

ИНСТИТУТ ЗА ИКОНОМИЧЕСКИ ИЗСЛЕДВАНИЯ НА БЪЛГАРСКАТА АКАДЕМИЯ НА НАУКИТЕ

# ИКОНОМИЧЕСКИ ИЗСЛЕДВАНИЯ

*ECONOMIC STUDIES*

---

Книга 4, 2016 година

---

## СЪДЪРЖАНИЕ

<i>Иван Тодоров, Калина Дурова</i> – Икономическият растеж на България и неговите детерминанти	3
<i>Димитър Ненков</i> – Политиката на растеж и създаването на стойност в компаниите	36
<i>Stoyan Tanchev</i> – The Role of The Proportional Income Tax on Economic Growth of Bulgaria	66
<i>Стефан Йотов</i> – Растящите държавни дългове по света и заплахата от нова глобална криза	78
<i>Eduard Marinov</i> – Impact of Economic Partnership Agreements on Regional Integration and Trade Relations	105
<i>Valeria Kolycheva</i> – Russian Art Market: a View from the Inside	127
<b>ECONOMIC DEVELOPMENT OF VIETNAM</b>	
<i>Pham Sy An, Chu Minh Hoi, Tran Thi Kim Chi</i> – Economic Growth and Macroeconomic Stability of Vietnam	135
<i>Pham Quang Dieu</i> – Agriculture Growth after 30 Years of Renovation – Necessity for a New Thought on Rice Cultivated Land for Exports and Food Security	145
<i>Nguyen Thi To Quyen</i> – Industry Vietnam 2005-2014: Status, Issues and Development Orientation	158
<i>Dao Thi Hoang Mai, Doan Thi Thu Huong</i> – The Tourism in Vietnam	172
<i>LE Xuan Sang</i> – Vietnam's Banking Sector Development over Three Decades of Economic Renovation: Achievements, Challenges, and Policy Solutions	181
<i>Nguyen Chien Thang</i> – Vietnam's International Economic Integration: Current Situation and Policy Orientation	192
Резюмета на английски език	204

**ECONOMIC STUDIES**

Volume XXV

2016, Number 4

**Editorial Board**

Prof. MITKO DIMITROV (Chief Editor)

Prof. IVAN STOIKOV

Prof. NENO PAVLOV

Prof. EVGENI STANIMIROV

Prof. GEORGE SHOPOV

Prof. ISKRA BALKANSKA

Prof. PLAMEN TCHIEV

Prof. SPARTAK KEREMIDCHIEV

Prof. STOYAN TOTEV

Prof. TATYANA HOUBENOVA

Prof. VASIL TSANOV

Assoc. Prof. DANIELA BOBEVA

Assoc. Prof. GRIGOR SARIISKI

Assoc. Prof. VICTOR YOTZOV

**International Advisory Board**

Prof. ANDRASH INOTAI (Hungary)

Prof. ATANAS DAMIANOV

Prof. TAKI FITI (Macedonia)

Prof. BOIAN DURANKEV

Prof. BOIKO ATANASOV

Prof. BRUNO DALLAGO (Italy)

Prof. GABOR HUNIA (Austria)

Prof. GHEORGHE ZAMAN (Romania)

Prof. GEORGE PETRAKOS (Greece)

Prof. NIKOLA VULCHEV

Prof. RUSLAN GRINBERG (Russia)

Prof. SAUL ESTRIN (UK)

Prof. XAVIER RICHET (France)

DIANA DIMITROVA – journal secretary

Text editors: Hristo Angelov, Noemzar Marinova

*Ivan Todorov, Kalina Durova* – Economic Growth of Bulgaria and Its Determinants 3*Dimitar Nenkov* – Growth Policy and Value Creation in Companies 36*Stoyan Tanchev* – The Role of The Proportional Income Tax on Economic Growth of Bulgaria 66*Stefan Yotov* – The Increasing Public Debts in the World and the Threat of a New Global Crisis 78*Eduard Marinov* – Impact of Economic Partnership Agreements on Regional Integration and Trade Relations 105*Valeria Kolycheva* – Russian Art Market: a View from the Inside 127**ECONOMIC DEVELOPMENT OF VIETNAM***Pham Sy An, Chu Minh Hoi, Tran Thi Kim Chi* – Economic Growth and Macroeconomic Stability of Vietnam 135*Pham Quang Dieu* – Agriculture Growth after 30 Years of Renovation – Necessity for a New Thought on Rice Cultivated Land for Exports and Food Security 145*Nguyen Thi To Quyen* – Industry Vietnam 2005-2014: Status, Issues and Development Orientation 158*Dao Thi Hoang Mai, Doan Thi Thu Huong* – The Tourism in Vietnam 172*LE Xuan Sang* – Vietnam's Banking Sector Development over Three Decades of Economic Renovation: Achievements, Challenges, and Policy Solutions 181*Nguyen Chien Thang* – Vietnam's International Economic Integration: Current Situation and Policy Orientation 192

Summaries in English 204

The papers should be sent by e-mail, in Word format, in black and white colors, in volume of 40 standard pages (1800 characters with spaces), including tables and figures. References should be listed at the end of the paper, with referring in the text (Harvard style of referencing). The papers should be accompanied by ½ page of summary and JEL classification codes. The papers should also include contact information of the author (address, phone, fax, e-mail).

All papers are “double-blind” peer reviewed by two reviewers.

Economic Studies has a SCImago Journal Rank (SJR).

*Economic Studies* is indexed and abstracted by *Journal of Economic Literature/EconLit*, *RePEc*, *EBSCO*, *SCOPUS*.

All papers are included in CEEOL library at <http://www.ceeol.com>.

---

Address: Economic Research Institute at BAS, Aksakov 3, Sofia 1040, Bulgaria

Chief Editor: +359-2-8104018, e-mail: [m.dimitrov@iki.bas.bg](mailto:m.dimitrov@iki.bas.bg)

Secretary: +359-2-8104019, e-mail: [econ.studies@iki.bas.bg](mailto:econ.studies@iki.bas.bg)

---

**ISSN 0205-3292**

© Economic Research Institute at the Bulgarian Academy of Sciences, 2016

Иван Тодоров<sup>1</sup>  
Калина Дурова<sup>2</sup>

ГОДИНА XXV, 2016, 4

## ИКОНОМИЧЕСКИЯТ РАСТЕЖ НА БЪЛГАРИЯ И НЕГОВИТЕ ДЕТЕРМИНАНТИ

*Поставени са две цели: първо, да се изследва икономическия растеж на България в периода на паричния съвет в краткосрочен и дългосрочен времеви разрез; второ, да се идентифицират основните източници на този растеж от страната на търсенето и от страната на предлагането. Систематизирани са емпиричните изследвания върху растежа в България в процеса на преход към пазарна икономика. Анализирана е динамиката на разходната структура на БВП като детерминанта на краткосрочния икономически растеж от страната на търсенето, както и тенденциите в движението на дългосрочните фактори на растежа – норма на спестяване, темп на нарастване на производителността, прираст на населението, заетост и инвестиции. Чрез метода „счетоводство на икономическия растеж“ са идентифицирани основните детерминанти на растежа от страната на предлагането и е определен количествено техният принос за нарастването на реалния БВП. Формулирани са препоръчителни макроикономически политики за преодоляване на проблемите с растежа на българската икономика.*  
JEL: O47

### Въведение

#### *Актуалност на изследвания проблем*

Способността на една нация да осигурява подобряващ се стандарт на живот за своите членове зависи до голяма степен от темпа на дългосрочния икономически растеж. В дългосрочен период дори привидно малка разлика в този темп може да доведе до огромни разлики в дохода на средностатистическия гражданин.

България е изправена пред множество проблеми – нужда от структурна трансформация, засилване на конкурентоспособността, изграждане на качествени институции и увеличаване на производителността. За да функционира добре пазарната икономика е нужен не само ефективен частен сектор, но качествени

<sup>1</sup> Иван Тодоров е доктор по финанси, главен асистент в Катедра “Финанси и отчетност” в Стопански факултет на ЮЗУ „Н. Рилски“ – Благоевград, тел.: 0894-803687, email: ivank.todorov@swu.bg.

<sup>2</sup> Калина Дурова е докторант по финанси в Катедра “Финанси и отчетност” в Стопански факултет на ЮЗУ „Н. Рилски“ – Благоевград, email: kalina\_durova@swu.bg.

държавни институции в страната, които да коригират провалите на пазара. Процесът на приватизация спомогна за увеличаване на ефективността в разпределението на ресурсите и за намаляване на дела на публичния сектор в икономиката (Stoilova, 2007; Patonov, 2013).

След период на хиперинфлация и тежка икономическа криза в България беше въведен паричен съвет (ПС) през 1997 г., което се оказа важна стъпка в процеса на интеграция в ЕС. Левът беше фиксиран първо към германската марка, а по-късно – към еврото (1999 г., когато се създава единната европейска валута). Беше установен режим на фиксиран валутен курс, което ограничи значително дискреционната макроикономическа политика. Въвеждането на ПС имаше за цел да възстанови доверието в националната валута и банкова система, да наложи финансова дисциплина и да стабилизира икономиката. До случая с Корпоративна търговска банка, ПС в страната ни функционираше успешно.

Процесът на интеграция на България в ЕС все още не е завършил, а икономиката ѝ не успя да се доближи до икономиките на развитите европейски държави. Необходимо е страната да се справи с редица проблеми, като висока безработица, спадещи инвестиции, стагниращо вътрешно потребление, тенденции на дефлация, отлив на чуждестранен и национален капитал. Икономическият растеж е слаб, въпреки отчетените в годините преди 2009 г. относително високи темпове. Нестабилната политическа и икономическа обстановка са още един фактор, влияещ негативно върху растежа. България е най-бедната страна в ЕС, с най-нисък доход на човек от населението и най-ниска производителност на труда. Тези негативни явления показваха, че преходът към пазарна икономика не успява да помогне на нацията ни да повиши жизнения си стандарт и да намали бедността.

#### *Обект и предмет на изследването*

Обект на изследването е дългосрочният икономически растеж в България. Предмет на изследването са детерминантите, тенденциите и проблемите на дългосрочния икономически растеж в България.

#### *Цели и задачи на изследването*

Целите на изследването са постигнати чрез изпълнението на следните задачи:

- теоретично характеризиране на икономическия растеж и неговите детерминанти (точка първа);
- систематизиране на емпиричните изследвания върху икономическия растеж в България в процеса на преход към пазарна икономика (точка втора);
- проучване на динамиката на прираста на реалния БВП при верижна и при постоянна база (точка трета);

- анализиране на динамиката на разходната структура на БВП като детерминанта на краткосрочния икономически растеж от страната на търсенето (точка четвърта);
- изследване на тенденциите в движението на дългосрочните фактори на растежа - норма на спестяване, темп на нарастване на производителността, прираст на населението, заетост и инвестиции (точка пета);
- идентифициране на основните детерминанти на растежа от страната на предлагането и количествено определяне на техния принос за нарастването на реалния БВП чрез метода „счетоводство на икономическия растеж“ (точка шеста);
- формулиране на адекватни макроикономически политики за преодоляване на проблемите с растежа на българската икономика (точка седма).

#### *Методи на изследване*

Използвани са методите наблюдение, сравнителен анализ, систематизиране, теоретично обобщаване, счетоводство на икономическия растеж и формулиране на макроикономически политики за стимулиране на дългосрочния икономически растеж.

### **1. Кратка теоретична характеристика на икономическия растеж и неговите детерминанти**

Икономическият растеж може да се дефинира като нарастване на съвкупния реален продукт (доход) или като нарастване на реалния продукт (доход) на глава от населението. Растежът намалява бремето на оскъдността и осигурява нарастване на съвкупния продукт, което може да бъде използвано за разрешаването на национални и международни социално-икономически проблеми.

Факторите на предлагането, влияещи върху икономическия растеж, са:

- 1) Количеството и качеството на природните ресурси на нацията;
- 2) Количеството и качеството на нейните човешки ресурси;
- 3) Капиталовите й запаси;
- 4) Технологии.

Съществуват още два фактора, които са от основно значение за това, дали икономиката ще реализира потенциала си за растеж – достатъчно ниво на съвкупното търсене и ефективност на разпределението на ресурсите.

Принципът за намаляващата възвръщаемост ограничава възможностите за растеж, когато един или повече производствени ресурси имат фиксирано количество. Този принцип гласи, че при определено технологично равнище прибавянето на допълнителни единици от един производствен фактор (труд) към фиксирани

количества от другите фактори (земя и капитал) в крайна сметка ще доведе до намаляване на съвкупния продукт на един зает или с други думи, до намаляване на производителността на труда. Томас Малтус използва закона за намаляващата възвръщаемост, за да обясни широко разпространената бедност, която съществува по негово време. По-точно, той твърди, че бързият растеж на населението, комбиниран с намаляваща възвръщаемост на селскостопанското производство, ще задържа реалния доход на глава от населението близо до равнището на оцеляване (екзистенц минимум).

Технологичният прогрес, нарастването на капиталовите запаси и подобряването на качеството на труда и мениджмънта повишават производителността на труда и неутрализират действието на закона за намаляващата възвръщаемост. Намаляването на ръста на производителността на труда може да причини забавяне в темпа на растеж на жизнения стандарт и да доведе до инфлация.

Нарастване на продуктивния потенциал може да се постигне само ако съвкупното търсене нараства с подходящ темп. Моделите на растежа подчертават възможностите на нетните инвестиции да повишават производствения капацитет и доказват, че темпът на растеж на икономиката при пълна заетост може да се изчисли като частно между средната склонност към спестяване и съотношението капитал-съвкупен продукт. Средната склонност към спестяване и темпът на икономически растеж са в права връзка помежду си, а връзката между съотношението капитал-съвкупен продукт и темпа на растеж е обратна. Осъществяването на потенциала за растеж на икономиката изисква подходящо ефективно разпределение на ресурсите.

Компютърните модели на Римския клуб предвиждат срив на икономическия растеж в резултат на несъответствието между темповете на нарастване на населението и производството и ограниченията, налагани върху това нарастване от оскъдните природни ресурси и замърсяването на околната среда. Членовете на Римския клуб препоръчват политики на нулев растеж на икономиката и населението, за да се избегне рязък спад в жизненото равнище в дългосрочен период.

Критиките срещу моделите на Римския клуб са в следните посоки:

- 1) Те се базират върху нереалистични допускания;
- 2) Не успяват в достатъчна степен да отчетат ефекта на технологичния прогрес, който спомага за преодоляване на оскъдността на ресурсите;
- 3) Пренебрегват ролята на механизми като ценовата система и промените в човешкото поведение.

Икономическият растеж е главният източник за подобряване на стандарта на живот във времето. В дългосрочен период дори малки разлики в темповете на растеж могат да окажат огромен ефект върху стандарта на живот в отделните държави.

Счетоводството на икономическия растеж представлява метод за разчленяване на растежа на съвкупния продукт на части, произтичащи от растежа на капиталовите запаси, на трудовите ресурси и ръста на производителността. Тези три фактора допринасят за дългосрочния икономически растеж във всяка държава.

Моделът на Солоу изследва взаимовръзката между растежа, спестяванията и натрупването на капитал във времето. Той предсказва, че в отсъствието на нарастване на производителността икономиката ще достигне стационарно състояние, при което съвкупното производство, потреблението и капитала на един зает са константи. Според този модел, всяко едно от следните условия води до по-високи съвкупен продукт, потребление и капитал на един зает в дългосрочен план – нарастване на нормата на спестяване, спад на темпа на растеж на населението и ръст на производителността.

Ендогенната теория на растежа се опитва да обясни, а не приема за даденост, ръста на производителността в икономиката. Един елемент на този подход подчертава образуването на човешки капитал, вкл. придобиването на умения и квалификация от работещите. Втори елемент се фокусира върху изследователската и развойната дейност на фирмите. Теоретиците на ендогенния растеж твърдят, че тъй като растежът на капитала и съвкупния продукт предизвиква нарастването на човешкия капитал и иновациите, пределната производителност на капитала за цялата икономика може да не намалява. Изводът от тази теория е, че нормата на спестяване може да влияе върху дългосрочния темп на икономическия растеж.

Правителствените политики за повишаване на дългосрочния жизнен стандарт включват увеличаване на нормата на спестяване и на производителността. Възможни начини за подобряване на производителността са инвестирането в публичен капитал (инфраструктура), стимулирането на създаването на човешки капитал и разрастването на изследователската и развойната дейност.

## **2. Преглед на емпиричните изследвания върху икономическия растеж в България в процеса на преход към пазарна икономика**

В специализираната литература съществуват емпирични изследвания върху икономическия растеж на България в процеса на преход към пазарно стопанство и неговите детерминанти. Сред тях могат да бъдат открити по азбучен ред:

1. Ганев, К. (2005). Измерване на общата факторна производителност: счетоводство на икономическия растеж за България. – Дискуссионни материали на БНБ, DP/48/2005.
2. Минасян, Г. (2008). Финансово програмиране. С.: Класика и стил.
3. Минасян, Г. (2010). Проектиране на макроикономическите пропорции. С.: ГорексПрес.
4. Пиримова, В. (2001). Растеж, цикличност, конюнктура. С.: Университетско издателство "Стопанство".
5. Пиримова, В. (2014). Цикличност в икономиката: форми, източници, механизми. С.: Издателски комплекс УНСС.

6. Ралева, С. (2013). Инфлация и икономически растеж: теория, методология, емпирика. С.: Издателски комплекс УНСС.
7. Статов, Ст. (2009). Финансово развитие и икономически растеж. С.: Университетско издателство "Стопанство".
8. Тодоров, Ив. (2015). Два подхода за оценка на агрегираната производствена функция на България. – Икономически изследвания, N 4, с. 67-81.

Първите три изследвания (Ганев, 2005; Минасян, 2008, 2010) и шестото изследване (Ралева, 2013) прилагат методологията "счетоводство на икономическия растеж", базираща се на двуфакторна производствена функция на Коб Дъглас. Освен общите черти, в методологията на тези изследвания са налице определени различия:

- Прирастът на капиталовите запаси при К. Ганев (2005) е оценен по метода на постоянната инвентаризация, а при Минасян (2008 и 2010) и Ралева (2013) – по метода на постоянното съотношение "капиталови запаси/БВП";
- Минасян (2008, 2010) използва стойност на съотношението "капиталови запаси/БВП" 2.5, а Ралева (2013) – 2.3;
- За измерването на заетостта Минасян (2008, 2010) и Ганев (2005) използват броя на заетите лица, а Ралева (2013) – броя отработени човекочасове в икономиката.
- При оценката на коефициентите за еластичност, Минасян (2008, 2010) използва разходната структура на БВП, а Ганев (2005) и Ралева (2013) – доходната структура на БВП.

Първите три изследвания (Ганев, 2005; Минасян, 2008, 2010), шестото изследване (Ралева, 2013) и осмото изследване (Тодоров, 2015) достигат до сходни заключения:

- Общата факторна производителност и промените в капиталовите запаси са основните детерминанти на икономическия растеж в България от страната на предлагането;
- Промените в заетостта имат слаб негативен ефект върху растежа, който се компенсира от влиянието на общата факторна производителност и промените в капиталовите запаси.

Четвъртото изследване (Пиримова, 2001) прилага ранните класически модели на А. Смит, Д. Рикардо, К. Вискел и Г. Фелдман, както и базов кейнсиански модел за анализ на икономическия растеж в България в процеса на преход към пазарно стопанство. Това изследване потвърждава извода за неравновесния характер на растежа на България при прехода към пазарна икономика. Това предполага усилията на макроикономическото управление да бъдат насочени не към постигане на балансиран пропорционален растеж, а към съкращаване на големите амплитуди в темповете на растежа по години.

Петото изследване (Пиримова, 2014) набляга повече върху анализа на икономическия цикъл и неговите особености, отколкото върху икономическия растеж. За разлика от останалите изследвания, които възприемат допускането за затворена икономика, в



изследването на Пиримова (2014) се набляга върху отворения характер на българската икономика и зависимостта ѝ от световните и регионални тенденции. Резултатите от изследването на Пиримова (2014) показват, че за относително изглаждане на икономическата динамика са необходими въздействия едновременно върху реалния и финансовия сектор, за стимулиране на дългосрочните направления на икономическия растеж и общи стратегии за икономическото развитие на ЕС.

Седмото изследване (Статев, 2009) набляга на ролята на финансовия сектор за икономическия растеж на България. Това изследване е важно, тъй като основен проблем на българската икономика е трансформирането на спестяванията в инвестиции. Статев използва сложна методология и достига до препоръки за подобряване на ефективността на финансовия сектор у нас и за повишаване на положителното му въздействие върху растежа.

Осмото изследване (Тодоров, 2015) съчетава иконометричен подход (метода на най-малките квадрати) и равновесен подход (счетоводството на икономическия растеж) за оценка на еластичностите в производствената функция и за идентифициране на приноса на основните фактори от страната на предлагането към икономическия растеж в България в периода на паричния съвет. Подобно на Минасян (2008 и 2010) и Ралева (2013) Тодоров (2015) използва метода на постоянното съотношение "капиталови запаси/БВП" за изчисляване на прираста на капиталовите запаси. В изследването на Тодоров (2015) заетостта е измерена чрез броя на заетите лица в икономиката, както и при Минасян (2008 и 2010) и Ганев (2005).

### **3. Икономически растеж на България в периода на паричния съвет в краткосрочен и дългосрочен времеви разрез**

Динамиката на съвкупното производство може да се разгледа в два времеви разреза – краткосрочен и дългосрочен. Краткосрочната динамика се изчислява при верижна (плаваща) база, т.е. спрямо предходната година, а дългосрочната – при постоянна база, като за базова година обикновено се приема първата година на разглеждания период. Краткосрочната динамика на реалния БВП на България е показана на фиг. 1, а дългосрочната – на фиг. 2.

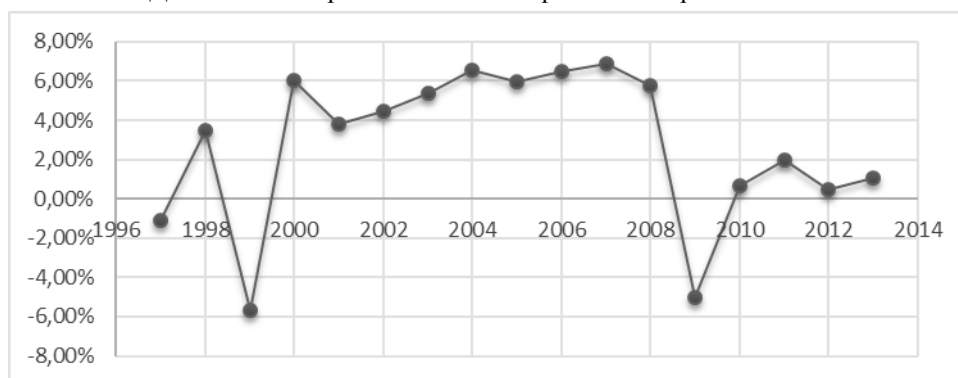
Краткосрочните темпове на прираст на реалното съвкупно производство в България през периода 1997-2013 г. се характеризират с ясно изразена неравномерност и редуване на отрицателни и положителни темпове. Този период може да се раздели на три подпериода в зависимост от стабилността и величината на темповете на прираст на реалния БВП.

През първия подпериод 1996-1999 г. доминират отрицателните темпове на изменение на реалния БВП. Този подпериод се характеризира с нестабилност и честа смяна на посоката и темпа на изменение на съвкупния продукт. През втория подпериод 2000–2008 г. се регистрират устойчиви и високи темпове на растеж на съвкупното производство. Третият подпериод 2009-2013 г. започва със срив на реалния БВП през 2009 г., последван от години на бавно и мъчително възстановяване. Спадът на

съвкупното производство през 2009 г. се дължи на световната финансова и икономическа криза, която оказва неблагоприятно шоково въздействие върху българската икономика. Големият спад на реалният БВП е показателен за силата на въздействие на този екзогенен фактор, който в известен смисъл дори предопределя поведението на вътрешното производство. Той е индикатор и за това, че ефектите от световната криза се разпростират във времето, като динамиката на вътрешното производство зависи от нейното ограничаване или задълбочаване. Затова следващите положителни темпове след 2010 г. не бива да се тълкуват приобщено като знак за трайно преобръщане на посоката на изменение на реалния БВП.

Фигура 1

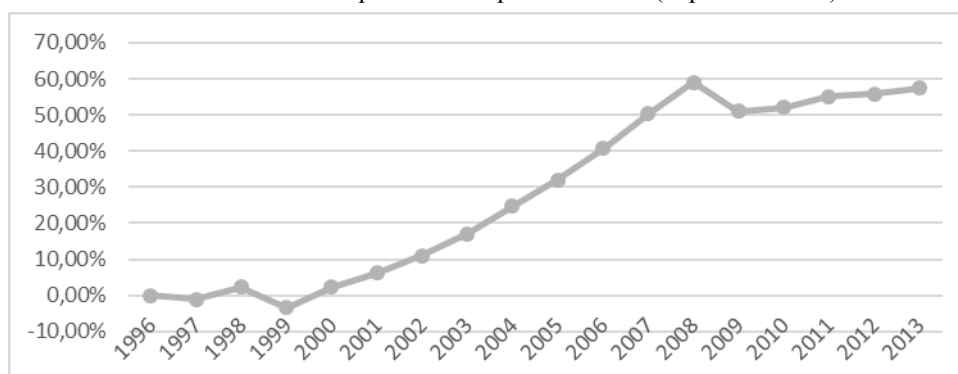
Динамика на верижния темп на нарастване на реалния БВП



Източник: Уебсайт на Националния статистически институт <http://www.nsi.bg/>.

Фигура 2

Базисен темп на нарастване на реалния БВП (спрямо 1996 г.)



Източник: Уебсайт на Националния статистически институт <http://www.nsi.bg/>.

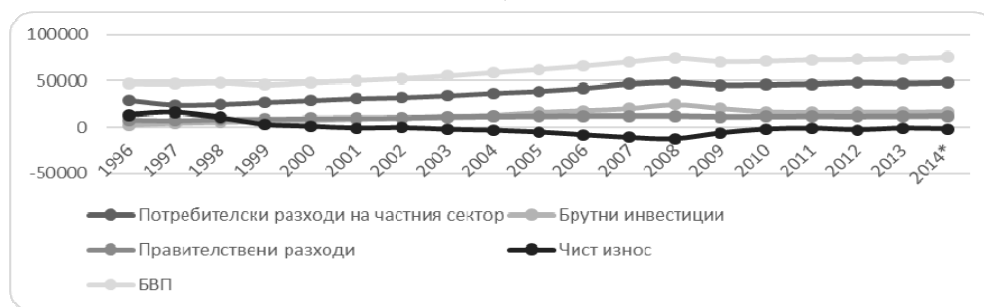
Дългосрочната динамика на реалния БВП (при постоянна база 1996 г.) за целия период е възходяща. Максималното равнище на съвкупното производство е достигнато през 2008 г. – нарастване от 59% спрямо 1996 г. Това нарастване е резултат от стабилните и високи темпове на растеж в годините преди глобалната криза. След срив от близо 8% през 2009 г. спрямо 2008 г. при база 1996 г., темповете на нарастване на БВП остават ниски, но стабилни до 2013 г. За размера на срива от 2009 г. е показателен фактът, че до края на 2013 г. реалния БВП на България все още не успява да достигне най-високото си предкризисно равнище от 2008 г.

#### 4. Динамиката на компонентите на съвкупното търсене като детерминанта на краткосрочния икономически растеж

Разходната структура на БВП показва елементите на съвкупните разходи (съвкупното търсене). Нейната динамика има значение главно за темповете на краткосрочния икономически растеж.

Фигура 3

Разходна структура на реалния БВП в абсолютно изражение (млн. лв.), по съпоставими цени на 2010 г.

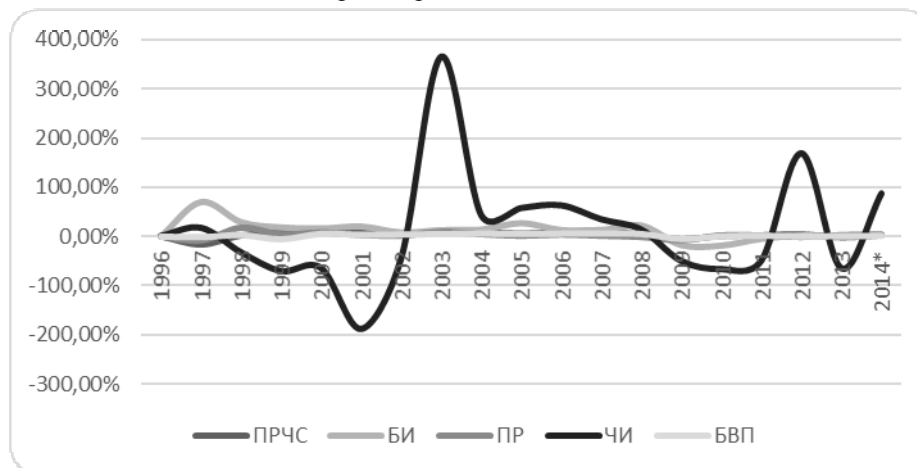


Източник: Уебсайт на Националния статистически институт <http://www.nsi.bg/>.

В абсолютно изражение всеки от компонентите на съвкупното търсене за периода 1996-2014 г. има своя специфична динамика. Моделите на изменение на потребителските разходи на частния сектор и на брутните инвестиции наподобяват този на БВП, което показва, че потребителските разходи на частния сектор и брутните инвестиции са основните детерминанти на растежа от страната на търсенето за периода 1996-2014 г. Правителствените разходи са относително стабилни, а най-нестабилна е чистият износ, който е отрицателен в периоди на подем и положителен в периоди на криза.

Фигура 4

Темпове на изменение на компонентите на разходната структура на реалния БВП спрямо предходната година



Източник: Уебсайт на Националния статистически институт <http://www.nsi.bg/>.

Динамиката на темповете на изменение на разходните компоненти на БВП (вж. фиг. 4) показва, че основната детерминанта на икономическия растеж от страната на търсенето по време на криза е чистият износ, а по време на подем – потреблението и инвестициите. През периода 2010-2014 г. слабият икономически растеж на България се дължи основно на положителния чист износ. Главната причина за нарастването на износа през последните години е експортът на изделия с ниска добавена стойност и ниска степен на обработка (предимно суровини и материали). България не може да разчита на подобен модел на експортно ориентиран растеж, тъй като той не би издържал в средносрочен и дългосрочен период поради ограничената суровинна база на икономиката.

За периода 1996-2014 г. най-големият компонент на разходната структура на БВП са потребителските разходи на частния сектор. Средната им стойност за периода е 61% от БВП, а стандартното им отклонение е 4% от БВП, като тези стойности кореспондират със стойностите на развитите икономики.

Средният дял на правителствените разходи в БВП е 17%, а стандартното отклонение е 2%. Правителствените разходи са най-стабилният компонент от разходната структура на БВП. Правителството се придържа към политика на устойчив дял на държавните разходи в БВП и не използва дискреционно и антициклично фискалната политика като инструмент на макроикономическото управление.

Брутните инвестиции са с решаваща роля за нарастването на реалния БВП през 1998, 2005 и 2008 г., като ефектът от по-високите инвестиции превишава ефекта от отрицателното външнотърговско салдо. Средната им стойност за разглеждания период е 20% от БВП, а стандартното им отклонение – 7%.

Фигура 5

Разходна структура на реалния БВП в относително изражение (като процент от БВП)



Източник: Уебсайт на Националния статистически институт <http://www.nsi.bg/>.

Нетният износ и неговите положителни стойности през периода 1996-2000 г. е компенсиран от по нататъшните му отрицателни стойности, които се наблюдават и до 2014 г. Средната стойност на чистия износ за периода 1996-2013 г. е 0, което е в съзвучие с теоретичните постулати, че в дългосрочен период чистият износ клони към 0. Стандартното отклонение на последния е 13% от БВП, което го прави най-нестабилния компонент на разходната структура на БВП през разглеждания период.

## 5. Динамика на детерминантите на дългосрочния икономически растеж в България

### 5.1. Норма на спестяване

Нормата на спестяване е детерминанта на дългосрочния икономически растеж. Нарастването ѝ представлява замяна на текущо потребление с бъдещо. В икономическата теория се смята, че нарастването на дела на спестяванията в БВП е в права връзка с дългосрочния темп на нарастването му и жизнения стандарт на населението. Обяснението е, че по-високите спестявания означават по-високи инвестиции във физически капитал, човешки капитал, инфраструктура и научно изследователска и развойна дейност, което повишава производствения капацитет и производителността на националната икономика.

Нормата на спестяване  $SR$  е делът на националните спестявания  $S$  в БВП  $GDP$ :

$$SR = S / GDP \quad (1)$$

Съгласно условието за равновесие на стоковия пазар в отворена икономика, националните спестявания **S** са сума от брутните инвестиции (брутото фиксирано капиталопроизводство) **GCF** и салдото по текущата сметка на платежния баланс **CAB**:

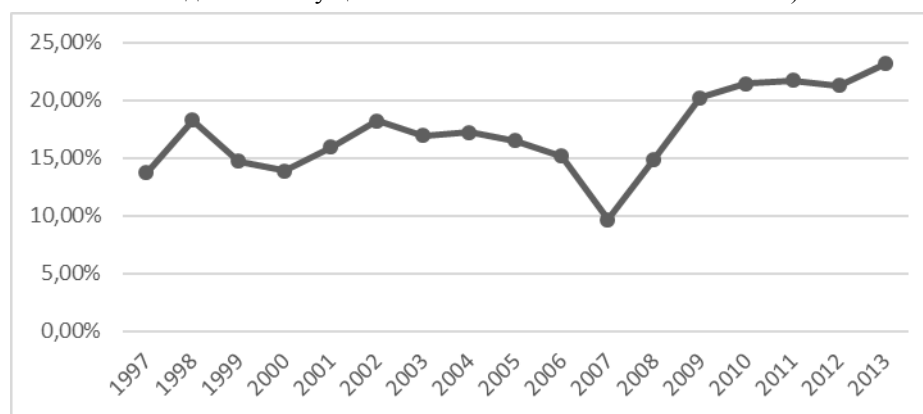
$$S = GCF + CAB \quad (2)$$

Следователно нормата на спестяване може да се изчисли като

$$SR = (GCF + CAB) / GDP \quad (3)$$

Фигура 6

Норма на спестяване (дял на сумата на брутото фиксирано капиталопроизводство и салдото по текущата сметка на платежния баланс в БВП)



Източник: Eurostat.

В движението на нормата на спестяване в България при паричен съвет (вж. фиг. 6) могат ясно да се обособят два периода. През първия (1997-2007) динамиката на нормата на спестяване е хаотична и често променя посоката на своето изменение. Преобладаващите низходящи тенденции намират израз в спад на нормата на спестяване от 13.74% през 1997 г. на 9.65% през 2007 г. Основната причина за това намаление са големите, достигащи до една четвърт от БВП дефицити по текущата сметка на платежния баланс, които не могат да бъдат компенсирани дори от силната инвестиционна активност в годините преди глобалната финансова криза.

През втория подпериод (2007-2013 г.) нормата на спестяване бележи трайна възходяща тенденция, като нараства от 9.65% през 2007 г. на 23.18% през 2013 г. Нарастването се дължи на спада на дефицита по текущата сметка на платежния баланс, който в определени години дори се превръща в излишък (през 2011 и 2013 г.). Може да се направи извод, че в България като малка отворена икономика основна детерминанта на нормата на спестяване е салдото по текущата сметка на платежния баланс. Въпреки възходящата динамика през 2007-2013 г., нормата на спестяване в периода на паричния съвет е нестабилна и е под средните стойности за ЕС.

### 5.2. Темп на нарастване на производителността

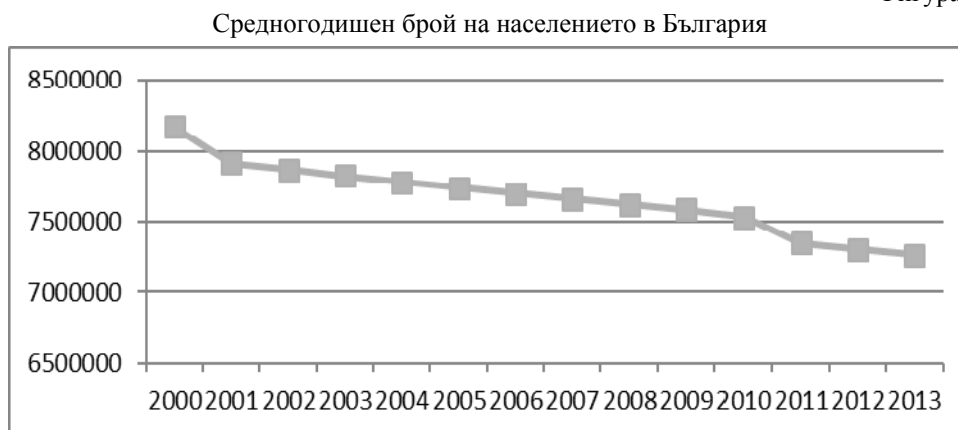
Общата производителност на факторите на производство е най-важният фактор на дългосрочния икономически растеж и на жизнения стандарт на една нация. В условията на ограничени количества на производствените фактори, непрекъснатото подобряване на ефективността на производството е единствения начин за непрестанното повишаване на благосъстоянието на една нация. Съвременните ендогенни модели на растежа опровергават предвижданията на по-ранните модели, че при определен размер на населението ще се стигне до намаляваща пределна производителност на производствените фактори и невъзможност за повишаване на жизненото равнище на хората. Ендогенните модели доказват, че е възможно пределната производителност на производствените фактори да не бъде намаляваща, а постоянна или дори нарастваща благодарение на нарастването на производителността, предизвикано от формирането на човешки капитал, научно изследователската и развойна дейност и инвестициите в обществена инфраструктура.

Динамиката на общата факторна производителност в България през периода 1997-2013 г. е показана в табл. 3 и на фиг. 13 и е анализирана в точка 6.2.

### 5.3. Прираст на населението

Според икономическата теория, темпът на прираст на населението е в обратна връзка с темпа на дългосрочния икономически растеж и дългосрочния жизнен стандарт на нацията. Като измерител на жизнения стандарт традиционно се използва мярката реален БВП на глава от населението, която е съотношение между реалния БВП и броя на населението. Когато реалният БВП нараства с по-високи темпове от броя на населението, жизненият стандарт на нацията се повишава. И обратно, ако той расте с по-бавни темпове, то тогава – спада.

Фигура 7

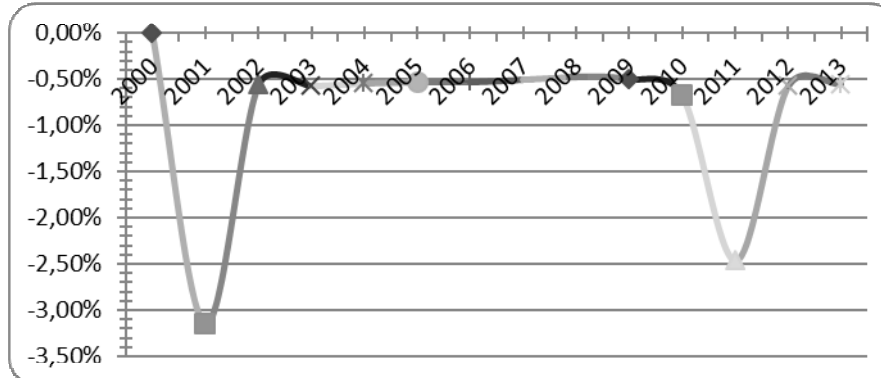


Източник: Уебсайт на Националния статистически институт <http://www.nsi.bg/>.

Средногодишният брой на населението у нас през периода 2000-2013 г. непрекъснато намалява в резултат на отрицателен естествен и механичен прираст (фиг. 7). Това намаляване има два противоположни ефекта върху БВП на глава от населението – количествен и качествен. От една страна, спадът на броя на населението чисто количествено увеличава БВП на един човек и повишава жизненото равнище на нацията, но от друга страна, качествените ефекти от намаляването на броя на населението се изразяват в спад на производителността, понеже то се дължи на влошаването на възрастовата структура на населението (застаряване) и на имиграция на млади и трудоспособни българи в чужбина, по което страната ни се нарежда на първо място в Европейския съюз (Найденова и Михова, 2010, с. 5).

Фигура 8

Процентно изменение на средногодишния брой на населението в България



Източник: Уебсайт на Националния статистически институт <http://www.nsi.bg/>.

Процентното изменение на средногодишния брой на населението в България е перманентно отрицателно през периода 2001-2013 г. Причините за това са отрицателният естествен и механичен прираст през периода.

#### 5.4. Заетост

Два индикатора могат да бъдат използвани за измерване на заетостта – броят на наетите лица или на отработените човекочасове в икономиката. На фиг. 9 е показана динамиката на заетостта, измерена чрез броя отработени човекочасове в България.

Динамиката на броя на отработените човекочасове показва възходящите и низходящите тенденции в развитието на българската икономика по време на прехода. През периода 1995-2001 г. има спад в заетостта, измерена чрез броя на отработените човекочасове. Този спад е отражение на кризисните трансформационни процеси на прехода. През 2002-2008 г. тенденциите на трудовия пазар се преобръщат, като е налице нарастване на заетостта, което се дължи на високия и устойчив икономически растеж, предизвикан от промяната в очакванията на икономическите агенти в резултат на присъединяването на България към ЕС и масирания приток на



чуждестранен капитал в страната. След 2008 г. се наблюдава намаляване на заетостта.

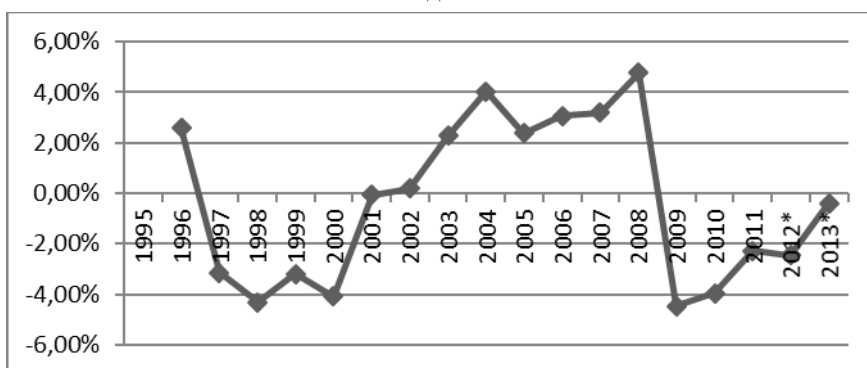
Фигура 9



Източник: Уебсайт на Националния статистически институт <http://www.nsi.bg/>.

Фигура 10

Процентен ръст на отработените човекочасове в България спрямо предходната година



Източник: Уебсайт на Националния статистически институт <http://www.nsi.bg/>.

