентуално разрастване на икономиката, когато хората имат свободни средства и съберат смелост, пазарът, към който ще се насочат, ще е точно този на приложенияте (уебсайтове, Дот-ком). Въпреки това, дори да има финансова криза, тя няма да засегне банковия сектор сериозно, защото 1. в момента се възстановява и не е в позиция да играе активна роля в заформянето на балона (ако такъв съществува), 2. регулаторите вече работят усилено върху ограничаването на финансовите институции в бъдеще.

Другата страна на монетата в гореизложената теза е проблемът на еврото. През 2005 година един докторант заяви: „От много гледни точки, първите шест години на еврото преминаха безметежно“. В случая на валута, това означава – успешно. След редицата препятствия, през които премина през последните седем години, очакваме да проследим последното – количественото облекчаване, за да можем да направим краен извод за успеха на еврото.

Активите, деноминирани в евро и долари, се считат за перфектни субститути от академичното общество. Това ни навежда на мисълта, че монетарните политики, практикувани от Федералния резерв би трябвало да работят и в Еврозоната. Количественото облекчаване е познато от около двадесет години в Япония, но никога не е било толкова сериозно дискутирано. След като Федералният резерв нямаше други идеи, започна закупуването на активи чрез печатане на пари и икономиката на Америка отбеляза забележителен растеж... номинален, т.е. инфлационен. Реалната икономика на Америка продължава да буксува, а реалната безработица е близо 23% (естествено, цитирам безпристрастна агенция, а не американското правителство). Европейската централна банка с няколко години закъснение реши да последва примера на Щатите. Скоро след обявяването на количественото облекчаване, еврото се обезцени, Швейцария отвърза валутата си, за да не се налага да изкупува милиарди евро, за да поддържа фиксирания курс, а двугодишните немски ценни книжа имат лихва (-0.25%), по-ниски от минималните изисквания (-0.2%), за да бъдат изкупени от ЕЦБ при количественото облекчаване. Първият резултат ще доведе до увеличение на износа и увеличение на икономическата активност, но след известно време. Вторият ще намали интеграцията на Швейцария с Европа и вече доведе до допълнителното обезценяване на еврото (ЕЦБ загуби голям сигурен „купувачи на евро“). Третият остава загадка за мен и моят кръг от познати, но очевидно немските ценни книжа, деноминирани в евро, се ползват с по-голямо доверие от ЕЦБ сред инвеститорите.

Едни и същи политически и икономически решения имат различни резултати в Америка, Европа и Азия, заради структурата на пазара. Еврозоната има най-

странната и „силна“ (имайки предвид целта ѝ, премеждията ѝ и възрастта ѝ) централна банка в света, но няма фискален съюз. По време на икономически шок в Америка и Япония има свободно преминаване на работна ръка от зони с висока безработица в такива с ниска, свободно пренасочване на ресурси, с две думи: „обща глава“. Европейският съюз е мечтата на Римската империя, Каролингите и Наполеон, но липсва общото вземане на решения. Въпреки това, Франко Бруни беше заявил: „В Европа няма фискален съюз, но Германия спаси Гърция, Испания, Португалия и Ирландия, което е преразпределение на капитал от едно място на друго. Случва се при определени условия, но се случва“. В същото време държавите, получаващи средства, не винаги се жертват за общата кауза (най-силен пример е Гърция). Системата в Европа работи по свой си начин, но определено не може да се нарече цялостна в сравнение с Америка и Япония.

До момента сме видели номиналния растеж на Америка (реалната стагнация) и 20-годишното лутане на Япония в дефлация. Какво следва в Европа? Вероятно различна история, но определено нелека. Това, което е сигурно е, че 1. При създаването на еврото като валута няма описана процедура по напускането му и 2. ЕЦБ ще направи всичко по силите си, за да го запази. Проблемът не изглежда толкова настоящ, но решение на държава като Германия (припомням, че пазарите ѝ вярват повече отколкото на ЕЦБ) да напусне еврото, ще е край му във формата, в която беше създадено. Подобно събитие може да отприщи „кризата на кризите“ – криза във всяка от страните от Еврозоната, тези свързани с еврото чрез валутен борд и близките им икономически партньори, де факто – целият свят.

Последната точка от тезата беше, че се заформя „студентска криза“. Седемдесет процента (70%) от американските студенти в момента продължават образованието си във висше учебно заведение чрез студентски кредит. Общо има 40 млн. американци със студентски кредит на обща стойност 1.1 трилиона долара. Той е по-голям от дължимата сума по кредитни карти и лизинги на автомобили в Щатите. Единственият дълг, който е по-голям, е жилищният. Проблемът със студентските заеми е, че те са доста по-специални от нормалните. Човек не може да се откаже от него (да банкротира), ще бъде вземан от бъдещи заплати, както и от възвърнати данъци, а длъжникът ще бъде съден до края на живота му.

За последните 10 години, студентският дълг се е утроил! Линдън Джонсън заявява при представянето на първите кредити: „Бедността не трябва да е препятствие за обучението и обучението трябва да предлага изход от бедността“. Федералните средства за обучение са се увеличили с 23% за 2014 година, а таксите за университети са отвърнали на удара – с 28%, карайки студентите да взимат все по-големи заеми. Освен това, съществуват професии, които се състоят в намиране на хора само със средно образование и убеждаването им да вземат заем и да започнат висше. Тактиките за набиране на нови

том 2, брой 1, май 2016

студенти са удари „под кръста“, напипвайки слабите места (комплекси) на „жертвата“.

Този случай някак много ни напомня на кризата от 2008: невъобразимо голяма сума взети заеми, длъжници, които са буквално завлечени да вземат кредитите, невероятно тежки условия за погасяване, несиметрична информация. Като вземем предвид и недостатъка на работни места за новозавършилите (припомням - реална безработица в Америка от близо 23%), стигаме до заключение, че наблюдаваме балон от студенти, който няма да се пръсне, защото те няма как да банкрутират поради заемите си, но икономиката със сигурност ще намери начин

да отрази несъответствието между търсене и предлагане по един или друг начин.

Когато започвах разсъжденията си, представих два взаимно свързани варианта и трети, който назрява, но ще му отнеме доста повече време да излезе наяве. Вероятно съм се провалил в предсказанията си и нито един от трите варианта няма да се случи. И все пак... преди 2008г., математиците на „Ей Ай Джи“ (AIG) даваха оценка на риска от криза от 0,001%. Склонен съм да вярвам, че поне една от изложените идеи има по-голям шанс да се прояви и си струва вниманието.