Характерно за кризисните 1996 и 1997 г. е, че най-ниските нива на реалния БВП се съчетават с равнища на заетост, които са по-високи от средното за целия интервал. След този период темповете на прираст на заетостта приемат отрицателни стойности до 2000 г., което е резултат от настъпилите през този период промени в икономиката на страната, както и преминаването към валутен борд (фиг. 10). След 2000 г. темповете на прираст на заетостта отново приемат положителни стойности, като особено високи нива достига през 2004 г. Положителните темпове на прираст на заетостта през периода 2002-2008 г. се дължат на стабилните и високи темпове на нарастване на реалния БВП, като положителното въздействие на съвкупното производство върху заетостта се проявява със закъснение от 2 години. Отрицателното въздействие на динамиката на реалния БВП върху трудовия пазар

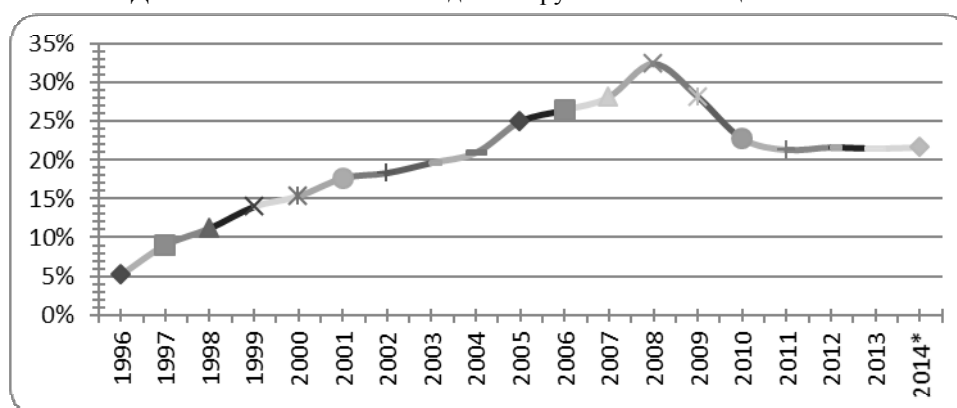
обаче се проявява незабавно – заетостта спада веднага при регистриране ниски положителни или отрицателни темпове на изменение на реалното производство (справка 2009 г.). Макар и положителни, темповете на прираст на реалния БВП през периода 2010-2013 г. са твърде ниски, за да предизвикат преобръщане в негативните тенденции на трудовия пазар. За да се случи такова преобръщане, както показва опитът, са необходими поне две години на висок и устойчив икономически растеж.

### 5.5. Инвестиции

Инвестициите са основна детерминанта на икономическия растеж и от страната на съвкупното търсене, и от страната на съвкупното предлагане. От страната на търсенето инвестиционните разходи са непосредствена част от БВП и нарастването им повишава съвкупните разходи чрез механизма на мултипликатора. На свой ред изменението на БВП също оказва влияние върху инвестициите посредством принципа на акселератора. От гледна точка на предлагането инвестициите пряко увеличават производствения капацитет на икономиката (физическия капитал), а косвено могат да допринесат и за нарастване на производителността чрез изграждане на инфраструктура, образуване на човешки капитал и научноизследователска и развойна дейност.

Фигура 11

Динамика на относителния дял на brutните инвестиции в БВП



Източник: Уебсайт на Националния статистически институт <http://www.nsi.bg/>.

Динамиката на дела на brutните инвестиции в БВП показва, че те са един от най-нестабилните и с основен принос за растежа компоненти на съвкупните разходи. В тази динамика ясно се обособяват три периода:

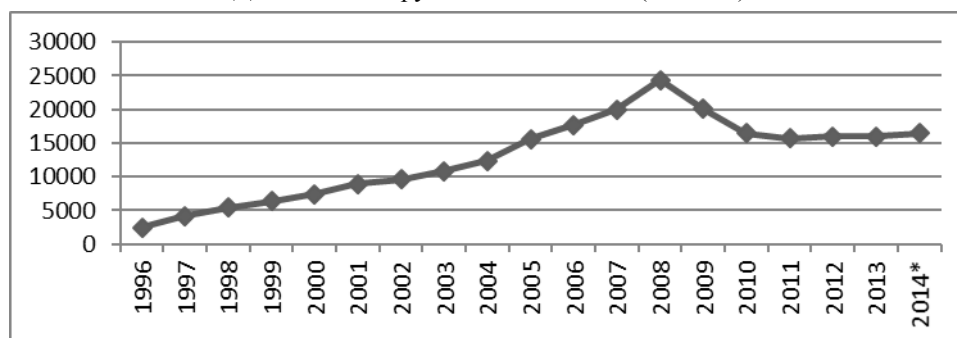
- 1996-2008 г. – налице е устойчива възходяща динамика на дела на brutните инвестиции в БВП. Причините за нарастването на инвестиционната активност са резултат от комплексното влияние на различни фактори: повишаването на сигурността за местните и чуждестранните инвеститори като последица от

въвеждането на паричния съвет и присъединяването към ЕС, навлизането на чужди банки на българския пазар и др.

- 2009-2011 г. – наблюдава се спад на brutните инвестиции в резултат от глобалната финансова криза и дълговата криза в Еврозоната.
- 2012-2014 г. – brutните инвестиции се запазват относително непроменени. Въпреки положителните тенденции в европейската и световната икономика, България продължава бавното си и мъчително възстановяване от кризата. Този период на стагнация може да бъде обяснен както с външни, така и с вътрешни причини. Външните причини са дълговата криза в Гърция, наложените от ЕС санкции срещу Русия, конфликтът в Украйна, войната в Сирия и непрекъснатият бежански поток от Северна Африка и Близкия Изток. Вътрешните причини са честата смяна на правителства, фалитът на Корпоративна търговска банка, непоследователната и неефективна макроикономическа политика, намерила израз в отрицателния финансов резултат на БНБ през 2013 г., спадът на валутните резерви на страната през същата година и разклатеното доверие на стопанските агенти в макроикономическото управление и макроикономическата стабилност на страната.

Фигура 12

Динамика на brutните инвестиции (млн. лв.)



Източник: Уебсайт на Националния статистически институт <http://www.nsi.bg/>.

В динамиката на абсолютния размер на brutните инвестиции за периода 1996-2014 г. (фиг. 12) отчетливо се обособяват три подпериода. Първият (1996-2008 г.) се характеризира с устойчиво нарастване на brutните инвестиции, което е резултат от действието на различни фактори – въвеждането на паричния съвет през 1997 г., навлизането на чужди банки в банковия сектор на България и присъединяването на страната към ЕС през 2007 г. Всички тези фактори допринесоха за повишаване на доверието на местните и чуждестранните инвеститори и за подобряването на инвестиционния климат у нас. Вторият подпериод (2009-2010 г.) е белязан от рязък спад на инвестиционната активност в резултат на глобалната финансова и икономическа криза. През третия подпериод (2010-2014 г.) се наблюдава стабилизиране на brutните инвестиции на равнища от 15-16 млрд. лв. на година, което обаче е доста под максималното предкризисно равнище от 2008 г. в размер на

2.4 млрд. лв. Тази тенденция на стагниране на брутните инвестиции е една от основните причини за бавното и мъчително възстановяване на икономическия растеж у нас от срина през 2009 г.

## 6. Счетоводство на икономическия растеж на България

### 6.1. Допускания и методология на изчисленията

Тук влиянието на промените в заетостта, физическия капитал и общата факторна производителност върху измененията на реалния БВП е изследвано чрез счетоводното уравнение на растежа

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{\Delta A}{A} + a_K \frac{\Delta K}{K} + a_L \frac{\Delta L}{L} \quad (4)$$

където

$\frac{\Delta Y}{Y}$  - темп на нарастване на съвкупния продукт;

$\frac{\Delta A}{A}$  - темп на нарастване на производителността;

$\frac{\Delta K}{K}$  - темп на нарастване на капитала;

$\frac{\Delta L}{L}$  - темп на нарастване на труда;

$a_K$  - еластичност на съвкупния продукт по отношение на капитала;

$a_L$  - еластичност на съвкупния продукт по отношение на труда.

Според това уравнение, темпът на растеж на реалния БВП е сума от темповете на растеж на капиталовите запаси (претеглени с дела на капитала в съвкупния доход), на заетостта (претеглени с дела на труда в съвкупния доход) и на общата факторна производителност. Начинът на дефиниране на приноса на последната към икономическия растеж (като остатък, получен чрез изваждане от темпа на растеж на съвкупното производство на приносите на двата основни производствени фактора), придава на термина „обща факторна производителност“ специфично по-широко значение. Динамиката на общата факторна производителност отразява въздействието на всички източници на растеж на реалния БВП, които не са свързани с промени в заетостта и в запасите от физически капитал, като научноизследователската и развойната дейност и формирането на човешки капитал.

Има три методологични проблема, свързани с практическото прилагане на подхода „счетоводство на икономическия растеж“:

- 1) Как да се оценят коефициентите за еластичност  $a_K$  и  $a_L$ ;

- 2) Как да се измери заетостта  $L$  (факторът труд);
- 3) Как да се измерят промените в капиталовите запаси  $\Delta K/K$ .

#### 6.1.1. Оценка на коефициентите на еластичност

Основен постулат в теорията за икономическото равновесие е, че доходът на всеки производствен фактор е равен на неговата пределна производителност. Дяловете на капитала  $a_K$  и труда  $a_L$  в brutния доход (БВП) могат да бъдат определени като  $a_K = rK/Y$  и  $a_L = wL/Y$ , където  $r$  е реалният лихвен процент, а  $w$  – реалната работна заплата. Следователно  $a_L$  е дялът на трудовия доход в БВП, а  $a_K$  – на капиталовия доход в БВП.

За оценка на коефициентите на еластичност е използван подход на Ралева (2013, с. 237-238). Той се базира на дохода на производствените фактори, който е сума от компенсацията на наетите, нетния опериращ излишък и нетния смесен доход. Коефициентът  $a_L$  показва дела на компенсацията на наетите в дохода от производствените фактори:

$$a_L = \text{компенсация на наетите} / (\text{компенсацията на наетите} + \text{нетен опериращ излишък} + \text{нетен смесен доход}) \quad (5)$$

Коефициентът  $a_K$  е равен на дела на сумата на нетния опериращ излишък и нетния смесен доход в дохода от производствените фактори:

$$a_K = (\text{нетен опериращ излишък} + \text{нетен смесен доход}) / (\text{компенсацията на наетите} + \text{нетен опериращ излишък} + \text{нетен смесен доход}) \quad (6)$$

Стойностите на еластичностите  $a_K$  и  $a_L$  са показани в табл. 3. Коефициентите на еластичност  $a_K$  и  $a_L$  са реалните тегла на производствените фактори в БВП. Недостатък на този подход е надценяването на дела на печалбата и подценяването на дела на трудовия доход, което произтича от третирането на целия нетен смесен доход като доход от капитал.

#### 6.1.2. Измерване на заетостта (вложените трудови ресурси)

Два индикатора могат да бъдат използвани за измерването на вложените трудови ресурси в производствената функция – броят на наетите лица или броят на изработените човекочасове в икономиката. Тук е използван вторият индикатор. Броя на изработените човекочасове и тяхното процентно нарастване спрямо предходната година са показани в табл. 1.

Таблица 1

## Изработени човекочасове

Година	Изработени човекочасове (хил.)	Изменение спрямо предходната година (%)
1995	6019125.8	
1996	6175117.7	2.59
1997	5980710.2	-3.15
1998	5722002.1	-4.33
1999	5539651.2	-3.19
2000	5313109.6	-4.09
2001	5310296.8	-0.05
2002	5320555.7	0.19
2003	5442215.3	2.29
2004	5662197.6	4.04
2005	5797417.1	2.39
2006	5974684.5	3.06
2007	6165970.6	3.20
2008	6460476.2	4.78
2009	6172380.0	-4.46
2010	5927815.1	-3.96
2011	5792924.5	-2.28
2012	5650971.2	-2.45
2013	5628429.2	-0.40

Източник: Данните за изработените човекочасове са взети от уебсайта на НСИ [www.nsi.bg](http://www.nsi.bg). На базата на тези данни са изчислени от автора процентните изменения спрямо предходната година.

## 6.1.3. Измерване на прираста на капиталовите запаси

Най-сложният методологичен проблем, свързан с практическото приложение на техниката “счетоводство на икономическия растеж”, е как да се измери темпът на прираст на капиталовите запаси. Два подхода могат да се използват за решаването на този проблем – методът на постоянната инвентаризация (Ганев, 2005, с. 11-13) и подходът на постоянното съотношение „капиталов запас-БВП“ (Минасян, 2008, с. 284; Ралева, 2013, с. 241-242). В случая е използван подходът на постоянното съотношение „капиталов запас-БВП“. Според този подход, темпът на прираст на капиталовите запаси  $\Delta K/K$  зависи от брутните инвестиции  $I$ , амортизационната норма  $d$  и стойността на капиталовия запас  $K$  в базовия период:

$$\Delta K/K = I/K - d \quad (7)$$

$I/K$  може да се запише като частно между нормата на натрупване  $I/Y$  и съотношението капитал – съвкупен продукт  $K/Y$ :

$$I/K = (I/Y) / (K/Y) \quad (8)$$

Ако  $I/K$  се замести във Формула (7) с дясната страна на Формула (8), тогава темпът на прираст на капитала  $\Delta K/K$  може да се изчисли като:

$$\Delta K/K = (I/Y / K/Y) - d \quad (9)$$

Както в много емпирични изследвания (Hernandez and Mauleon, 2003; Cororaton, 2002; Felipe, 1997 и др.), възприетата амортизационна норма  $d$  в това изследване е 0.05.

Съотношението “капитал – съвкупен продукт“  $K/Y$  се приема за константа в икономическата теория. В различните емпирични изследвания варира между 2 и 3. За България използваните стойности на това съотношение са 2.5 (Минасян, 2008, с. 284) и 2.3 (Ралева, 2013, с. 242). За целите на изследването е възприета стойността 2.5.

Изчисленията на темповете на прираст на капитала са показани в табл. 2.

Таблица 2

Изчисляване на темповете на прираст на капитала

Година	Норма на натрупване $I/Y$	Съотношение „капиталови запаси–БВП“ $K/Y$	Амортизационна норма $d$	Прираст на капитала $\Delta K/K$ (%)
1996	0.05	2.50	0.05	-2.95
1997	0.09	2.50	0.05	-1.31
1998	0.12	2.50	0.05	-0.14
1999	0.19	2.50	0.05	2.45
2000	0.18	2.50	0.05	2.07
2001	0.19	2.50	0.05	2.62
2002	0.20	2.50	0.05	2.86
2003	0.20	2.50	0.05	3.11
2004	0.21	2.50	0.05	3.42
2005	0.25	2.50	0.05	5.05
2006	0.28	2.50	0.05	6.03
2007	0.29	2.50	0.05	6.78
2008	0.33	2.50	0.05	8.20
2009	0.29	2.50	0.05	6.65
2010	0.23	2.50	0.05	4.32
2011	0.21	2.50	0.05	3.55
2012	0.22	2.50	0.05	3.63
2013	0.21	2.50	0.05	3.52

Източник: Изчислено от автора на базата на данни от сайта на НСИ [www.nsi.bg](http://www.nsi.bg).

## 6.2. Резултати от счетоводството на икономическия растеж на България

Изчислените резултати за приносите на капитала, труда и общата факторна производителност към икономическия растеж в България са показани в табл. 3 и на фиг. 13.

Общо динамиката на съвкупното производство на България при паричен съвет е позитивна (вж. фиг. 13). За целия период 1997-2013 реалният БВП на страната намалява само през 3 години – през 1997, 1999 и 2009 г., като средният му темп на растеж е 2.78%. През 1997 г. спадът на реалното производство е малък (1.09%), но през 1999 г. и през 2009 г. той е катастрофален (съответно 5.65 и 5.01%). Главната причина за сериозния спад на реалния БВП през 1999 г. и 2009 г. е общата факторна производителност (която намалява съответно с 5.33 и 6.14% през тези години).

Таблица 3

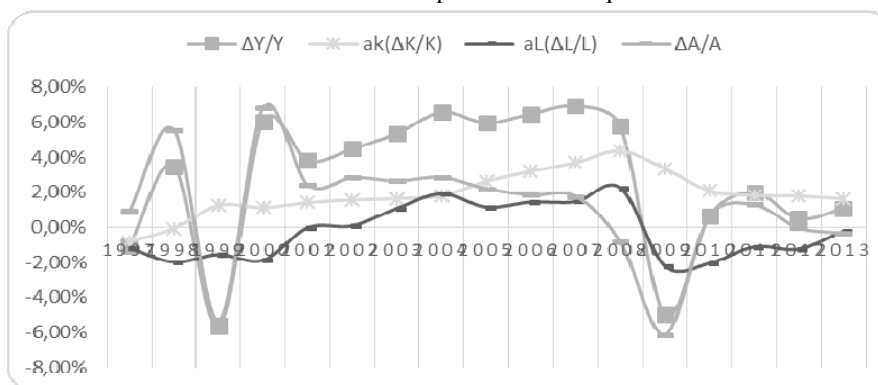
Приноси на капитала, труда и общата факторна производителност към икономическия растеж в България

Година	$\Delta Y/Y$ (%)	$a_K$	$\Delta K/K$ (%)	$a_K * \Delta K/K$ (%)	$a_L$	$\Delta L/L$ (%)	$a_L * \Delta L/L$ (%)	$\Delta A/A$ (%)
1997	-1.09	0.62	-1.31	-0.82	0.38	-3.15	-1.19	0.92
1998	3.46	0.54	-0.14	-0.08	0.46	-4.33	-1.99	5.53
1999	-5.65	0.51	2.45	1.25	0.49	-3.19	-1.57	-5.33
2000	6.04	0.54	2.07	1.12	0.46	-4.09	-1.88	6.80
2001	3.80	0.54	2.62	1.41	0.46	-0.05	-0.02	2.42
2002	4.48	0.55	2.86	1.56	0.45	0.19	0.09	2.83
2003	5.36	0.53	3.11	1.64	0.47	2.29	1.08	2.64
2004	6.56	0.53	3.42	1.80	0.47	4.04	1.91	2.85
2005	5.96	0.52	5.05	2.62	0.48	2.39	1.15	2.19
2006	6.47	0.53	6.03	3.19	0.47	3.06	1.44	1.84
2007	6.91	0.54	6.78	3.68	0.46	3.20	1.46	1.76
2008	5.75	0.53	8.20	4.35	0.47	4.78	2.25	-0.84
2009	-5.01	0.50	6.65	3.34	0.50	-4.46	-2.22	-6.14
2010	0.66	0.48	4.32	2.08	0.52	-3.96	-2.06	0.64
2011	1.98	0.51	3.55	1.81	0.49	-2.28	-1.11	1.28
2012	0.49	0.49	3.63	1.78	0.51	-2.45	-1.25	-0.05
2013	1.07	0.46	3.52	1.62	0.54	-0.40	-0.22	-0.34

Източник: Изчислено от автора на базата на данни от сайта на НСИ [www.nsi.bg](http://www.nsi.bg).

Фигура 13

Приноси на капитала, труда и общата факторна производителност към икономическия растеж в България



Източник: Собствени изчисления.

Легенда:  $\Delta Y/Y$  – темп на нарастване на реалния БВП,  $a_K(\Delta K/K)$  – принос на капитала към икономическия растеж,  $a_L(\Delta L/L)$  – принос на труда към икономическия растеж и  $\Delta A/A$  – принос на общата факторна производителност към икономическия растеж.

Периодът 2000-2008 г. се характеризира с относително висок и стабилен икономически растеж (среден темп от 5.7% и стандартно отклонение от 1.01%). През първата част на този период (от 2000 до 2004 г.) общата факторна производителност



е главният двигател на растежа (среден принос от 3.51%). През втората част на периода обаче (от 2005 до 2008 г.) растежът на реалния БВП се определя най-вече от промени в капиталовите запаси (среден принос от 3.46%).

След срива през 2009 г. (5% спад на реалното производство) възстановяването на българската икономика е бавно и слабо. През 2010-2013 г. България регистрира слаб икономически растеж от под 2% на година (-0.16% средногодишно). Капиталът е основен фактор на растежа през целия период 2009-2013 г. със среден принос от 2.13%.

Общата факторна производителност е най-нестабилния от трите фактора на растежа (стандартно отклонение от 3.22%) през периода 1997-2013 г., а капиталовите запаси са най-стабилния със стандартно отклонение от 2.41%.

Приносът на заетостта към икономическия растеж е позитивен през периода 2002-2008 г. (средно 1.34%), но е негативен през 1997-2001 г. (средно -1.33%) и през 2009-2013 г. (средно -1.37%). Сравнението на динамиката на съвкупното производство и заетостта показва, че положителните промени на трудовия пазар се случват след две години на висок и стабилен икономически растеж. Реакцията на трудовия пазар към нисък или негативен икономически ръст обаче е незабавна.

Колебанията на съвкупния продукт и общата факторна производителност показват сходни модели. Това се дължи на спецификата на изчисляване на промените в общата факторна производителност като остатък, получен от темпа на растеж на БВП чрез изваждане на темповете на растеж на капиталовите запаси и заетостта.

Приносът на промените в капиталовите запаси към икономическия растеж е позитивен през целия период 1997-2013 г. (средно 1.9%) с изключение на 1997 и 1998 г., когато е негативен (съответно -0.82 и -0.08%). Най-високият принос на промените в капиталовите запаси към икономическия растеж е през 2003-2008 г. (средно 2.88%). След възходящата динамика през 1997-2008 г., влиянието на капиталовите запаси върху икономическия растеж намалява в периода 2009-2013 г., когато е средно 2.13% на година. Може да се направи изводът, че нарастването на капиталовите запаси през 1997-2008 г. е довело до подобряване на средата за бизнес в България. Това подобряване на бизнес средата се дължи на следните събития:

- Въвеждането на паричния съвет през 1997, което доведе до финансова и макроикономическа стабилност;
- Нарастване на кредитната активност през 2003-2008 г., което се дължеше на покупката на български банки от чуждестранни банки и на масовия приток на чуждестранен капитал в България;
- Присъединяването ни към Европейския съюз, което повиши сигурността за чуждестранните инвеститори в страната.

В резултат от глобалната и вътрешната икономическа криза и от бавното възстановяване на българската икономика от нея, въздействието на промените в капиталовите запаси върху икономическия растеж намалява през 2009-2013 г., когато

несигурната политическа и икономическа обстановка водят до рязък спад на инвестициите.

Може да се заключи, че капиталовите запаси (среден принос 1.9%) и общата факторна производителност (среден принос 1.12%) са главните детерминанти на икономическия растеж в България от страната на предлагането в условията на паричен съвет, докато влиянието на промените в заетостта върху динамиката на реалния БВП е по-слабо от това на другите два фактора (среден принос -0.24%). Динамиката на общата факторна производителност в периода на паричния съвет е хаотична, което е резултат от непоследователното развитие на прехода към пазарна икономика в страната. Неефективното използване на трудовите ресурси допринася за намаляване на темповете на прираст на реалния БВП. Това негативно въздействие се компенсира от нарастването на капиталовите запаси и общата факторна производителност. Спадът на заетостта е придружен от нарастване на влиянието на фактори като научно-техническия прогрес и начина на организация на производството. Икономическата ефективност е нараснала в процеса на приватизация и реструктуриране на българската икономика.

#### **7. Препоръчителни макроикономически политики за решаване на проблемите с растежа на българската икономика**

За НСЧ фондовете на ЕС имат стратегическо значение по две причини: първо, поради нуждата от подобряване ефективността на бюджетните разходи и второ, понеже тези фондове могат да спомогнат фискалната консолидация да не се превърне в проциклична във време на рецесия. Европейските фондове могат да повишат потенциалния икономически растеж, който намаля в кризисни условия. Фискалната консолидация трябва да отчита риска от прибавяне на деливъридж в публичния сектор към протичащия деливъридж в частния, тъй като подобна комбинация може да окаже негативно въздействие върху икономическото възстановяване.

Главната опасност за икономическия растеж у нас е свързана със структурните проблеми на българската икономика. Икономическият растеж преди кризата беше неустойчив, подхранван от бърза кредитна експанзия и масиран приток на чуждестранни капитали и се характеризираше с вложения предимно в нетъргуеми стоки и неефективно разпределение на ресурси. За справяне със структурния бюджетен дефицит, който преди кризата беше скрит от „балони” и кух икономически ръст, е нужна фискална консолидация. Ако такава не се извърши, това означава загуба на БВП и влошаване на възможностите за растеж на икономиката. Същевременно пазарите не биха толерирали дълго време високи бюджетни дефицити в условията на дългова криза.

В условията на паричен съвет икономическият растеж зависи от гъвкавостта на вътрешните пазари, от бързото подобряване конкурентоспособността на националната икономика и от приспособяването ѝ към новата международна конюнктура.

По различни оценки европейските фондове могат да увеличат потенциала за растеж на БВП в повечето НСЧ с 4-5%. Без да увеличават бюджетния дефицит, структурните и кохезионните фондове на ЕС могат да компенсират процикличната природа на програмите за фискална консолидация на световните финансови институции.

Бюджетните дефицити са ключов проблем за НСЧ. Наличието на структурен бюджетен дефицит в условията на рецесия и дългова криза поставя пред НСЧ неотложния императив да подобрят усвояемостта на средствата от европейските фондове, а пред Европейската комисия – да стимулира това усвояване. Например може да се ускори рамбурсирането на средствата, да се премахне изискването за съфинансиране на безспорно важни проекти и да се увеличи размерът на авансовото финансиране. От главно значение е подкрепата на проекти с регионално значение като Дунавската стратегия със средства от ЕС.

За ефективно усвояване на средствата от еврофондовете са нужни институционални промени както на национално, така и на общностно ниво. В НСЧ трябва да се вляят капитали за финансиране производството на инвестиционни стоки във време, когато националните бюджети не могат да осигурят тези средства. Само така може да се преодолеят дългосрочни негативни икономически и социални последици в ЦИЕ.

Относно монетарната политика, възможностите за нейното провеждане при паричен съвет не са големи. Единственият реално действащ инструмент, с който разполага БНБ, е промяната на изискванията за ЗМР. Този инструмент обаче трябва внимателно да се използва, защото не е толкова гъвкав, колкото останалите монетарни инструменти, с които за съжаление БНБ не разполага.

Правителството има възможност да провежда скрита монетарна политика с фискални средства. Преди кризата тази възможност беше свързана с държането на част от фискалния резерв в търговските банки, което водеше до нарастване на паричното предлагане, както и с осигуряването на бюджетен излишък. В момента не е препоръчително да се рискува с държането на фискалния резерв в търговска банка (случаят с Корпоративна търговска банка).

По отношение на реалната конвергенция България също изостава и е една от най-бедните държави в ЕС с най-ниския доход на глава от населението и най-ниската производителност на труда. В условията на тежка икономическа криза е добре усилията на българското правителство да бъдат насочени към повишаване на усвояемостта на средствата от фондовете на ЕС и към привличане на капитали от чужбина. Това предполага пресичане на корупцията, подобряване на работата на държавните институции и изграждане на качествена инфраструктура.

Правителството би трябвало да поддържа балансиран бюджет не чрез намаляване на разходите, чийто относителен дял в БВП е един от най-ниските в ЕС, а чрез подобряване на качеството на работата на приходната администрация с цел повишаване на събираемостта на приходите, чрез реструктуриране и оптимизиране на разходите. Ясна, последователна, предвидима и дългосрочно ориентирана макроикономическа политика в страната, приемственост в нейното провеждане и в логиката, на която тя се базира са предпоставките, които биха върнали в България

чуждестранните инвестиции, тъй като без тях икономическото развитие на страната ни е немислимо.

Държавата може да регулира икономиката чрез промени в параметрите на отделните бюджетни структури: приходи, разходи, салдо, начин на използване на салдото (финансиране или инвестиране). Бюджетната политика е свързана с разходната, а фискалната политика – с приходната част на държавния бюджет. Основен недостатък на цялостната българска бюджетна-фискална политика е системното и хронично недофинансиране на ключови социални сфери – образование, здравеопазване, наука и др. Последиците са липса на достатъчно иновации, влошаване на качеството на човешкия капитал, спад на конкурентоспособността на националната икономика и увреждане на потенциала ѝ за дългосрочен растеж.

Анализът на приходната част на държавния бюджет разкрива следните проблеми:

- Наличие на екстремно-потребителска данъчна система – изразява се в няколкократно превишение на приходите от косвени данъци над приходите от преки данъци в държавния бюджет. В годините преди глобалната криза това превишение беше около 4 пъти и намаля около три пъти в годините на кризата и след нея.
- Пропорционално подоходно облагане – свързано е с въвеждането от началото на 2008 г. на единна данъчна ставка от 10% върху доходите на физическите и юридическите лица и с премахване на съществуващия дотогава необлагаемия минимум върху доходите на индивидите. България има едни от най-ниските ставки на преките подоходни данъци в целия Европейски съюз и относително високи ставки на косвените данъци;
- Нисък размер на приходите от помощи – означава ниска усвояемост на средствата по фондовете на ЕС.

Разходната част на държавния бюджет има следните недостатъци:

- Нисък размер на бюджетните разходи като процент от БВП – под 40%, при стойност на този показател средно за ЕС над 50%;
- Неефективно изразходване на бюджетни средства (например в здравеопазването);
- Неравномерно харчене на бюджетни средства през годината (слабо в началото и силно в края на годината), което стимулира спад на цените през първото тримесечие и покачването им през последното тримесечие на годината.

Частите „Бюджетно салдо” и „Финансиране на бюджетния дефицит (Инвестиране на бюджетния излишък)” показват следните дефекти:

- Налагане на национални изисквания за бюджетен дефицит от 2%, които са по-ограничителни от европейските стандарти (3%);
- Финансиране на бюджетния дефицит предимно със средства от фискалния резерв.

Социалните и икономически последици от така откритите проблеми в отделните части на държавния бюджет са изключително неблагоприятни.

Екстремно потребителската данъчна система е много несправедлива от социална гледна точка, тъй като тя облагодетелства хората с най-високи доходи и ощетява хората с най-ниски доходи. При нея е нарушен основен принцип на оптималното данъчно облагане – данъчната ставка да нараства с намаляване на пределната полезност на дохода. Премахването на прогресивното подоходно облагане и на необлагаемия минимум на доходите, както и въвеждането на пропорционален подоходен данък, лишиха данъчната система у нас от една от основните ѝ функции – намаляване на икономическите и социалните неравенства. При пропорционалното облагане всички доходи се облагат с единна ставка и съотношението между по-високите и по-ниските доходи преди и след облагането се запазва непроменено.

Основните аргументи, с които беше въведен „плоският“ данък – увеличаване на инвестициите (най-вече чуждестранните), повишаване на приходите от преки данъци и намаляване на дела на „сивата“ икономика, не се оправдаха, което предизвиква основателни съмнения в ефективността на пропорционалното данъчно облагане у нас. Инвеститорите (най-вече чуждестранните) не се влияят толкова от ниските данъчни ставки и ниската цена на труда (Stoilova and Patonov, 2013, p. 1037), а от други фактори – равнище на корупция, начин на функциониране на държавната администрация и правораздавателната система, наличие на бюрокрация, качество и производителност на работната сила, качествена инфраструктура и др. Спадът на инвестициите (вкл. чуждестранните) показва негативната оценка на инвеститорите и останалите стопански агенти за цялостната бизнес среда у нас, вкл. за качеството на работа на държавните институции и на провежданата макроикономическа политика. Спадът на приходите от преки данъци като процент от БВП пък е индикатор за влошаване на ефективността на приходната администрация.

Високите (и като данъчни ставки, и като дял от бюджетните приходи) косвени данъци имат тежка икономическа и социална цена. Те натоварват цените на енергийните ресурси, стоките и услугите, намаляват потреблението, водят до повишаване на инфлацията и спъват икономическия растеж при равни други условия. С увеличаване на дохода пределната ефективна данъчна ставка на облагането с косвени данъци намалява, което представлява скрита форма на регресивно данъчно облагане.

Още един аргумент против екстремно потребителската данъчна система у нас е, че тя противоречи на тенденциите в данъчното облагане в ЕС. Средно за Съюза данъчната система е хибридна, т.е. характеризира се с относителна равностойност на приходите от преки и приходите от косвени данъци. Сегашната суверенна дългова криза в Еврозоната се очаква да доведе до засилена координация в сферата на фискалната политика, което рано или късно би трябвало да постави ниския пропорционален подоходен данък у нас в разрез с европейските изисквания.

Ниският процент на усвояемост на средствата от фондовете на ЕС означава пропуснат икономически растеж, който по различни оценки варира между 3 и 5% от БВП. Тези средства са безвъзмездни, не влошават показателите за държавен дълг и

бюджетен дефицит и не са обвързани с ограничителните изисквания, срещу които се отпускат средствата от международните финансови институции. Затова непълното им усвояване може да се класифицира като престъпна и скъпоструваща небрежност.

Законодателното фиксиране на бюджетните разходи в размер до 40% от БВП при средна стойност на този показател за ЕС над 50% и при надвиснала опасност от нова рецесия представлява прокризисна, а не антикризисна мярка. Същото може да се каже и за законовото налагане на бюджетен дефицит до 2% от БВП при допустими от Маастрихтския критерии 3%.

Бюджетите на социалното осигуряване (НОИ и НЗОК) имат хронични дефицити, които се налага да бъдат финансирани с преки плащания от държавния бюджет. Реформата в пенсионната и здравната система безспорно е нужна, но е твърде обширна като проблематика и затова не е предмет на разглеждане в тази разработка.

Икономиката е инерционна система и наложилият се модел на неравномерно харчене на бюджетни средства в отделните месеци на годината натоварва стопанските структури. През месеците на бюджетни рестрикции потребителското търсене и цените падат, което поставя на изпитание страната на предлагането – продавачи и производители. През месеците на разхлабване на бюджетните рестрикции потреблението и цените растат, което затруднява страната на търсенето – домакинствата и фирмите. Редуването на месеци с дефлация и инфлация възпрепятства гладкото функциониране на икономическата система, затова е препоръчително разходването на бюджетни средства да бъде по-плавно и равномерно в отделните месеци и тримесечия на годината.

Преди кризата макроикономическата политика на България беше основана на неокласическата икономическа теория. Промяна към неокейнсианска икономическа политика не е препоръчителна, тъй като активистката политика традиционно не носи нищо добро за България и може да разруши доверието на международната финансова общност към страната. Самият паричен съвет, поради своята специфика, засилва действието на вградените антициклични стабилизатори на икономиката, а икономическото развитие на България по време на глобалната криза доказва верността на постулатите на неокласическата теория.

Решенията на проблемите в бюджетните структури и породените от тях проблеми би трябвало да се търсят в следните посоки:

1. Подобряване на усвояемостта на средствата от Еврофондовете. Като се вземе предвид, че тази усвояемост е около 30%, има огромни резерви в това отношение;
2. Въвеждане на умерено прогресивно подоходно данъчно облагане;
3. Финансиране на предстоящите плащания по външния дълг чрез външни заеми, а не от Фискалния резерв;
4. Въвеждане по-ниски ставки на ДДС и акцизите за електрическата енергия и енергоносителите, които се използват за промишлени цели. Подобна мярка е насочена към намаляване на производствените разходи, цените и стимулиране на потреблението и производството;

5. Балансиране на бюджета не чрез понижаване размера на разходите, а чрез тяхното оптимизиране и чрез увеличаване на събираемостта на приходите;
6. Трансформиране на данъчната система от екстремно потребителска в хибридна;
7. Увеличаване на дела на бюджетните разходи като процент до равнища, съпоставими със средните за Еврозоната. Поддържането на бюджетни параметри, клонящи към средните за Еврозоната, би трябвало да гарантира изпълнението на Маастрихтските критерии за публичните финанси.

Може да се заключи, че структурите на държавния бюджет на България съдържат редица дефекти и пораждат множество проблеми, които изискват адекватни управленски решения. Дали българското макроикономическо управление притежава нужната воля и компетентност, за да намери и приложи тези решения, е трудно да се прогнозира.

### **Заключение**

Проблемите с растежа на българската икономика са сложни и тежки. Успешното им решаване изисква съчетаването на краткосрочни мерки за стимулиране на съвкупното търсене и на дългосрочни мерки за въздействие върху съвкупното предлагане. За съжаление на българското макроикономическо управление липсва рационализъм и дискусиите по важните макроикономически проблеми на България се водят от крайни идеологически позиции (от екстремален неокейнсиански активизъм до неолиберален пазарен фундаментализъм). Формулирането и провеждането на ефективна макроикономическа политика не е идеологически, а прагматичен проблем. Правилната макроикономическа политика не е нито изцяло лява, нито изцяло дясна; нито напълно неокейнсианска, нито напълно неолиберална. Правилната макроикономическа политика е прагматична, функционална и работеща. Тя може да съчетава както неокейнсиански, така и неолиберални мерки; както леви, така и десни действия. Важното е ефективно да решава актуалните икономически проблеми на обществото. Затова е препоръчително експертно решаване на икономическите проблеми без тяхното прекалено политизиране и идеологизиране.

Икономическият растеж е основна цел на макроикономическата политика и източник на богатството на нацията. Характеристиките на икономическия растеж (фактори, тенденции и проблеми) се влияят от типа на валутнокурсния режим на страната. Последният е ключов фактор на макроикономическото управление (цел и инструмент на макроикономическата политика) и неговите характеристики се променят в условията на регионална икономическа интеграция. В хода на интеграционния процес важността на валутнокурсната политика постепенно намалява и напълно изчезва, когато страната се присъедини към валутна зона. Типът на валутнокурсния режим има специфично въздействие върху ефективността на макроикономическата политика и върху интеграцията на националната икономика в икономически и валутни съюзи (Тодоров, 2014, с. 116).

Българската икономика все още формира структурните си характеристики и търси начин за повишаване на цялостната си конкурентоспособност. Паричният съвет успешно поддържа финансовата стабилност (или поне я поддържаше до случая с Корпоративна търговска банка), но неговите ограничения допълнително влошават проблемите с растежа на българската икономика. Препоръчително е възможно най-скоро страната ни да влезе във Валутнокурсен механизъм 2 (ВКМ 2), който представлява „чакалня“ за Еврозоната. След двугодишен престой във ВКМ 2 и при успешно изпълнение на Маастрихтските конвергентни критерии България ще бъде в състояние да се присъедини към нея. Членството в Еврозоната се очаква да донесе на страната следните изгоди, които могат да съдействат за решаване на проблемите с растежа на българската икономика:

- Лихвената премия за странови риск на България би трябвало да спадне, което ще стимулира притока на капитал (дългосрочно ориентиран, а не спекулативен!) към страната и лихвените проценти ще се понижат към нива, сравними с тези в Еврозоната;
- Ограниченията, наложени от паричния съвет върху функцията „кредитор от последна инстанция“ (рефинансиране на банковата система от централната банка) ще бъдат премахнати;
- Няма да има нужда България да държи толкова големи валутни резерви и част от освободените резерви ще могат да се използват за други цели, вместо за поддържане на фиксирания валутен курс;
- Валутният риск и транзакционните разходи между България и Еврозоната ще бъдат премахнати;
- По-добрият достъп на Българската народна банка (БНБ) до операциите на Европейската централна банка (ЕЦБ) ще осигури допълнителна ликвидност, която може да поощри кредитирането и растежа.

България покрива критериите за оптималната валутна зона и Маастрихтските критерии, дори при кризисни условия.

Глобалната икономическа криза, последвалата я рецесия и дълговата криза в Еврозоната забавиха процеса на реална и номинална конвергенция с няколко години. Преди кризата се очакваше България да приема еврото около 2015 г. Като се отчете забавянето на интеграционния процес е по-вероятно да се присъединим към Еврозоната в края на текущото десетилетие. Най-реалният сценарий за приемане на еврото от България е запазване на паричния съвет и съблюдаване на новите, наложени от кризата европейски изисквания. Спецификата на нашата икономика се определя от няколко фактора:

- Размер на икономиката – малък;
- Степен на отвореност на икономиката – висока;
- Тип на валутнокурсния режим – паричен съвет;



- Ресурсна база на икономиката – ограничена;
- Начин на интегриране в глобалната икономика – текущо членство в регионално интеграционно обединение (ЕС) и бъдещо членство във валутен съюз (Еврозоната).

Тези специфични фактори диктуват макроикономическа политика, която съответства на новите световни и европейски реалности. Макроикономическите показатели на България би трябвало да бъдат поддържани около средните от Еврозоната, за да се гарантира плавно продължаване на процеса на номинална и реална конвергенция.

Българските правителства провеждат по-ограничителна фискална политика от изискваната от европейските стандарти. Подобна политика би могла да увреди потенциала за растеж на икономиката. Въпреки че България регистрира слаб икономически растеж от 2010 г. насам, това икономическо възстановяване е илюзорно, понеже главните двигатели на растежа от страната на търсенето – потреблението и инвестициите, стагнират. Само нетният износ е положителен поради нарастването на износа на суровини и материали. С дефицит по финансовата сметка на платежния баланс, със стагниращи потребление и инвестиции прогнозите за растеж на българската икономика от гледна точка на съвкупното търсене са песимистични.

Анализът на икономическия растеж в България от страната на предлагането показва, че страната не може да разчита на екстензивен растеж чрез увеличаване на заетостта по няколко причини:

- Намаление на населението в трудоспособна възраст поради демографски проблеми;
- Напускане на страната от млада и високопроизводителна работна сила;
- Слаб принос на заетостта към икономическия растеж в периода на функциониране на паричния съвет.

Измененията в капиталовите запаси (нетните инвестиции) и в производителността са основните детерминанти на икономическия растеж в България от страната на предлагането. Затова е препоръчително да се провеждат макроикономически политики, които стимулират инвестициите и производителността.

Инвестициите могат да бъдат стимулирани чрез следните мерки от страната на предлагането:

- Подобряване на законодателството и работата на държавните институции, намаляване на бюрокрацията и корупцията;
- Провеждане на последователна, предвидима и адекватна на европейските и световните реалности макроикономическа политика, която да върне чуждестранните инвестиции в България.

Производителността може да бъде повишена чрез следните мерки от страната на предлагането:

- Нарастване на инвестициите в обществена инфраструктура от страна на държавата;
- Увеличаване на разходите за формиране на човешки капитал (образования, квалификация и преквалификация) и за повишаване на качеството на работната сила (здравеопазване, култура, спорт);
- Повишаване на вложенията в научноизследователска и развойна дейност.

Възможни са и мерки, насочени към повишаване на нормата на спестяване, например намаляване на данъка върху депозитите, тъй като според ендогенната теория на растежа по-високата норма на спестяване води до по-високи инвестиции и по-висока производителност в дългосрочен период.

В България количеството и качеството на човешкия капитал е ниско, липсва добра публична инфраструктура, а научноизследователската и развойната дейност е далеч от европейските стандарти. Като се вземе предвид, че инвестициите в обществена инфраструктура, НИРД и формиране на човешки капитал като процент от БВП в страната са няколко пъти по-ниски от средните за Европейския съюз, прогнозите за дългосрочния растеж на българската икономика могат да бъдат единствено песимистични. Слабото законодателство, недоброто функциониране на държавните институции, високата бюрокрация и корупция, липсата на последователност и приемственост в макроикономическата политика на отделните правителства правят изгледите за растеж на българската икономика от гледна точка на съвкупното предлагане дори още по-лоши.

Извършеното изследване върху икономическия растеж в България има следните прилики с другите изследвания върху този проблем:

- По използваната методология „счетоводство на икономическия растеж” емпиричното изследване наподобява изследванията на Ганев (2005), Минасян (2008 и 2010), Ралева (2013) и Тодоров (2015);
- По използвания показател за измерване на заетостта „брой отработени човекочасове” то наподобява изследването на Ралева (2013);
- По използвания подход за оценка на прираста на капиталовите запаси „постоянно съотношение капиталови запаси/БВП” е сходно с изследванията на Минасян (2008 и 2010), Ралева (2013) и Тодоров (2015);
- По използвания подход за оценка на коефициентите за еластичност, основан на подходната структура на БВП, наподобява изследванията на Ганев (2005), Ралева (2013) и Тодоров (2015);
- По достигнатите изводи и получените резултати прилича на изследванията на Ганев (2005), Минасян (2008 и 2010), Ралева (2013) и Тодоров (2015).

### **Използвана литература**

- Cororaton, C. (2002). Total Factor Productivity in the Philippines. – Philippine Institute for Development Studies Discussion Paper N 2002-01.
- Felipe, J. (1997). Total Factor Productivity Growth in East Asia: A Critical Survey. – Asian Development Bank Working paper.
- Hernandez, J. A. and Mauleon, I. (2003). Estimating the Capital Stock. – Working paper, Universidad de la Laguna; Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.
- Patonov, N. (2013). Searching for a restraint on the European Leviathan. – Scientific Annals of the "Alexandru Ioan Cuza" University of Iasi. Economic Sciences, Vol. 60, N 2, p. 315-330.
- Stoilova, D. (2007). Fostering Local Development in Bulgaria: The Need of Fiscal Decentralization. – In: Local Innovations for Growth in Central and Eastern Europe. OECD Publishing, Paris, p. 277-292, DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264038523-15-en>.
- Stoilova, D. and Patonov, N. (2013). An empirical evidence for the impact of taxation on economy growth in the European Union. – Tourism and Management Studies, Portugal, Vol. 3, p. 1030-1033, <http://tmstudies.net/index.php/ectms/article/view/485>.
- Ганев, К. (2005). Измерване на общата факторна производителност: счетоводство на икономическия растеж за България. – Дискуссионни материали на БНБ, DP/48/2005.
- Минасян, Г. (2008). Финансово програмиране. С.: Класика и стил.
- Минасян, Г. (2010). Проектиране на макроикономическите пропорции. С.: ГорексПрес.
- Найденова, П. и Михова, Г. (2010). Демографско остаряване – предизвикателство на новото столетие. – Икономика и управление, N 3, с. 2-11.
- Пиримова, В. (2001). Растеж, цикличност, конюнктура. С.: УИ „Стопанство”.
- Пиримова, В. (2014). Цикличност в икономиката: форми, източници, механизми. С.: Издателски комплекс УНСС.
- Ралева, С. (2013). Инфлация и икономически растеж: теория, методология, емпирика. С.: Издателски комплекс УНСС.
- Статев, С. (2009). Финансово развитие и икономически растеж. С.: УИ „Стопанство”.
- Тодоров, И. (2014). Валутнокурсните режими по пътя към еврото. – Икономически изследвания, N 1, с. 116-147.
- Тодоров, И. (2015). Два подхода за оценка на агрегираната производствена функция на България. – Икономически изследвания, N 4, с. 67-81.

## ПОЛИТИКАТА НА РАСТЕЖ И СЪЗДАВАНЕТО НА СТОЙНОСТ В КОМПАНИИТЕ

Разгледан е актуален и важен въпрос в контекста на базирания на стойността финансов мениджмънт на компаниите. Става дума за анализ и оценка на преследвания от страна на мениджмънта растеж от гледна точка на неговия принос за максимизиране на стойността на фирмата. Анализирани са детерминантите на стойността на растежа. Изследването сочи, че не винаги политиката на агресивен растеж на компаниите води до действително увеличаване на тяхната стойност. Това зависи от качеството на реализирания от тях растеж.

JEL: G12; G31; G32

### 1. Водеща цел на функциониране на компаниите

През последните две-три десетилетия за водеща цел на функционирането на компаниите се приема *максимизирането на тяхната стойност*. Това е и едно от основополагащите допускания в областта на корпоративните финанси (Brigham, Gapenski, 1994). Преди достигането на подобен консенсус обаче, различни цели са излизали на мода и са били възприемани за основна цел на компаниите (Copeland, Koller, Murrin, 2000). Сред конкуриращите се по важност цели фигурират: глобална ценова конкурентоспособност, лидерство в пазарните дялове, растеж на бизнеса, максимизиране на стойността, диверсификация, създаване на работни места или на най-модерни заводи, лидерство в разработването на нови продукти и др (McTaggart, Kontes, Mankins, 1994).

Основната насока, в която все още има дебат, е дали водещо трябва да е максимизирането на *стойността за акционерите (shareholders)* или максимизирането на *стойността за всички основни заинтересувани страни (stakeholders)*, в т.ч. акционери, работещи в компанията, общностите по местата където функционира компанията, клиентите и др. Във връзка с това се очертават като основни два модела на поведение – т. нар. *англо-саксонски модел (САЩ, Великобритания и др.)* и *европейски модел*. Първият се основава на разбирането, че най-важно е повишаването на стойността за собствениците. Например според

<sup>1</sup> Димитър Ненков е доц. д-р в катедра „Финанси“, Университет за национално и световно стопанство, София.

Коупланд, Колер и Мърин “Компаниите процъфтяват, когато създават реална икономическа стойност за своите акционери” (Copeland, Koller, Murrin, 2000). Подобни са разбиранията и на редица други автори (Pinches, 1987), (Gitman, 1991). Вторият модел изразява концепцията, че акцентът трябва да е върху повишаването на стойността за всички пряко заинтересувани страни.

Важността на увеличаването на стойността за собствениците има своето обяснение в икономическата теория за това как хората избират между потребление и инвестиции (Pinches, 1987). За акционерите предоставянето на капитал на фирмата, посредством закупуването на нейни обикновени акции, представлява финансова инвестиция. Това означава отлагане на сегашно потребление срещу определен бъдещ ефект. В случая е ясно, че става дума за реализирането на определена допълнителна стойност в бъдеще. Трудно може да бъде намерен друг логичен мотив за тези акционери да се лишат от сегашно потребление. *Следователно акционерите очакват и изискват от ръководствата на компаниите преди всичко, ако не и единствено, **увеличаване на стойността на тяхната собственост в компаниите***. Всички останали достижения като: *пазарен дял, растеж на фирмата, максимизиране на печалбата, лидерство, задоволяване на клиентите, модерни заводи и други*, сами по себе си много трудно биха могли да ги мотивират да жертват сегашното си потребление. Така изброените достижения на компаниите са по-скоро **предпоставки, средства** за увеличаване на стойността на собствения капитал в интерес на акционерите.

Във връзка с това е важно да не смесваме максимизирането на стойността с най-близките по смисъл измерители на резултатите от функциониране на компанията, като *растеж на печалбата и възвръщаемост на инвестициите*. Максимизирането на последните е само *предпоставка*, т.е. необходимо, но недостатъчно условие за максимизирането на стойността за собствениците.

Стойността за собствениците намира своето външно проявление в пазарната цена на акциите на фирмата или на собствения капитал. С други думи най-добрият индикатор за постигане на основната цел на компаниите е нарастването на цените на техните акции. Освен това е известно, че е нормално цената временно да се отклонява под и над вътрешно присъщата стойност под въздействието на търсенето и предлагането и други фактори. Тук е важно да се има предвид, че основната цел на компаниите засяга **трайното, устойчивото нарастване на вътрешно присъщата им стойност**, а не едно или друго краткотрайно, конюнктурно максимизиране на цената за сметка на бъдещи негативни ефекти. Последното е често срещано явление и обикновено се инициира от мениджмънта, тъй като сред основните показатели за оценка на тяхната работа неизменно присъства посоченият вече индикатор – нарастването на цената на акциите.

В крайна сметка стигаме до извода, че във финансовото управление на фирмата трябва да има предвид следните две неща: **първо**, *растежът на бизнеса не е самоцел и не се прави заради самия размер и второ*, *растежът не е равнозначен на увеличаване на стойността за собствениците*.

## 2. Значението на растежа за постигане на водещата цел на фирмата

Според Иван Георгиев растежът е една от най-сложните категории на икономическата теория (Георгиев, 2001). Неговата същност и видове няма да бъдат предмет на подробно разглеждане в това изследване. Несъмнено е обаче, че в най-общ план растежът на една компания се свързва с разширяването на нейния бизнес, с нарастването на капитала и активите, на продажбите и печалбата. За финансовия мениджмънт е важно как всяко едно от изброените нараствания се отразява на увеличаването на стойността на вложените средства от страна на отделния акционер във фирмата. Подходящ обобщаващ индикатор за нарастването на стойността за собствениците е цената на една обикновена акция. Не трябва обаче да пренебрегваме факта, че обикновените акции носят доход на своите притежатели в две форми: *дивиденсти и капиталови печалби (капиталово нарастване)*. Един от начините за илюстриране на тази характеристика е посредством метода “*доходност плюс растеж*”, който се използва за определяне на цената на финансиране с обикновени акции:

$$R_E = \frac{DIV_0 \times (1 + g)}{P_0} + g \quad (1)$$

където:

$R_E$  е очакваната норма на възвръщаемост за обикновените акционери (и цената на финансиране с обикновени акции);

$DIV_0$  – текущият дивидент на една акция;

$g$  – очакваният средногодишен темп на нарастване на дивидентите;

$P_0$  – сегашната пазарна цена на една акция.

Съгласно този модел възвръщаемостта на обикновените акции е сума от дивидентната и капиталовата възвръщаемост. Първата представлява съотношение между очаквания дивидент и сегашната цена на една акция. Втората намира синтезиран израз в очаквания темп на нарастване на дивидентите ( $g$ ). При равни други условия, в дългосрочен аспект той изразява също темпа на нарастване на капитала и на цената на една акция. С други думи високата възвръщаемост за акционерите може да бъде осигурена както по линия на висок дивидент, така и по линия на висок темп на нарастване ( $g$ ). Във връзка с това е важно да уточним, че не всяко увеличение на капитала и на активите на фирмата води до паралелно нарастване на бъдещата цена и бъдещия дивидент на една акция. Това зависи основно от следните два фактора:

- 1) от начина на осигуряване на допълнителното финансиране за нови инвестиции
- 2) от нормата на възвръщаемост, която ще осигурят тези инвестиции.

Необходимият допълнителен капитал може да бъде осигурен от *външни източници* – например чрез *емисия на нови акции*, както и от *вътрешни източници*, какъвто се явява *неразпределената печалба*. В първия случай общата стойност на собствения

капитал и бъдещата нетна печалба на фирмата нарастват, но паралелно с това расте и броят на емитираните акции. Така при равни други условия нетният доход и дивидентът на една акция трябва да останат същите. Значително по-различни са нещата, когато допълнителното собствено финансиране се осъществява от *неразпределената печалба* – броят на емитираните акции остава същият, а нетният доход и дивидентът на една акция нарастват. Това в крайна сметка би трябвало да доведе до увеличаване на вътрешната стойност и цената на една акция. Отделен въпрос е дали темпът на нарастването ще е достатъчен – това зависи в много голяма степен от втория посочен фактор, т.е. от нормата на възвръщаемост, при която ще се инвестира *неразпределената печалба*.

Съгласно един от методите за неговото прогнозиране, бъдещият темп на нарастване ( $g$ ) на дивидентите е функция от нормата на възвръщаемост на собствения капитал ( $ROE$ ) и коефициента на задържане на нетната печалба ( $b$ ). Това е т. нар. *вътрешен темп* ( $g$ ):

$$g = ROE \times b = \frac{NI}{E} \times (1 - (1 - b)) \quad (2)$$

където:

$g$  е прогнозирият средногодишен темп на нарастване на дивидентите;

$ROE$  – нормата на възвръщаемост на собствения капитал;

$NI$  – нетната печалба;

$E$  – счетоводната стойност на собствения капитал;

$(1-b)$  – коефициентът на изплащане на дивидентите;

$b = (1-(1-b))$  – коефициентът на задържане на нетната печалба.

От формулата става ясно, че колкото по-висок дял от печалбата се задържа и реинвестира, толкова по-висок би трябвало да е очаквания темп на нарастване на бъдещите дивиденти и цената на една акция. С това обикновено се аргументира и политиката на интензивно реинвестиране на печалбата, следвана от повечето компании, което води до високи капиталови печалби, но същевременно означава изплащане на по-малък дивидент. Така стигаме до един от ключовите моменти във финансовото управление на фирмата – избора между дивиденти и капиталови печалби.

В табл. 1 е показано как се отразява политиката на висок растеж върху стойността на една обикновена акция на фирма „ABC” АД. Коефициентът на възвръщаемост на собствения капитал ( $ROE$ ) на дружеството е 12% и цената на собствения капитал ( $R_E$ , или  $RRR_E$ ) е 12%. От таблицата се вижда, че с увеличаване на целевия темп на растеж ( $g$ ) от 0 до 10%, коефициентът на задържане ( $b$ ) нараства от 0.00 до 0.833. Този коефициент е изчислен като функция на планирания темп на растеж ( $g$ ) и коефициента на възвръщаемост на собствения капитал ( $ROE$ ). Това от своя страна води до намаляване на изплащания дивидент на една акция от 6 на 1 лев. Вижда се също, че настоящата стойност на една акция, определена по модела на Гордън, остава

неизменна – 50 лева, независимо от коефициента на задържане. С други думи, политиката на интензивно реинвестиране с цел постигането на по-висок темп на растеж не води до увеличаване на стойността на обикновените акции на въпросното дружество.

Таблица 1  
Целеви темп на нарастване, коефициент на задържане, дивидент и настояща стойност на една акция на „ABC” АД (лв.)

Темп на нарастване (%)	Коефициент на задържане (%)	Очакван дивидент	Настояща стойност (цена)
$(g)$	$(b)$	$DIV_1$	$(P_0)$
0.00	0.00	6.00	50.00
2.00	16.67	5.00	50.00
5.00	41.67	3.50	50.00
7.00	58.33	2.50	50.00
10.00	83.33	1.00	50.00

В Таблица 2 е показано как се отразява политиката на висок растеж върху стойността на една обикновена акция на друга фирма – „BAC” АД. Коефициентът на възвръщаемост на собствения капитал (ROE) на дружеството е 12%, а цената на собствения капитал ( $R_E$ ) е 15%. Вижда се, че с увеличаване на целевия темп на растеж ( $g$ ) от 0 до 10%, коефициентът на задържане ( $b$ ) нараства от 0.00 до 0.833. Този коефициент е изчислен като функция на планирания темп на растеж ( $g$ ) и коефициента на възвръщаемост на собствения капитал (ROE). Това от своя страна води до намаляване на изплащания дивидент на една акция от 6 на 1 лев. За разлика от предишния случай обаче, настоящата стойност на една акция, определена по модела на Гордън, намалява двойно – от 40 на 20 лева. С други думи, политиката на интензивно реинвестиране, с цел постигането на по-висок темп на растеж, води до обратния ефект – намаляване на стойността на обикновените акции на въпросното дружество.

Таблица 2  
Целеви темп на нарастване, коефициент на задържане, дивидент и настояща стойност на една акция на „BAC” АД (лв.)

Темп на нарастване (%)	Коефициент на задържане (%)	Очакван дивидент	Настояща стойност (цена)
$(g)$	$(b)$	$DIV_1$	$(P_0)$
0.00	0.00	6.00	40.00
2.00	16.67	5.00	38.46
5.00	41.67	3.50	35.00
7.00	58.33	2.50	31.25
10.00	83.33	1.00	20.00

В табл. 3 е показано влиянието на същата политика на растеж върху стойността на една обикновена акция на трета фирма – „CBA” АД. Коефициентът на възвръщаемост на собствения капитал (ROE) на дружеството е 15%, а цената на



собствения капитал ( $R_E$ ) е 12%. И тук с увеличаване на целевия темп на растеж от 0% до 10%, коефициентът на задържане нараства от 0.00, но само до 0.667. И в този случай изплащаният дивидент на една акция намалява, но от 6 на 2 лева. Настоящата стойност на една акция сега нараства двойно – от 50 на 100 лева. За разлика от предишните два случая, сега политиката на интензивно реинвестиране действително води до увеличаване на стойността на обикновените акции на въпросното дружество.

Таблица 3  
Целеви темп на нарастване, коефициент на задържане, дивидент и настояща стойност на една акция на „СВА” АД (лв.)

Темп на нарастване (%)	Коефициент на задържане (%)	Очакван дивидент	Настояща стойност (цена)
$(g)$	$(b)$	$DIV_1$	$(P_0)$
0.00	0.00	6.00	50.00
2.00	13.33	5.20	52.00
5.00	33.33	4.00	57.14
7.00	46.67	3.20	64.00
10.00	66.67	2.00	100.00

От представените три различни ситуации става ясно, че политиката на реинвестиране с цел растеж може както да увеличи значително цената на обикновените акции, така и да постигне противоположния ефект. Това предполага на преден план да бъде изведено едно често пренебрегвано съображение. Става дума за връзката между качеството на растежа и прилагания от компаниите коефициент на задържане (и реинвестиране) на нетната печалба. Някои автори разделят растежа на два типа – **“добър растеж” (good growth)** и **“лош растеж” (bad growth)** (McTaggart, Kontes, Mankins, 1994).

Добрият растеж подсилва ефекта от създаването на стойност, докато лошият – от унищожаването на стойност. За създаване на стойност говорим тогава, когато бизнесът на компанията осигурява възвръщаемост на собствения капитал, която е по-висока от цената на този капитал. Следователно **добър растеж** е този, при който коефициентът ROE е по-висок от изискваната норма на възвръщаемост ( $R_E$ ). Това означава, че компанията реализира **икономическа печалба (икономическа добавена стойност)** на ниво собствен капитал.

Добрият растеж може да се постигне при относително нисък коефициент на задържане и висока норма на възвръщаемост на собствения капитал. Високият ROE създава възможност едновременно да се реализира висок темп на нарастване на бъдещите доходи и да се изплащат относително високи дивиденди за акционерите (т.е. висок коефициент на изплащане). За **лош растеж** говорим тогава, когато той се постига посредством висок коефициент на задържане, който трябва да компенсира ниската рентабилност на собствения капитал. При лошия растеж разликата между ROE и  $R_E$  ( $RRR_E$ ) е отрицателна, което означава, че реинвестирането на печалбата вместо да създава икономическа добавена стойност, то “изяжда” стойност на акционерите.

Въпросът е особено актуален в контекста на една често изтъквана от аналитиците особеност на българския капиталов пазар – това, че преобладаващата част от публичните ни дружества на практика не изплащат никакви, или в по-редки случаи, много ниски парични дивиденди. Предишни изследвания на дивидентната политика на дружествата на БФБ потвърждават този факт – за периода 2001-2003 г. (Ненков, 2007), както и за 2006 г. (Ненков, 2007, с. 2). Не са много по-различни нещата и на сегашния етап, особено на фона на бавното излизане от рецесията.

Таблица 4

Възвръщаемост на собствения капитал (ROE) на група публични дружества на БФБ за периода 2007-2011 г. (%)

Фирма	Година	2007	2008	2009	2010	2011	Средна аритметична	Медиана
Монбат		19.94	27.14	14.44	11.29	6.29	15.82	14.44
М+С Хидравлик		12.55	18.54	0.10	18.34	29.18	15.74	18.34
ХЕС		10.26	13.28	0.54	6.44	10.46	8.20	10.26
Елхим Искра		13.67	17.57	9.01	13.41	9.49	12.63	13.41
Спарки Елтос		9.95	10.08	-12.00	-8.92	-2.24	-0.63	-2.24
Арома		7.25	2.91	3.54	-0.62	1.10	2.84	2.91
Българска роза		7.17	3.35	4.05	5.14	4.36	4.81	4.36
Унифарм		3.34	9.98	11.45	7.57	12.53	8.97	9.98
Каолин		14.95	7.57	6.20	6.56	7.18	8.49	7.18
Балканкар		2.86			9.12	22.42	11.47	9.12
Средна аритметична		10.19	12.27	4.15	6.83	10.08	8.83	
Медиана		10.11	10.08	4.05	7.07	8.34		9.55

Източник: <http://www.bse-sofia.bg>, <http://www.infostock.bg>.

В табл. 4 са показателите ROE за периода 2007-2011 г. на 10 публични дружества на БФБ, повечето от които са в подотрасъл „Производство на машини и оборудване”. Показателят ROE за целия период е със средна аритметична 8.83% и медиана 9.55%. Само за 2011 г. средната аритметична на ROE за десетте дружества е 10.08%, а медианата е 8.34%. В същото време изчислената изисквана норма на възвръщаемост от собствения капитал ( $R_E$ ) за 2011 г., отразяваща степента на риска средно за фирмите на българския капиталов пазар, е малко по-висока – 11.87% (Ненков, 2012). (Начинът на определяне на цената на собствения капитал ( $R_E$ ) ще бъде коментиран по-нататък). Трябва да се има предвид, че това е оптимистичен вариант на цена на собствения капитал за нашите условия, т.е. тя е занижена, понеже не е включена премията за риск за по-малкия размер на българските фирми. Въпреки това, така изчислената  $R_E$  е по-висока от ROE за 2011 г. на групата от десет разгледани дружества. Налице е отрицателен спред между тези две фундаментални променливи. Това свидетелства, че общо за групата фирми се е получила ситуация на *лош растеж*, т.е. високата норма на реинвестиране на печалбата би трябвало да намалява стойността на обикновените акции. Политиката на интензивен растеж е имала положително влияние върху стойността на акциите само при дружествата с най-висок ROE за 2011 г. – „Монбат”, „М+С Хидравлик” и „Елхим-Искра”.

### 3. Настояща стойност на възможностите за растеж (PVGO)

От дискутирания в точка 1 модел “доходност плюс растеж” (формула 1) стана ясно, че възвръщаемостта за притежателите на обикновени акции е в две основни форми – *дивидентна възвръщаемост и капиталови печалби (капиталово нарастване)*. Първата представлява съотношението между очаквания дивидент и сегашната цена на една акция, т.е.:

$$R_{\text{дивидентна}} = \frac{DIV_1}{P_0} \quad (2)$$

където:

$DIV_1$  е очакваният дивидент след една година;

$P_0$  – сегашната пазарна цена на една акция.

Втората форма е съотношение между очакваното нарастване на цената на една акция и сегашната ѝ цена, т.е.:

$$R_{\text{капиталова}} = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \quad (3)$$

където:

$P_1$  е очакваната пазарна цена на една акция след една година;

$P_0$  – сегашната пазарна цена на една акция.

В дългосрочен план капиталовата възвръщаемост намира синтезиран израз в очаквания средногодишен темп на нарастване на дивидентите –  $g$ . Така моделът “доходност плюс растеж” може да бъде представен алтернативно по следния начин:

$$\begin{aligned} R_E &= \frac{DIV_0 \times (1 + g)}{P_0} + g = \\ &= \text{дивидентна възвръщаемост} \\ &\quad + \text{капиталова възвръщаемост} \quad (4) \end{aligned}$$

При различните акции комбинациите между дивидентна възвръщаемост и капиталова възвръщаемост варират в широки граници и са много динамични. При едни акции почти цялата възвръщаемост е по линия на текущите дивиденти, а при други се дължи на капиталовата възвръщаемост, т.е. на очаквания растеж. На тази база обикновените акции се разделят на два типа: *акции на растежа (growth stocks)* и *акции на текущия доход (income stocks)* (Brealey, Myers, Allen, 2008).

*Акциите на растежа* се купуват предимно заради очакваните капиталови печалби. При тях инвеститорите се интересуват основно от растежа на бъдещите доходи през годините, а не толкова от дивидента за следващата година. При *акциите на текущия доход* интерес представляват преди всичко изплащаните парични дивиденти. Според

предпочитания тип акции и инвестирането се дели на два основни типа: **инвестиране в акции на растежа (growth investing)** и **инвестиране в акции на текущия доход (income investing)** (O'Shaughnessy, 2005). Съответно, в зависимост от прилаганата инвестиционна стратегия, разграничаваме два типа инвеститори: **инвеститори в акции на растежа (growth investors)** и **инвеститори в акции на текущия доход (income investors)**.

Важен въпрос, който вълнува всеки анализатор или друг съпричастен към инвестициите в акции, е коя от двете стратегии е по-успешна. Акции на растежа (от растежен тип) се отличават с високи коефициенти РЕ (цена-печалба). Това е разбираемо, доколкото при тях текущият доход (печалба) на една акция обикновено е сравнително нисък, а той е в знаменателя на коефициента. Същевременно пазарната цена на акцията, която е в числителя, е висока заради очаквания растеж. Коефициентът РЕ е исторически най-старият измерител за това колко евтино или скъпо струва една акция в сравнение с останалите. Той представлява стандартизираната цена на една акция, изразена в пъти печалба. От това следва, че акциите от растежен тип се търгуват скъпо на фондовите пазари, т.е., колкото по-висок е текущият РЕ, толкова повече плащат инвеститорите за единица печалба. Причината, поради която част от инвеститорите са склонни да плащат над средната цена за единица текуща печалба, е коментираното вече очакване за висок растеж в бъдеще. Поради тази причина повечето специалисти отъждествяват високите РЕ коефициенти с инвестирането в акции на растежа.

В същото време инвеститорите, които купуват акции с ниски РЕ, са убедени, че правят много изгодни сделки. Според тях когато една акция е с висок РЕ коефициент, купувачите ѝ имат нереалистични очаквания за растежа на печалбата, а оттам и цената на тази акция е нереално висока. Привържениците на ниските РЕ коефициенти твърдят, че когато една акция е с нисък РЕ, то нейната цена е неоснователно занижена и когато печалбите се стабилизират, цената им също ще поеме нагоре. Тези инвеститори обикновено се възприемат като инвеститори в акции на текущия доход (O'Shaughnessy, 2005).

Джеймс О'Шонеси разделя акциите на американския пазар на обикновени акции на два типа – с високи и с ниски РЕ коефициенти, след което анализира представянето им в периода декември 1951 – декември 2003 г. Изследването е в два варианта – на базата на всички търгувани акции и на базата на акциите на най-големите компании. Резултатите от изследването и при двата варианта сочат, че акциите с ниски РЕ (т.е. акциите на текущия доход) са се представили много по-добре от тези с високи РЕ (т.е. акциите на растежа). Възвръщаемостта на акциите на текущия доход е значително по-висока от средната за пазара, при съответстващо по-високо стандартно отклонение, което води до почти същия коефициент на Шарп (Sharpe Ratio) като средния за пазара. При акциите от растежен тип картината е много по-неблагоприятна – възвръщаемостта е по-ниска от средната за пазара, стандартното отклонение е по-високо, което води до почти два пъти по-нисък коефициент на Шарп. Накрая О'Шонеси заключава, че купуването на акции с високи РЕ коефициенти (т.е. акции на растежа) е опасно начинание (O'Shaughnessy, 2005).

Влиянието на очаквания растеж е полезно за анализ не само по отношение на нормата на възвръщаемост на обикновените акции, а и по отношение на настоящата стойност и пазарната цена на една акция. Тези неща са неразривно свързани. Във връзка с това Брийли, Майърс и Ален обясняват една сравнително нова категория във финансовия мениджмънт – **Настоящата стойност на възможностите за растеж (Present Value of Growth Opportunities – PVGO)** (Brealey, Myers, Allen, 2008). Става въпрос за конкретния принос на очаквания растеж в сегашната цена на обикновената акция.

Да допуснем, че една компания планира да изплаща цялата нетна печалба на една акция като дивидент (т.е.  $DIV = EPS$ ). При равни други условия това означава, че реинвестираната печалба ще е нула, а оттам и очакваният темп на нарастване на печалбата също ще е нула ( $g = 0$ ). Така моделът на Гордън за определяне на сегашната цена на една акция придобива следния вид:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r-g} = \frac{EPS_1}{r} \quad (5)$$

където:

$DIV_1$  – очакваният дивидент след една година;

$r$  – изискваната норма на възвръщаемост от акциите (цената на собствения капитал);

$g$  – очакваният темп на нарастване на дивидентите;

$EPS_1$  – очакваната нетна печалба на една акция след една година.

Вижда се, че при подобно допускане – за нулев растеж, цената на обикновената акция е просто равна на капитализираната нетна печалба на една акция ( $EPS_1/r$ ). Полученият резултат показва колко би струвала цената на една акция, ако игнорираме политиката на реинвестиране и растеж. След като знаем действителната пазарна цена на акцията, можем да определим каква част от нея се дължи на очаквания растеж. Това става като от сегашната пазарна цена извадим капитализираната нетна печалба на една акция ( $(EPS_1/r)$ ). Полученият резултат е **настоящата стойност на възможностите за растеж – PVGO**.

По този начин цената на една обикновена акция може да бъде представена като сума от два компонента (Brealey, Myers, Allen, 2008):

**Цена на 1 акция = Настоящата стойност (PV) на нетния доход (EPS) без растеж + Настоящата стойност на възможностите за растеж (PVGO)**

или

$$P_0 = \frac{EPS_1}{r} + PVGO \quad (6)$$

Нека да вземем разгледания пример в **точка 2**, илюстриращ как се отразява политиката на висок растеж върху стойността на една обикновена акция на фирмата.

Ще използваме последния вариант – за случая с фирма „СВА ” АД. Това е вариантът на добър растеж, показан в табл. 3. Параметрите са както следва:

Коефициент на възвръщаемост на собствения капитал (ROE) = 15%,

Цена на собствения капитал ( $R_E$ ) = 12%,

Целеви темп на растеж = 10%,

Коефициентът на задържане ( $b$ ) = 0.667 ( $g/ROE=10\%/15\%=0.667$ ),

Очакван нетен доход на една акция ( $EPS_1$ ) = 6 лева,

Очакван дивидент на една акция = 2 лева ( $EPS \times (1-b)=6 \times (1-0.667)=2$ ).

При това положение цената на една акция по модела на Гордън следва да е:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r-g} = \frac{2}{0,12-0,10} = 100 \text{ лева}$$

Капитализираната стойност на нетния доход без растеж е:

$$\frac{EPS_1}{r} = \frac{6}{0,12} = 50 \text{ лева}$$

Както стана въпрос, PVGO е разликата между пазарната цена на акцията и капитализираната стойност на нетния доход без растеж. В този случай:

$$PVGO = P_0 - \frac{EPS_1}{r} = 100 - 50 = 50 \text{ лева}$$

Представена като сума от двата компонента, цената на една акция на „СВА“ АД ще изглежда по следния начин:

$$P_0 = \frac{EPS_1}{r} + PVGO = \frac{6}{0,12} + 50 = 50 + 50 = 100 \text{ лева}$$

В този конкретен случай приносът на всеки компонент в общата стойност на една акция е по 50%. Това е последната от петте разгледани комбинации за акциите на фирма „СВА“ АД, представени в табл. 5. (Те от своя страна са на базата на варианта в табл. 3 от предходната точка.) В табл. 5 цената на една акция е изчислена по модела на постоянно нарастващите дивиденди. След това е изчислена капитализираната стойност на нетната печалба на една акция, а PVGO е разликата между двете.

При първата комбинация приносът на PVGO в стойността на акцията разбираемо е равен на нула, поради това, че предвижданият растеж е нула (на първия ред на таблицата). С увеличаването на целевия темп на растеж, респективно и на реинвестираната печалба, PVGO нараства последователно на 2, 7.14, 14 и 50 лв. Така и приносът на PVGO като процент в общата стойност на акцията нараства съответно на 3.85, 12.50, 21.88, 50%.

Таблица 5  
Настояща стойност на възможностите за растеж на акциите на „СВА” АД (лв.)

Целеви темп на растеж (%)	Коефициент на задържане (%)	Нетен доход на 1 акция	Очакван дивидент	Цена на 1 акция	Цена на собствения капитал (%)	Капитализиран EPS <sub>1</sub>	PVGO	PVGO, като % от цената на акцията (%)
G	B	EPS <sub>1</sub>	DIV <sub>1</sub>	P <sub>0</sub>	r	EPS <sub>1</sub> /r	P <sub>0</sub> -EPS <sub>1</sub> /r	PVGO/P <sub>0</sub>
0.00	0.00	6.00	6.00	50.00	12.00	50.00	0.00	0.00
2.00	13.33	6.00	5.20	52.00	12.00	50.00	2.00	3.85
5.00	33.33	6.00	4.00	57.14	12.00	50.00	7.14	12.50
7.00	46.67	6.00	3.20	64.00	12.00	50.00	14.00	21.88
10.00	66.67	6.00	2.00	100.00	12.00	50.00	50.00	50.00

Интересно е да се знае кой е *източникът* на PVGO. Това е очакваната *нетна настояща стойност* (NPV<sub>1</sub>), получена от планираното реинвестиране на част от нетната печалба (доход) на една акция (EPS<sub>1</sub>). Самата PVGO всъщност представлява капитализираната NPV<sub>1</sub> т.е. (Brealey, R., Myers, S., Allen, F., 2008):

$$PVGO = \frac{NPV_1}{r-g} \quad (7)$$

Важно е да се има предвид, че не става въпрос за еднократно реинвестиране, а за политика на продължаващо, устойчиво реинвестиране на част от печалбата, което осигурява темп на нарастване (g). Показателят NPV<sub>1</sub> се получава като разлика между настоящата стойност на прогнозираната допълнителна печалба от реинвестирането на част от EPS<sub>1</sub> и размера на инвестицията (реинвестираната печалба - EPS<sub>1</sub>×b):

$$NPV_1 = -Investment + PV = -EPS_1 \times b + \frac{(EPS_1 \times b) \times ROE}{r} \quad (8)$$

От своя страна допълнителната нетна печалба е функция на размера на реинвестираната печалба (EPS<sub>1</sub>×b) и нормата на възвръщаемост на тази инвестиция (ROE). В разгледания пример планираният коефициент на задържане (b) е 0.667, а ROE е 15% (табл. 5). При тези параметри реинвестираната печалба е 4 лв., допълнителната нетна печалба от реинвестирането възлиза на 0.60 лв., а NPV<sub>1</sub> е равна на 1 лев.

$$\begin{aligned} NPV_1 &= -EPS_1 \times b + \frac{(EPS_1 \times b) \times ROE}{r} \\ &= -6,00 \times 0,667 + \frac{(6,00 \times 0,667) \times 0,15}{0,12} = 1,00 \text{ лев} \end{aligned}$$

При норма на дисконтиране (r) от 12% и темп на растеж (g) от 10%, PVGO на „СВА” АД е:

$$PVGO = \frac{NPV_1}{r-g} = \frac{1,00}{0,12 - 0,10} = 50,00 \text{ лева}$$

Категорията PVGO е много подходяща за свързване на концепцията на нетната настояща стойност за вземане на решение на ниво отделен проект с анализа на политиката на реинвестиране на ниво на компанията. Известно е, че нетната настояща стойност може да заема стойности по-големи от нула, равни на нула и по-малки от нула. От тук следва, че и PVGO може да е положителна, нула или отрицателна. Всичко зависи от това дали нормата на възвръщаемост на реинвестираната печалба е по-висока, равна или по-ниска от изискваната норма на възвръщаемост (цената на собствения капитал), което може да се види в следващите версии на примера за реализация на политиката на растеж. В табл. 6 е представен вторият вариант – за фирма „BAC” АД, при който  $ROE = r = 12\%$ .

Таблица 6  
Настояща стойност на възможностите за растеж на акциите на „BAC” АД (лв.)

Целеви темп на растеж (%)	Коефициент на задържане (%)	Нетен доход на 1 акция	Очакван дивидент	Цена на 1 акция	Цена на собствения капитал (%)	Капитализиран $EPS_1$	PVGO	PVGO, като % от цената на акцията
G	B	$EPS_1$	$DIV_1$	$P_0$	R	$EPS_1/r$	$\frac{P_0 - EPS_1/r}{EPS_1/r}$	$PVGO/P_0$
0.00	0.00	6.00	6.00	50.00	12.00	50.00	0.00	0.00
2.00	16.67	6.00	5.00	50.00	12.00	50.00	0.00	0.00
5.00	41.67	6.00	3.50	50.00	12.00	50.00	0.00	0.00
7.00	58.33	6.00	2.50	50.00	12.00	50.00	0.00	0.00
10.00	83.33	6.00	1.00	50.00	12.00	50.00	0.00	0.00

От последните две колони на таблицата се вижда, че PVGO винаги е равна на нула, както и приносът ѝ за стойността на акцията, независимо от целевия темп на растеж и коефициента на задържане. Това се дължи на факта, че „произвежданата“  $NPV_1$  е равна на нула, т.е. капитализираната стойност на допълнителната печалба от реинвестирането е равна на стойността на реинвестираната печалба. Така, ако вземем отново последната комбинация, резултатът е както следва:

$$NPV_1 = -EPS_1 \times b + \frac{(EPS_1 \times b) \times ROE}{r}$$

$$= -6,00 \times 0,883 + \frac{(6,00 \times 0,883) \times 0,12}{0,12} = 0,00 \text{ лева}$$

В табл. 7 е представен и трети вариант – за фирма „ABC” АД, при който  $ROE = 12\%$ , а  $r = 15\%$  (Този вариант всъщност съответства на първия разгледан вариант в точка 2). При него най-добра се оказва първата комбинация, при която 100% от  $EPS_1$  се разпределя като дивиденти и нищо не се инвестира. В резултат на това PVGO е равна на нула. При всички останали комбинации между дивиденти и задържана печалба, PVGO е отрицателна. Колкото по-голяма част от печалбата се реинвестира, толкова по-отрицателна става PVGO, която се дължи на политиката на „лош растеж“, водеща до отрицателна  $NPV_1$ .



Таблица 7

Настояща стойност на възможностите за растеж на акциите на „ABC” АД (лв.)

Целеви темп на растеж (%)	Коефициент на задържане (%)	Нетен доход на 1 акция	Очакван дивидент	Цена на 1 акция	Цена на собствения капитал (%)	Капитализиран EPS <sub>1</sub>	PVGO	PVGO, като % от цената на акцията
G	B	EPS <sub>1</sub>	DIV <sub>1</sub>	P <sub>0</sub>	r	EPS <sub>1</sub> /r	P <sub>0</sub> -EPS <sub>1</sub> /r	PVGO/P <sub>0</sub>
0.00	0.00	6.00	6.00	40.00	15.00	40.00	0.00	0.00
2.00	16.67	6.00	5.00	38.46	15.00	40.00	-1.54	-4.00
5.00	41.67	6.00	3.50	35.00	15.00	40.00	-5.00	-14.29
7.00	58.33	6.00	2.50	31.25	15.00	40.00	-8.75	-28.00
10.00	83.33	6.00	1.00	20.00	15.00	40.00	-20.00	-100.00

Ако отново вземем за пример последната комбинация – с най-висок целеви темп на растеж, резултатите са както следва:

$$NPV_1 = -EPS_1 \times b + \frac{(EPS_1 \times b) \times ROE}{r}$$

$$= -6.00 \times 0.833 + \frac{(6.00 \times 0.833) \times 0.12}{0.15} = -1.00 \text{ лв.}$$

Съответно PVGO = -20 лв. и този отрицателен принос води до намаляване на стойността на една акция от 40 лв. при политиката на нулев растеж, до 20 лв. при политиката на висок растеж.

Определянето на PVGO и на относителния ѝ принос в общата стойност на акциите е полезно за изясняването на това кои от тях са *акции на растежа (growth stocks)* и кои са *акции на текущия доход (income stocks)*. Брийли, Майърс и Ален дават пример с две групи компании, разделени според относителния дял на PVGO в общата им пазарна цена. Те са показани в табл. 8 (Brealey, Myers, Allen, 2008).

Таблица 8

Групи акции според приноса на PVGO в цената

Акция	Цена на 1 акция	Нетен доход на 1 акция (EPS)	Цена на собствения капитал – r	Капитализиран EPS (EPS/r)	PVGO = P-EPS/r	PVGO, като % от цената на акцията
1	2	3	4	5	6	7
<i>Акции на текущия доход</i>						
Cummins, Inc (\$)	118.18	12.03	0.157	76.62	41.56	35
Dow Chemical (\$)	39.90	4.11	0.125	32.88	7.02	18
Unilever (£)	14.16	0.896	0.091	9.85	4.31	30
Scottish Power (£)	7.40	0.462	0.097	4.76	2.64	36
<i>Акции на растежа</i>						
Microsoft (\$)	29.86	1.57	0.123	12.76	17.10	57
Starbucks (\$)	35.42	0.985	0.092	10.71	24.71	70
e2v Technologies (£)	3.80	0.234	0.150	1.56	2.24	59
Logica (£)	1.85	0.111	0.159	0.70	1.15	62

Акциите на първата група от четири компании – две американски и две британски, са определени като акции на текущия доход. Аргументът е, че относителният дял на PVGO в цената на 1 акция е относително нисък – движи се между 18 и 36%. Тук попадат Cummins, Inc., Dow Chemical, Unilever и Scottish Power. Акциите на втората група – отново две американски и две британски, са определени като акции на растежа поради високия дял на PVGO в пазарната цена – над 50%. Той е 57% при Microsoft, 59% при e2v Technologies, 62% при Logica и 70% при Starbucks.

#### 4. Проблемни аспекти на реализирането на добър растеж

От дискутираните дотук въпроси стана ясно, че политиката на растеж на една компания по същество опира до компромис (trade-off) – по-ниски парични потоци сега за сметка на по-високи парични потоци в бъдеще. Асуат Дамодаран анализира същите проблеми по аналогичен начин, но на ниво цяло предприятие, като говори за **стойност на растежа (value of growth)**. Това всъщност е аналогично на анализираната вече PVGO. За целта той разделя активите на една компания на две части: **активи на място (assets in place)** и **активи на растежа (growth assets)** (Damodaran, 2012). Първите са активите в употреба, създаващи паричните потоци на настоящия етап. Втората част са бъдещите активи, които ще се придобият в резултат на реинвестирането на част от печалбата. От тях се очаква да създават допълнителни парични потоци в бъдеще. За определяне на **стойността на растежа** е необходимо да определим поотделно:

- 1) оперативната стойност на компанията (PV) при реално провежданата политика на растеж;
- 2) стойността на активите на място, т.е. оперативната стойност на компанията при допускането за нулев растеж.

Да разгледаме една компания „XYZ” със следните параметри:

Инвестиран капитал (IC) = 50 000 000 лева  
 Коефициент на възвръщаемост на инвестиция капитал (ROIC) = 15%  
 Цена на инвестиция капитал (WACC) = 10%  
 Целеви темп на растеж (дългосрочен) = 5%  
 Коефициентът на реинвестиране на NOPLAT (b) = 0.333 ( $g/ROIC=5\%/15\%=0.333$ )  
 Очаквана нетна оперативна печалба ( $NOPLAT_1$ ) = 7 500 000 лева ( $IC \times ROIC$ ).

Оперативната стойност следва да е:

$$\begin{aligned}
 \text{Operating Value} &= \frac{NOPLAT_1 \times (1 - g/ROIC)}{WACC - g} \\
 &= \frac{7\,500\,000 \times (1 - 0.05/0.15)}{0.10 - 0.05} = \frac{5\,000\,000}{0.10 - 0.05} \\
 &= 100\,000\,000 \text{ лева}
 \end{aligned}$$

Стойността на активите на място е:

$$\text{Value of Assets in Place} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{WACC}} = \frac{7\,500\,000}{0,10} = 75\,000\,000 \text{ лева}$$

Стойността на растежа (value of growth) е разликата между така определените оперативна стойност и стойност на активите на място:

$$\begin{aligned} \text{Value of Growth} &= \text{Operating Value} - \text{Value of Assets in Place} \\ &= 100\,000\,000 - 75\,000\,000 = 25\,000\,000 \text{ лева} \end{aligned}$$

Дамодаран изтъква три съществени компонента (детерминанти), които предопределят стойността на растежа (Damodaran, 2015):

- ниво (темп) на растежа;
- продължителност на растежа;
- възвръщаемост на допълнително инвестиция капитал.

#### Ниво (темп) на растежа

По отношение на първата детерминанта – **темп на растежа**, най-чест проблем са прекалено оптимистичните стойности, които се задават в прогнозните модели. Една от причините за това е т. нар. “wishful thinking” (пожелателно мислене) при изготвянето на много от разчетите за бъдещите приходи и разходи за отделни проекти или за компанията като цяло. Когато една компания е с висок текущ темп на нарастване (g), най-често при прогнозирането взема връх изкушението този темп да се екстраполира в дългосрочен план. На базата на своите наблюдения и изследвания Коупланд, Мърин и Колер стигат до извода, че в исторически план „анализаторите са показали твърде ограничени умения в прогнозирането на ценовите промени на акциите на S&P 500“. Освен това те обикновено допускат постоянен темп (g) до безкрай (Copeland, Koller, Murrin, 2000). Колер, Гьодхарт и Уесълс отбелязват, че според преобладаващото мнение на специалистите, анализаторите се фокусират върху краткосрочния темп и прогнозите им за (g) са силно изкривени нагоре (Koller, Goedhart, Wessels, 2005).

При определянето на бъдещия очакван темп на растеж на една компания е необходим преди всичко реализъм. Това означава да се вземат под внимание фундаменталните ограничители на растежа, които биха могли да се разделят на външни и вътрешни. Важен ограничител е общият пазарен обем, в комбинация с пазарния дял, на който разчита съответната компания. Пазарът в масовия случай е ограничен, дори и когато нараства. Не трябва да се забравят и конкурентите, които също се борят за по-висок пазарен дял. В краткосрочен план може и да се откриват атрактивни пазарни ниши пред фирмата, но те рядко се задържат за дълго, предвид свободното движение на капитали. Всяко правило си има изключения, налице са редица примери за необичайно висок продължителен растеж, но все пак това са изключения. Става въпрос за компаниите, които са в състояние да поддържат трайни конкурентни

предимства, или както се изразява Уорън Бъфет, имат „икономически ров“ (Brush, 2011).

Освен пазарът като външен ограничител, важен фактор е капацитетът на самата фирма да генерира растеж. Във връзка с това препоръваният начин за определяне на бъдещия темп на растеж е като *вътрешен темп*, понеже той отчита реалните възможности на фирмата. Извеждането на вътрешния темп ( $g$ ) беше показано в началото на предходната точка – като функция на целевия темп на растеж и възвръщаемостта на собствения капитал (т.е.  $g=ROE \times b$ ). Така на ниво собствен капитал (или на една акция), ако  $ROE=15\%$ , а  $b=0.60$ , възможният темп на растеж ще е не повече от:

$$g = ROE \times b = 15,00\% \times 0,60 = 9,00\%$$

Прогноза над тази стойност би била нереалистична.

Вътрешният темп на растеж всъщност е темпът, който компанията може да постигне без мобилизирането на средства от външни източници. Ако планираме растежа на активите на тази база, той ще е (Brealey, Myers, Allen, 2008):

$$\text{Вътрешен темп на растеж (g)} = \frac{\text{задържана нетна печалба}}{\text{нетни активи}}$$

С други думи, тази задържана нетна печалба ще бъде инвестирана в нови активи, които да „произведат“ допълнителни приходи, а оттам и бъдещата допълнителна печалба. При равни други условия темпът на нарастване на нетната печалба следва да е равен на темпа на нарастване на активите и приходите. Като умножим числителя и знаменателя в горния израз по нетната печалба (NI) и собствения капитал (E), можем да добием по-пълна представа за детерминантите на вътрешния темп на растеж. Изразът придобива следния вид (Brealey, Myers, Allen, 2008):

$$\begin{aligned} \text{Вътрешен темп на растеж (g)} &= \\ &= \frac{\text{задържана нетна печалба}}{\text{нетна печалба}} \times \frac{\text{нетна печалба}}{\text{собствен капитал}} \\ &\quad \times \frac{\text{собствен капитал}}{\text{нетни активи}} \\ &= \text{коэффициент на задържане (b)} \times ROE \\ &\quad \times \frac{\text{собствен капитал}}{\text{нетни активи}} \end{aligned}$$

Да вземем следния пример за компания „ZYX“:

Предоставен от инвеститорите капитал = 50 000 000 лева,

Нетни активи (ДА+НОК) = 50 000 000 лева,

Дълг (D) = 20 000 000 лева,

Собствен капитал (E) = 30 000 000 лева,

Печалба преди лихви и данък (EBIT) = 6 000 000 лева,

Нетна оперативна печалба (NOPLAT) = 5 400 000 лева,

Годишни лихви = 1 800 000 лева,

Нетна печалба за акционерите (NI) = 3 780 000 лева,

Възвръщаемост на предоставения капитал (ROC) = 10.80%,

Лихвен процент по дълга = 9.00%,

Данък върху печалбата = 10.00%,

**Възвръщаемост на собствения капитал (ROE) = 12.60%,**

**Коефициент на задържане на нетната печалба NI (b) = 0.45,**

**Собствен капитал / нетни активи = 0.60.**

При тези параметри възможният темп растеж на компания „ZYX“, в резултат единствено на реинвестираната нетна печалба, следва да е:

$$\text{Вътрешен темп на растеж (g)} = 0,45 \times 12,60\% \times 0,60 = 3,40\%$$

Единствените начини за постигане на по-висок растеж при тези условия са: 1) Реинвестиране на по-висок дял от нетната печалба; 2) По-висока норма на възвръщаемост на собствения капитал; 3) По-ниско начално съотношение „дълг/собствен капитал“.

Важно е отново да се подчертае, че горният изчислен растеж от 3.40% е при допускането за нулеви емисии както на акции, така и на дълг. Реинвестирането на част от печалбата без паралелни емисии на дълг ще доведе до постепенно нарастване на относителния дял на собствения капитал за сметка на дълга, т.е. до намаляване на финансовия ливъридж. Когато финансовото ръководство на фирмата смята, че е постигнало целевата капиталова структура, то обикновено се стреми да я възпроизвежда и в бъдеще. Казано по друг начин, политиката на финансиране ще е такава, че да поддържа устойчива капиталова структура. За целта при всяко реинвестиране на част от нетната печалба трябва да се емитира съответстваща порция дълг (нито повече, нито по-малко), за да се поддържа постоянно съотношение „дълг/собствен капитал“. Така се стига до един вид **устойчив темп на растеж** – максималният темп на растеж, който фирмата може да достигне, без да увеличава финансовия ливъридж. Така за компания „ZYX“ темпът ще е (Brealey, Myers, Allen, 2008):

$$\text{Устойчив темп на растеж (g)} = \text{коефициент на задържане (b)} \times \text{ROE}$$

=

$$= 0,45 \times 12,60\% = 5,67\%$$

### *Продължителност на растежа*

Втората детерминанта на *стойността на растежа* – **продължителност на растежа**, е не по-малко важна. Голяма част от грешките по отношение на темпа (нивото) на растеж са пряко свързани с нея, поради прекалено продължителното екстраполиране на първоначалния висок темп. Една от причините е свързана с игнорирането на нарастващата база, върху която се изчислява темпът на растеж за по-отдалечените в бъдещето периоди. При бързо развиващи се, наскоро стартирали компании, първоначалната база за изчисляване на темповете на растеж на активите, приходите и печалбите е изключително ниска. Тогава дори и скромният в абсолютно изражение растеж води до висок относителен темп на нарастване. С нарастващата база обаче, особено при бърз растеж, нещата в следващите години много сериозно се променят и това трябва да бъде отчетено. Много редки са случаите, когато една компания успява да поддържа внушителен растеж за дълъг период от време. Често даван пример в това отношение е компания Гугъл, но дори и при нея ясно се забелязва ефектът на нарастващата база.

В табл. 9 е показано точно това внушително нарастване на приходите й. Нарастването в абсолютно изражение през втората половина на десетгодишния период е много по-голямо в сравнение с това през първата половина. Така през 2002 г. то е само 354 млн., през 2003 г. – 1724 млн., а през 2007 вече е 5988 млн. Независимо от това, при темпа на нарастване (в процентно изражение) нещата са точно противоположни. През 2002 г. процентното нарастване спрямо 2001 г. е цели 411.63%, през 2003 г. е 232.95%, през 2004 г. е 117.68%. С всяка следваща година темпът на нарастване отбелязва сериозен спад, за да слезе до 23.97% през 2010 г., което е в резултат на *нарастващата база (ефекта на мащаба – scaling growth)*. Колкото по-голямо е нарастването, толкова по-бързо расте и базата за изчисляване на темпа на растеж през следващите години. Немалка част от анализаторите и инвеститорите са склонни да екстраполират високия темп (g) от първите години на висок растеж за дълъг период в бъдеще. В този случай, както се вижда от таблицата, средно геометричният темп на нарастване, от точка до точка, за периода 2001-2010 г. е 91.17%. Той е висок най-вече поради екстремно високите годишни темпове в началото. Не са редки случаите, когато в прогнозите неоснователно се залага подобен висок темп в средносрочен план. В подобни случаи много по-показателен за бъдещия възможен растеж е темпът от последните години, имплицитно отчитащ нарасналата база. От таблицата се вижда също и изчисленият средно геометричен темп, от точка до точка, за втората част на периода 2006-2010 г. Той разбираемо е значително по-скромен – 28.95%.

Във фиг. 1 нагледно са илюстрирани коментираните особености и ефекта на нарастващата база. Долната част на стълбовете (в синьо) отразява само част от годишните приходи, без нарастването спрямо предходната година. Затова числата върху синята част на стълбовете се явяват равни на приходите от предходната година. Горната част на стълбовете (в кафяво-червено), изразява нарастването спрямо предходната година. Същото важи и за числата върху тях – те показват размера на това нарастване както в абсолютно изражение, така и в процент. Както

стана ясно по-горе, процентите намаляват значително надясно по графиката, независимо че нарастването в абсолютно изражение става все по-голямо.

Таблица 9

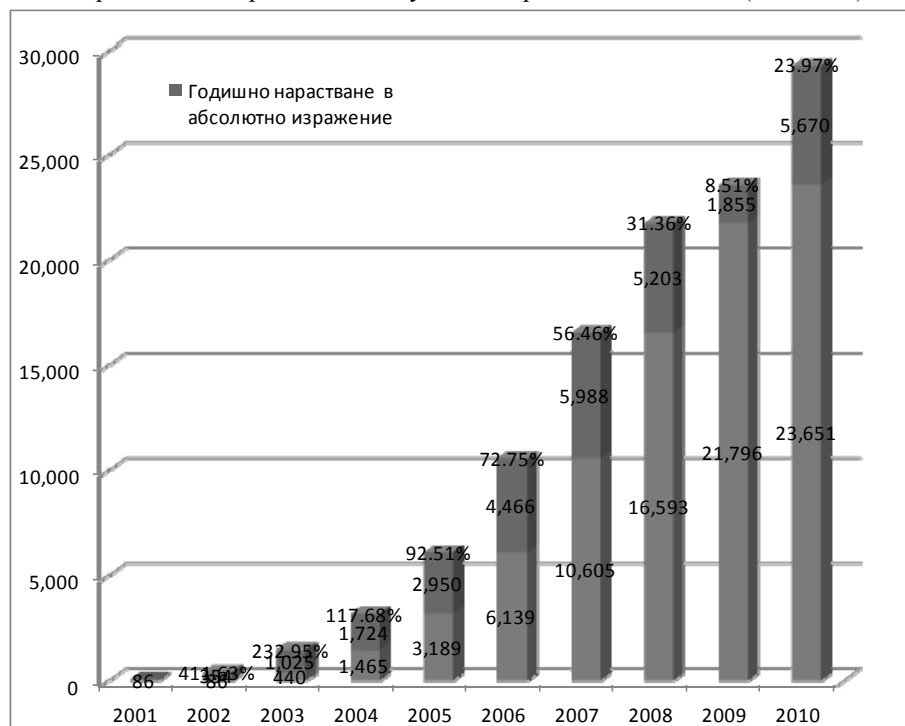
Нарастване на приходите на Гугъл за периода 2001-2010 г. (млн. дол.)

Година	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Годишни приходи	86	440	1 465	3 189	6 139	10 605	16 593	21 796	23 651	29 321
Годишно нарастване (абсолютно изражение)		354	1 025	1 724	2 950	4 466	5 988	5 203	1 855	5 670
Темп на нарастване (%)		411.63	232.95	117.68	92.51	72.75	56.46	31.36	8.51	23.97
Средно геометричен темп на нарастване 2001-2010 г. (%)		91.17								
Средно геометричен темп на нарастване 2006-2010 г. (%)		28.95								

Източник: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Фигура 1

Нарастване на приходите на Гугъл за периода 2001-2010 г. (млн. дол.)



### Възвръщаемост на допълнително инвестиция капитал

Третата детерминанта на *стойността на растежа* е нормата на **възвръщаемост на допълнително инвестиция капитал**. От дискутирания начин на извеждане на вътрешния темп на растеж стана ясно, че нормата на възвръщаемост на допълнително направените инвестиции е ключова за бъдещия темп на растеж, както и за продължителността на растежа. Високата норма на възвръщаемост на новите инвестиции дава възможност за висок растеж при относително ниска норма на реинвестиране на печалбата, водещо до голяма стойност на растежа.

Когато една фирма е с много добри текущи финансови показатели, това неизменно включва относително висока текуща *норма на възвръщаемост* както на ниво цяло предприятие (ROIC), така и на ниво собствен капитал (ROE). В подобни ситуации е естествен стремежът на мениджмънта на тази фирма да търси възможности за разширяване на базата за реализиране на печалба, т.е. за мултиплициране на високите финансови резултати, посредством инвестиране в нови доходноосни проекти. Проблемът пред всички мениджъри в това отношение е, че достъпните за инвестиране проекти с голяма доходност са винаги ограничени. Насочването на капитали е първо към проектите с най-висока възвръщаемост и така тези ниши бързо се запълват. Следващите възможности са за проекти с по-скромна възвръщаемост. С други думи, **маргиналната норма на възвръщаемост (маргинална ROIC)** от всяка следваща инвестиция постепенно намалява. Налага се мениджърите да се задоволяват с все по-ниска доходност от допълнителните инвестиции. Колкото по-агресивна е една компания по отношение на инвестициите с цел растеж, толкова повече се сблъсква с инвестиционни варианти с намаляваща маргинална възвръщаемост. Това е илюстрирано на фиг. 2. Ако първите одобрени проекти предлагат ROIC от 15%, то следващите вече ще предлагат по-скромна норма, като например 13%. По-нататъшното разпространение върху нови проекти в най-честия случай води до още по-ниска възвръщаемост.

Фигура 2





Възможностите за нови инвестиции пред компаниите, в преследването на разширяване и растеж, се свеждат до два основни варианта: 1) *сливания и придобивания* на други компании (*M&A*) и 2) *вътрешни инвестиции в собствения бизнес*, т.е. т. нар. *органичен растеж (organic growth)*.

*Сливанията и придобиванията* на други компании са привлекателна алтернатива за мениджърите пред намирането и реализацията на рентабилни проекти за развитие на собствения бизнес. Затова честа причина за придобиването на други бизнеси е липсата на атрактивни варианти за вътрешни инвестиции, в които да се насочат свободните парични ресурси. Да допуснем, че ръководството на компанията иска да излезе на даден пазар с иновативен продукт. Компанията обаче не притежава необходимия капацитет да разработи продукта достатъчно бързо, за да реализира висока възвръщаемост от инвестицията. В подобни ситуации, най-добрият начин е да се придобие малка компания, която вече е в процес на разработване на такъв продукт. В други случаи, като излизането на чужд, задграничен пазар, е необходимо да се създаде квалифицирана работна сила и мрежа за продажби на място, което би отнело години. Алтернативно това би могло да се постигне само за няколко месеца посредством придобиването на подходяща местна фирма в дадения сектор.

Множество емпирични изследвания са посветени на въпроса дали сливанията и придобиванията създават стойност за акционерите. Трудно може да се оспори фактът, че те създават стойност за акционерите на придобиваните компании – за продавачите, като се има предвид, че средната премия над пазарната цена на една акция, която им се предлага, възлиза на около 30% (Koller, Goedhart, Wessels, 2005). По отношение на акционерите на придобиващите компании, т.е. на инвеститорите, изводите не са така категорични. Все пак, повечето изследвания сочат, че придобиващите компании загубват средно между 1 и 3% от пазарната цена на собствените си акции след придобиването (Koller, Goedhart, Wessels, 2005). Сравнително нисък е делът на сполучливите сливания и придобивания, които създават стойност за акционерите на придобиващите компании. Възможностите обаче за висока доходност по линия на този тип инвестиции са силно ограничени.

Когато една компания придобива друга компания, тя придобива и нейните активи, които са както материални – земя, сгради, машини, оборудване, така и нематериални – патенти, клиентела, търговска марка, ноу-хау на работната сила. Инвестиция с подобен размер може да се направи за създаване на същите активи вътрешно. Ако компанията има възможност за такъв *органичен растеж*, подобни вътрешни инвестиции обикновено носят по-висока възвръщаемост отколкото придобиванията на други фирми. И все пак, възможностите за органичен растеж не са неизчерпаеми. От един момент нататък нормата на възвръщаемост на тези инвестиции започва да намалява.

Нормата на възвръщаемост на инвестициите е функция от няколко променливи, но в най-голяма степен се влияе от маржина на печалбата – *нетния маржин* на ниво собствен капитал и *нетния оперативен маржин* на ниво инвестиран капитал. Различните отрасли и бизнеси се характеризират с различен маржин на печалбата. Ниският маржин на печалбата би трябвало да доведе до ниски ROIC и ROE. Това все още не означава, че всички компании с нисък нетен и оперативен маржин трябва да

са с лоши финансови резултати и да не създават стойност. Много компании и бизнеси разчитат на висок оборот, което често се постига за сметка на нисък оперативен маржин. Те залагат на това да са лидери по обем на продажбите. Други залагат на висок маржин, като се стремят да бъдат ценови лидери. Не винаги вторите са с по-добри резултати от първите. Тук е мястото да се отбележи, че върху възвръщаемостта влияе и друга важна променлива, която не е коментирана досега. Във връзка с това е уместно да изразим коефициентите ROIC и ROE по следния начин:

$$\begin{aligned}
 ROIC &= \frac{NOPLAT}{\text{Инвестиран капитал}} = \frac{NOPLAT}{\text{Продажби}} \times \frac{\text{Продажби}}{\text{Инвестиран капитал}} = \\
 &= \text{Нетен оперативен маржин} \times \text{Обръщаемост на капитала} \\
 ROE &= \frac{NI}{\text{Собствен капитал}} = \frac{NI}{\text{Продажби}} \times \frac{\text{Продажби}}{\text{Собствен капитал}} = \\
 &= \text{Нетен маржин} \times \text{Обръщаемост на собствения капитал}
 \end{aligned}$$

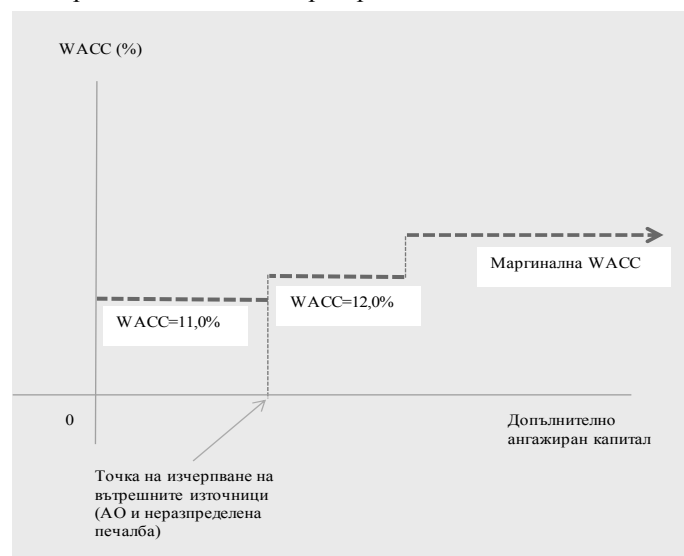
От равенствата се вижда, че въпросната променлива на ниво цяло предприятие е „*обращаемост на капитала (на инвестирания капитал)*“, а на ниво собствен капитал е „*обращаемост на собствения капитал*“. Обикновено бизнесите с нисък маржин се характеризират с по-високи коефициенти на обращаемост на общо инвестирания и на собствения капитал. Тези коефициенти компенсират ниския маржин и водят до реализирането на достатъчно висок ROIC, респективно достатъчно висок ROE. Това обяснява как компанията с нисък маржин също могат да създават икономическа добавена стойност. Проблемът е, че с осъществяването на все нови и нови инвестиционни проекти за създаване на нови продукти, фирмите излизат на нови пазари, срещат все по-силна конкуренция, което допълнително понижава оперативния и нетния маржин и/или забавя обръщаемостта на активите. Това води до необходимостта от по-големи инвестиции за единица реализирана печалба, а оттам и до постепенно намаляване на ROIC и ROE.

## 5. Маргинална цена на капитала и възвръщаемост на новите инвестиции в условията на формиращи се капиталови пазари

В предходната точка бяха разгледани *трите компонента*, от които зависи *стойността на растежа*. Една относително висока стойност на растежа обаче, сама по себе си, не гарантира създаването на *икономическа добавена стойност* за компанията, респ. реализирането на *добър растеж*. Дали това се случва на практика, зависи и от *цената*, която се плаща за растежа. Най-добър израз на това е *цената на ползания капитал*.

Фигура 3

Формиране на маргиналната WACC при привличане на допълнително финансиране



Една често срещана слабост при определянето на цената на капитала за нуждите на анализа и оценката на нови инвестиционни проекти е използването на **историческа цена**. Това е цената на осигуреното в миналото финансиране, което обикновено води до подценяване на прилаганата норма на дисконтиране, съответно до надценяване на ефективността на новите инвестиции. Инвестициите в нови проекти изискват ново финансиране, което може да се осигури от вътрешни или външни източници. Известно е, че тези вътрешни източници включват неразпределената печалба и свободните натрупани средства от амортизационни отчисления. Когато подобни вътрешни източници липсват или са недостатъчни за финансиране на капиталово-инвестиционните проекти, компанията се насочва към капиталовия пазар като емитира дългосрочни ценни книжа или сключва нови банкови заеми. **Цената на така привлечения допълнителен капитал е маргиналната цена на капитала**. Тя е много по-актуална и представителна за цената на новото финансиране, отколкото историческата цена. Привличането на допълнителни средства от капиталовите пазари обикновено води до известно увеличение на цената на финансирането. Поради тази причина маргиналната средно претеглена цена на капитала (*WACC*) е най-често по-висока от досегашната *WACC*. Това е демонстрирано на фиг. 3: Ако първоначалната *WACC*, до изчерпване на вътрешните източници на финансиране, е 11%, то с набирането на допълнителен капитал на пазара тя обикновено се покачва, примерно на 12%. При всяко следващо набиране на капитал **маргиналната WACC** се покачва допълнително.

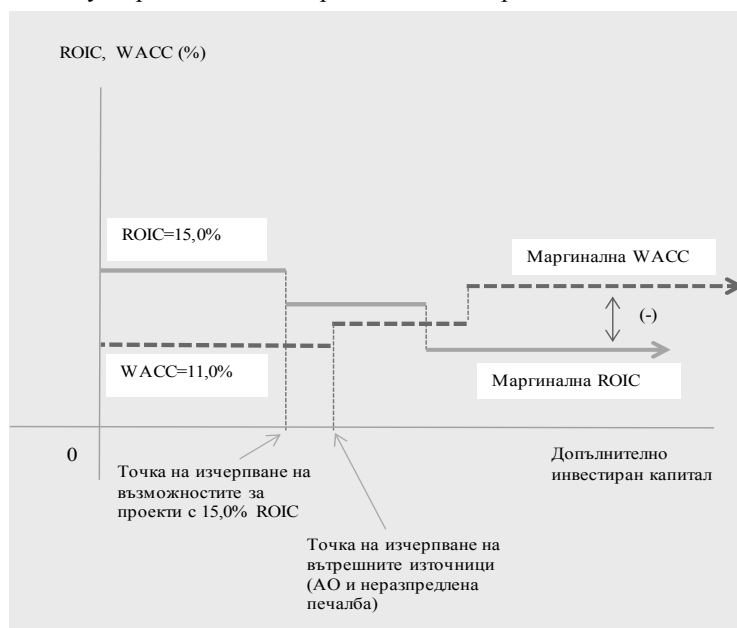
Тенденцията за нарастване на маргиналната цена на капитала се дължи основно на два фактора: *емисионните разходи* и *риска*. Така, при емисията на собствен капитал,

цената за фирмата-емитент се покачва над изискваната норма на възвръщаемост за инвеститорите в нови акции поради *емисионните разходи*. Самата изисквана норма на възвръщаемост от страна на инвеститорите също нараства поради *риска*, с който инвеститорите свързват всяка нова емисия на пазара. Колкото повече и по-големи последващи емисии осъществява една компания, толкова по-висока става изискваната норма на възвръщаемост от страна на пазара.

Така се стига до „ножицата“ между *маргиналната ROIC* и *маргиналната WACC*, която е показана на фиг. 4. Вижда се, че първо се инвестира в най-високо рентабилните проекти, когато все още и цената на капитала е относително по-ниска. В резултат на това тези инвестиции водят до добър растеж и до създаване на значителна икономическа добавена стойност. При следващата серия от проекти положителната разлика между ROIC и WACC намалява, но остава положителна до определен момент. След този момент обаче маргиналната цена на капитала се покачва над маргиналната норма на възвръщаемост от проектите и спредът между тях става отрицателен. Резултатът е, че компанията влиза в режим на *лош растеж* и започва да „изяжда“ *икономическа добавена стойност*. При всяка следваща инвестиция отрицателната разлика между ROIC и WACC нараства, заедно с произтичащите негативни ефекти.

Фигура 4

Ножица между маргиналната възвръщаемост и маргиналната цена на капитала



Коментираната ситуация е характерна както за развитите, така и за формиращите се капиталови пазари. В условията на последните обаче предизвикателствата по отношение на постигането на добър растеж са още по-големи поради една важна

особеност – по-високата цена на капитала, дължаща се на изискваната **странова премия за риск** на тези формиращи се пазари. Във връзка с това е необходимо първо да се отговори на въпроса: „Трябва ли действително да има допълнителна премия за риск за страните с формиращи се капиталови пазари?” Според някои автори (Copeland, Koller, Jack Murrin, 2000) страновият риск е диверсифицируем и не следва да има премия за риск за отделните страни. Според Райли и Браун обаче, специфична премия за риск трябва да се изчислява за инвестициите в акции за всяка страна (Reilly, Brown, 2003). Мотивът им е, че следните пет рискови компонента: бизнес риск, финансов риск, ликвиден риск, валутен риск и странови риск, са различни за различните страни. Необходимостта от премия за странови риск за формиращи се и малки пазари се споделя и от Дамодаран (Damodaran, 2002).

В България има доста несъгласни с такова разбиране, че обикновените акции на формиращи се пазари като българския са по-рискови че изискваната от тях норма трябва да съдържа по-висока рискова премия, отколкото на водещите капиталови пазари. Един от аргументите на тези участници на нашия пазар е, че финансовата криза започна именно на водещи капиталови пазари, следователно те са не по-малко рискови.

Не можем обаче да игнорираме факта, че акциите на развиващите се пазари са по-променливи и с по-високи стандартни отклонения. В подкрепа на този факт в табл. 10 са включени някои показатели за мащабите на последния срив на американските фондови пазари и на Българската фондова борса. Добре се вижда от таблицата, че нашият SOFIX е загубил много по-голяма част от стойността си, отколкото американските DJIA и S&P 500. Когато е на дъното на 24 февруари 2009 г., SOFIX е загубил 86.69% от върховата си стойност.

Таблица 10

Максимални и минимални стойности на някои индекси преди и след финансовата криза

Индекс	Дата	Върхова стойност преди кризата	Минимум	Стойност на 22.05.2015 г.
DJIA	08.10.2007 г. 02.03.2009 г. 22.05.2015 г.	14093	6626	18232.02
% от върховата стойност		100.00	47.02	129.37
Изменение (%)			-52.98	+29.37
S&P 500	08.10.2007 г. 02.03.2009 г. 22.05.2015 г.	1561.80	683.38	2126.06
% от върховата стойност		100.00	43.76	136.13
Изменение (%)			-56.24	+36.13
SOFIX	15.10.2007 г. 24.02.2009 г. 22.05.2015 г.	1952.40	259.95	484.41
% от върховата стойност		100.00	13.31	24.81
Изменение (%)			-86.69	-75.19

Източник: <http://finance.yahoo.com/q?s=%5EGSPC>, <http://www.bse-sofia.bg>.

За сравнение DJIA и S&P 500 са загубили много по-малък процент от стойността си, когато са били на дъното – съответно 52.98 и 56.24%. Нивата им към март 2013 г., когато DJIA и S&P 500 „счупиха“ рекордите отпреди кризата, на практика се възстановиха, т.е. достигат и надхвърлят 100% от максималната им стойност от 2007 г. (Ненков, 2014). Към 22 май 2015 г. DJIA е на ниво 18 232.02, възлизащо на 129.37% от върховата стойност отпреди кризата, а S&P 500 е на ниво 2126.06, възлизащо на 136.13% от върховата стойност отпреди кризата. С други думи, стойността за инвеститорите в американските индекси не само е възстановена, но те вече имат и капиталова печалба. Същевременно индексът SOFIX към 22 май 2015 г., седем години след началото на кризата, все още е на ниво 484.41. Това представлява едва 24.81% от върховата стойност, т.е. има за възстановяване още 75.19%. Не е ясно още колко години ще са необходими за да се доближат пред кризисните нива. Очертава се нещо подобно като на японския пазар на акции от 1989 г. насам (Ненков, 2007).

Вижда се, че огромната разлика между SOFIX и американските индекси е не само по отношение на мащаба на спада, а и по отношение на времето, необходимо за възстановяване не предишните нива. Това е само поредното доказателство, че цените на акциите на българския пазар са много по-променливи и рискът за инвеститорите е много по-висок. Така в крайна сметка включването на странова премия за риск при определянето на изискваната норма на възвръщаемост от инвестициите на нашия пазар се оказва напълно обосновано.

В практиката на големите международни инвеститори и консултантски компании премията за странови риск за формиращи се пазари е нещо нормално. Например, съгласно един от прилаганите подходи за изчисляване на цената на собствения капитал за различни страни от страна на *Goldman Sachs Asset Management* през 2013 г., получените стойности за развитите капиталови пазари са както следва: САЩ – 6.6%, Великобритания – 7.5%, Западна Европа (без Великобритания) – 7.4%, Япония – 4.2%. Същевременно значително по-висока е получената цена на собствения капитал на формиращи се капиталови пазари, за т.нар. BRICs – 13.2% за Бразилия, 14.6% за Китай, 13.6% за Индия и 15.8% за Русия. Това се дължи не само на по-високата очаквана инфлация в тези страни, но и на по-високата премия за риск, включваща в себе си и странова рискова премия (O'Neill, 2013). От подобен порядък трябва да е цената на капитала и на останалите формиращи се пазари, в т.ч. и България (Ненков, 2005).

С други думи, изискваната от международните инвеститори норма на възвръщаемост от инвестициите на формиращия се капиталов пазар на България е значително по-висока от тази на развитите капиталови пазари. Във връзка с това цената на собствения капитал за България е подходящо да се изчислява като се приложи подход, основаващ се на зрял, развит капиталов пазар. Той включва определяне на цената на собствения капитал на избран развит пазар (в случая американския) посредством Модела за оценка на капиталовите активи (CAPM). След това се извежда и добавя премия за странови риск на базата на усреднения спред по държавните облигации, коригиран с коефициент заради по-високия риск на обикновените акции спрямо облигациите (Damodaran, 2002). При равни други

условия е обосновано да се добавя и премия за специфичен риск поради по-малкия размер на българските фирми, най-често в диапазона от 2 до 6 процентни пункта (Fishman, Wilson, Griffith, Meltzer, 1997). Така цената на собствения капитал за пазарния портфейл в България към средата на 2015 г. се извежда по следния модел (Ненков, 2012), (Ненков, 2012, с. 2):

$$\begin{aligned} R_E (RRR_E) &= \text{Безрискова норма (САЩ)} + \text{Бета} \times \text{Рискова премия (САЩ)} + \\ &+ \text{Премия за странови риск (спред по държавните облигации} \times 1.5) \\ &+ \text{Премия за по-малкия размер на предприятията} \\ &= 2.18\% + 1.0 \times 5.90\% + 1.90\% \times 1.5 + 3.00\% = \\ &= 8.08\% + 2.85\% + 3.00\% = \\ &= 13.93\% \end{aligned}$$

В случая е определена текуща (подразбирана) цена на собствения капитал на американския пазар към края на юли 2015 г. от 8.08%, на базата на 2.18% текуща безрискова норма и 5.9% текуща премия за риск. Усредненият спред по българските държавни облигации е 1.9%. За получаване на страновата премия за риск от 2.85%, този спред е умножен по коефициент 1.5, изразяващ средното съотношение между стандартните отклонения на портфейлите от обикновени акции и стандартните отклонения на портфейлите от облигации на формиращите се капиталови пазари. След добавяне на премия за по-малкия размер на предприятията от 3%, се получава средна цена на собствения капитал за дружествата на Българска фондова борса от 13.93%.

В табл. 11 са показателите ROE (възвръщаемост на собствения капитал), ROA (възвръщаемост на активите) и ROCE (възвръщаемост на ангажирания капитал) към юли 2015 г. на 10 публични дружества на БФБ от реалния сектор, включени в индекса SOFIX. В извадката не са включени търговските банки и дружествата със специална инвестиционна цел (АДСИЦ) от индекса. Преобладават ниските коефициенти – средният ROE е едва 2.91%, много по-нисък от изведената по-горе средна цена на собствения капитал за България. При това положение икономическата добавена стойност, средно за тази извадка от компании в представителния ни индекс, би трябвало да е отрицателна величина.

Средният коефициент на задържане от 0.53 свидетелства за сериозно реинвестиране на нетната печалба. При тази ниска средна възвръщаемост обаче това не води до увеличаване на стойността, а стимулира процеса на разрушаване на стойност. Единствено при „М+С Хидравлик” разликата между ROE и  $R_E$  е положителна и реинвестирането води до създаване на икономическа добавена стойност.

Оказва се, че провежданата политика на усилено реинвестиране с цел капиталови печалби и поддържане на по-висок темп на растеж е необоснована за повечето от дружествата в индекса. Логичният извод е, че и растежът, който се финансира от задържаната печалба, не винаги допринася за нарастване на стойността за собствениците. През периоди на рецесия, характеризирани се предимно с

отрицателна разлика между ROE и  $R_E$ , в доста случаи по-подходяща се оказва политиката на изплащане на печалбата под формата на дивиденди или посредством обратното изкупуване на акции. Това дава възможност на акционерите евентуално сами да насочат получените парични потоци в алтернативни инвестиции с по-висока норма на възвръщаемост, което в крайна сметка би увеличило възвръщаемостта и стойността на техните акции.

Таблица 11  
Основни коефициенти на 10 компании включени в индекса SOFIX за юли 2015 г.

Дружество	ROE (%)	ROA (%)	ROCE (%)	Коефициент на изплащане	Коефициент на задържане
Софарма АД	5.97	4.13	4.80	0.34	0.66
Монбат АД	9.13	6.77	7.05	0.43	0.57
Химимпорт	3.68	2.74	2.40		
Албена АД	2.01	1.54	2.26	0.24	0.76
М+С Хидравлик АД	16.53	13.79	17.53	0.72	0.28
Неохим	-21.33	-10.20	-11.64		
Холдинг Варна	-1.04	-0.71	-0.32		
Еврохолд България	0.32	0.25	1.20	0.33	0.67
Стара планина Холд АД	7.66	7.13	6.68	0.76	0.24
Индустриален капитал холдинг АД	6.15	6.10	5.99		
Средна	2.91	3.15	3.60	0.47	0.53

Източник: <http://www.infostock.bg/infostock/control/issues>.

Коментираните обстоятелства са важни, тъй като основна притегателна сила за инвеститорите е възможността да реализират икономическа добавена стойност. За да се случи това, страната ни трябва да е в състояние да предложи други сериозни конкурентни предимства, които да компенсират по-високата цена на капитала, при това в степен, достатъчна да направи България по-привлекателна в сравнение с останалите формиращи се капиталови пазари в региона и в глобален план. Очевидно този аспект е ключов по отношение на привличането на чуждестранни инвестиции. Поради това е още по-наложително да се анализират характерните нива на цената на капитала в различните сектори на страната от една страна и фактическите предлагани нива на възвръщаемост на вложения в същите сектори капитал, от друга. Това би помогнало при приоритизирането на секторите, които са с най-висок потенциал за създаване на икономическа добавена стойност, а оттам и за привличането на успешни чуждестранни инвеститори.

### Използвана литература

- Георгиев, И. (2001). Растежът на фирмата. С.: УИ “Стопанство”.
- Ненков, Д. (2007). Научни трудове на УНСС. Том 2, Коефициентни методи за определяне стойността на компаниите. Същност и особености на коефициента “цена-доход”.
- Ненков, Д. (2014). Новите рекорди на американския пазар на акции – висока действителна стойност или поредният балон? – Икономически и социални алтернативи, N 4.
- Ненков, Д. (2005). Оценка на инвестициите в реални активи. С.: УИ “Стопанство”.



- Ненков, Д. (2012). Проблеми на определяне премията за риск и цената на собствения капитал на развиващите се капиталови пазари. – ИДЕС, N 8.
- Ненков, Д. (2012). Турбуленции на капиталовите пазари и отражението им върху цената на собствения капитал. Международна научна конференция „Финансовата система на България в контекста на турбуленциите в Европа”, Равда, 27-30 септември 2012 г.
- Ненков, Д. (2007). Фактически спрямо фундаментални коефициенти “цена-доход” на българския капиталов пазар. – Икономическа мисъл, N 6.
- Brealey, R., Myers, S., Allen, F. (2008). Principles of Corporate Finance. 9<sup>th</sup> ed. McGraw-Hill (International Edition).
- Brigham, E. F., Gapenski, L. C. (1994). Financial Management – Theory and Practice. The Dryden Press.
- Brush, M. (2010). Ten Investing Basics from Buffett. – MSN Money, <http://articles.moneycentral.msn.com/learn-how-to-invest/10-investing-basics-from-buffett.aspx> (20.09.2010).
- Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2000). Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2002). Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2015). <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (10.09.2015)
- Fishman, P., Wilson, Griffith, Meltzer. (1997). Guide to Business Valuations.
- Gitman, L. J. (1991). Principles of Managerial Finance. New York: HarperCollins Publishers.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2005). Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies (McKinsey & Company). New York: John Wiley & Sons (HarperCollins Publishers, New York).
- McTaggart, J., Kontes, P., Mankins, M. (1994). The Value Imperative – Managing for Superior Shareholder Returns.
- O’Neill, J. (2013). Final Presentation: Goldman Guru presents His View of the World through 2020. <http://www.businessinsider.com/jim-oneill-global-macro-outlook-2013-4?op=1> (15.05.2013).
- O’Shaughnessy, J. P. (2005). What Works on Wall Street. 3<sup>rd</sup> ed. McGraw-Hill Companies.
- Pinches, G. E. (1987). Essentials of Financial Management. New York: Harper & Row, Publishers.
- Reilly, F. K., Brown, K. (2003). Investment Analysis – Portfolio Management. USA: Thomson Learning.
- <http://www.bse-sofia.bg>
- <http://finance.yahoo.com/q?s=%5EGSPC>
- <http://www.infostock.bg>
- <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (17.06.2012 г.)

## THE ROLE OF THE PROPORTIONAL INCOME TAX ON ECONOMIC GROWTH OF BULGARIA

*This article looks at the possibilities of proportional and progressive income tax in Bulgaria, as factors for the formation of economic growth. The empirical study found proportional relationship between progressive taxation and economic growth. Inversely proportional relationship has been registered between the dynamics of growth and the proportional taxation. The results show the presence of synchronicity between progressive income taxation and collection. There have been established evidences for presence of causality.*

JEL: E62; H21; H24

### 1. Introduction

Taxation plays an important role in the modern world, being one of the most important instruments for regulating the national economy. Through a system of taxes the state maintains macroeconomic stability; it intervenes in the allocation of resources and redistributes income in favor of the weaker. Thus, taxation by definition is characterized by a wide range and its basis must have an optimal structure based on general economic principles.

Therefore, taxation should be seen not only as a fiscal instrument, but also as an effective lever for economic development. Last but not least, it is necessary to look for such a mechanism for the allocation of the tax burden that supports individual well-being. All mentioned above presupposes that a well-structured tax system is able to exercise fiscal and economic effective policy and thus having a positive effect on the whole economy. Moreover, it should seek such a harmonization, whose motives aim at achieving fiscal stability, encouraging investment activity and achieving growth in the economy. By definition, "fiscal policy is characterized by a combination of measures and activities which the State must strive for in the field of taxation to achieve certain fiscal, social and economic objectives." What should be emphasized is the importance of the age-old collision between progressive and proportional taxation, a collision which does not subside today. By that work the author also tries to compare the impact of the two major types of taxation on the economy.

---

<sup>1</sup> Stoyan Tanchev is Assist. Prof. in SWU "Neofit Rilski" – Blagoevgrad, Faculty of economics, e-mail: stoyan\_tanchev@yahoo.com.

The main feature of the tax system evolution in Bulgaria in the last twenty years has been the gradual decreasing of direct taxes and the level of redistribution via state budget. At the heart of the Bulgarian tax reform is the introduction of the so-called “flat personal income tax”. The tasks of this neoliberal tax revolution aim the additional stimulus for labor supply, a stronger foreign capital inflow, higher saving and investment, more dynamic economic growth. While these developments aim at more competitive and efficient decentralized market economy they reproduce in fact post-communist practices in Eastern Europe and Russia. Over the past twenty years there has been a clear trend in the countries of Central and Eastern Europe, as well as in some Asian countries, to replace the progressive with proportional taxation, in order to encourage economic activity. It is presupposed that lowering tax rates would have had a positive impact on the dynamics of domestic demand due to the increase in disposable income of the economic agents. Thus presented, these trends should provide the necessary incentive effect for a higher growth in GDP and hence, prosperity.

The object of the article is the personal income tax, in particular the proportional taxation, considered as a factor for the economic growth between 2008 and 2012. On this basis, the results obtained have been compared and contrasted with similar results from the progressive taxation, stimulating the economic growth in the period 2004-2007.

The subject of the present paper is the effect of the proportional taxation on the economy of Bulgaria. The analysis of the mentioned connections is performed by studying the macroeconomic variables: *Gross Domestic Product, Employment, Direct Foreign Investment, Tax Revenues*.

The research thesis in broad terms admits that taxation is not neutral and has a significant and statistically detectable impact on the economic activity. In the course of the study an empirical evidence is provided that rejects the assumptions about proportional taxation as a factor for economic growth. On the other hand, it is assumed, that there is a strong positive synchronous relationship between progressive taxes and economic growth.

Clearly presented the Bulgarian experience of application of the proportional income tax proves that its interaction with the studied macroeconomic variables is considerably more complicated and ambiguous than the standard theoretical assumptions.

## **2. Literature Review**

The starting point focuses on the generally accepted theories of economic growth, whose basis is the neoclassical model of Solow (1956). The model emphasizes the savings and investment as a factor for economic growth. It is assumed that the balance in economy is not an exception, but a rule, i.e. the system always returns to its equilibrium state, no matter how and in which direction it has been disturbance.

Considering the factors that influence the income tax, it is assumed that if a proportional tax at a tax rate  $t$  is introduced, the funds released, according to Solow, will be directed towards the accumulation of capital, i.e. the economy will implement higher levels of savings and

investments respectively. An important complementary element in the model is the possibility of an optimum level of consumption in which the optimal level of savings equals the investment (conclusions drawn for closed economy where the current account is zero, but in terms of small open economy this rule is not always valid). Therefore, in terms of taxation the following equation can be given:

$$\dot{K} = s(1 - t)Y + tY = (s(1 - t) + t)Y. \quad (1)$$

Where:

$\dot{K}$  - Capital gains;

S - Savings;

t - Tax rate;

Y - Income;

It can be alleged that the growth of capital  $\dot{K}$  in this case is the product of the savings rate, and the income tax rate (assuming that the income from taxation can both be invested and increase savings, as well as reduce them). If we accept, in particular, that taxes are consumed, the reduction of income tax rate increases the personal disposable income. If a part of the freed resources is invested, and the rest is consumed, the ratio of savings might change. Therefore, the savings rate increases as investments also increase. Conversely, if the autonomous income is consumed, the rate of savings and investments shrinks. Very often it is assumed that the savings rate in high-income is higher than the average in which progressive taxation, provided that the state does not invest the collected tax money, reduces savings and investment. Therefore, progressive taxation ultimately slows economic growth. The marked connections reflect the neoclassical approach. Keynesian analysis, however, is based on fundamentally different assumptions. According to Keynes savings do not determine investments; it is vice versa - investments create the necessary savings by a banking and financial system conclusions of Ganchev, Tsenkov, Stavrova (2014). In this situation, the main factor for investing activities is not taxation, but it is the investment climate and it is what Keynes calls animal spirit.

The popularity of the proportional tax over the last twenty years comes from the American economists Robert Hall and Alvin Rabushka (1995). They draw the conclusions that assuming proportional tax of 19% will have a very positive effect on consumption, government revenue and the economic growth.

Cassou and Lansing (1996) (with simulation model) study what the impact will be if a reform takes place, which replaces progressive with one proportional income taxation for the US economy. Empirical analysis explores – revenues from households, capital and government spending. The model results show that revenues from each taxpayer can be increased, in a range from 0.18 to 0.85% annually. The conclusion is drawn that the exempt income leads to higher consumption and investment.

Ganev (2009) for economy of Bulgaria with Ordinary Last Square Method detects correlation between proportional income tax prosperity and government revenue. He

examined economic variables of revenue on proportional income taxation and tax-free threshold at two different levels. Ganev claims that proportional taxation improves the welfare of taxpayers as a result of the reduced rates and break social justice. According to him budget revenues from proportional income tax will increase as a result of the broader taxes.

In another study for economic on USA, Jorgensen and Wilcoxon (1997) found correlation between employment and lowered progressive tax rates. The results show, that income of households increase with 10% and of capital with 12%. The authors confirms that lower progressive income tax stimulate the employment. These determinations on macroeconomics variable have a positive influence on the economic growth. Therefore the economic has developed successfully and GDP increase with 3.7%.

The opposite conclusions are made by the Nobel laureate Stiglitz (2014) who alleges that "Lowering taxes in the US did not increase revenue, and the only thing that increased is the share of the deficit."

Marinas (2009) with panel data (VAR model) examines the impact of proportional income taxation and variables of GDP, revenue of proportional tax, employment, unemployment, share of the "gray" economy, consumption and investment for the Baltic countries (Estonia, Lithuania, Latvia) and Romania. The empirical evidence shows that proportional taxation has no impact of the economic growth. The existence of statistical significance between the dynamics of proportional tax rate and investment, but with a negative coefficient. He found correlation between the proportional tax and employment. Therefore when economy are in expansion, proportional tax has a positive effect on employment and it stimulates consumption; however, when the economy is in recession the proportional income tax increases the decline, since demand decreases (Keyns'es paradox). No stronger connection can be found, for example, in Estonia in terms of strong economic growth direct tax revenues shrink by 12% in 1994 to 7.5% in 2008 years.

Ivanova, A., M. Keane and A. Klemm (2005), researches increase personal income, employment and budget revenues from proportional taxation in Russia with quarterly data for the period 2001-2004. The statistical data in this article have been calculated by the Method of Ordinary Last Square. The empirical results find out a positive proportional correlation between proportional income tax and dynamic of budget revenues. There is no evidence about the existence a statistically significant connection between employment and tax rates. In conclusion, authors says, that higher revenues are justified by the extreme increase of personal income and partly by lightness of the economy, not by the proportional taxation.

Radulescu (2009) examines the budget revenue and the collection of proportional income taxation with panel data for countries – Estonia, Lithuania, Latvia, Slovakia and Romania. With VECM model for period 2001-2008, the author found that there is an inversely proportional relationship between variables. Therefore he has no reason to assume that the collection is rising. In conclusions he reached the following and comes to the following result:

- The reform in the countries concerned is linked to a reduction in the share of revenues from proportional taxation. Low income leads to an increase in the amount of indirect taxes.

Keen, Kim and Varsano (2006) found evidence that there is no correlation between the proportional taxation and the increase in fiscal revenues for Russia and Slovakia.

With use of panel data for period 2002-2005 about standard SVAR model in the analysis covers the macroeconomic determinants such as proportional income tax, employment and welfare of the population-Djini coefficient. The authors add that after the adoption of proportional taxation tax revenues from have declined. With these results, we have no reason to assume that the budget revenues will increase automatically after the proportional tax reform.

Gechev (2010) research variables of foreign directed investments and revenue of proportional income tax for economic of Bulgaria for period 2008-2009. Founded negative collection between proportional tax and foreign directed investments. Therefore investments are not increase. According to him a positive determination between proportional tax rate and revenue of proportional tax is evident. But this higher revenue is a result from the dynamic of inflation.

The imposed a 10% flat tax is analyzed by Brusarski, R. (2012). Statistics found that as it concerns the economy of Bulgaria the proportional tax probably boosts the employment, limits the tax evasion and increases compliance. This tax, however, has no redistributive effect. Reducing inequality requires the introduction of some progressiveness. Brusarski claims that the adoption of non-taxable minimum for the lowest incomes, will lower revenue by 500 million leva per year. Replacing the proportional tax by a neutral in terms of tax revenue progression of Benton, requires increasing the positive marginal tax rate from 10 to 15%. The application of a negative income tax (that social transfers from the state to individuals with low incomes) in the tax rate of 15% will reduce revenues by more than 50%. Neutrality, regarding the budget in case of presence of negative income tax, marginal rate requires a 20% tax rate.

By the econometric regression model for period 2000-2012, Ganchev, G. (2013) examines the relationship between the income growth and rates of growth of revenues from income taxes (progressive and proportional income taxation) for Bulgaria. In the article he claims that „If the tax collection grows, the tax revenues should grow faster than the growth in income itself, especially in terms of proportional taxation”. The result from the study formulates the conclusion that in terms of proportional tax collection the revenues do not increase but rather decreases.

### **3. Methodology and limitations of the study**

Methodological and theoretical basis of the research can be formulated in the following sequence:

- Theoretical analysis whose basis is the neoclassical model of Solow;

- Development and implementation of practical econometric models. The analysis which reflects the quantitative results of the application of econometric methodology is based on the Method of least squares with a dummy variable. Quarterly statistical data of the National Statistical Institute (NSI) is used, for Period 1 from 31.03.2004 till 31.12.2007, Period 2 from 31.03.2008 till 31.12.2012. In total there are 36 observations. For the Period I – 16 observations and for Period II – 20 observations.

Before proceeding to the election of the econometric method it is necessary to apply a test to establish the stationarity (the presence of unit root). Since we have been used quarterly data, it is necessary for them to be seasonally adjusted - Seasonal Adjustment.

About static time series we say that are stationary when the average, the variance and the autocorrelation of the submitted phenomena and processes are independent in time Arkadiyev D. (2005) Therefore, a time series  $Y_t$  in order to be defined as a stationary (stochastic) process it must meet the following requirements:

$$E(Y_t) = \mu \quad (2)$$

$$D(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \sigma^2 \quad (3)$$

$$cov(Y_t, Y_{t+k}) = E(Y_t - \mu)(Y_{t+k} - \mu) = \gamma_k \quad (4)$$

Equations 2 and 3 show the requirements that the arithmetic mean and the variance should be constant in time. Equation 4 requires the covariance between two of the values of the variable to depend only on the time interval between them, not on their position in time. If these processes are met, it is executed with this requirement of independence over the time. Therefore, if this process has the given characteristics, it is known as **white noise**.

A special feature is that if it does not possess these characteristics, we define it as non-stationary, i.e. there is a unit root. The empirical studies based on economic time series, a common type of nonstationarity, are called a **random walk**. It occurs when there is a correlation of the current value of a variable influenced by its previous value and then we write down the following:

$$Y_t = Y_{t-1} + u_t \quad (5)$$

In this case it is established whether a particular time series is stationary when checking for the presence of a single root. For a clearer definition, let us see the following stochastic process:

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + u_t, -1 \leq \rho \leq 1 \quad (6)$$

In cases when it is defined that  $\rho = 1$ , a non-stationary process is to be found when there is  $|\rho| \leq 1$ , the time series  $Y_t$  is stationary according to the displayed characteristics. Taking the stationary process, one of the most frequently used tests for a unit root is the extended test of Dickey and Fuller, the so-called ADFT test (Augmented Dickey - Fuller Test)<sup>21</sup>. It is based on the assumption that the time trend is characterized as an autoregressive process

of order  $\rho$ . The econometric estimation of the test is performed by an auxiliary equation which includes as explanatory variables the differences between  $\rho$  past values, known as **lags** of the dependent variable. Thus, the following equation can be deduced:

$$\Delta Y_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \delta Y_{t-1} + \beta_1 \Delta Y_{t-1} + \beta_2 \Delta Y_{t-2} + \dots + \beta_p \Delta Y_{t-p} + V_t, \quad (7)$$

Where  $V_t$  has the characteristic of white noise and is

$$\Delta Y_{t-1} = (Y_{t-1} - Y_{t-2}), \Delta Y_{t-2} = (Y_{t-2} - Y_{t-3}) \text{ etc., and } \delta = (\rho - 1). \quad (8)$$

Thus, the null hypothesis of Dickey - Fuller test states that the time trend has a unit root or it is non-stationary, when  $\delta = 0$ , i.e.  $H_0: \delta = 0$  and the alternative hypothesis is  $H_1: \delta \leq 0$ , what is used for the verification of the null hypothesis is  $t$  for  $\delta$  (i.e. this is the assessment of  $\delta$  at a standard error), where  $t_\delta = \delta / se(\delta)$ , and what is applied here is not the standard  $t$  distribution of Student but are the simulated critical values Davidson and MacKinnon (1989).

In cases where it is demonstrated that there is a unit root it is necessary to make transformation of trends, respectively to calculate the first and second difference. The accepted level of error of the first order is 5%. The length of the included in the test lags of the dependent variable is defined on the basis of minimizing the Schwarz information criterion.

From the results of the Dickey-Fuller test in the variables it is not established the presence of a unit root, i.e. the processes are stationary and it is not necessary to transform by the first or the second differences and they are presented in Appendix 1. In the so established dependence it is possible to move to a procedure for applying linear regression method.

The conduct of the econometric study we calculate by linear regression using the Method of least squares (OLS) and it is included in the dummy variable equation – DUMMY VARIABLE.

Using a dummy variable is intended to divide the regression equation of the two sub periods. In this case matching coefficients measured by registered and reverse links at a time of progressive and proportional taxation are required .

To conduct calculation the dummy variable takes two values - (0) for a period of progressive taxation (2004-2007) and (1) for the proportional (2008-2012).

The presented in Table 1 symbols are used both in the data submitted by econometric models and in the analysis based on them. For that purpose, we apply an econometric equation with the following standard form:

$$y_t GDP = C + \beta_1 EMP_t + \beta_2 INV_t + \beta_3 TAX_t + \beta_4 (EXPT1.0) + \varepsilon_t \quad (9)$$



Table 1

Symbols used for the examined macroeconomic variables

№	Symbol	Examined variable
1.	GDP	Growth rate of Gross domestic product
2.	EMPL	Growth rate of Employment
3.	INV	Growth rate of Foreign Direct Investment
4.	TAX	Growth rate of Proportional Income Tax Revenues
5.	EXPT=0.0	DUMMY VARIABLE taking value 0 and covering the period of application of a progressive tax system – from 2004 till 2008
6.	EXPT=1.0	DUMMY VARIABLE taking value 1 and covering the period of application of a proportional tax system – from 2008 till 2012
7.	$\epsilon_t$	Residuals

#### 4. Empirical Analysis

The results of the linear regression, including all examined variables and **EXPT = 1.0** in period of proportional income tax (Table 2) show the statistical significance of the variable **EXPT = 1.0** and its value (-1.769816). It was found that the negative symbol of **EXPT = 1.0** leads to reduction in the regression constant **C**, whose registered coefficient is (0.858567). We can draw a conclusion which results in decrease in GDP at neutralizing the influence of the other explanatory variables used in the regression equation. It is evident that the coefficient of tax revenues (0.056352) under the influence of **EXPT = 1.0** also becomes negative which leads to a contraction in revenues. In summary, we can state that in proportional taxation there are no conditions for the growth of GDP, but rather for the limit of its dynamics.

We cannot fail to notice that the explanatory variables employment and investment are statistically insignificant - their t-statistics have values less than 2. Considering the results together with the fact that in EXPT = 1.0 it is statistically significance supports the above conclusions.

Table 2

Dependent variable: GDP

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Probability
C	0.858567	4.267853	0.201171	0.8419
INV	-0.024843	0.050781	-0.489210	0.6281
EMPL	0.008747	0.075328	0.116122	0.9083
TAX	0.056352	0.027243	2.068513	0.0470
EXPT=1	-1.769816	0.699968	-2.528425	0.0168

Analyzing the results of the regression equation, including all examined variables and **EXPT = 0.0**, related to a progressive tax system (Table 3) we can take into account that as statistical significance and subsequent conclusions are observed the opposite results of the registered for **EXPT = 1.0**. From this, we can draw conclusions opposite to those characteristic of the proportional tax system, and namely and primarily that in terms of

progressive taxation there are prerequisites which lead to GDP growth. The drawn conclusion is confirmed by the presence of the positive correlation of the coefficient **EXPT** = **0.0** (1.769816), compared to the coefficient of the regression constant **C** and established value (-0.911249).

Table 3

Dependent variable: GDP				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Probability
C	-0.911249	4.580077	-0.198959	0.8436
INV	-0.024843	0.050781	-0.489210	0.6281
EMPL	0.008747	0.075328	0.116122	0.9083
TAX	0.056352	0.027243	2.068513	0.0470
EXPT=0	1.769816	0.699968	2.528425	0.0168

Emphasizing the specifics of the research studies and in particular to the tax revenues, we examine a linear regression of GDP with two explanatory variables – TAX and EXPT. Starting with **EXPT** = **1.0** (Table 4) and the impact of the proportional tax system, we should note the presence of the statistically significant variables – the regression constant **C** and **EXPT** = **1.0** with values (1.094936) and (-1.519108) respectively. The negative sign of **EXPT** = **1.0** shows that in a proportional tax system there is a strong limitation of the dynamics of GDP – the constant **C** decreases, resulting in the overall decrease in GDP growth rates. This logically leads to lower tax revenues – a conclusion established by the statistical coefficient of TAX and its value (0.055689). Therefore, the application of proportional taxation in our country, all other things being equal, does not form higher revenues and there are no prerequisites for stimulating the dynamics of GDP.

Confirmation of the said above we can find in the regression equation of GDP which includes **EXPT** = **0.0**, a variable reflecting the effect of the progressive tax system in our country (Table 5). The established value of **EXPT** = **0.0** is positive and statistically significant with a coefficient (1.519108), and that of the constant **C** is (-0.424172). In the thus formed conditions there is increase in the revenues from progressive taxation established by the positive coefficient of TAX and its value (2.110903). The registered indicators would imply that, other things being equal, the progressive taxation has positive impact on the economic growth in the Republic of Bulgaria.

Table 4

Dependent variable: GDP				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Probability
C	1.094936	0.387855	2.823056	0.0080
TAX	0.055689	0.026382	2.110903	0.0424
EXPT=1	-1.519108	0.403989	-3.760267	0.0007

Table 5

Dependent variable: GDP				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Probability
C	-0.424172	0.347282	-1.221403	0.2306
TAX	0.055689	0.026382	2.110903	0.0424
EXPT=0	1.519108	0.403989	3.760267	0.0007

After the establishment of the results of the regression analysis, a necessary condition is the testing for the presence of cause-and-effect relationships. For this purpose, we apply the test for the presence of bi-directional Granger causality checking the two periods of taxation. Granger null hypothesis states that there is no presence of causality and the alternative respectively establishes the opposite. The results set out in Table 6 show that between GDP and proportional taxation there is no Granger causality. After including the other variables (Table 7), and namely investment and employment there is no presence of causality. Therefore, the null hypothesis is confirmed here.

Table 6

Granger Causality Tests	F-Statistic	Probability
TAX does not Granger Cause GDP	1.16348	0.3429
GDP does not Granger Cause TAX	2.31235	0.1383

Table 7

Granger Causality Tests	F-Statistic	Probability
TAX does not Granger Cause GDP	1.16348	0.3429
GDP does not Granger Cause TAX	2.31235	0.1383
EMPL does not Granger Cause GDP	1.97044	0.1789
GDP does not Granger Cause EMPL	0.32070	0.7312
INV does not Granger Cause GDP	1.88308	0.1913
GDP does not Granger Cause INV	1.58838	0.2415
EMPL does not Granger Cause TAX	2.38916	0.1307
TAX does not Granger Cause EMPL	0.21709	0.8077
INV does not Granger Cause TAX	2.16057	0.1548
TAX does not Granger Cause INV	0.47276	0.6336
INV does not Granger Cause EMPL	1.68668	0.2232
EMPL does not Granger Cause INV	0.65137	0.5375

When considering the results of progressive taxation (Table 8 and 9) we can draw a conclusion opposite to that of proportional taxation. It was found that between GDP and progressive taxation there is presence of causality according to the Granger test. There is a dependence based on the impulses in the economy according to the examined variables are caused by TAX to GDP. The main conclusion is that progressive taxation affects the dynamics of GDP. Hence, the established result rejects the null hypothesis and the alternative is accepted.

Table 8

Granger Causality Tests	F-Statistic	Probability
TAX does not Granger Cause GDP	4.65682	0.0409
GDP does not Granger Cause TAX	0.43476	0.6603

It is obvious that the results of this analysis support progressive taxation. This is established by the presence of statistical coefficients and the positive sign (*EXPT 0, 0*). It can be considered that, at other things being equal progressive taxation stimulates economic

growth, it improves the investment activity, employment and it leads to higher revenues. There is a presence of a cause-and-effect relationship between progressive taxation and GDP, while similar results cannot be established between proportional taxation and dynamics of GDP.

Table 9

Granger Causality Tests	F-Statistic	Probability
TAX does not Granger Cause GDP	4.65682	0.0409
GDP does not Granger Cause TAX	0.43476	0.6603
EMPL does not Granger Cause GDP	0.73551	0.5060
GDP does not Granger Cause EMPL	1.43729	0.2873
INV does not Granger Cause GDP	0.94878	0.4228
GDP does not Granger Cause INV	0.11598	0.8918
EMPL does not Granger Cause TAX	0.29995	0.7480
TAX does not Granger Cause EMPL	0.12743	0.8819
INV does not Granger Cause TAX	0.21037	0.8142
TAX does not Granger Cause INV	0.46708	0.6412
INV does not Granger Cause EMPL	0.17278	0.8440
EMPL does not Granger Cause INV	0.91000	0.4366

## 5. Empirical conclusions and generalizations

The results of the empirical researches are supported by its F-statistic, which indicates statistical significance of the regression equation.

In the period of proportional income taxation there are no prerequisites for the growth of GDP, but rather for limitation of its dynamics. This is confirmed by statistically significant coefficient of the negative sign  $EXPT = 1.0$ , which reduces the regression constant  $C$ . We can state that the proportional income taxation doesn't lead to increase of the revenue, but rather to limitation of its dynamics.

In terms of progressive income taxation there are prerequisites for increasing the rate of GDP. The results from the regression equation, between including all examined variables and  $EXPT = 0.0$ , in period of progressive income tax, are opposite to those of proportional taxation. This is confirmed by the coefficient of  $EXPT = 0.0$  and the one of the regression constant  $C$ . Therefore we can say, that the revenue of the progressive income tax also increase.

In an equation with two explanatory variables, and namely GDP and TAX, the result is repeated. The sign of  $EXPT = 1.0$  proves that in a condition of proportional income tax there is limitation of the GDP dynamics. Therefore the regression constant  $C$  decreases, which results in a total GDP reduction. In a system of progressive taxation there are prerequisites for increasing the rate of GDP, this is confirmed by the positive coefficient of  $EXPT = 0.0$  and the indicator of the regression constant  $C$ . It is assumed that the progressive income taxation as an economic instrument creating prerequisites for stimulating the dynamics of GDP – inbuilt atomically stabilizations.

After the reform, the fiscal revenue of proportional income tax is unpredictable and the economic and the social policy are unstable. The explaining of that relationship indicates that the 10% proportional income taxation does not stimulate the revenue and the economic growth, but it rather has a negative impact.

## References

- Arkadiyev, D. (2005). Iconometry. Stara Zagora, p. 140.
- Brusarski, R. (2012). The Flat Income Tax – proportion or progression. – Economics and Social Alternatives, N 3, p. 132-141.
- Cassou, S. and Lansing, K. (1996). Growth Effects of a Flat Tax.
- Davidson, R. and MacKinnon, G. (1989). Testing for Consistency Using Artificial Regressions. – Econometric Theory, N 5, p. 363-384.
- Ganchev, G. (2013). The truth about the flat tax.
- Ganchev, G., Tsenkov, V., Stavrova, E. (2014). Exploring the Relationship Between Credit and Nominal GDP. – In: Quintyn, M., Masciandaro, D., Lierman, F., Balling, M. (eds.). Money Regulation and Growth; Financing New Growth in Europe. – SUERF Studies, N 4.
- Ganev, G. (2009). Article of Market research institute.
- Gechev, R. (2010). Socials and economics effect to use of proportional income tax in Bulgaria.
- Hall, R. and Rabushka, A. (1995). The Flat Tax, Second Edition. Stanford, CA: Hoover Institution Press.
- Ivanova, A., Keane, M. and Klemm, A. (2005). The Russian Flat Tax Reform. – IMF Working Paper.
- Jorgensen, D. and Wilcoxon, P. (1997). The Effects Fundamental Tax Reform and the Feasibility of Dynamic Revenue Estimation. Paper prepared for the Joint Committee on Taxation's Symposium on Modeling the Macroeconomic Consequences of Tax Policy: <http://wilcoxon.cp.maxwell.syr.edu/papers/jct.pdf>.
- Keen, M., Kim, Y. and Varsano, R. (2006). The Flat Tax(es). Principles and Evidence. – IMF The Working Paper.
- Keynes, J. (1936). The General Theory of Employment, Interest and Money.
- Marinas, M. (2009). Traps of the flat tax in emerging countries.
- Radulescu, M. (2009). The Fiscal Reforms and Flat Tax in Europe and CCE Countries.
- Solow, R. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth. – The Quarterly Journal of Economics, Vol. 70, N 1 (Feb., 1956), p. 65-94, <http://www.jstor.org/stable/1884513>.
- Stiglitz, J. (2014). The Price of inequality. p. 125.

## Appendix 1

### ADF TEST FOR UNIT ROOT

Test critical values: 5% level	Augmented Dickey-Fuller test statistic	t-Statistic	Prob.*
GDP	-4.040966	2.948404	0.0035
INCOME TAX	-10.20912	-2.948404	0.0156
INVESTMENT	-3.452093	-2.948404	0.0156
EMPLOYMENT	-3.580775	-2.960411	0.0122

## РАСТЯЩИТЕ ДЪРЖАВНИ ДЪЛГОВЕ ПО СВЕТА И ЗАПЛАХАТА ОТ НОВА ГЛОБАЛНА КРИЗА

*Разгледано е нарастването на глобалния дълг и неговите четири основни компонента – задължения на домакинствата, компаниите, финансовите институции и на правителствата. По-конкретно е анализирана динамиката на суверенната задлъжнялост в редица развити и развиващи се държави. На база на опита от последните 200 години, когато са регистрирани 5 големи вълни на масови неплащания по държавни дългове (външни и вътрешни), е очертана опасността от неблагоприятно развитие на дълговата ситуация в света. Показани са възможните стратегии за намаляване на публичното дългово бреме. Направен е изводът, че евентуална втора вълна на глобалната финансова криза най-вероятно ще бъде провокирана от голямото нарастване на държавните дългове по света.*

*JEL: G01; F34; H63; H68*

### Въведение

Противно на всеобщите призови и заклинания, след края на глобалната криза (2008-2009 г.) балонът с държавните дългове продължава да се раздува. Само правителствата на развитите страни са добавили 13 трилиона долара дълг след 2008 г. Към края на 2014 г. публичният дълг в света възлиза на над 60 трилиона дол., застрашително доближавайки глобалния БВП (75 трилиона дол. за същата година). За разлика от 2008 г. обаче сега предпазните механизми на богатите държави срещу задаващи се финансови кризи и рецесии, са почти изчерпани. Правителствата имат много малък простор за действие за стимулиране на икономиките при евентуална криза. Номиналните лихви в развитите страни са около нулата (а някъде и дори отрицателни), възможностите за емитиране на нов дълг от правителствата са почти изчерпани, а банките на много места имат големи обеми „лоши“ кредити и трябва да увеличат капитала си според новите регулации. Седем години след фалита на инвестиционната банка Lehman Brothers (15.09.2008 г.), т.е. период, по-дълъг от шестте години времетраене на Втората световна война (1939-1945 г.), общата тенденция в държавите по света беше дългът да се препакетира и преоформя, но без да се отписва. Така проблемите, вместо да бъдат решавани, бяха отлагани.

<sup>1</sup> Стефан Йотов е доц. д-р в Университета по архитектура, строителство и геодезия; Строителен факултет, катедра „Организация и икономика на строителството“.

Подобно на всеки балон, и този на суверенните дългове неминуемо ще се спуска при достигане на неустойчиво високи равнища – в диапазона между 90 и 120% от БВП. Това, което ще стартира един такъв процес, би могло да бъде повишаването на лихвените проценти – от страна на Федералния резерв и/или други големи централни банки. Така 5-годишната сага (2010-2015 г.) с гръцките публични задължения може да се окаже първата наченка на каскада от държавни фалити, която да „отключи” нова глобална финансова криза – доколкото държавните облигации се държат най-вече от банките и други финансови институции. Впрочем през последните 200 години са регистрирани 5 големи вълни на масови неизпълнения (неплащания) по суверенни дългове, като последната е била след Втората световна война.

Преговорите на Гърция с нейните кредитори отново поставиха публичния дълг в центъра на дебатите за икономическия растеж и стабилността. От глобалната криза насам само държавният дълг е нараснал с 25 трилиона дол. – пряк резултат от Голямата рецесия, пакетите с фискални стимули и спасяването на банките. Всъщност не е изненада, че задлъжнялостта продължава да се увеличава и при финансовата криза, и при последващата я рецесия. Това е типично за модел, който се прилага след кризата, захранвана с прекалено много дългове на различни равнища – домакинства, компании, финансови институции и правителства.<sup>2</sup> Дълговете на правителствата продължават да растат поне няколко години след нея, докато започне по-силно икономическо възстановяване. Дълговете в световен мащаб продължават да се увеличават по-бързо от ръста на икономиката. През 2000 г. световният дълг е 246% от глобалния БВП, през 2007 г. – 269%, а през 2014 г. дългът вече е 286% от БВП. Историята сочи, че е имало и други случаи, при които нивата на национален дълг са се увеличавали бързо, но това никога не се е случвало в мирно време.

Тенденцията за спадане на номиналните лихвени проценти продължава повече от 30 години. Лихвите достигат исторически минимум няколко години преди 2008 г., като резултатът е бум на кредитирането. Спукването на балоните от активи след 2008 г. заплашва със срив банките, като държавата се намесва, прехвърляйки частните дългове на банките върху бюджетите на суверените. Така за пореден път топката е прехвърлена от банкера на суверена, т.е. на сегашните и бъдещите данъкоплатци. Заплахата от глобален банков срив днес вече е заменена с опасността от глобална суверенна дългова криза – поради прекалено големите публични дългове в развитите страни. Тези държави са под прицела на пазарите, от които са взели заеми.

## **1. Финансовите кризи в историческа ретроспектива**

След разпадането на следвоенната система на фиксирани валутни курсове „Бретън Уудс” (1945-1971 г.) и след облекчаването и премахването на бариерите за движение на капитали, се констатира поредица от финансови кризи. След 15 август 1971 г. – когато президентът на САЩ Ричард Никсън едностранно отменя конвертируемостта

---

<sup>2</sup> „Светът е на път да се удави в огромните си дългове”. в. „Сега”, 03.08.2015г., с. 12-13.

на долара в злато, МВФ регистрира 122 системни банкови кризи, 208 валутни кризи и 72 кризи на държавните дългове. Съществуват 6 разновидности на финансови кризи (Райнхарт, Рогоф, 2013):

- неизпълнения по външен суверенен дълг;
- неизпълнения по вътрешен суверенен дълг;
- банкови кризи;
- валутни сривове (критичен праг: 15% годишна девалвация);
- инфлационни кризи (критичен праг: 40% годишно поскъпване)
- борсов колапс (критичен праг: 25% обезценка на акциите).

Според Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР), обединяваща 34 развити индустриализирани държави, финансовите кризи са една от 5-те глобални системни заплахи в днешно време – редом с пандемии, кибератаките, гражданските бунтове и геомагнитните бури. Най-голямото препятствие за преодоляването на финансовите кризи е вродената склонност на пазарните участници и политическите фактори да игнорират обезпокоителните сигнали. Така един от ранните предупредителни сигнали (предвестници) за бъдеща финансова криза са трайните натрупвания на дълг (публичен и/или частен). След тежка банкова криза последиците за икономиката са (Райнхарт, Рогоф, 2013):

- нарастване на публичния дълг средно с 86% в следващите 3 години (поради спасяването на банките с публични средства – Bail Out);
- дълбока рецесия (среден спад на БВП на глава от населението с 9% в период от 4 години);
- скок на безработицата със средно 7 процентни пункта;
- спад на цените на недвижимите имоти (средно с 35.5% в период от 6 години);
- спад на цените на акциите (средно с 56% в период от 3.5 години).

Така например финансовата криза в Република Ирландия след 2008 г. в хронологичен план има следните основни етапи (Йотов, 2014):

- спад на лихвените проценти след 1 януари 1999 г. (влизване на Ирландия в еврозоната);
- кредитен бум;
- формиране на имотен балон и разцвет на строителството;
- имотен и строителен крах (2008 г.);
- банкова криза;
- държавни гаранции за целия банков сектор в страната;



- бюджетна и дългова криза (бюджетен дефицит – 32% от БВП за 2009 г.);
- 85 млрд. дол. спасителен заем от МВФ;
- строги бюджетни икономии.

## 2. Идва ли нова глобална криза?

Световната криза (2008-2009 г.) изкара наяве предизвикателството за намаляване на дълга и рисковете, които прекомерната задлъжнялост повдига. Най-новата история показва, че бумът при т.нар. икономики-чудо свършва след натрупване на големи дългове: Италия през 60-те години на XX век, Япония през 90-те години, четирите „източноазиатски тигъра“ (Хонг Конг, Сингапур, Тайван и Южна Корея), Ирландия и Испания след 2008г. и през 2016-2017 г. (може би) Китай.<sup>3</sup> Днес развитите икономики се изправят пред някои от най-високите дългови нива след Втората световна война. По този начин вече е налице фундаментът за следващата глобална финансова криза, като детонаторът може да бъде повишаването на лихвените проценти. Огромният суверенен дълг днес е най-голямата опасност в световната икономика. Финансовите пазари могат да атакуват най-уязвимите свръхзадлъжнели държави една след друга, предизвиквайки голяма вълна от платежни дефолти. Не е известен прецедент на явление от такъв мащаб и с такъв географски обхват. При отсъствие на истински наднационален механизъм за реструктуриране на суверенен дълг отказът от плащане (т.е. дефолтът) би могъл да стане единственото възможно средство за правителствата. Най-лошото обаче не е нещо ново: дефолтът е най-честият изход от свръхзадлъжняването на една държава. Между 1800 и 2009 г. са регистрирани 250 случая на явно неизпълнение по външни държавни задължения и 68 случая – по вътрешни държавни задължения (Райнхарт, Рогоф, 2013).

Всъщност най-големият провал на икономическата политика след 2008 г. се състои в невъзможността на правителствата да намерят креативни начини да опишат неустойчивите дългове – например в периферията на еврозоната. Вечният конфликт между интересите на кредитори и длъжници застрашава да разцепи най-големия икономически блок в света (еврозоната, състояща се от 19 държави) на два противостоящи си лагера. Политиката на строги бюджетни икономии в Европа засега не успява. Според Нобеловия лауреат по икономика Джоузеф Стиглиц тези политики, налагани на държавите – длъжници, отхвърлят простата логика и историческите доказателства, които сочат, че оръжията ще нанесат големи икономически вреди и няма да постигнат обещаното намаляване на дълговата тежест. Според Стиглиц никога не е проработвал опитът за справяне с големи дългове само чрез строги икономии, особено ако едновременно с това се следва парична политика с някакъв стандарт – например златен. В това отношение може да се припомни опитът на Великобритания след Първата световна война. В дългосрочен план обаче

---

<sup>3</sup> „Доклад предупреждава за дългова криза“. <http://www.economix.bg> (публикувано на 30.09.2014 г.).

правителствата ще трябва да излязат с реалистични планове за оряждане на бюджетните дефицити (т.е. за затягане на фискалната политика), ако не искат доходността по държавните облигации да скочи. Това убеждение се засилва от публичната загриженост за влошените публични финанси, както и от скептицизма по отношение на ефективността на фискалните стимули. От една страна фискалното затягане може да спъне икономическото възстановяване. Така например и в САЩ през 1937 г., и в Япония през 1997 г. ненавременното увеличаване на данъците изпраща крехките още икономики обратно в рецесия. Обаче от друга страна, ако правителствата не действат, то международните дългови пазари могат да затегнат политиката им вместо тях, като тласнат доходността по държавните облигации рязко нагоре, а тези държави влошат кредитния си рейтинг. Така финансовите министри ще лавират между Сцилата на остеритета и Харибдата на повишените лихви по държавните ценни книжа. Дългът сам по себе си не е нещо лошо, но прекомерното заемане и задлъжняване създава риск от финансови кризи, които подкопават растежа. В развитите страни съотношенията „публичен дълг/БВП” застрашително доближават равнищата от края на Втората световна война. Истинското решение на кризата с дълга е растежът. В същото време разрешаването на дълговите проблеми би могло да проправи пътя към възстановяване на анемичния икономически растеж в развитите страни.

Глобалният държавен дълг се е превърнал в основен фактор за дестабилизация на световната икономика. И ако първата вълна на глобалната финансова криза беше провокирана най-вече от бързите темпове, с които нарастваше дългът на финансовия сектор и на домакинствата, то втората вълна на кризата най-вероятно ще бъде провокирана от голямото нарастване на държавния дълг. Ето защо е крайно необходимо спешно да се търсят начини, ако не за намаляване на глобалния публичен дълг, то поне за забавяне на неговия растеж. В противен случай Европа и САЩ ще се конкурират фронтално в търсене на нови заеми, с които да обслужват сегашните.

### **3. Динамика на глобалния дълг и четирите му основни компоненти**

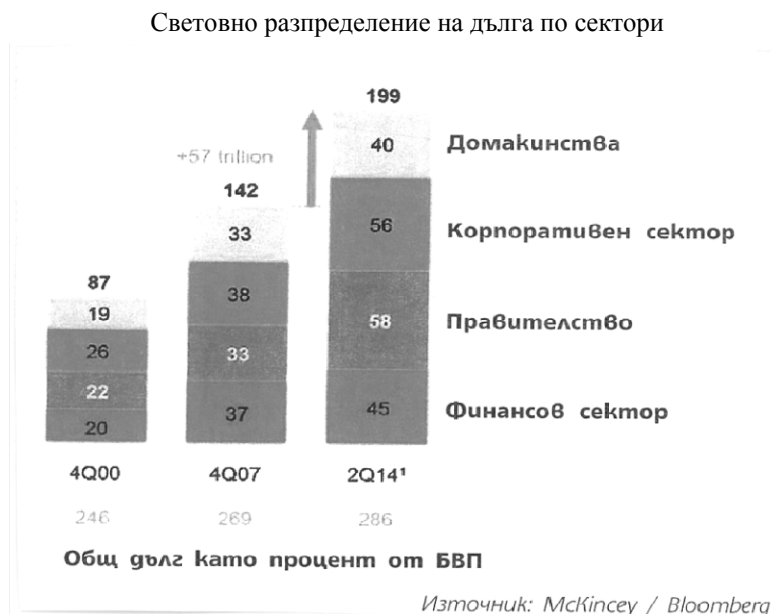
През периода 2007-2014 г. задълженията на държавите и на частните заемополучатели са се увеличили с 57 трилиона долара, а в близко бъдеще не се очаква траекторията на растящата задлъжнялост на всички равнища да се промени. По този начин решенията, взети в разгара на финансовата криза (2007-2009 г.) за ограничаване и дори съкращаване на различните видове задължения, са си останали в сферата на добрите пожелания. Това разкрива доклад за дълговата ситуация в света – към средата на 2014 г., на международната консултантска компания Mc Kinsey Global Institute, чийто централен офис е в Ню Йорк. Изследвана е динамиката на дълговите задължения на 4 групи кредитополучатели:

- правителства;
- нефинансови корпорации;

- домакинства;
- финансови компании.

Докладът описва задълженията в 47 държави – повечето икономически развити страни (25) и най-големите развиващи се държави (22). Според авторите на доклада, подобен обхват е достатъчен, за да се добие пълна представа за ситуацията с дълга в света. Разгледани са 2 еднакви интервала от време: предкризисният период (2000-2007 г.) и следкризисният (2007-2014 г.). През седемте години преди 2007 г. (последната пълна предкризисна година) се регистрира 23% увеличение на глобалния дълг – или общо с 55 трилиона долара, което отговаря на 7.3% средногодишен ръст. Седем години след 2007 г. пък се регистрира 17% увеличение на глобалния дълг – или общо с 57 трилиона дол., което отговаря на 5.3% средногодишен ръст. Към края на второто тримесечие на 2014 г. глобалният дълг възлиза на 199 трилиона дол., което отговаря на 286% от глобалния БВП.<sup>4</sup>

Фигура 1



Източник: Световно разпределение на дълга по сектори. <http://www.investor.bg> (публикувана на 08.02.2015 г.).

Кои са основните тенденции в динамиката на задлъжнялостта през 7-те години след 2007 г.? Положително е, че намалява темпът на нарастване на задълженията на:

<sup>4</sup> „Графика на деня: Светът все още прелива с дългове.” <http://www.investor.bg> (публикувано на 08.02.2015 г.).

- домакинствата – от 8.5% средногодишно (преди 2007 г.) до 2.8% средногодишно (след 2007 г.);
- финансовите компании – от 9.4 до 2.9% средногодишно.

Темпът на задлъжняване на нефинансовите корпорации остава почти еднакъв – 5.7 и 5.9% средногодишно (съответно преди и след 2007 г.). Голямата промяна след 2007 г. е съществено увеличаване на темпа на нарастване на задлъжняването на правителствата – от 5.8 до 9.3% средногодишно. И ако в предкризисния период нарастването на глобалния дълг се е дължало основно на финансовия сектор и на домакинствата, то в следкризисния период основен принос за нарастването на общия дълг на повечето държави има ръстът на държавния дълг. В абсолютни стойности дългът на правителствата се повишава от 33 трилиона дол. (Q4/2007 г.) до 58 трилиона дол. (Q2/2014 г.), т.е. с 25 трилиона дол., като развиващите се икономики отговарят за близо половината от тази сума.

Тенденцията за значителен темп на нарастване на публичния дълг се констатира и от други сериозни институции. Според Банката за международни разплащания – БМР (Bank for International Settlements – BIS), базирана в Базел, Швейцария, към 2012 г. разпределението на световните финансови активи по класове е както следва<sup>5</sup>:

- пазарна капитализация на фондовите борси: 52 трилиона дол. (71% от глобалния БВП);
- държавни облигации: 45 трилиона дол. (62% от глобалния БВП);
- облигации на частни финансови институции: 37 трилиона дол. (51% от глобалния БВП);
- облигации на нефинансови корпорации: 9 трилиона дол. (12% от глобалния БВП);
- секюритизирани заеми: 14 трилиона дол. (19% от глобалния БВП);
- несекюритизирани заеми: 51 трилиона дол. (70% от глобалния БВП);

Към 2012 г. общата сума на световните финансови активи според БМР възлиза на 208 трилиона дол. При световен БВП тогава от 73 трилиона дол., финансовите активи представляват 285% от БВП.

Забележителна е динамиката на публичния дълг в световен мащаб:

- 8 трилиона дол. (1990 г.);
- 13 трилиона дол. (1995 г.);
- 14 трилиона дол. (2000 г.);
- 29 трилиона дол. (2007 г.);
- 45 трилиона дол. (2012 г.).

---

<sup>5</sup> „Кой надува балона?“ <http://www.karolev.com>.

През периода 2000-2014 г. световната икономика нараства със 135%, финансовите активи – със 124%, докато публичният дълг в света – с 243%. Така нарастването на държавния дълг по света е почти двойно по-голямо от нарастването на световната икономика и на глобалните финансови активи за периода. Крайният извод е, че „слонът в стаята” днес е държавният дълг.

#### 4. Задлъжнялостта по държави

Допреди 3 десетилетия в глобален мащаб кредитори бяха богатите развити икономики с висок стандарт на живот, а длъжници – по-бедни страни или изоставащи и стагниращи държави (Кацарски, 2011 г.). В днешно време обаче ситуацията е коренно различна. Изключение прави само Япония, която се отличава с огромен публичен дълг (234% от нейния БВП), но тя същевременно е и сред най-големите кредитори на останалия свят. Днес Китай е най-големият световен кредитор, а САЩ – най-големият световен длъжник.

Как би изглеждала картата на света, ако тя бъде преначертана чрез използване на съотношението „държавен дълг/БВП” като критерий за мащаба? Тогава страните, които са малки по размер, но имат голямо дългово бреме, ще се открояват повече на една такава карта (фиг. 2).<sup>6</sup>

Фигура 2

Държави, мащабирани според неустойчивостта на техните дългове



Източник: Държави, мащабирани според неустойчивостта на техните дългове. <http://www.investor.bg> (публикувана на 09.10.2015 г.).

<sup>6</sup> „Графика на деня: Как изглежда картата на света с мащаб дълговете на страните?”, <http://www.investor.bg> (публикувано на 09.10.2015 г.).

На тази карта Япония се оказва най-голямата държава в света. Тя отговаря само за 6% от глобалния БВП, но формира близо 20% от целия световен публичен дълг. Гърция (с дълг от 177% от БВП) е на втора позиция след Япония (с дълг от 230% от БВП). На картата Италия и Гърция се оказват по-големи от Северна Америка. Същевременно има големи по размер страни с малки публични задължения, които почти не се виждат на картата. Например Австралия (държава-континент) се е смалила до малък остров, тъй като суверенният ѝ дълг спрямо БВП е само 29%.

Нивото на задлъжнялост на икономически развитите държави е значително по-високо, отколкото на повечето развиващи се държави (Катасонов, 2015 г.) Също и по темпове на нарастване на общия дълг, икономически развитите страни изпреварват развиващите се. Въпреки това суверенните кредитни рейтинги на развитите икономики, определяни от трите най-големи рейтингови агенции – Standard&Poor's, Moody's и Fitch Ratings („Голямата тройка“) са сред най-високите.

От 47-те държави, включени в проучването на McKinsey, само 8 са съумели да намалят след глобалната криза относителното равнище на своята обща задлъжнялост – САЩ, Египет, Саудитска Арабия, Румъния, Филипините, Израел, Германия и Аржентина. В абсолютно изражение най-голямото намаление на общата задлъжнялост се регистрира в САЩ, макар че в относително изражение спадът ѝ е едва с 8 процентни пункта. Общата задлъжнялост на САЩ спада от 277% от БВП (през 2007 г.) на 269% от БВП (през 2014 г.). В останалите 39 държави, включени в доклада, в периода 2007-2014 г. се забелязва ръст на относителното равнище на общия дълг. Най-драстичен е ръстът на общата задлъжнялост в Ирландия, Португалия, Китай, Гърция и Холандия. Трябва да се подчертае, че в периода 2007-2014 г. нито една държава в проучването на McKinsey не е съумяла да постигне едновременно намаляване и на 4-те вида дълг – държавен, корпоративен, на финансовия сектор и на домакинствата.

Общата задлъжнялост спрямо БВП на редица държави е значително над средната за планетата (286% от БВП): Холандия (687% от БВП), Ирландия (681% от БВП), Сингапур (628% от БВП), Дания (537% от БВП), Япония (517% от БВП), Португалия (439% от БВП), Великобритания (435% от БВП), Швеция (415% от БВП), Белгия (402% от БВП) и Испания (401% от БВП). Всъщност ситуацията с общата задлъжнялост на държавите е още по-лоша. Освен официални държавни дългове, правителствата по света имат и скрити задължения, които могат да се дефинират като „социални ангажименти“. Скритият публичен дълг представлява задължения на държавата, които обаче не се появяват в публичните ѝ сметки, т.е. това са своеобразни задбалансови дългови задължения. Скритият суверенен дълг започва да се появява с изграждането на първите пенсионни системи и с увеличаването на продължителността на живота (Атали, 2011). В исторически план суверенът взема заеми най-напред, за да финансира разходите за сигурност и отбрана – той се надява, че военната победа ще му осигури средства да изплати дълга. Към края на XIX век публичните разходи започват да нарастват и заради финансирането на други колективни услуги, които преди това са били осигурявани безплатно в рамките на разширеното семейство. Така държавата става своеобразен застраховател, който обаче не определя ясно щетите, които покрива. Скритият публичен дълг

представлява необезпечените задължения на правителствата към гражданите в сферата на пенсионното, социалното и здравното осигуряване. Тези необезпечени задължения са правни ангажименти на правителствата по отношение на поетите от тях социални ангажименти. Непокритите държавни задължения (т.е. непредвидени в държавния бюджет) в тези области надхвърлят от 3 до 8 пъти БВП (Ценков, 2015). По принцип скритият публичен дълг е труден за осчетоводяване. Професорът от Бостънския университет Лоурънс Котликоф към края на 2011 г. изчислява по своя собствена методика съвкупния дълг на САЩ на 220 трилиона долара (т.е. около 1400% от БВП), в т.ч. са отчетени социалните задължения на американската държава за бъдещи периоди. Тези 220 трилиона дол. са многократно по-големи от официалния публичен дълг на Америка, който към края на февруари 2015 г. възлиза на 18.4 трилиона дол. (110% от БВП) според Департамента по финанси. Всъщност общият федерален дълг на САЩ е най-големият публичен дълг на планетата в абсолютна стойност.

Експерти от германската фондация „Пазарна икономика“ са направили класация на общата задлъжнялост на държавите от ЕС. В нея, към официалните данни за публичните задължения, се прибавят и претенциите от страна на гражданите към съответните пенсионни и здравни системи (Михайлова, 2014). Средната скрита публична задлъжнялост в ЕС възлиза на около 250% от БВП. В Германия например скритите публични задължения са около 90% от БВП, докато във Великобритания те са близо 500% от БВП. Най-висока в ЕС е скритата публична задлъжнялост на Люксембург – над 100% от БВП, а най-ниска е тя в Латвия – само 17% от БВП.

## 5. Публичните дългове по света и опасността от глобална дългова криза

Ако първата вълна на глобалната криза (2007-2009 г.) беше провокирана основно от бързите темпове, с които нарастваха дълговете на финансовия сектор и на домакинствата, то евентуална втора вълна на световната финансова криза най-вероятно ще бъде провокирана от нарастването на публичните дългове. Глобалният държавен дълг днес е основният фактор за дестабилизация на финансовата и икономическа ситуация в света. Измежду разглежданите от McKinsey 47 държави, само 9 са успели да намалят относителното равнище на държавния си дълг в периода 2007-2014 г. Впрочем от тези 9 страни само една е развита държава – Норвегия, докато останалите са развиващи се. Към 2014 г. първите 10 държави с най-голямо относително равнище на държавния дълг (като % от националния БВП) са:

1. Япония – 234%;
2. Гърция – 183%;
3. Португалия – 148%;
4. Италия – 139%;
5. Белгия – 135%;

6. Испания – 132%;
7. Ирландия – 115%;
8. Сингапур – 105%;
9. Франция – 104%;
10. Великобритания – 92%.

В абсолютни стойности най-голям размер държавен дълг се отчита в САЩ (18.4 трилиона дол.), Япония (10.5 трилиона дол.) и Китай (5.5 трилиона дол.). Сумата от публичните дългове на тези три държави – 34.4 трилиона дол., представлява около 60% от глобалния държавен дълг, който е 58 трилиона дол. (Q2/2014 г.). Всъщност най-високо равнище на държавен дълг имат развитите държави, докато при развиващите се страни то е относително ниско.

Според прогнозите на McKinsey през следващите години повечето страни по света (особено икономически развитите държави) ще продължат да увеличават държавния си дълг както в абсолютно, така и в относително изражение (като % от БВП). След глобалната финансово-икономическа криза обаче темповете на икономически растеж в развитите страни гравитират малко над нулата или дори са отрицателни. Това предвещава все по-трудно обслужване и погасяване на публичните дългове, като в най-лошия случай би могло да се очаква вълна от дългови кризи и суверенни фалити. Специално за Европа може да се очаква, че сагата с публичния дълг на Гърция е своеобразна репетиция за онова, което очаква Стария континент в близко бъдеще (Хъдсън, 2010).

Дори и да не се стигне до най-песимистичните сценарии обаче остава проблемът, че икономическият арсенал на правителствата и централните банки е вече почти изчерпан.<sup>7</sup> При евентуален нов срив съвсем малко държави биха имали инструменти за защита, докато останалите биха били безпомощни. По време на финансовата криза, когато глобалната икономика беше изправена пред най-голямата заплаха от 30-те години на XX век насам, правителствата харчеха много, а централните банки сваляха основните лихвени проценти почти до нулата още в началото на кризата. В резултат на това сериозната рецесия не успя да се трансформира във втора голяма депресия. Политическият отговор на финансовата криза доведе до повишаване с около 50% (от 2007 г. насам) на средното съотношение на публичния дълг към БВП на богатите страни. Повечето от развитите държави не могат да заемат толкова, колкото биха искали при евентуална следваща криза, а малко икономики някога са изкарвали и едно десетилетие, без да изпаднат в рецесия. Така страните с проблематичен достъп до облигационните пазари (като тези в периферията на еврозоната) може да не успеят да предложат голям фискален стимул при рецесия. Сред десетте държави с най-голям прираст на относителните равнища на държавния дълг в периода 2007-2014 г. фигурират страните от т.нар. група GIPSI (Гърция, Ирландия, Португалия, Испания и Италия):

---

<sup>7</sup> „Да бъдем нащрек”, спис. „Life”, 19.06.2015, с. 18-19.



- Гърция: 70 процентни пункта прираст (от 113% публичен дълг/БВП през 2007 г. на 183% през 2014 г.);
- Ирландия: 93 процентни пункта прираст (от 22 на 115%);
- Португалия: 83 процентни пункта прираст (от 65 на 148%);
- Испания: 92 процентни пункта прираст (от 40 на 132%);
- Италия: 47 процентни пункта прираст (от 92 на 139%).

Съвсем близо до държавите от групата GIPSI са Япония (с 63 процентни пункта прираст), Великобритания (с 50 процентни пункта прираст), Холандия (с 38 процентни пункта прираст), Франция (с 38 процентни пункта прираст) и САЩ (с 35 процентни пункта прираст). По абсолютен прираст на държавния дълг обаче САЩ далеч изпреварват цялата група GIPSI.

## 6. Правни неясноти при необслужването на публични дългове

Един от основните закони на пазарната икономика е, че дълговете са юридическо задължение и неотклонен ангажимент на заемодателите. Още от римското право произхожда максимата, че договорите съществуват, за да бъдат спазвани. В частност това означава, че дълговете трябва да се връщат. Когато фалира частно лице или фирма, стъпките по уреждане на несъстоятелността са ясно уредени по закон – съответно за личната (гражданската) и за корпоративната (фирмената) несъстоятелност. Кредиторите имат ясно дефинирани права – те могат да придобиват активи на длъжника и да налагат заповед върху бъдещите му приходи. Случаят обикновено се разглежда от съда или друга неутрална инстанция, но не и от засегнатите кредитори.<sup>8</sup> При фалит на държава обаче най-често самите кредитори съдят държавата, като се опитват да защитят своите интереси, излизайки от икономическата си роля на заемодатели. Като такива те искат да диктуват на длъжниците не само условията за връщане на заемите, но и сами контролират спазването на тези условия, което ги поставя в ситуация на „конфликт на интереси”. Фундаменталното несъвършенство на международните капиталови пазари е липсата на наднационална правна и институционална рамка, която да гарантира изпълнението на дълговите ангажименти на държавите. С други думи не съществува международен съд по суверенната несъстоятелност, нито международни правни механизми в тази сфера. По принцип кредиторите разполагат с по-големи възможности за преговори от длъжниците. При неплащане от страна на длъжника кредиторите имат възможност за конфискация на негови активи в чужбина, а различните заемодатели могат да наложат ембарго върху външната търговия на неизправната страна. Все пак суверенният имунитет защитава държавата – длъжник от конфискация на главните ѝ активи: кредиторите няма как да отидат в тази страна и директно да се удовлетворят от активите ѝ. За разлика от частния заемополучател

<sup>8</sup> „Хем кредитори, хем съдии”. <http://www.dw.com/bg> (публикувано на 04.07.2015 г.).

(семе́йство или предпри́ятие), суверенът не рискува почти нищо, ако не изпълни ангажиментите си към кредитора. Докато на неиздължилия се частен заемополучател може да му бъде отнето цялото имущество, то публичният длъжник (суверенът), който не изплати дълга си, фактически не би могъл да бъде лишен от никое от основните си притежания: нито от земята си, нито от физическите си активи, нито от свободата си. В миналото обаче някои държави са били анексирани след дефолт – Египет (1914 г.), Нюфаундленд (1936 г.) и др. Трябва да се подчертае, че в едно отношение публичният дълг е напълно различен от частния. За разлика от частния заемополучател – семе́йство или предпри́ятие, то суверенът е „безсмъртен“, т.е. парите рано или късно ще бъдат върнати (Атали, 2011). Публичният дълг е кредит на сегашните поколения, но той задължава следващите генерации, които нямат право на глас в момента.

В началото на ХХІ век МВФ настояваше да се изработи правилник за обявяване на държави в неплатежоспособност, но гласът на тази международна финансова институция не беше чул – поради съпротива от страна на големите мултинационални банки. Последните предпочетоха МВФ да отпуска кредити на задължените държави, за да могат те самите изцяло да си върнат отпуснатите заеми (с парите от Фонда). Освен това държавните фалити дълго време бяха смятани за проблем само на развиващите се страни. Ако имаше международна процедура по обявяване на държави в несъстоятелност, то част от проблемите днес нямаше да са толкова остри – в Европа (например сагата с гръцкия публичен дълг) и по света. При това положение как кредиторите могат да се справят с чуждестранните си длъжници? За всяка държава е от полза да обслужва изрядно задълженията си и така да има добра репутация като международен кредитополучател. За държавите е голямо преимущество да имат траен достъп до международно финансиране – заеми могат да са им необходими за инфраструктурни проекти, за поддържане на търговията, за справяне с рецесии и т.н. За да се справят с държавите, които не могат и/или не искат да изплащат дълговете си, кредиторите разполагат с подходящ инструментариум за убеждаването им да не го правят – в лицето на рейтинговите агенции. Последните могат да свалят кредитния рейтинг на съответната държава и така да оскъпят финансирането ѝ и дори да я изхвърлят от глобалните облигационни пазари. Лишаването на неизрядната държава от жизнено необходимите ѝ кредитни ресурси би довело до парализиране на националната ѝ икономика и до неопределеност по отношение на икономическата и финансова перспектива на тази държава.

Агенциите за кредитен рейтинг (АКР) представляват важно звено в съвременния кредитен механизъм. Те традиционно са считани за фактор, който способства за намаляване на информационната асиметрия на финансовите пазари и за по-добри инвестиционни решения (Рафаилов, 2011). За емитентите, търсещи финансиране, кредитните рейтинги, изготвени от АКР, дават достъп до финансовите пазари, по-ниска цена на капитала и по-голямо доверие на техните контрагенти. За инвеститорите в дългови инструменти рейтингите дават оценка за кредитния риск на емитента, като така намаляват информационната асиметрия и позволяват вземането на по-ефективни решения. Всъщност рейтингите представляват оценки за кредитоспособността на длъжника, т.е. те оценяват вероятността той да изпадне в неплатежоспособност след време.

Суверенният (държавен) рейтинг оценява както способността, така и готовността на правителството да обслужва своите задължения към кредиторите си. „Кредитно събитие“ възниква, когато лице или организация не погаси задължение по значима транзакция и по този начин постави под въпрос способността на длъжника да изпълнява ангажиментите си. „Влизане в просрочие“ на падеж на плащане към кредитор е евфемизъм за дефолт (фалит, банкрут, несъстоятелност) към кредитора. По този начин „влизането в просрочие“ се тълкува като „кредитно събитие“. Настъпването на кредитно събитие задейства изпълняването на кредитни застраховки (CDS или Credit Default Swap) – финансови договори, които гарантират, че продавачът им ще компенсира купувача (кредитора) в случай на спиране на обслужването на заема или друго кредитно събитие.

Голямото значение на АКР се потвърждава от данните за тяхната дейност. Например Standard&Poor's е оценил дългови инструменти с общ номинал над 30 трилиона дол., издадени от над 42 000 емитента в повече от 100 държави от целия свят. След глобалната финансово-икономическа криза (2008-2009 г.) АКР често биват сочени за едни от виновниците за нея. Те биват обвинявани, че преследвайки по-големи печалби, са действали против интересите на инвеститорите и са генерирали системен риск. И инвестиционната банка Lehman Brothers (фалирала на 15 септември 2008 г.), и застрахователната компания AIG (спасена от фалит от американското правителство през 2008 г.) притежават висок кредитен рейтинг до последния момент. Най-значителният провал на АКР обаче е оценката на базираните на рискови ипотечни ценни книжа, което допринесе значително за възникването и мащаба на световната финансова криза. Емисиите и инвестициите в надценени рискови ипотечни книжа нямаше да бъдат толкова големи без АКР. Основната част от загубите на финансовите институции по време на кризата бяха именно от инвестиции във високо оценени от АКР рискови ипотечни книжа, емитирани в пиковия период на американския жилищен балон (2005-2007 г.).

За да се избегне практическата безнаказаност на суверенния длъжник, в бъдеще би могло да се приеме предложението на бившия главен икономист на Световната банка г-жа Ан Крюгер – за закъсалите държави да се прилага процедурата по обявяване в несъстоятелност в сила за фирмите (Глава 11 от Закона за фалитите в САЩ). Би трябвало да съществува възможност за кредиторите да предявяват искове пред един бъдещ Международен трибунал за суверенни фалити, който трябва да има истинска наднационална власт и който да замени Лондонския и Парижкия клуб. Лондонският клуб обединява всички частни банки – кредитори на суверени, докато в Парижкия клуб са представени всички държави – кредитори, т.е. последният е клуб на публичните кредитори.

## **7. История на бюджетните дефицити и публичните дългове**

Историята на публичния дълг е тясно свързана с тази на държавата. Дълго време дългът е само личен (на владетеля) и изчезва заедно с него. Най-напред публичният дълг взема формата на личен дълг на управниците, които го сключват – от Вавилон

до Египет и Китай. Този дълг е служел за финансиране на война, когато владетелят не е имал време или възможност да събере достатъчно средства чрез данъци. Като начало светската власт взема заеми от религиозната власт, която пък трупа пари от дарения. През Средновековието италианските градове-държави принуждават своите по-богати граждани да им заемат определени суми в замяна на редовни плащания на лихви.

Интересен е историческият пример с изграждането на Суецкия канал в Египет през 60-те години на XIX век, което вкарва страната в спиралата на икономически и политически проблеми (Книп, 2015). За да осъществи проекта за канала, който е открит през 1869 г., Египет взема огромни кредити от френски и британски банки. Задълженията растат бързо, докато един ден Египет повече не може да ги обслужва. В резултат на това британците поставят страната под свой контрол – първоначално за да помогнат на икономиката да се стабилизира. Но британската администрация постепенно се разраства и Египет де факто е превърнат в британски протекторат. Чак през 1922г. страната успява да възвърне своя суверенитет – след бурни протести на светските и религиозни националисти. До окончателното изтегляне на британците от политическия живот обаче трябва да минат още 14 години.

В Европа от края на XIX век народът се превръща в суверен и така всеки от гражданите на дадена държава става отговорен за суверенния дълг. Дългът става наистина „публичен“, когато суверенът приема, че след него не настъпва Потопът<sup>9</sup> и че всеки подписан от него договор задължава и неговите наследници във властта. В модерната епоха суверенът вече не е духовно, политическо или военно лице като в миналото. Той става абстрактна същност, която се приема за безсмъртна – временният (а не пожизнен) ръководител на държавата предава дълговете на своя наследник. Това позволява на последователните носители на суверенната власт да привличат кредитори, които виждат известна гаранция в приемствеността. Ето защо историята на публичния дълг е история на конституирането на суверенната функция. От своя страна държавата вече не заема само за да воюва, но и за да финансира публичните блага за своите граждани – здравеопазване, образование, пенсии, полиция и т.н.

През по-голямата част от своята история, правителствата поддържат бюджетите си балансирани, като публичните финанси излизат „на червено“ само при война или криза. Въпреки че това е предмет на спорове, повечето икономисти смятат, че ерата на постоянните правителствени дефицити (и оттам – нарастващи публични дългове) води своето начало от времето, когато модерната държава започва да поддържа големи системи за социално осигуряване на своите граждани (Конуей, 2010). Преходът към държава на всеобщото благоденствие включва изразходването на огромни средства за здравеопазване, за образование, за осигуряване срещу безработица и т.н. По същество правителствените заеми са просто отложено плащане на данъци от бъдещи години, тъй като те ще трябва да се връщат в един бъдещ момент.

---

<sup>9</sup> Има се предвид фразата „След мен и потоп!“, произнесена от френския крал Луи XIV.

Натрупаният от предходни години бюджетен дефицит формира държавен дълг. Заемите на държавата обикновено приемат формата на лихвоносни държавни облигации с определен срок на падеж, които тя емитира на облигационните пазари. Финансовите пазари са пазари на дълг, на които се извършват операции с облигации, и пазари на акции. На финансовите пазари става прякото свързване на кредитори и заематели – чрез покупко-продажба на акции, облигации и други финансови инструменти. За косвената връзка между кредитори и заематели е нужен посредник и това са главно банките. Облигационните пазари, на които правителствата и фирмите набират средства, са по-слабо известни от фондовите борси. В много отношения обаче пазарите на дълг са далеч по-важни и влиятелни от пазарите на акции. В рамките на глобалната финансова система пазарите на облигации са и по-обемни от тези на акциите (Конаган, Смит, 2014).

Облигационните пазари стават наистина влиятелни едва в епохата на Наполеон. Много историци днес смятат, че разгромът на Франция по време на Наполеоновите войни се е дължал не толкова на нейните стратегически военни решения, а по-скоро на склонността на Франция да спира плащанията по своите дългове. В резултат на това за френското правителство става много трудно да осигурява нови заеми за своите войни. Истинската сила на пазарите на облигации е във факта, че доходността, която те определят за дадена облигация може да бъде твърде различна от посочения върху самата облигация лихвен процент. Ако инвеститорите смятат, че правителството ще спре да си плаща дълговете, то те ще са склонни да разпродават облигациите на това правителство. Така цената им пада, а доходността им се увеличава. С други думи доходността на облигациите е обратнопропорционална на тяхната цена. Въпреки че по време на своята валидност цената на една облигация може да върви нагоре или надолу, то при падежа тя бива изкупувана по номинал.

Оценката на натрупването на държавен дълг не е еднозначна. Най-общо се смята, че обществото понася неблагоприятни последствия, тъй като бремето на дълга пада върху бъдещите поколения, които трябва да го погасяват. Освен това става и пренасочване на спестявания към покупка на държавни ценни книжа, т.е. стига се до недостиг на средства за частни инвестиции. Но още през 1936 г. Джон М. Кейнс в своята „Обща теория на заетостта, лихвата и парите“ застъпва тезата, че по време на рецесия правителствата трябва да вземат повече заеми, за да стимулират икономиката.

Бюджетният дефицит се превръща в начин на съществуване за правителствата в индустриализираните държави още от 70-те години на XX век. Това довежда до непрекъснато нарастване на публичните дългове (като дял от БВП), а оттам – и до ръст на плащанията по дълга (като дял от бюджетните разходи). Получаването на заеми позволява на политиките да предоставят на избирателите (и по-точно: на добре организирани групи със специфични интереси) непосредствени изгоди, без да е необходимо да се налагат по-високи данъци. Ето защо, ако не са ограничени от конституционни правила или силни убеждения, законодателите най-вероятно биха гласували за бюджетни дефицити, които често са във вреда на националната икономика.

## 8. Суверенните дългови кризи

Макар да се смята, че „държавите не банкрутират“, историята показва стотици епизоди, при които повечето страни от всички региони на света не са изпълнявали своите задължения към външни кредитори. Това обаче не означава, че инвеститорите в държавни облигации са ирационални: при отпускане на кредити на рискови държави те получават допълнителни рискови премии (понякога над 5-10% годишно). Суверенният дълг може да бъде външен и вътрешен. Външният публичен дълг е към чуждестранни (за съответната държава) кредитори. Вътрешният публичен дълг са средствата, които правителството е заело от своите собствени граждани, предприятия и местни банки, т.е. този дълг се финансира от вътрешни за страната спестявания. Така външният публичен дълг е към външни инвеститори, а вътрешният – към вътрешни инвеститори. Тоталният публичен дълг е сумата от дълговете на една държава към чуждестранните и към националните кредитори, т.е. сумата от външния и вътрешния публичен дълг.

Исторически погледнато повечето външни задължения на развиващите се икономики се деноминират в чуждестранна валута, а договорите са такива, че споровете да се решават в чуждестранни съдилища. В повечето случаи кредитите са краткосрочни (със срок за погасяване между 1 и 3 години). Вътрешният публичен дълг обикновено е деноминиран в местна валута, емитиран е в съответствие с местното законодателство и се държи най-вече от местни лица (обикновено банки). Суверенно неизпълнение по дълга не означава непременно тотално спиране на всякакви плащания – в повечето случаи има частично изпълнение (т.е. частични погасявания на значителна част от дълга). При преструктуриране на суверенен външен дълг длъжникът принуждава кредиторите си да приемат по-дълъг срок за погасяване и/или отстъпки в лихвените условия (в сравнение с пазарните нива). Рейтинговите агенции обаче разглеждат подобни случаи като частично неизпълнение по суверенния външен дълг.

Когато се говори за суверенни дългови кризи трябва да се прави разлика между липса на ликвидност и липса на платежоспособност (т.е. несъстоятелност). Държава, която е изправена пред краткосрочно финансово затруднение, се намира в ликвидна криза. Това означава, че съществува временна неспособност на правителството да обслужва дълга си, но в дългосрочен период то има и способност, и желание да обслужва своите задължения. Ако едно правителство е в ликвидна криза, то би могло да получи „мостов“ кредит – например от МВФ. Държава, която не може или не желае да обслужва задълженията си за неопределен период, е в ситуация на неплатежоспособност. Трябва да се подчертае, че чуждестранните кредитори зависят както от възможностите на дадено правителство да им плати, така и от неговото желание да го стори. Основна роля при неизпълнение на държавни задължения играе не неспособността, а нежеланието на дадено правителство да плаща (Райнхарт, Рогоф, 2013). Обикновено при наличие на достатъчна решимост една страна – длъжник може да се разплати с външните си кредитори, макар и с цената на големи усилия и лишения. Например режимът на Николае Чаушеску в социалистическа Румъния през 80-те години на XX век успява да изплати над 9 млрд. дол. публичен дълг към чуждестранни банки в разстояние само на няколко години.

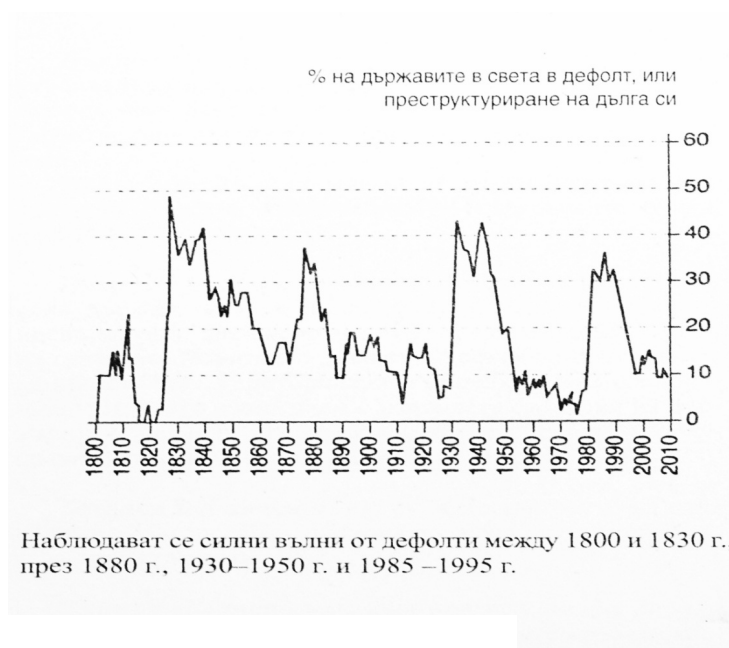
## 9. Цикли на неизпълненията по външния суверенен дълг

Кармен Райнхарт и Кенет Рогоф са професори по икономика в Харвард. Те добиват голямо влияние в последните години с трудовете си върху публичната политика и управлението на правителствения дълг. Райнхарт и Рогоф са първите изследователи, чиито обобщения за финансовите кризи се основават на данни за географското положение и историческите особености за възникването им. Съставената от тях база данни на суверенния външен и вътрешен дълг включва 66 държави, които съставляват около 90% от световния БВП. Райнхарт и Рогоф разглеждат суверенните просрочия за над 200 годишен период – от 1800 до 2009 г. Констатирано са:

- над 250 случая на явно неизпълнение по външни държавни задължения;
- поне 68 случая на явни неизпълнения по вътрешни държавни задължения.

Фигура 3

Циклите на суверенните дефолти от 1800 до 2009 г.



Наблюдават се силни вълни от дефолти между 1800 и 1830 г., през 1880 г., 1930–1950 г. и 1985–1995 г.

Източник: Атали, 2011.

На фиг. 3 е показан процентът от всичките 66 независими държави, които се намират в неизпълнение или преструктуриране на суверенния си външен дълг през периода 1800-2008 г. Видно е, че съществува повтарящ се цикъл с 5 отчетливи пика. Периодите на затишие (от по 10-20 години) неизменно са последвани от нова вълна от суверенни неизпълнения. Петте пика на фигурата са както следва:

- По време на Наполеоновите войни в Европа – много от европейските държави тогава изпадат в неизпълнение.
- От 20-те до края на 40-те години на XIX век – тогава изпадат в неизпълнение по суверенните си задължения много от латиноамериканските държави поради водените от тях освободителни войни.
- Двете десетилетия след 1870 г.
- По време на Голямата депресия – до началото на 50-те години. Годишите след края на Втората световна война бележат най-високите нива на неизпълнение в съвременната световна история – тогава почти половината от държавите в извадката са неизправни длъжници. Към 1947 г. в неизпълнение по своите задължения са държави, представляващи почти 40% от глобалния БВП.
- Дълговите кризи в развиващите се икономики от 80-те и 90-те години на XX век. В началото на 80-те цените на суровините се сричат на фона на повишаването на лихвените проценти от Федералния резерв на САЩ, ръководен от Пол Волкър. Резултатът са многобройни кризи на суверенните дългове в Латинска Америка и Африка, като около 30 държави от тези региони фалират.

Съществува повтаряема (серийна) природа на цикъла от неизпълнения, разгледан по държави, региони и епохи. Обширен набор от статистически данни, съдържащи времева и географска перспектива, потвърждават, че глобални фактори (като цените на суровините и лихвените нива в световните финансови центрове) играят ключова роля за катализиране на суверенните дългови кризи и вълните от просрочия по държавните ангажименти. Така периодите на спад на цените на суровините (изключително важни за развиващите се държави) по правило са съпроводени от многобройни просрочия.

Каква е средната продължителност на суверенните кризисни епизоди? Продължителността на дълговите кризи се дефинира като броя на годините от началото на неизпълнението до неговото разрешаване – чрез погасяване, реструктуриране или опрощаване на дълга. През периода 1800-1945 г. (със 127 епизода) средната продължителност на дълговите кризи е 6 години, а през 1946-2008 г. (със 169 епизода) – 3 години. Обяснението за два пъти по-бързото решаване на дълговите кризи след края на Втората световна война е, че механизмите за разрешаване на кризите са се усъвършенствали. Освен това на сцената се появява и МВФ с неговите спасителни пакети.

Серийните неизпълнения по външния суверенен дълг исторически представляват закономерност за всеки регион в света. Практически всички държави поне веднъж са имали просрочия по външния си дълг, а много от тях – и по няколко пъти (във фазата на развитие на пазарната си икономика). Франция например се превръща в изряден платец през XIX, XX и XXI век, надраствайки периода на серийни неизпълнения. За един 230-годишен период обаче (1558-1788 г.) Франция има 8 явни неизпълнения по външния си дълг. Гърция пък прекарва повече от половината години след независимостта си от 1929 г. в неизпълнение и/или реструктуриране.



## 10. Неплъннения по вътрешния суверенен дълг

Вътрешният публичен дълг представлява значителна част от общите задължения на една държава. Статистическите данни за извадката от 66 държави в дългосрочен период (1900-2007 г.) показва, че средно около 2/3 (между 40 и 80%) от всички държавни задължения са вътрешен дълг. Вътрешните неплъннения са много по-трудни за установяване от тези по международните ангажменти. Намирането на сведения за вътрешния публичен дълг е много по-трудно, както и сведения за нарушенията по него. По принцип явни неплащания по вътрешния дълг също се случват, макар и не така често като нарушенията по външните държавни задължения. Явни („де юре“) неплъннения по вътрешен суверенен дълг са регистрирани основно във времена на сериозни макроикономически катаклизми – например по времето на Голямата депресия от 30-те години на XX век. Затова трябва да се подчертае, че условията по вътрешния публичен дълг могат да бъдат нарушени от правителството и чрез силна и неочаквана инфлация (по примера на САЩ и редица европейски страни през 70-те години на XX век). Инфлацията е похват за частично неплънение по вътрешни суверенни задължения – когато дълговите облигации не са индексирани към цени или към обменни курсове. В много от известните епизоди вътрешните ангажменти са играли съществена, ако не и ключова роля в мотивацията на правителствата да предизвикат инфлация и така да намалят действителната стойност на своите задължения. Ето защо фактическото неплънение посредством инфлация е важен компонент при вътрешните дългови кризи. С масовото навлизане на хартиените валути (декретните пари) инфлацията става най-удобното средство за експроприация. През периода 1940-2006 г. честотата на ошетеняването на местните жители по този начин се увеличава – в сравнение с периода 1800-1939 г. Формите на неплънение по вътрешен суверенен дълг са следните:

- принудително намаляване на лихвения купон по дълговите облигации;
- едностранно намаляване на главницата („подстригване“ на номинала на дълговите облигации);
- конвертиране на валутата на вътрешния облигационен заем;
- пълна отмяна на плащанията.

Голямата значимост на вътрешния суверенен дълг се илюстрира от факта, че в исторически план много държави изпадат в неплънение по външните си ангажменти (или ги реструктурират) при относително ниски прагове на външна задлъжнялост спрямо БВП. Обяснението е, че общото финансово бреме – външни и вътрешни публични задължения, по време на криза става твърде тежко. Зад голямото мнозинство от вече споменатите 250 епизода на външни дългови кризи се крият проблеми по вътрешни задължения. Във всички региони към годината, през която държавите са просрочвали по външните си ангажменти, последните са съставлявали по-малко от половината от общата им задлъжнялост.

По принцип публичният дълг е по-поносим, когато се финансира в по-голяма степен от вътрешни спестявания. Тогава не стои проблемът с валутно-обменните курсове,

който може радикално да промени стойността на един дълг. Така например Япония има огромен публичен дълг, равняващ се на 234% от нейния БВП (към 2014 г.), но тя не среща особена трудност за обслужването и рефинансирането му, тъй като над 90% от дълга е в японски ръце.

## 11. Безопасните дългови прагове

Обикновено се измерват съотношенията на бюджетния дефицит и публичния дълг спрямо БВП на съответната страна, както и разходите за обслужване на дълга (като процент от бюджетните приходи). Историческият опит показва, че не съществува универсален дългов праг, при превишаването на който държавата ще фалира. Дефолтът може да настъпи и при много ниски съотношения „дълг/БВП”. Безопасните дългови прагове силно зависят от кредитната история и инфлационните показатели на конкретната държава. През периода 1970-2008 г.:

- Външният дълг е надхвърлял 100% от БВП само в 16.1% от случаите на неизпълнение.
- 19.4% от случаите на неизпълнение са били при нива на външен дълг под 40% от БВП.
- В 51.7% от случаите на дългови кризи, фалиралите държави са имали съотношение „външен дълг/БВП” под 60%. Така например през 2001 г. Аржентина фалира при публичен дълг, равняващ се на 57% от нейния БВП. Кризата на суверенния дълг повече зависи от субективната загуба на доверие от страна на пазарите, които повишават лихвените проценти, а не толкова от надвишаването на определени съотношения. Впрочем критичният праг от 60% е залегнал в Договора от Маастрихт (1992 г.) – като един от 5-те критерия за членство в еврозоната. Това ниво обаче не отговаря на никаква теоретична обосновка.

Историята показва, че кредитните рискове при развиващите се икономики се увеличават значително при нива на външния дълг към БВП от порядъка на 30-35% и повече. Може би най-меродавният показател за предсказване на началото на криза със суверенния дълг е относителният дял за обслужване на дълга спрямо бюджетните приходи. Дял около и над 40-50% най-вероятно би бил фатален, а ако процентът е над 30 има голям риск от повишаване на лихвите. Поради слаби институционални структури и проблематична политическа система, правителствата в развиващите се държави често се изкушават да заемат външен ресурс вместо да съкращават бюджетни разходи и/или да увеличават данъчното облагане на гражданите и фирмите. От определен момент нататък започва да се проявява силно напрежение при обслужването на външните кредитни ангажименти на държавата. Получава се порочен кръг – загубата на пазарно доверие и повишаването на лихвените нива се съчетава с нарастваща вътрешна политическа съпротива срещу погасяването на задълженията към чуждестранните кредитори на страната. В общи линии това е

генезисът на серийните (повтарящи се) неизпълнения по дълговите експозиции на редица правителства.

Емпирични изследвания са установили, че при публичен дълг, който надвишава 90% от БВП, се стига до потиснат икономически растеж в продължение на 2 и повече десетилетия (среден срок 23 години). С други думи прекомерният дълг (debt overhang) е препятствие за възстановяването. Ниският растеж от своя страна забавя процеса на намаляване на задълженията, т.е. получава се омагьосан кръг – държавата е попаднала в „дългов капан“.

Таблица 1

Теоретично нарастване на БВП според равнището на публичния дълг

От 1790 до 2009	Съотношение на публичния дълг под 30 % от БВП	Дълг от 30 до 60 % от БВП	Дълг между 60 и 90 %	Дълг над 90 % от БВП
Индустриални страни*	3,7 %	3,0 %	3,4 %	1,7 %
Бързо развиващи се икономики*	4,3 %	4,1 %	4,2 %	1,0 %
Франция	4,9 %	2,7 %	2,8 %	2,3 %
Германия	3,6 %	0,9 %	няма данни	няма данни
Съединени щати	4,0 %	3,4 %	3,3 %	-1,8 %
Япония	4,9 %	3,7 %	3,9 %	0,7 %
Великобритания	2,5 %	2,2 %	2,1 %	1,8 %
Турция	5,4 %	3,7 %	3,9 %	0,7 %
Бразилия	3,2 %	2,3 %	2,6 %	2,3 %
Мексико	4,1 %	3,4 %	1,2 %	-0,7 %

\* средно

Източник: Атали, 2011.

Други критерии за критични нива на публичен дълг са, ако той надхвърля 2 пъти годишния износ на страната – длъжник или 3 пъти фискалните ѝ приходи (или бюджетните ѝ разходи).

В заключение може да се каже, че безопасният дългов праг на една държава е разтегливо понятие. Историята показва, че съществуват страни, които са относително добре със суверенен дълг, равняващ се на над 200% от техния БВП и обратно – други

фалират със суверенен дълг от порядъка на 20% от БВП. Икономическата теория също не предлага много идеи относно максимално допустимото съотношение „публичен дълг/БВП“. Тенденциите във времето често са по-добър показател за правителствата като кредитополучатели в сравнение с абсолютния размер на дълга. Страна с бързо повишаващо се съотношение определено би имала проблеми в бъдеще. Освен всичко това трябва да се отчита скритият държавен дълг – задължения, които не се показват в балансовия отчет на правителствата. Например пенсиите от разходо-покривната система не са осигурени – те се плащат от текущи приходи, а не от резерви, създадени по време на трудовия живот на пенсионерите.

## 12. Основни стратегии за намаляване на публичното дългово бреме

В развитите икономики публичният дълг не е достигал подобни нива от 1945 г. насам. За сравнение, средната му тежест в най-големите 22 развити икономики в началото на 70-те години на XX век е била под 25% – рекордно ниско ниво за последните 113 години.

Според Кенет Рогоф, професор по икономика и обществени политики в Харвардския университет и бивш главен икономист на МВФ (2001-2003 г.), в исторически план съотношението „публичен дълг/БВП“ е било понижавано по 5 основни начина:

- засилен икономически растеж;
- програми за бюджетни икономии;
- обявяване на дефолт или реструктуриране на дълга;
- умерена инфлация;
- финансови репресии, придружени от устойчива инфлация.<sup>10</sup>

Веднага трябва да се уточни, че последните две възможности (инфлация и финансови репресии) са приложими единствено при публични дългове, емитирани в местна валута. В определени случаи някои от посочените методи са били използвани в комбинация. За най-задлъжнелите икономики не е възможно да се избавят от дълговете си само чрез растеж, нито пък единствено строгите икономии могат да са достатъчни. В такива случаи могат да се използват по-нетрадиционни мерки – като частично опрощаване на дълга, продажба на държавни активи, налагане на еднократни данъци върху богатството и т.н. Така при сключването на Лондонското споразумение от 1953 г., кредиторите на Германия (между които и Гърция), опрощават на младата тогава Федерална република голяма част от дълговете ѝ, които по този начин правят възможно германското икономическо чудо. И ако през 1945 г. дългът на Германия възлиза на 200% от БВП, то 10 години по-късно той е едва 20% от него.

---

<sup>10</sup> „Дълговата криза няма да се реши с икономии“. <http://www.economix.bg> (публикувано на 17.01.2014 г.).

Сегашната световна икономика много прилича на тази в периода след края на Втората световна война – голяма безработица; високи и повишаващи се нива на дългове; глобален недостиг на съвкупно търсене, което ограничава икономическия растеж и генерира дефлационни рискове; ниски публични разходи, а те са критичен фактор за дългосрочния растеж (Тошкова, 2015). Най-често срещаната „токсична комбинация“ е липсата на растеж, неконкурентоспособността и тежкия дълг. Това, което усложнява ситуацията днес е фактът, че дълговата тежест не е ограничена само до публичния сектор (както след 1945 г.), а се наблюдава висока задлъжнялост и в частния сектор (особено при финансовите институции и домакинствата). Други утежняващи обстоятелства са:

- увеличаващото се неравенство при разпределението на доходите и богатствата;
- анемичният икономически растеж;
- застаряващите населения – резултат от нарастващата продължителност на живота и намаляващата раждаемост.

Така сега, освен свръхзадлъжняването, натиск върху публичните финанси оказва и влошаващата се демография.

### 13. Финансовите репресии

Към 1945 г. публичният дълг на САЩ възлиза на 108% от БВП, този на Великобритания е 250% от БВП, а на Франция – 110% от БВП (Атали, 2011). В разстояние на около 3 десетилетия развитите западни икономики регистрират висок икономически растеж, а умерената инфлация и финансовите репресии стопяват голяма част от суверенния дълг. Към 1990 г. френският и британският публичен дълг вече са около 35% от БВП. Американският публичен дълг към 1997 г. възлиза на около 46% от БВП. Тук трябва да се подчертае, че успоредно с намаляването на публичния дълг на развитите държави, расте частната задлъжнялост на домакинствата – феномен, описван с термина „приватизирано кейнсианство“.

Финансовите репресии в развитите държави в периода 1945-1979 г. се характеризират основно с отрицателни реални лихвени проценти, т.е. инфлацията надвишава номиналните лихви по влоговете (Райнхарт, Рогоф, 2013). Така твърде ниските лихвени проценти представляват скрита форма на данъчно облагане върху спестителите и притежателите на облигации, които получават по-нисък доход, отколкото при нормални условия. Отрицателните реални лихви са необявени скрити данъци. Те фактически са паричен трансфер от спестителите към кредитополучателите и правителствата и са по-завоалирана мярка в сравнение с политически непопулярните бюджетни рестрикции. Тези лихви са и ефективен начин за справяне с голяма публична задлъжнялост, без да се засегне икономическия растеж – както при фискалното затягане (Стоянов, 2012). Ето защо може да се прогнозира, че лихвените проценти в световен мащаб ще останат ниски дълго време, за да позволят на правителствата, компаниите и домакинствата да обслужват своите

задължения. Впрочем, ако лихвените проценти, плащани по дълга са по-високи от растежа на БВП, то делът на дълга ще нараства – дори без нов дефицит. Други проявления на финансови репресии след Втората световна война са:

- поставяне от страна на държавата на ниски тавани по депозитните лихвени проценти на банките;
- високи изисквания към задължителните резерви на банките в централната банка на съответната страна;
- множество разпоредби, принуждаващи пенсионните фондове, банките и застрахователните компании да трупат държавни ценни книжа в своите портфейли.

Финансовите репресии се възраждат след глобалната криза от 2008 г. Голямата роля на непазарните фактори при определянето на лихвените проценти е основна характеристика на финансовите репресии. Една от основните им цели е да задържа номиналните лихвени проценти по-ниски, отколкото те биха били нормално. По този начин се намаляват бюджетните разходи по обслужване на дълговете, т.е. намалява се бюджетният дефицит. Например в САЩ през 1991 г. бюджетните разходи за обслужване на публичния дълг възлизат на 4.8% от БВП, докато през 2009 г. (т.е. след свалянето на лихвите) те вече са 2.8% от БВП. След 2008 г. скontoвите лихвени проценти на основните централни банки и тези по банковите депозити бяха чувствително понижени. Така повечето реални лихви в развитите държави днес или са негативни, или са под 1% годишно. Обяснението е главно в агресивната, експанзионистична монетарна политика и вливанията на ликвидност (т.нар. „количествени улеснения“) от страна на Федералния резерв на САЩ, Банк ъф Джапан, Банк ъф Ингълънд и Европейската централна банка. И сега, както в следвоенния период, пенсионните фондове и застрахователните компании в редица страни са задължени да имат поне 50% държавни облигации в своите портфейли. Новите правила за капиталова адекватност, известни като Базел III, предполагат преференциално третиране на правителствените дългове в балансите на банките.

## Заклучение

Исправени пред неустойчиво високи нива на частните и публичните дългове, политиките ще искат да ги понижат до устойчиви нива. Финансовите репресии, като политически най-съблазнителна и приемлива алтернатива, ще се превърнат в предпочитана стратегия и част от глобалната финансова реалност за дълго време. Тези политики обикновено изискват добра координация между правителството, централната банка и финансовия сектор, като в крайна сметка водят до устойчиво негативни реални лихвени проценти. Нека разгледаме и анализираме алтернативите на финансовите репресии за намаляване на бремето на публичния дълг.

- Ако инфлацията превиши 3-4% годишно, то тя проявява тенденция да продължи да расте, т.е. стимулирането на по-висока инфлация от страна на държавата е

опасно. Инфлацията би причинила смущения в банковата система и финансовия сектор, т.е. тя е прекалено силно „лекарство”. Според К. Рогоф умерена инфлация – например от 4 до 6% на година, би била много полезна на фона на нежеланието на правителствата да отпишат част от огромните си дългове. Умерената инфлация би понижала реалните лихвени проценти по правителствения дълг под ръста на БВП, намалявайки по този начин съотношението „дълг/БВП”. Така 6% годишна инфлация в продължение на 5 години може да понижи съотношението „публичен дълг/БВП” с 20 процентни пункта.

- Фискалните корекции (увеличаване на данъците и социалните осигуровки, съчетано със съкращаване на бюджетните разходи), са болезнени в краткосрочен план и политически проблемни за налагане. Освен това при голяма публична задлъжнялост тези мерки могат и да не проработят, като същевременно могат още повече да влошат икономическата ситуация.
- Откритият суверенен фалит, пълният или частичен мораториум върху обслужването на дълга или реструктурирането му оставят неприятна стигма на международните капиталови пазари и влошават кредитната история на такива държави, което има негативни дългосрочни последици. Освен това отписването на дългове е политически и обществено неприемливо. Един такъв прецедент би довел до появата и на други държави – кандидатки за опрощаване на дълг, до възникване на политически партии и движения с такива искания и т.н. Трябва да се отбележи, че през последните тридесетина години над 70 развиващи се държави са сключили споразумения за реструктуриране на външния си дълг, включително за частично опрощаване.

Разбира се, най-добрият начин за поставяне на публичния дълг под контрол си остава по-високият и устойчив икономически растеж, който е по-добър от фискалните икономии като политика. В бъдеще не бива да се стига отново до ситуации като през 1945 и 2008 г., т.е. трябва да се търсят по-малко кредитointензивни пътища за икономически растеж.

### Използвана литература

- Ангелов, Г. (2015). Европейският съюз: от задлъжнял до свързодлъжнял. – в. „Преса”, N 189, 14.07.2015, с. 20-21.
- Ангелова, М. (2012). Ниските лихви изяждат спестяванията. <http://www.investor.bg> (публикувано на 17.09.2012 г.).
- Атали, Ж. (2011). Всички разорени след десет години?. С.: Рива, 191 с.
- Бедоус, З. М. (2009). В търсене на изход. – Светът през 2010, с. 115-116.
- Бок, Арн. (2011). 2012: перфектната финансова буря. – Геополитика, N 4, с. 156-159.
- Георгиев, Р. (2011). Глобалната криза и залезът на пазарния фундаментализъм. – Геополитика, N 4, с. 5-15.
- Илиев, П. (2015). Външният дълг стигна 38.2 млрд. евро. – Банкеръ, N 34, с. 6.
- Йотов, Ст. (2014) Управление на ценови дисбаланси в жилищния сектор (национален, европейски и глобален контекст). С., 443 с.
- Калчев, Ем. (2013). Проблеми и перспективи на фискалния сектор в България. – Икономическа мисъл, N 6, с. 35-51.

- Катасонов, В. (2015). Глобалният дълг: двете части на айсберга. – Геополитика, N 3, с. 150-158.
- Кацарски, Ив. (2011). Световната дългова криза – същност и причини. – Понеделник, N 11/12, с. 129-136.
- Книп, К. (2015). Суецкият канал като машина за пари. <http://www.dw.com/bg> (публикувано на 07.08.2015 г.).
- Конаган Д., Смит, Д. (2014). Книгата за парите. С.: Книгомания, 256 с.
- Конуей, Е. (2010). 50 големи икономически идеи, които трябва да знаете. С.: Четмо, 207 с.
- Маринова, Цв. (2015). Изпитания пред паричната и бюджетната политика в Еврозоната и България. – Икономически изследвания, N 1, с. 16-36.
- Минкова, Ив. (2015). Държавният дълг нарасна с над 51% за една година. <http://www.segabg.com> (публикувано на 05.08.2015 г.).
- Михайлова, Б. (2014). Европа в плен на скритите дългове. <http://www.dw.com/bg>.
- Неновски, Н., Маринова, Цв. (2014). Сравнителен анализ на суверенните дългове на държавите от Източна и Южна Европа. – Икономически и социални алтернативи, N 2, с. 33-44.
- Оте, М. (2006). Кризата идва. С.: Еастра, 307 с.
- Попов, Б. (2015). Гръцките проблеми маскират нарастващите рискове в Италия и Франция. <http://www.investor.bg> (публикувано на 26.06.2015 г.).
- Пътеводител на икономическите показатели (2004). С.: Класика и Стил, 294 с.
- Райнхарт, К., Рогоф, К. (2013). Този път е различно. С.: Сиела, 467 с.
- Рафаилов, Д. (2011). Провалите на агенциите за кредитен рейтинг по време на глобалната финансова криза – причини и възможни решения. – Икономически алтернативи, N 1, с. 103-114.
- Стоянов, Г. (2012). Финансовите репресии – новата глобална реалност. <http://www.investor.bg> (публикувано на 14.03.2012 г.).
- Тодоров, Н. (2015). Ключови икономически тенденции до 2050. (The Economist Intelligence Unit). <http://www.gradat.bg> (публикувано на 03.08.2015 г.).
- Тошкова, В. (2015). Недостигът на инвестиции в света. <http://www.investor.bg> (публикувано на 31.05.2015 г.).
- Търнър, Ъ., Лунд, С. (2015). Дълговата дилема изисква нови инструменти и подходи. <http://www.investor.bg> (публикувано на 26.04.2015 г.).
- Хъдсън, М. (2010). Бъдещите „дългови войни“ в Европа. – Геополитика, N 4, с. 153-156.
- Ценков, В. (2015). Пирамидата на дълговете. <http://www.bulgariaonair.bg> (публикувано на 29.05.2015 г.).



## IMPACT OF ECONOMIC PARTNERSHIP AGREEMENTS ON REGIONAL INTEGRATION AND TRADE RELATIONS

*The article briefly presents the concept and framework of regional integration in Africa. It then discusses the principles, history, and current state of negotiations to disclose the effects of EPAs on regional integration efforts in Africa. Then it analyses the trends in international trade relations between the EU and the five EPA regions in Africa for the period 2003-2013, aiming to assess if EPAs have the envisaged positive impact on trade for both the EU, the EPA regions and the participating countries. The analysis includes the direction, dynamics and commodity structure of EU trade with African EPA regions. As a conclusion, the paper presents some general questions posed by the analysis on the future development of EPAs and the trade policy of the EU towards Sub-Saharan African countries.*

*JEL: F13; F15; F54*

### Introduction

The development and dynamics of regional economic integration in Africa are severely influenced by the transformation of the trade relations between African, Caribbean and Pacific (ACP) countries and the European Union (EU), imposed by the Cotonou agreement (2000).<sup>2</sup> Economic relations formerly based on unilateral trade preferences provided by the EU are envisaged to be based on Economic partnership agreements (EPAs) that should regulate trade and cooperation establishing new trade regimes between the EU and ACP regions selected by clear criteria. As the EU is the biggest trade partner and the main donor for most ACP states, the strategy has the potential to impulse a significant development impetus.

EPA regions do not cover the existing regional economic communities (RECs) in Africa which complicates the already delicate situation of dispersed capacity and overlapping membership of African countries in different integration schemes. Although EPAs aim at

---

<sup>1</sup> Eduard Marinov, PhD is Assistant Professor in Economic Research Institute at the Bulgarian Academy of Sciences.

<sup>2</sup> As the Caribbean and the Pacific regions are very different from African EPA regions both as integration concepts, negotiation progress and volume of trade with the EU, the analysis is focused on the five African EPA regions.

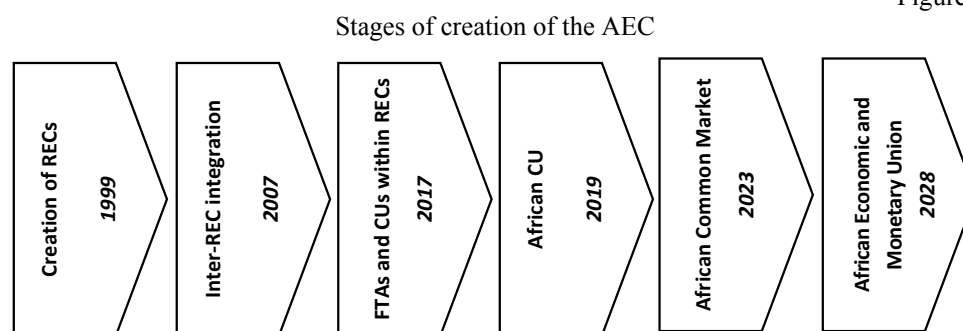
the promotion of regional integration their immediate impact could hardly be regarded as strictly positive.

## 1. The process of regional economic integration in Africa

The process of political integration which started in the early year of independence in the middle of the XX century in Africa is progressing slowly. One could see in the emergence of the ideas for integration in Africa a pattern opposite to the one that was proposed and implemented by the founding fathers of the EU (step-by-step economic integration), namely to start from political unification as a basis for everything else. However, due to the historical development of the processes on the continent – the weak political will and commitment, the different economic and geopolitical objectives pursued by the countries, the inability to set and implement common political goals – the process of political integration in Africa is progressing slowly. There is a gradual shift from political to economic goals to be implemented along the way towards the creation of a continental union. Thus, in the area of economic integration in Africa, which has a much shorter history, achieved results are significantly more, albeit they are still insufficient against the stated objectives.

The Treaty for establishment of the African economic community (TAEC) is signed in 1991 and comes into force in 1994. It establishes the AEC as a part of the African union (AU). The Treaty defines six stages that should be completed for the gradual creation of the AEC for a period of 34 years (see Figure 1). The Treaty adopts an integration approach that to a great extent depends on the success of integration processes of the regional economic communities. The Treaty explicitly states that the AEC will be established mainly based on coordination and gradual integration of the activities of existing RECs. Thus RECs are defined as the building blocks of the AEC. The idea of this stage approach is that integration should firstly be ensured at a regional level through the creation and strengthening of the RECs which in a certain moment will merge into the AEC.

Figure 1



Source: Created by author.

The first stage includes the strengthening of existing RECs and creation of new ones where there are no existing and should last till 1999. At the time when the TAEC came into force in Africa existed the Arab Maghreb Union (UMA), the Common Market for Eastern and Southern Africa (COMESA), the Economic Community of West African States (ECOWAS), the Economic Community of Central African States (ECCAS) and the Southern African Development Community (SADC) which included all countries on the continent. Until 2001 AU accepts three more communities – the Inter-Governmental Authority on Development (IGAD), the Community of Sahel-Saharan States (CEN-SAD) and the East African Community (EAC). In 2006 a decision was made that no other RECs will be acknowledged as building blocks of the AEC.

The second stage is with an 8 years duration and has the objective RECs to decrease or abolish tariffs, quotas and other restrictions to intraregional trade. Together with this is envisaged coordination of policies in the areas of trade, finance, transport, communications, industry and energy as well as coordination and harmonization of the activities of existing RECs. There is some progress in the strengthening of many REC sectors and despite the challenges the efforts are directed towards the requirements of the second stage of AEC establishment.

The third stage should be completed till 2017 and envisages all trade barriers to be abolished through the creation of free trade areas in the RECs and the enforcement of common customs tariffs through the creation of customs unions (CU). Almost all RECs have completed the third stage to some extent except UMA, IGAD and CEN-SAD. Differing from all other RECs, the CU is the first step of the creation of the EAC (in 2005). Progress towards the accomplishment of the third stage of the establishment of AEC is satisfactory, though for the communities that have not accomplished the set goals in periods of relative tranquillity the future accomplishment will be hampered by the current conflicts as in the case with UMA.

The fourth stage is to be completed until 2019 and the goal is the establishment of an African customs union through harmonization of the common customs tariffs of all RECs. As a positive step towards the completion of this objective could be seen the launch of the tripartite FTA between COMESA, SADC and EAC in 2015 through which the three communities abolish trade barriers between each other.

The fifth and sixth stage – the establishment of an African common market and of a continental economic and monetary union, should be completed respectively in 2023 and 2028 and as their completion depends on the success of the previous stages, there is still no progress made.

Currently there are 16 African regional economic communities, 7 of them are recognized and serve as pillars for the establishment of AEC (see Annex for maps). CEN-SAD is an integration and harmonization framework aiming to become the leading REC in Africa. COMESA has the mandate to create a fully integrated and internationally competitive REC in which apply freedoms of movement of goods, people, services and capital. The stated goal of EAC is the development of a prospering, competitive, secure and politically united Eastern Africa. Concentrated in ECCAS are 4/5 of African forests, there are lots of minerals and fuels, but frequent conflicts hinder the unfolding of the community's

potential. The main goal of ECOWAS, where leading is the economy of Nigeria, is to encourage regional economic cooperation and to face the development challenges. IGAD's activities are aimed at sustainment of peace and security, as well as at development and integration issues. The goals of SADC, with leading economy Republic of South Africa, are not limited in the field of trade although it is the main engine of integration processes there. Table 1 presents main economic indicators for the RECs regarded as building blocks of the AEC.

Table 1

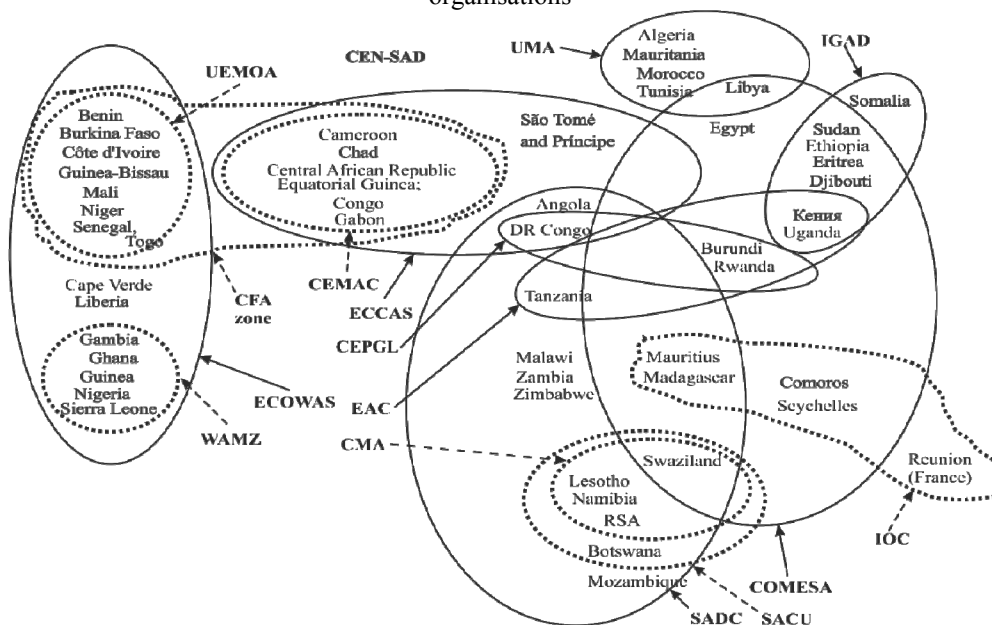
Main data on selected RECs (2014)

	CEN-SAD	COMESA	EAC	EUCAS	ECOWAS	IGAD	SADC
Stage of integration	PTA	FTA	CM	PTA	CU	PTA	CU (partial)
Member states	23	19	5	10	15	7	15
LCDs	16	11	5	6	12	6	8
Area (mln. sq. km)	13427	11603	1823	6640	5115	5210	9862
Area (% of Africa)	50.9	38.6	6.1	22.0	13.9	17.3	32.8
Population (mln.)	508	459	149	121	340	226	286
Population (% of Africa)	53.5	42.9	13.6	13.3	14.1	20.4	27.0
Population density	37.8	39.5	81.5	18.2	66.4	43.3	29.0
Employment	33.1	38.0	43.3	38.3	33.4	40.1	36.7
GDP (mln. USD)	934084	577740	98396	200737	419150	166164	648253
GDP (USD p.c.)	1838.4	1259.6	662.1	1662.6	1233.9	736.4	2269.6
GNI (mln. USD)	891064	561737	94761	173503	392322	160629	624503
Trade (mln. USD)	562755	303298	50735	171910	267585	61006	421429
Trade (% of Africa)	45.8	24.7	4.1	14.0	21.8	5.0	34.3
Imports (% of GDP)	29.7	29.9	36.7	24.8	26.5	27.5	33.0
Exports (% of GDP)	30.5	22.6	14.9	60.8	37.3	9.2	32.0
Trade balance (mln. USD)	7609	-41868	-21473	72298	45414	-30318	-6370

Source: African Development Indicators and own calculations.

There has been significant progress in the implementation of the stages of the creation of African economic community. Some regional economic communities fulfil their obligations under the AEC Treaty on schedule, in some there is a delay, and some are even ahead of the deadlines. Although the regional communities are making a lot of effort for the realisation of the first three stages set in the Treaty by adopting a phased abolition of customs duties in intraregional trade, there are many differences among them – some regional economic communities still cannot create a free trade area, while others already have a working customs union. The pace of progress is not the same and overlapping membership of many countries in two or more regional communities (see Figure 2) makes it obligatory for strategic decisions to be taken as well as action towards the creation of a continental free trade area as a first step towards a continental customs union, a common market and the ultimate goal – a fully functioning African economic community.

Figure 2  
Euler diagram showing the relationships between various multinational African organisations



Source: Created by author.

Progress in African integration is mixed across sectors, regional economic communities, and member states. There have been some strides in trade, communications, macroeconomic policy, and transport. Some regional economic communities have made significant progress in trade liberalization and facilitation (COMESA), in free movement of people (ECOWAS), in infrastructure (SADC and EAC), and in peace and security (ECOWAS and SADC). Overall, however, there are substantial gaps between the goals and achievements of most regional economic communities, particularly in increasing intraregional trade, macroeconomic convergence, production, and physical connectivity.

## 2. The Economic partnership agreements of the EU

EPAs are trade and cooperation agreements establishing a new trade regime between the EU and the ACP countries. They are designed to create WTO-compatible, development oriented reciprocal trading arrangements between Europe and its traditional developing country trading partners, while encouraging regional integration and drawing improved trade capacity building and other aid interventions into the developing partner regions. The agreements aim at covering not only trade in goods but also in services and other trade-related areas.

EPAs were initially designed to create an entirely new framework for the flow of trade and investment between the EU and the ACP countries, encouraging, amongst other positive factors, regional integration between ACP countries. The ACP EPA countries group themselves into seven regions: five in Africa, one in the Caribbean and one in the Pacific.

### *2.1. Principles of the EPAs*

Addressing the weaknesses of the Lomé Conventions, the EU and the ACP agreed to radically reform the ACP-EU trade relationship through the negotiation of the EPAs. The Cotonou Agreement sets out four principles for EPAs:

1. *Development.* EPA negotiations must be placed in the context of the overall development objectives of ACP countries and of the CPA. To be of benefit to the ACP, EPAs must be 'economically meaningful, politically sustainable, and socially acceptable'. Hence, EPAs are not just ordinary agreements on trade. Rather, they are intended to be development-oriented trade arrangements to foster development and economic growth in ACP countries which will ultimately contribute to poverty eradication.
2. *Reciprocity.* The most important element of an EPA is the establishment of an FTA, which will progressively abolish substantially all trade restrictions between both parties. This is a radically new element in ACP-EU trade relations and also a necessary requirement to make the EPAs WTO-compatible. For the first time, ACP countries will have to open up, on a reciprocal basis, their own markets to EU products in order to retain their preferential access to the EU market. The rationale for reciprocity rests on the principle that liberalisation of ACP markets towards the EU will increase competition within ACP economies, thereby stimulating local and foreign (including EU) investment and the necessary adjustment of their economies, leading to growth and development.
3. *Regionalism.* The EU clearly envisages negotiations with ACP regional groupings which are in a position to do so, though it has not ruled out the possibility of concluding agreements with single countries in exceptional cases, as in some of the interim deals. The principle of basing future trade cooperation on regional integration stems from the conviction that regional integration is a key step towards further integration into the world economy, as well as an instrument to stimulate investment and lock in the necessary trade reforms.
4. *Differentiation.* Considerable weight is given to differentiation and special treatment, which affirms the North-South nature of the relationship. EPAs must take into account the different levels of development of the contracting parties. EPAs should provide sufficient scope for flexibility, special and differential treatment and asymmetry. In particular, LDCs, small and vulnerable economies, landlocked countries and small islands should be able to benefit from special and differential treatment.

Hence, the EPA negotiations constitute a shift in ACP-EU trade cooperation relations, ending an era of non-reciprocal trade preferences and replacing the all-ACP-EU trading

arrangement by several separate agreements that are negotiated between the EU and the ACP negotiating regions, with the objective of fostering regional integration in the ACP. In essence, the EPAs should thus be essentially enhanced, development-oriented free trade areas between ACP regional groupings and the EU. They aim to cover not only trade in goods and agricultural products, but also in services, and should address tariff, non-tariff and technical barriers to trade. As proposed by the European Commission, other trade-related areas would also be covered, including by increased cooperation between the EU and the ACP, such as competition, investment, protection of intellectual property rights, trade facilitation, trade and environment, trade and labour standards, consumer policy regulation and consumer health protection, food security, public procurement, etc.

## *2.2. EPA regions – current state of negotiations*

EPA negotiations with specific regions are assumed to be the best possibility, as since the very beginning it was clear that it is practically impossible for the EU to conclude a multilateral agreement with all ACP countries. Moreover, the EU has always seen the regional approach in its external relations as the better one, because it is a driver for growth and economic development.

Eligibility criteria for areas that may be concluded EPAs are clear enough. The difficulty lies in their application to the specific context of the existing structure of African regional groupings. In this context, the EC supports RECs that: *first*, are large enough to constitute a "pole of attraction" that would lead to a trade and economic dynamics; *second*, are aimed at the formation of the customs union; *third*, are willing to remove non-tariff barriers to future common market; and *fourth*, have effective mechanisms for the implementation of the decisions taken.

However, the EPA negotiation process with regional blocks that are created specifically with this purpose has a lot of shortcomings, the main of them being that EPA regions are too heterogeneous and partly overlap with already existing integration initiatives. This hinders negotiations and causes the very slow progress. As a solution to this problem interim agreements have been proposed in order to avoid the negative effects resulting from the expiry of the exception made by the WTO.

Almost in all regions one of the most contentious issues that are still not resolved is the most-favoured-nation rule. According to it signatory countries in the future cannot treat the EU less favourable than any other trading partner. EU insists on the inclusion of the most-favoured-nation clause. In return ACP countries could exclude certain products from liberalisation, while EU fully opens its own market.

Another serious problem that characterises all African EPA regions is that in all of them there are least developed countries (LDCs) which could use the preferential trade regime under the "Everything but Arms" initiative instead of the reciprocal liberalisation envisaged by EPAs.

## **West Africa**

The West Africa EPA region encompasses the 15 member-states of ECOWAS and Mauritania. Côte d'Ivoire and Ghana are the two countries that have signed acting interim EPAs with the EU – they export to the EU without duties and restrictions while they have to gradually liberalise their market for 80% of the EU exports.

In West Africa region, the problems are similar to those of other negotiating groups. First, there is a complicated overlapping of two monetary unions within ECOWAS, while Mauritania is not a member of any REC, but joined the region to be able to negotiate EPA. At the same time negotiations are complicated by the different level of development – all countries except Côte d'Ivoire, Ghana and Nigeria are among the LDCs.

However, a comprehensive EPA with West Africa was signed by the heads of state on February 6th, 2014. The agreement has to be ratified by the parliaments of the countries in West Africa and the European Parliament. It gives priority to West Africa, taking into account the existing differences in development between the EU and the region. While the EU opens its market fully, West Africa will abolish import duties only partially for 20-year transitional period. The proposed regional market access is in full compliance with the common external tariff of the ECOWAS, adopted in October 2013, which sets the basis for a customs union in the community. EPA implementation and application of the Common Customs Tariff by ECOWAS will reinforce each other.

## **Southern African Development Community**

The negotiating countries in the SADC region are Angola, Botswana, Lesotho, Mozambique, Namibia, Swaziland and South Africa. The other six members of SADC are negotiating their EPA within other regional groups.

Negotiations with Botswana, Lesotho, Mozambique, Namibia, South Africa and Swaziland were concluded on July 15, 2014 and the signed EPA is pending ratification. Angola has an option to join the agreement in the future. The agreement guarantees duty and quota free market access to EU for Botswana, Lesotho, Mozambique, Namibia and Swaziland. South Africa can take advantage of new opportunities for market access in addition to the Trade, Development and Cooperation Agreement (TDCA), which currently rules trade relations with the EU. The EPS gives asymmetrical market access for the partners in the region. Countries can choose to protect sensitive products from full liberalisation.

Under the terms of the current interim EPA all products originating from Botswana, Lesotho, Mozambique and Swaziland have duty and quota free access to EU. Since these countries are members of the Southern African Customs Union (SACU), their commitment to trade liberalisation is already implemented within the TDCA. The process of negotiations with the SADC group is complicated due to possible discrepancies in the regimes of SACU and EPA, the specific position of South Africa, the different level of development and often conflicting interests of the members of the group. Angola, Lesotho and Mozambique are among the LDCs and as such may benefit from the scheme



"Everything but Arms", while other countries trade under the Generalized Scheme of Preferences (GSP). This, together with the strong position of South Africa to all other countries, hinders the negotiations on the most-favoured-nation treatment.

The special position of South Africa deserves more attention as it further adds to the complexity of the negotiations. South Africa was not originally party to the SADC EPA. Its participation was requested by the SADC in 2006. South Africa is the largest trading partner of EU in the framework of SADC and has already signed the TDCA. This means that the country is in a favoured position than other countries in the region, since it has no need to hurry with the EPA negotiations. Meanwhile, South Africa has considerable leverage over the smaller partners in SACU. Botswana, Lesotho, Namibia and Swaziland receive most of their income from customs controlled by South Africa. For these countries the end of SACU would be a real economic disaster: "70% of government revenue of Swaziland and 60% of Lesotho's come through distribution of SACU income, which the signing of the interim EPA threatens to destroy. Economists in the region believe that Lesotho could lose up to 25% of its GDP immediately and for Swaziland the decrease would be 20%. This contraction would have a devastating effect on growth, jobs and combating poverty" (Walker, 2009).

### **Central Africa**

The EU negotiates the EPA with Central Africa with eight countries: Cameroon, Central African Republic, Chad, Congo, DR Congo, Equatorial Guinea, Gabon and São Tomé and Príncipe. Cameroon is the only country in this group which has signed an interim EPA with the EU and exports to the EU duty and quota free, while on its part Cameroon is committed to gradually liberalise up to 80% of exports of EU for the period 2010-2025.

In early 2011, the EU and the countries of Central Africa renewed negotiations after two years of inactivity due to the reorganisation of the Secretariat of the Economic Community of Central African States.

Throughout the negotiations one of the problems is that the countries of Central Africa are very different in economic terms – only Congo, Gabon and Cameroon are not LDCs. The main obstacle in the negotiations so far is the rules for market access. Cameroon signed an interim EPA, but it seems to complicate rather than simplify the process of negotiations – other countries refuse to accept as a reference the scheme for tariff reduction agreed by Cameroon. This leads to a situation in which, for a regional EPA to be concluded, either Cameroon must increase their own duties to the level of other countries in the region, or the other countries need to reduce their duties more rapidly than they want. The vision of EU is that 80% of the products to be liberalised within 15 years. Central Africa rejected the proposal to EU to include the most-favoured-nation rule in the EPA, and in the last round of negotiations the Union agreed to waive the disputed clause. A major problem in the negotiation of non-tariff barriers is the used by Chad export and by Cameroon import prohibitions and restrictions.

### **Eastern and Southern Africa**

The region of Eastern and Southern Africa has a very diverse composition. It consists of countries of the Horn of Africa (Djibouti, Ethiopia, Eritrea and Sudan), Southern Africa countries (Malawi, Zambia and Zimbabwe) and several island states in the Indian Ocean (Comoros, Madagascar, Mauritius and Seychelles). All countries are members of COMESA. Six countries (Mauritius, Seychelles, Zimbabwe and Madagascar, Zambia and the Comoros) who have agreed an interim EPA with the EU, are entitled to duty and quota free export with transition periods for rice and sugar. In return, the EU receives the right of duty free export for the majority of commodities, with each country negotiating an individual liberalisation timetable.

One of the main obstacles in the negotiation process is namely the heterogeneous nature of the region. Therefore, EU officials point out that an EPA with variable geometry is possible, i.e. some countries to take on more commitments than others. Other contentious issues in the negotiations are the most-favoured-nation treatment and the removal of export taxes and guarantees. EU wants to exclude any future amendment of tariffs, which is perceived by the Eastern and Southern Africa group as impeding their ability to eventually introduce a common customs tariff within COMESA. The parties agreed that the standstill clause will not apply, at LDCs for the goods in the list of exceptions. The discussion on the standstill clause stresses the need for a better balance between the own regional integration process in the region and the conclusion of the EPA negotiations. In the long term, this will allow for complete integration, while the current approach could interfere in the internal process of integration in COMESA.

### **East African Community**

On October 16, 2014 the East African Community (Burundi, Kenya, Rwanda, Tanzania and Uganda) signed a comprehensive EPA with the EU. The agreement covers trade in goods, development cooperation and include clauses for further discussion of the chapters relating to services and procedures. EPA is in full compliance with the common external tariff of the EAC and supports the ambitious integration project of the community. It is in a process of ratification, but all countries have signed interim agreements with the EU, which are incorporated in the overall EPA and can export to the EU duty and quota free, with transition periods for rice and sugar. Over the next 25 years EAC will liberalize 82.6% of imports from the EU.

One of the specific challenges negotiations with the group of EAC is the complexity of the processes of regional integration in the region. Four countries are members of COMESA and until 2007 are part of the negotiation process between EU and COMESA. Then EAC decided to conduct negotiations for a separate EPA. The fifth member of the EAC – Tanzania, is part of SADC. The request of the EAC is to entirely remove the most-favoured-nation clause. Another still unresolved contentious issue are export taxes. EAC argues that under certain circumstances it is necessary to maintain export taxes – e.g. in terms of achieving

development objectives, diversification of income and food security and environmental considerations.

### *2.3. Impact of EPAs on regional integration in Africa*

Despite the stated goal to promote regional integration, in Africa the impact of EPAs on regional integration is disappointing. The poor results are particularly striking in Western and Central Africa, where negotiations did not create the hoped-for group dynamic. It is obvious that the opportunities offered by the EPAs are not sufficient to motivate further regional integration. In fact, the forces that oppose African integration seem to have spilled over into the EPA negotiations, rather than bringing about an integration impetus. The main criticisms concerns the ability of EPAs to deliver their development benefits.

Although the overall assessment suggests poor progress towards African integration, positive impacts do exist and need to be fairly underlined. They include an initial impetus, the EAC agreement, and to some extent the SADC-group agreement. The EPAs process contributed to integration incentives and to the implementation of the first FTAs and CUs in African RECs. The EU-EAC EPA is a successful outcome for regional integration and the EPA between the EU and the SADC group presents some potential for enhanced regional integration. Aside from the EAC and SADC, the agreements lack the ability to generate regional impetus. More than half of the sub-Saharan African countries remain outside any form of acting EPAs, which limits the geographical scope of possible integration dynamics that might come from EPAs.

The EU and the ACP states agreed on the significance of regional integration both as a central objective and a tool to achieve other aims of the agreements. Moreover the benefits for economic effectiveness from integration prove to be positive (Stefanova, J. 2014). EPAs are an ambitious and innovative attempt to use external leverage to strengthen economic integration. However the EPA process added a layer of new groupings to the already complex map of African integration. Except for EAC, none of the other EPA negotiating configurations coincide with the existing African RECs. The poor progress so far is an evidence that the African regional process is not mature. Economic integration still lacks genuine political support and commitment in Africa. The economic integration initiatives rub against the inability of individual countries to consent the necessary transfers of sovereignty. Insufficient institutional capacity and a failure to prioritise objectives pose additional obstacles.

Another obstacle to the conclusion of EPA negotiations is that many African countries already have preferential access to the EU market either through the “Anything but arms” initiative or under the GSP, without the obligation to liberalise their own market for the EU.

Although slower than envisaged in the Cotonou Agreement terms, the negotiations on Economic Partnership Agreements with the African regions of the ACP group progress, especially in the last two years, when the deadlock in the negotiations with the regions of West Africa and SADC was broken. Almost everywhere a major problem remains the most favoured nation clause, but the results of negotiations with the EAC and SADC are promising with respect to other regions in Africa. There is yet no full EPA with any of these regions in force, but such could be soon expected, especially regarding the EAC,

SADC and West Africa regions, where the agreements are in the process of final completion and ratification.

### **3. Trends in international trade between EU and EPA regions in Africa**

EU is a vital destination for African exports. Moreover, the Union is not only a major source of foreign investment, but also an essential factor for the integration of the continent into the global economy (Mbeki, 2011). Although many of the African countries are small and underdeveloped, these with which the EU negotiates EPAs together occupy one of the leading places like trading partner – in 2013 they rank fifth in overall volume of trade flows with a share of 4.8% and a value of 165 Billion EUR. From this perspective African countries are sixth in EU imports after China, Russia, USA, Switzerland and Norway with a share of 5.1% (86 Billion EUR), while in exports they rank fifth after the US, China, Switzerland and Russia with 4.6% (79 Billion).

#### *3.1. Dynamics of EU trade with African EPA regions*

In 2013 African countries participating in the Cotonou Agreement are responsible for just over half of the continent's trade with the EU (51.4%). For the same year, the Union's imports from them are nearly 86 Billion, while exports are 79 Billion EUR. Both indicators are close as shares of EU trade with Africa – 51 and 52%. For the period 2003-2013, exports grew faster than imports both as a share, as well as in value – by 41 Billion EUR (2.1 times) and 42 Billion EUR (just over 2.15 times).

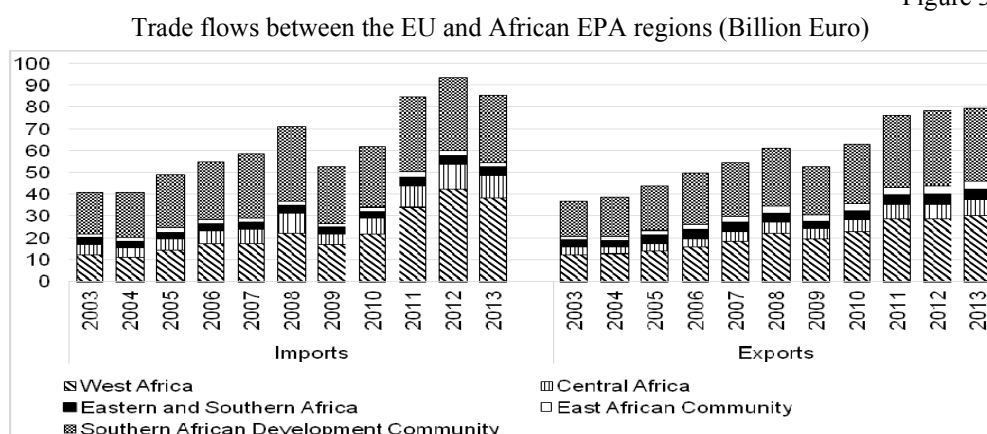
In 2009 a decline is observed in both indicators (respectively with 19 Billion EUR in imports and 11 Billion in exports), which could be explained with the impact of the global crisis, especially in terms of EU imports from the countries in Sub-Saharan Africa. In subsequent years, however, this decline was compensated – for exports in 2010, and for imports – in 2011. At the end of the period the value of exports remained relatively stable, rising at a slower pace than before 2009 – with nearly 3 Billion EUR (4%) from 2011 to 2013. There is a serious increase in imports in 2012 over the previous year (9 Billion), but in 2013 the volume of trade returned to the levels of 2011 which could be seen as a post-effect of the Eurozone crisis.

The trends are similar to those in these in EU's total trade, although in comparison with the Union trade flows to Sub-Saharan Africa increase slightly faster – by 29% for imports and 14% of exports. This leads to an increased share of African countries covered by the Cotonou Agreement in EU's total trade – from 4.3 percent in 2003 to 4.8% in 2013. The increase in imports is more significant as a share than the one in exports – respectively by 0.7 and 0.4 percentage points. This could be explained by the fact that, unlike imports from African countries, after the increase in 2012 in 2013 EU's total imports decreased below 2011 levels.

In 2013, the largest trade partner of EU in the regions negotiating Economic Partnership Agreements (see Figure 3) is that of West Africa – 69 Billion EUR (2% of EU's total

trade), followed by SADC – 64 Billion (1.9%). Significantly lower are the values of trade flows with the regions of Central Africa – 17 Billion (0.5%), Eastern and Southern Africa – 9 Billion (0.3%) and the East African Community – nearly 6 Billion (0.2%).

Figure 3



Source: Eurostat – EU trade since 1988 by SITC database (DS-018995) and own calculations.

The situation is similar for imports – here West Africa has a share of 44% of EU imports from the regions of the continent (38 Billion EUR), the Southern African Development Community – 36% (31 Billion), Central Africa – 12% (12 Billion), Eastern and Southern Africa – 5% (4 Billion), and the EAC – 3% (2 Billion EUR). Things are different in exports – EU sells most to SADC – 33 Billion EUR (42% of exports to Sub-Saharan Africa), followed by West Africa – 30 Billion (38%) while the three smaller regions maintain their positions respectively with 7.5 and 4 Billion, but with a slight difference in their shares – respectively 9.6 and 4%.

For the period 2003-2013, the volume of EU trade with the countries of *the region of West Africa* has increased almost three times. The increase is highest compared to all other regions and with over 30% more than the average for Africa, and 2.1 times higher than the average for the countries of the continent within the EPA negotiation framework. The volume of total trade in 2013 is nearly 69 Billion EUR, of which a large part is in imports - 38 Billion. Within the period under review this region replaces SADC as a leading trade partner of the EU – mainly because the almost double increase in the value of imports from 2010 to 2012 (from 21.7 to 42.4 Billion EUR). For the entire period of EU imports increased significantly (over three times) – from 12.5 to 38 Billion EUR, while exports increased less (2.5 times) – from 12.5 to 30 Billion EUR). Both indicators have a slight decline in 2009, but it is compensated in the following year, and in 2011 a significant increase is observed (55% import and 22% export). The region occupies 2% of the total trade flows of the EU (2.3% in imports and 1.7% in exports) and just over one fifth (21.4%) of EU's trade with Africa (respectively 22.7% of imports and 19.9% of exports). For the entire period studied the trade balance of the EU remains negative – it grows from 44 Million in 2003 to 7.8 Billion in 2013, being highest in 2012 – more than 13.5 Billion EUR.

EU's trade with the region of West Africa is dominated by Nigeria (59%), followed by Ghana (11%) and Côte d'Ivoire (8%). These are the three countries which realise more than 90% of the value of imports (respectively 75, 9 and 9%), while in exports leader, albeit with a lower share is Nigeria (39%), followed by Togo, Ghana and Senegal (with 11% each).

Second place as trade partner of EU among the EPA regions in 2013 occupies *the region of the Southern African Development Community* – 64.3 Billion EUR, or 39% of EU trade with them (36% in imports and 42% in exports). The share of the region of EU trade is 1.9% of the total volume of extra-Community trade. At the beginning of the period SADC is the leader among the other ACP regions (35.1 Billion EUR in 2003), but as already mentioned in 2012 it was replaced by West Africa. In 2003, imports exceeded exports by about 20% - respectively 19 and 16 Billion EUR, while in 2013 the values of the two indicators are almost equal (though with a slight preponderance of exports) – respectively 31 and 33 Billion EUR. It is obvious that while by 2011 the trade balance was negative, in the last two years of the period it becomes positive, mainly due to the decrease in imports in 2012 and 2013 (respectively by 1 and 3 Billion EUR). The region retains its leading position as an export destination for the EU throughout the period (in 2013 – 1.9% of extra-Community exports, 21.7% of exports to the African ACP regions), but as a source of imports in recent years it has been overtaken again by West Africa. In 2009, both in imports and exports is observed the characteristic for all ACP regions decline in trade with the EU (by 8 and 4 Billion EUR), which was compensated for both indicators in 2011. The overall increase in the volume of trade for the entire period studied was 1.8 times, but due to the marked drop in imports in recent years, they have increased in 2013 compared to 2003 by 1.6 times, while the increase in exports is more than double. The undisputed leader in the trade of EU with the Southern African Development Community is South Africa, which accounts for approximately two thirds of its total value – nearly 3/4 of exports and half of the imports. Another country with a strong presence in EU trade is Angola (24% of trade, 30% of imports and 19% of exports).

During the 2003-2013 period trade of the European Union with *the region of Central Africa* grows by 2.2 times, reaching 17.4 Billion EUR. Here too EU imports increased faster than exports – respectively 2.4 and 2 times. In 2013 the volume of trade amounted to 17.4 Billion EUR, with imports exceeding exports by about 50% (respectively 10.4 and 7 Billion EUR). Exports grew gradually through all the years of the period (3.5 Billion EUR in 2003), while in 2009 imports decreased by almost half (to 5.2 Billion EUR), which was compensated in 2011. Throughout the period the negative balance of trade balance increased and in 2013 it reached 3.5 Billion EUR. In the same year Central Africa is third among other regions for EPAs with 10.5% of the volume of EU trade with African ACP countries (respectively – 12.2% of imports and 8.8% of exports). The share of the region in EU extra-Community trade is small - 0.5%. The major trade partners of EU here are Equatorial Guinea (26%), Cameroon (24%), Gabon (17%) and Congo (16%). Their ranking in imports is the same (respectively with 39, 23, 14 and 13%), while in exports leader is Cameroon (25%), followed by Gabon (21%), Congo (20%) and DR Congo (15%).

*The region of Eastern and Southern Africa* occupies a modest place in the trade of EU – only 0.3% from extra-Community and 5.5% of African ACP regions trade. In 2013 the

volume of trade is 9.1 Billion EUR, and here trade flows increased the least during the period – 1.3 times (from 6.8 Billion EUR in 2003). Unlike most other regions in Eastern and Southern Africa exports exceed imports during the reference period (except for the first two years), the positive value of the trade balance reaching 1.3 Billion EUR in 2013, when exports exceed imports by more than 25% (respectively 5.2 and 3.9 Billion EUR). The trend is reinforced by the fact that exports grew significantly faster (0.6 times for the entire period) of exports, which almost retain their 2003 value (3.4 Billion EUR). EU trade with the region of Eastern and Southern Africa is distributed across multiple countries. The largest trading partners are Mauritius (21%) and Ethiopia (19%), followed by Madagascar (14%), Sudan (12%) and Zambia (11%). The main sources of imports are again Mauritius (28%), Madagascar (19%) and Ethiopia (14%) and exports are mainly directed to Ethiopia (23%), Sudan (18%) and Mauritius (17%).

The size of the smallest among the EPA regions – *the East African Community* ranks it last as a trading partner of the EU with a trade volume of 5.7 Billion EUR in 2013, which represents 3.4% of EU trade with African ACP regions and only 0.2% of the total volume of extra-Community trade. Exports prevail throughout the period with the exception of the two years in the beginning. In 2013 it significantly exceeds imports (respectively 3.5 and 2.1 Billion EUR), and its increase compared to 2003 is over 2.2 times. Imports increased less – 1.2 times. Thus, in 2013 the trade balance is positive by 1.4 Billion EUR. Both indicators observed the characteristic for the ACP regions decline in 2009, but here it was in minimal terms (about 4%), and was caught up in 2010. Trade with EAC is dominated by Kenya (53%) which occupies more than half of both imports and exports in the region, followed by Tanzania (26%) and Uganda (16%).

### *3.2. Commodity structure of EU trade with African EPA regions<sup>3</sup>*

In 2013 African trade consists mainly of fuels (41%, 130 Billion EUR), followed by machinery (21%, 66 Billion), other manufactures (11%, 36 Billion), food (8%, 27 Billion) and chemicals (7%, 23 Billion). Imports are mainly concentrated in primary products – dominated by fuels (64%, 107 Billion EUR), followed by other manufactures and food (8% each). Exports are relatively diversified – leading is machinery (36%, 56 Billion EUR), followed by fuels and other manufactures (15%), chemicals (12%), food (9%) and miscellaneous manufactures (7 %).

Similar is the commodity structure of trade of EU with the EPA negotiating countries of Africa (see Figure 4) – the first place is for fuels (37%, 60 Billion EUR), followed by machinery (21%, 34 Billion), other manufactures (12%, 21 Billion), food (11%, 17 Billion) and chemicals (7%, 11 Billion). Fuel imports have a slightly lower share of total imports of

---

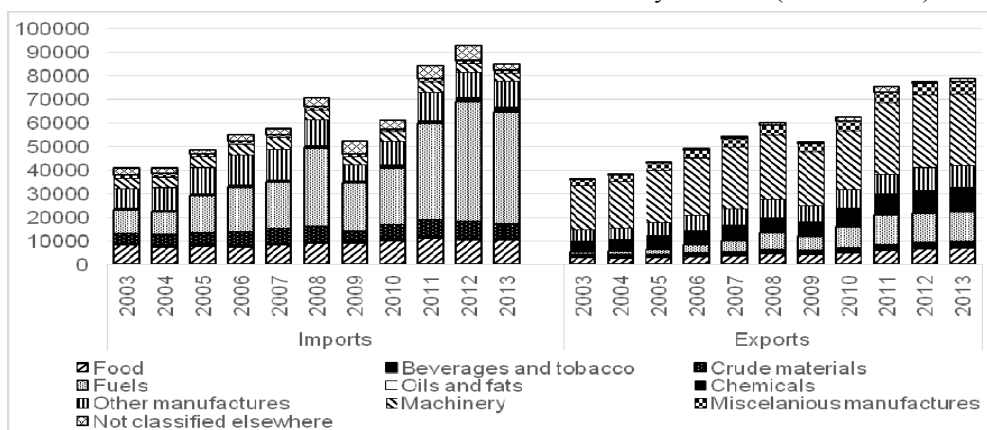
<sup>3</sup> Further in the paper the respective commodity groups (according to SITC, rev. 4) are presented in an abbreviated form, as follows: food and live animals – **food**; crude materials, inedible, except fuels – **crude materials**; mineral fuels, lubricants and related materials – **fuels**; animal and vegetable oils, fats and waxes – **oils and fats**; chemicals and related products – **chemicals**; manufactured goods classified chiefly by material – **other manufactures**; machinery and transport equipment – **machinery**; miscellaneous manufactured articles – **miscellaneous manufactures**.

the EU (56%) at the expense of the more significant share of other manufactures and food (13% each), while the export structure is identical to that trade with the entire continent – specific product groups' share differs with 1-2 percentage points.

Total trade with the ACP countries is little more than half of that of the whole of Africa (51%), but there are significant differences in individual commodity groups – largest share in African trade have unclassified elsewhere goods (86%), beverages and tobacco (81%), crude materials and foods (64% each) and lowest – fats and oils and miscellaneous manufactures (37% each). These variations are more pronounced in imports where beverages and tobacco and unclassified elsewhere goods coming from Sub-Saharan Africa occupy almost the entire volume of imports from Africa (98 and 96%). Higher is the share of crude materials and other manufactures (84% each) and food (77%), while oils and fats take only 20% and miscellaneous manufactures – 15%. Only three product groups deviate seriously from the total share of exports – the largest share is for beverages and tobacco (73%) and unclassified elsewhere goods (67%), while the smallest share have crude materials (30%).

Figure 4

EU – Sub-Saharan Africa international trade commodity structure (Million Euro)



Source: Eurostat – EU trade since 1988 by SITC database (DS-018995) and own calculations.

Sub-Saharan Africa occupies a significant place in the total extra-Community trade in food (11%), fuels (10%) and beverages and tobacco (8%). These are the leading commodity groups in this indicator in imports (12%, 14% and 10%), followed by crude materials (9%) and other manufactures (7%), while fuels (10%), food (9%) and oils and fats (8%) have a more significant share in exports.

Although the total volume of EU imports and exports to African ACP countries is almost equal in 2013 (respectively 86 and 80 Billion EUR), there are serious differences in the trade balance the in individual commodity groups – the balance is highly positive for machinery (27 Billion EUR), chemicals (8 Billion) and miscellaneous manufactures (4 Billion) but has a significant negative expression in fuels (35 Billion), food (6 Billion) and crude materials (5 Billion).



For the 2003-2013 period the highest increase is observed in trade with fuel – 49% annual average growth (a.a.g.), a total increase of 49 Billion EUR. In all other commodity groups increase is much less (15-20% a.a.g.), the slowest growth is in machines and miscellaneous manufactures (13% a.a.g.). However, the growth is substantial as a value in machinery (11 Billion), crude materials (8 Billion), food and chemicals (6 Billion each). The fuels are the product group in which there is the greatest increase in both import and export (respectively 5 and 13 times). The more serious change in exports could be explained by the lower value in the early years of the period – less than 1 Billion EUR, while for imports it is just over 10 Billion. The great increase in the value of trade in fuels can be explained partly by the dramatic rise in prices of these raw materials on global markets, but is also influenced by the long-term concessions and contracts between some countries in the EU and those in Sub-Saharan Africa. For all other products the growth in exports for the period is 2-2.5 times, and in terms of value it is significant in machinery (12 Billion EUR), chemicals and other manufactures (5 Billion each) and food (4 Billion). The increase in imports is weaker – about 11-13% annually for all products except fuels (43% a.a.g., 37 Billion EUR), other processed products (25%, 3 Billion) and food (19%, 2 Billion), while imports of machinery, and miscellaneous manufactures and unclassified elsewhere goods fall by 0.5-1 Billion EUR each for the period.

There are two deviations from the trend of increase in trade value during the period under review. The first could be partly explained with the beginning of the global crisis in 2009 when trade with all commodity groups decreases, most significantly in fuels (with 14 Billion EUR compared with 2008), other manufactures and machinery (with 5 Billion each). However, this decline was compensated in the next year for all commodities, except for fuels and machinery in which the value of 2008 was reached in 2011. The other deviation during is in the last year of the period, but it is not so serious (7 Billion EUR totally) and does not affect all commodity groups but just unclassified elsewhere goods (3.5 Billion), fuels (2.5 Billion), crude materials (1 Billion) and machinery (0.5 Billion), while the trade with other products increases, albeit less compared to the general trend for the period. In both cases the decline for all commodity groups is significantly greater in imports (19 Billion EUR in 2009 and 8 Billion in 2013) than in exports (8 Billion EUR in 2009, while in 2013 there even is an increase in total trade by 1 Billion EUR).

EU Trade with the largest trade partner among EPA regions – *West Africa*, is dominated by fuels (60%, 41 Billion EUR), followed by machinery and food (12%, 8 Billion EUR each). The first completely dominate imports (80%), and are leading in exports (36%), where a significant place is occupied by machinery (27%), while food has relatively equal share in imports and in exports (12% in each). Trade in fuels with this region has the highest share in the trade of EU with Sub-Saharan Africa (69%), which is much more pronounced for exports than imports (respectively 88% and 63%). In this product group West Africa has a distinct share of total extra-Community trade of the EU – 6.7%. These are products where the increase in the trade volume is highest – 35 Billion EUR (59% a.a.g., 5 times for imports and over 13 times in exports), while for all other growth is 11-17% annually. The significant increase, especially in exports of fuels leads to an increasing negative trade balance in the period – 8 Billion EUR in 2013. The negative balance in trade with fuels (19 Billion EUR) is compensated in part by the positive in machinery (8 Billion), chemicals and crude materials (2 Billion).

EU trade with the *Southern African Development Community* EPA region is concentrated in machinery (30%, 19 Billion EUR), other manufactures (21%, 14 Billion EUR) and fuels (17%, 11 Billion EUR). The first occupy almost half of the exports to the region (49%), while the other two groups – almost 2/3 of imports (respectively 28 and 32%). For the 2003-2013 period the most serious increase is observed in fuels (8 Billion EUR), machinery (6 Billion) and crude materials (5 Billion). The growth of exports is generally larger than that of imports (respectively 2.1 and 1.6 times), which reflects in the change in the trade balance – at the beginning of the period it has a negative expression of 3 Billion EUR, while at the end it is the same, but with a positive value. In 2013, the balance is highly positive in trade with machinery (13 Billion EUR), chemicals, miscellaneous manufactures and food (by 2.5 Billion EUR), and negative in fuels (9 Billion) and crude materials (4 Billion). SADC holds an important place in the total trade of EU with Sub-Saharan Africa with unclassified elsewhere goods (75%, 86% of imports), crude materials (67%, 78% of imports), fats and oils (64%, 75 % of exports) and machinery (56%, 81% of imports). The region has a relatively strong presence in extra-Community trade in crude materials (3.7%) and beverages and tobacco (3.6%).

Although much smaller in volume (17 Billion EUR in 2013), the commodity structure of EU trade with the region of *Central Africa* is very similar to that of the West Africa region – dominated by fuels (45%, 71% of imports and only 4% of exports), followed by machinery (16%, 39% of exports and less than 0.5% of imports), crude materials (13% for both indicators) and food (9%, 16% of exports and 6% of imports). The trade balance is negative (3.5 Billion EUR), but the high import of fuels is somewhat compensated for by the positive value of the balance in machines (2.7 Billion EUR). Exports grew more slowly than imports, leading to an increase in the current account deficit. The most significant growth during the period was in trade with fuels (6 Billion EUR, 39% on average) – significantly higher in exports (8.5 times) than in imports (4.2 times). Although slower and with lower values trade also increased in and other manufactures (by 1 Billion EUR each, respectively 13 and 17% a.a.g). The main product traded with the region (fuels) occupy 13% of EU trade with all African ACP countries, while for all other product groups the share is about 9-10% (with the exception of very weak presence of oils and fats – only 3%). Only fuels and have a distinct place in EU extra-Community trade - 1.2% of total trade, 1.5% of imports.

Despite the relatively low share of *Eastern and Southern Africa* of EU trade with African EPA regions (5.5%), the region has a serious place in miscellaneous manufactures (17%, 1 Billion EUR), beverages and tobacco and food (13%, 2 Billion EUR each). The leading product groups in U trade with Eastern and Southern Africa are food (27%) and machinery (24%) – the first occupy 44% of imports, while the second – 42% of EU exports to the region. As already noted, EU trade with Eastern and Southern Africa increases the slowest compared to all other regions (1.4 times). The increase is slightly higher in chemicals and crude materials (respectively 2.8 and 2 times). However, one could regard as positive the fact that exports grew faster than imports (respectively 1.6 and 1.2 times), which leads to a positive balance of 1.3 Billion EUR in 2013, mainly due to positive values in machinery (2.1 Billion) and chemicals (0.9 Billion), the only product group with a substantial negative balance being food (1 Billion EUR).

The smallest of the EPA regions – the East African Community, occupies the last place in the trade of EU with Sub-Saharan Africa (3.4%, 5.7 Billion EUR), the only products with a distinct presence being crude materials (10%) and chemicals (8%). The most traded commodities are machinery (30%), food (23%), chemicals and crude materials (13%). Exports are concentrated in machinery and chemicals (46 and 22%), while imports – in food and crude materials (51 and 29%). Exports grew approximately twice as fast as imports (respectively 21 and 11% a.a.g.), especially in fuels (5.5 times), beverages and tobacco (3.8 times) and food (3.3 times). The highest increase as value in exports is in machinery (1 Billion EUR). The faster pace of growth in exports leads to a positive trade balance (1.4 Billion in 2013).

### *3.3. Summarised assessment of the trends in international trade*

The analysis of the dynamics of the EU's trade with African EPA regions shows that its value grew slightly faster than that of the total extra-Community trade flows. Trade dynamics in different regions are different because of their specific characteristics, but the countries which have signed interim EPAs are taking more significant share of trade of the EU with the corresponding regions – although they have not become regional leaders yet, trade with them is growing faster compared to other countries in the regions. This trend is more obvious in terms of EU imports from these countries, as interim EPAs allow these countries to export almost all goods duty-free without restrictions.

The analysis of the commodity structure of EU trade with EPA regions in Africa once again underlines the strong dependence of Sub-Saharan Africa on primary sector exports and processed products imports. This is a clear indicator of the potential opportunities that are available to the industrialised countries to the export processed products to this part of the world. This trend is characteristic of EU trade both with the region and with each of the existing EPA blocks. Different trends are observed in trade flows with the individual EPA regions, with the growing current account deficit in trade with West and Central Africa being only partly compensated by the reverse trend in the other three regions. The volume of trade in all commodity groups has a clear upward trend, with the exception of 2009, when there is a decline in the value of trade in all products as a result of the global financial crisis. Decrease is observed in 2013 as well, but only in imports of certain product groups.

## **Conclusion**

EPA is an ambitious and innovative policy heading towards growth and development in ACP regions. For the ACP signatories, it combines immediate gains in terms of market access, some relaxation of rules of origin, financial assistance targeted to EPA regions needs with significant commitments – liberalization towards EU goods and services within EPA regions, transparency and predictability of business rules. EPAs provide to their signatories medium-to-long term opportunities in exports, investments and regional trade, enhanced cooperation, but are also associated with risks – of business closures, budget restrictions, etc.

As the EU is the biggest trade partner and the main donor for most ACP states, the strategy has the potential to impulse a significant development impetus. The EPA strategy is global and its various pillars – trade, services, regional integration, cooperation, aid – are mutually supportive. Therefore the partial African agreements which address trade in goods and some technical cooperation cannot achieve the development benefits attached to the overall strategy.

The assessment of the EU's trade relations with Sub-Saharan Africa clearly shows that the Union does not devote the necessary attention to the African continent, despite that the countries within EPA negotiations are one of its main trading partners, trade with them is growing fast and presents many opportunities to the EU both in terms of imports and exports.

Although the foundation of the new framework for trade relations with Sub-Saharan Africa – the Economic Partnership Agreements, is based on the principle "to help these countries help themselves", it remains rather declarative. The analysis of the regulatory framework of the EU-ACP relations shows that the general development policy of the Union is restricted by a narrow legal framework while the goals it sets are too declarative, and only at the political level. Setting priorities and specific actions often does not include the real stakeholders – both representatives of developing countries that this policy affects directly, as well as the acting in the field of trade and investment with African countries European business.

Moreover, the EU and particularly some individual Member States, like the other major world economic powers, participate in the global struggle for resources, protecting primarily their own interests. This, together with the aggressive penetration of new global economic players in Africa requires a thorough rethinking of the policy towards the countries on the continent, not only from the EU point of view, but in the national foreign trade strategies of Member States as well.

## **References**

- Bierbrauer, E. (2013). Trade regimes applicable to developing countries. – In: Fact Sheets on the European Union 2014. European Parliament. pp. 494-496.
- Bilal, S. and C. Stevens (eds.). (2009). The Interim Economic Partnership Agreements between the EU and African States: Contents, challenges and prospects. – ECDPM Policy Management Report 17. Maastricht: ECDPM.
- EC. (2011). Economic partnership agreements. GD Trade, available at [http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2013/april/tradoc\\_151010.pdf](http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2013/april/tradoc_151010.pdf).
- EC. (2012). The EU's new Generalised Scheme of Preferences (GSP), October 2012.
- EC. (2014). Economic Partnership Agreement with SADC EPA Group. European Commission, [http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2014/october/tradoc\\_152818.pdf](http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2014/october/tradoc_152818.pdf).
- EC. (2015). Economic Partnership Agreement with West Africa – Facts and figures. European Commission, [http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2014/july/tradoc\\_152694.pdf](http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2014/july/tradoc_152694.pdf).
- EC. (2015a). Overview of EPA Negotiations, updated January 2015. European Commission, [http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2009/september/tradoc\\_144912.pdf](http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2009/september/tradoc_144912.pdf).
- Gil, M. M. and Tensi, N. (2013). A general survey of development policy. – In: Fact Sheets on the European Union 2014. European Parliament. pp. 497-499.

- IFATPC. (2011). Economic partnership agreements and African regional integration: Have negotiations helped or hindered regional integration?. – Issue Brief, August 2011, IFATPC.
- Mangala, J. (2013). Africa and the European Union: A Strategic Partnership. Palgrave Macmillan.
- Mlenga, K. (2012). Assessing the Progress of Africa's Economic Integration in Light of the Establishment of the African Economic Community. Academia.edu.
- Ndomo, A. (2009). Regional Economic Communities in Africa – A Progress Overview. Study Commissioned by GTZ, Nairobi.
- OPPD. (2011). Economic Partnership Agreements EU-ACP: Facts and Key Issues. European Parliament, OPPD 2011.
- Stefanova, J. (2014). Consolidations among EU Stock exchanges. A Comparative Study of Current and Potential Consolidation Processes Among EU Stock Exchanges. Lambert Academic Publishing.
- UNECA. (2010). Assessing Regional Integration in Africa IV. Enhancing Intra-African Trade. Addis Ababa.
- UNECA. (2012). Assessing Regional Integration in Africa V. Towards an African Continental Free Trade Area. Addis Ababa.
- Walker, A. (2009). The EC-SADC EPA: The Moment of Truth for Regional Integration, available at: <http://ictsd.org/i/news/tni/52416/#sthash.HrLhGk29.dpuf>.
- World Bank. (2008). Africa: Economic Partnership Agreements between Africa and the European Union: What to do now?. Report No. 45945-AFR. Washington, DC, USA.

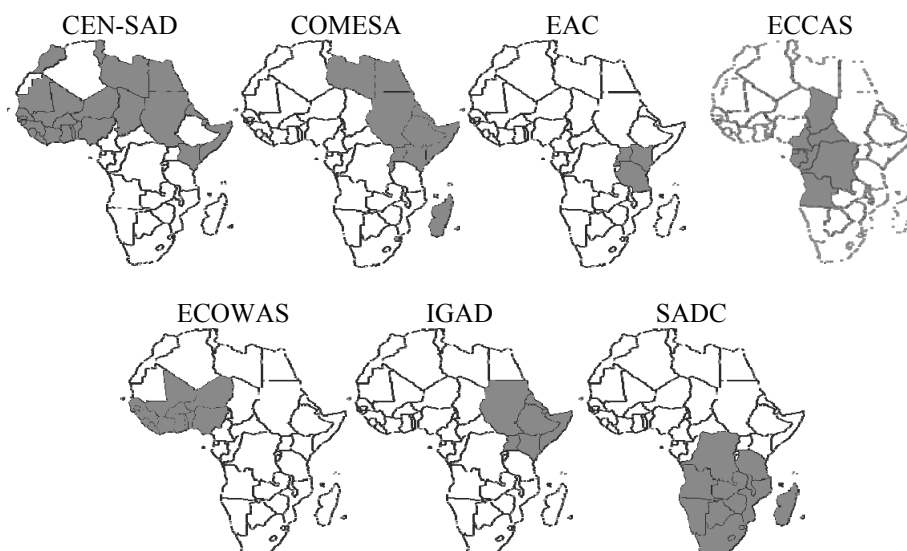
*Statistical sources:*

- Eurostat, EU trade since 1988 by SITC database (DS-018995), available at: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, last accessed on 10.12.2015.
- World Bank, African Development Indicators database, available at: <http://databank.worldbank.org/>, last accessed on 10.12.2015.

**Annex**

**Maps of African RECs and EPA regions**

African RECs



*Community of Sahel-Saharan States (CEN-SAD)*: Benin, Burkina Faso, Cape Verde, Central African Republic, Comoros, Côte d'Ivoire, Chad, Djibouti, Egypt, Eritrea, Gambia, Ghana, Guinea-Bissau, Guinea, Kenya, Liberia, Libya, Mali, Mauritania, Morocco, Niger, Nigeria, São Tomé & Príncipe, Senegal, Sierra Leone, Somalia, Sudan, Togo, Tunisia.

*Common Market for Eastern and Southern Africa (COMESA)*: Burundi, Comoros, Democratic Republic of Congo, Djibouti, Egypt, Eritrea, Ethiopia, Kenya, Libya, Madagascar, Malawi, Mauritius, Rwanda, Seychelles, Sudan, Swaziland, Uganda, Zambia, Zimbabwe

*East African Community (EAC)*: Burundi, Kenya, Rwanda, Tanzania, Uganda

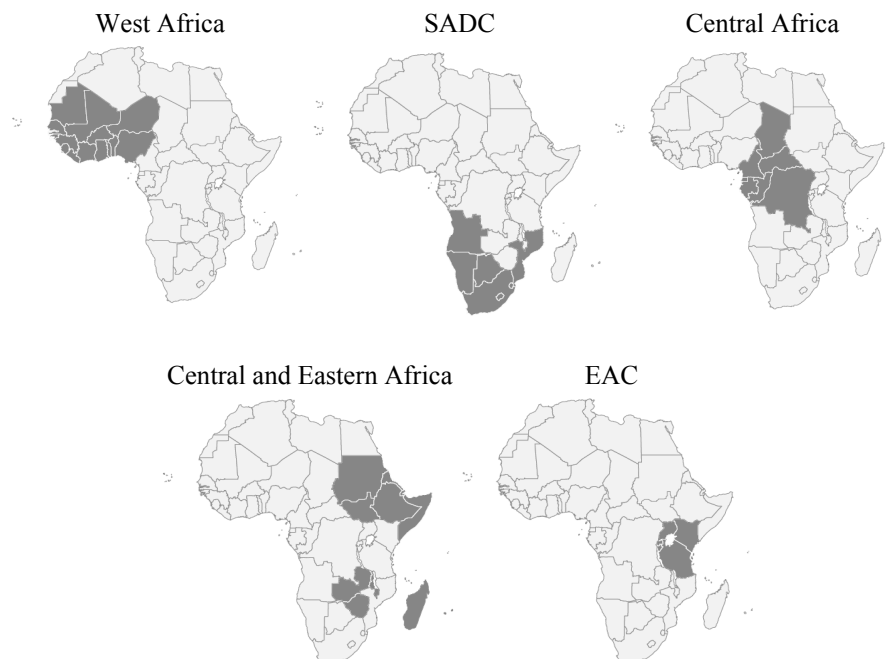
*Economic Community of Central African States (ECCAS)*: Angola, Burundi, Cameroon, Central African Republic, Chad, Democratic Republic of Congo, Equatorial Guinea, Gabon, Congo, São Tomé and Príncipe

*Economic Community of West African States (ECOWAS)*: Benin, Burkina Faso, Cape Verde, Côte d'Ivoire, Gambia, Ghana, Guinea, Guinea-Bissau, Liberia, Mali, Niger, Nigeria, Senegal, Sierra Leone, Togo

*Inter-Governmental Authority on Development (IGAD)*: Djibouti, Eritrea, Ethiopia, Kenya, Somalia, Sudan, Uganda

*Southern African Development Community (SADC)*: Angola, Botswana, Democratic Republic of Congo, Lesotho, Madagascar, Malawi, Mauritius, Mozambique, Namibia, Seychelles, South Africa, Swaziland, Tanzania, Zambia, Zimbabwe

#### EPA negotiation regions



## RUSSIAN ART MARKET: A VIEW FROM THE INSIDE

*Far-seeing specialists have been long defining the investments into works of art as “shelter investments” for their notably monetary stability throughout political conflicts, economic crises and other situations which any country will find critical. Russian art has provided yet another opportunity to prove this axiom. In spite of the stringency of the international sanctions, rapid oil prices downturn and the instability of the Russian ruble, it was the Russian art which demonstrated, according to New York Times, “a surprising boom”. Sotheby’s and Christie’s have set new Russian records that granted financial hope to many interested players from the external side of the Russian art market. Thus the question arises: how synchronized is the development of the home market with the auction success of the Russian art? The present research is an attempt to give a structured answer to the above question.*  
JEL: Z11

### 1. Introduction

The development of the market economy in Russia has been accompanied with fundamental changes in all the spheres of life of the society. The transition to the market system has affected the cultural sphere as well, the works of art stopped being considered as purely spiritual values. The Russian art has started its gradual integration into the international art market. The importance of this process for Russia is proved by the indisputable fact: it is common knowledge that the number of art memorials (without reference to their cultural and spiritual contribution to the world history of art) situated on the Russian territory considerably supersedes that of many other countries. At present outstanding cultural assets have been accumulated in Russia which unfortunately remain inactive for the most part.

As for the necessary methodological basis for efficient development of deals with the works of art, the Russian scientific approach should be best of all described as being at the stage of reconciliation with the reality that art can be estimated and sold. The socially new term “art market” was first mentioned in the works by Professor Denisov (1997). Years of heated disputes followed, in which the very concept of such inappropriate notions pairing was questioned, it is worth mentioning that the concept was defended primarily by the

---

<sup>1</sup> Valeria Kolycheva, PhD in Economics, is from St. Petersburg State University, Russian Federation, e-mail: valerie.kolycheva@gmail.com.

representatives of exact sciences and opposed by the arts people. The theoretical battles have recently stopped only after both sides met a common serious enemy: widespread illegal art trade, which made the former opponents realize the necessity of joining forces. Certain pioneer works started to appear analyzing the Russian art market phenomenon from the standpoints of various social disciplines: sociology (Blagosklonov, 2003), law (Bogulsavsky, 2005), economics (Sarkisyants, 2010), statistics (Kolycheva, 2014). The absence of translated key researches of foreign specialists providing solutions for many dilemmas which the Russian art-experts face today, is also indirectly slowing down the progress of the Russian scholars.

However even today the seemingly confirmed economic and social usefulness of the art market is still flimsy with the Russians. Unprejudiced view on the state of many of the art memorials demanding substantial initial crediting, evokes a question, whether it is worthwhile doing? In such cases an appropriate academic response would be an open analysis of problems and perspectives of the Russian art market. Financially helping arts adds to the respectability of the capital and refines the reputation for the investors. World practice shows that investing into art is an optimal way of legalizing the savings, getting tax breaks and bringing in foreign partners. Besides, the well-developed economics of many of the other countries shows that long-term progress is not attainable without well-developed culture and arts sphere. In view of the above-said it is beneficial for Russia to objectively define the value of the cultural heritage for the purpose of effective estimation of its true investment potential. This creates most optimistic prognosis of the long-term possibilities of the Russian art market. At the same time the actual establishing of the art market within the country is associated with thorny issues which must be solved to enable progress.

## **2. Issue No.1: legislation**

The first problem is the problem of legal registration of the works of art and governing of the social relations emerging on the art market. The recent years are characterized by both substantial liberalization of the civil turnover of the works of art and the change of the state view on the targets and methods of preserving the country's cultural heritage. At that the national legal norms have quite a few gaps as of today and cannot be considered satisfactory.

First of all, the national legislation contains no definition of the "work of art" notion as such, the closest to which being "cultural heritage" and "cultural values" providing no finite answer to the question what categories of objects can be considered as art memorials. Thus, according to Article 3 of the Federal Law, practically any objects "of value" can be attributed to this category (Federal Law, 2002). The now void Presidential Decree provided no clarity and only added a time criterion to the definition, i.e., the memorials must have been created more than 50 years ago (Decree of the President, 1994). At the very beginning of the current year the long-awaited amendments and additions to the effective law came into force. The up-to-date importance of these amendments consists in shifting the national priorities to the preservation of the cultural heritage and revival of sponsorship and arts patronage (Federal Law, 2014). At the same time the definition of the "work of art"



remained unchanged, or, rather, absent. It is clear that the focus on waking the financially-gifted social strata from the anabiosis looks undoubtedly positive, however the legal vagueness of what should be preserved and saved contains a risk of turning the process into self-beneficial choosing of objects of the proverbial “value”.

Secondly, the burden of the tax code norms does not facilitate the necessary state registration of cultural heritage within the private sector. Also the measures of supporting the registered cultural assets such as assisting in restoration, in practice are not fulfilled. And last but not least: the collectors are often afraid to advertise their collections due to the lack of necessary safety and security measures in the situation of blossoming black art market.

Thirdly, the customs laws are not aimed at integration of Russia into the world art market. For a long time the import of the works of art to the territory of Russia was limited by very high customs fees: 30% of the price of the object of art. The amount of expenses made the collectors abstain from importing expensive art objects purchased abroad into the country, or seek illegal ways of bringing them home. The new code which came into force from the beginning of 2004 has lifted the burden of customs duties according to the researchers, but in fact led to limiting of the right of ownership on the imported object of art (Boguslavsky, 2005). Thus, collectors purchasing the art objects for personal use only were granted a remission of customs duties. In case of a subsequent sale of the imported art object, the duty would have had to be paid.

The process of exporting art objects from Russia is also substantially hampered. In particular a complete ban on export covers the cultural values created more than 100 years ago. The boundary of one hundred years as a main criterion enabling to export the art objects from the country really was used in international legal documents, however the contemporary international practice proves advisability of applying additional value criterion, reflecting the true value of the object. Summarizing the above-said one has to admit that the system of exporting and importing the art objects existing in Russia considerably limits the right of ownership of the owners of the cultural values.

Thus the key legal issues are, firstly, finding the definition of the work of art category, and, secondly, creating an objective system of rights and liabilities of owners of such objects. In view of the above the Russian legal advisers are defending the idea that there is a vital necessity of singling out new branches of law: cultural law and museum law (Aleksandrova, 2007).

### **3. Issue No.2: expert evaluation and attribution**

In practice the problem of attributing various objects to the categories of cultural values, works of art or antique objects is based on subjective opinion of specialists and gives rise to another problem of the Russian art market – the problem of expert evaluation, which is fundamental for estimating the price of the art memorial. Until quite recently the Russian experts were mostly employed by the biggest museums and state galleries, accumulating the resources necessary for the work of the expert – their funds. At that the experts were not

held liable for the accuracy of the attribution which was usually viewed as their academically-substantiated opinion. However in 2006 the state museums were deprived of the right to render paid services of providing expert analysis of the art objects.

On the one hand, this decision seems logical and fair, because affirmation of the right to carry out expert analyses in the charter of a state museum and the fact that the expert findings were issued on the museum letterhead and signed by a head of a certain department and stamped with the museum stamp were indicative that the expert analysis was given by the museum rather than a certain fine art expert. Fulfilling of expert analyses by museums is frowned upon by the Code of Ethics of the International Council of Museums, which was translated into Russian, accepted and approved by the Presidium of the ICOM of Russia as of June 3, 2014 (ICOM Russia, 2014). On the more developed markets it is also believed that the expert analysis must be only independent: such expert evaluation fulfilled by an expert every time challenges his reputation, which can be defended by the expert's readiness to swear at court defending his own affirmations.

On the other hand, the Russian art market proved absolutely unprepared for such a ban. First of all, because the majority of present-day art dealers and antiquers do not have enough expertise in history of arts and consequently are simply not able to attribute an art object. Thorough study of counterfeits is hampered by insufficient technical equipment of the Russian expert laboratories. Secondly, the status of expert authorized to attribute and estimate the art objects, has not been legally established so far. At that the necessity for state certification of such type of business activities is obvious. And last, any valuation activity is initially risky. Most experienced expert is not mistake-proof, and the price of such mistake can be very high. Thus it seems that insuring one's public liability which is common in more wide-spread spheres of valuation activity to minimize risks, must be obligatory for the fine arts experts fulfilling the expert analysis.

And still today, when the question of real value and consequently the price of virtually any artwork in free circulation is open, the lack of specialists in theory and history of arts is especially noticeable. Educating new generation of Russian experts in fine arts appears to be the primary necessary measure. Working out, firstly, methodological bases of expert activity and, secondly, providing sufficient amount of information resources for educating and professional development of the experts – starting with publishing periodical art market reviews finishing with assembling expert boards of the leading national museums, galleries and antiquer's societies can come as subsidiary measures.

#### **4. Issue No.3: masters and mediators**

The third problem of the Russian art market is the established system of relationships between the galleries and the artists. The purchase takes place immediately if a product in demand is offered for a low price. At that the biggest demand is for kitsch. The yearning of an average consumer for endlessly copied landscapes of Shishkin and seascapes by Aivazovsky in gilded frames largely dictates the choice and prices of galleries. If an artwork is unique and outstanding and the seller needs to put effort into advertizing it, then

if one is fortunate the artwork will be bought at a considerably lower price, at worst the galleries will not take the risk of creating a background against which the majority of their stock in demand will look like bad taste. As a result we get art-trading extremities: top-class galleries aimed at educated and well-off purchaser and street exhibitions to meet the layman tastes. Thus the value of an art object differs to a large extent “not depending on *what* is sold, but on *where* it is sold” (Blagosklonov, 2003).

A vexing specific feature of Russia is also low prices for contemporary Russian art as compared to the foreign markets. The researchers tend to explain it through psychological factors: the purchaser takes advantage of the overall poverty of the country. And the experience shows that Russian artists as a rule agree to prices several times lower than objective ones to be able to feed the family (Sakharov, 2005). Finally, the process of the Russian art market development is hindered by a number of specific features of art trade: considerable diversity of the objects of buying and selling, monopolistic power of their owners, absence of any regularity in the purchase deals. In view of all the above-said the Russian art market still does not appear to be an attractive investment sector at all. Unfortunately the existing situation does not contradict with the interests of the significant amount of the participants of the undeveloped Russian art market.

## **5. Key Issue: collision of interests**

One of the main market participants – the state – obviously sees the matter in question as of minor importance and is not in a hurry to take measures to improve the existing socio-economic situation. The supreme power is not interested in the transparency of deals with artworks mostly because it is not intending to sell the art memorials it owns. Thus the state museums purchase the artworks possessing perfect information, i.e. having absolutely all knowledge about the characteristics and features of the object of purchase, whereas all the other players of the art market have to fulfill purchases with incomplete information, receiving though a certain bonus for the risk. Moreover, the state policy concerning the buying and selling of the objects of art is traditionally not advertized, though, in fact, it is nothing other but managing public finances and national heritage.

Neither is the development of the art market infrastructure in the interests of the mediators acting there. The low quality of the information on pricing justifies their high paychecks as compared to the transaction expenses on other investment markets. At present there are approximately 6.5 thousand private collections of art objects in Russia. At that collections which total value exceeds several million US dollars are not rare anymore. And even such collections are not always insured. Thus the share of insured collections does not exceed 10% of their total number, whereas the potential total value of the Russian art-insurance market is estimated at several billion US dollars (Sarkisyants, 2010).

It is common knowledge that the main aim of any market is finding balance between the interests of the seller and the buyer. The more efficient the market functions, the more players are present there, the less are the transaction expenses and the revenue of mediators, with the seller and buyer benefiting the most. Unfortunately nowadays this cannot be said

about the Russian art market. The above-mentioned extreme informational deficiency of the art market appears to be one of the key problems for its further development in general and for the practice of investing of considerable monetary funds into artistic assets in particular. Hence the state regulation and control in the sphere of defining the general rules of the art market functioning, its taxation and informational policies appears to be the necessary initial measure to establish a fully functional art market.

## 6. Acquisitions and losses

In autumn 2014 the Russian art market was shocked by the news that the biggest contemporary art fair in Eastern Europe, *Art Moscow*, was cancelled. Held annually since 1996 the fair always became one of the most important cultural events of the capital getting extensive coverage in the media and attracting not only the Russian art dealers from all the parts of the country, but foreign partners as well. The reason for cancellation, according to Vasily Bychkov, ideologist and organizer of the fair, was the “unfavourable ambient background” (Agunovich, 2014). At that Bychkov did not rule out the chance that the art fair would also be cancelled the following year. In the conditions of lack of information highly characteristic of the Russian art market, complete shut-down of the only forum dealing with contemporary art tendencies will inevitably trigger most negative consequences as for the internal sales rates. Will the success at international Russian art auctions be able to any degree make up for the local market regress? It seems reasonable to answer this question negatively, and forecast a pessimistic scenario of which the following predicates are indicative.

First of all, the position of the Russian art at the world scene is insignificant. Undoubtedly, the existing situation can be explained by a well-known national rule of the art trade: the buyers tend to buy artwork from their home country. Upon closure of the last trading sessions both leading auction houses *Sotheby's* and *Christie's* have noted that approximately 3/4 of the Russian artworks were purchased by the clients from Russia. At that in comparison, for example, with the international demand for the works by the French impressionists, American expressionists or contemporary British artists such tendency proves rather negative.

Secondly, if we analyze the structure of sales of the Russian artworks abroad, still most popular are the antiques: icons, items by Faberge, avant-garde and constructionist-style paintings. Works by modern Russian artists are traditionally excluded from this list. Might seem surprising, but the latter circumstance permits the foreign analysts to consider this segment of the Russian art rather perspective – due to the fact that it is “largely undervalued” (Van der Vorst, 2014). Not waiting for the international boom for contemporary Russian artists to begin, we should note that the international recognition of the artists must start with the verdict of their national market. The more developed the society is, the more objective will be its evaluation of the works of their contemporary fellow countrymen.

## 7. Conclusion

The present article dealt with one of the national art markets – the Russian one. The central point for the research is the existing confrontation of its two components – the external and the internal. The success of the Russian art at international auctions at one side and extremely slow development of internal sales on the other. The considerable lag of the internal Russian market from the international norms is presupposed by a number of factors grouping around three key problems: (1) legal gaps at different levels; (2) absence of fine arts experts specializing on the merger of economics and arts and capable of performing a quality assessment of an artwork; (3) the deep-seated disparagement towards the art-related professions leading to the art dictatorship of art dealers towards the artists.

Playing a negative role in the evolution of the Russian art market on the whole, these problems however do not affect the position of its two key participants. Firstly, the internal weakness of the market is beneficial for the mediators artificially boosting their importance. Secondly, the state supreme power prefers to take a reserved attitude as to the matters of investment into the cultural and art sphere. This leads to the fact that decision-taking upon the problematic aspects of art trade is constantly delayed giving way to more vital issues. One of the sad consequences was the cancellation of the popular *Art Moscow* fair which used to be a starting point for many novelty movements in art.

Coming back to the external, international component of the Russian art market one has to note that the present success at auction sales is not unshadowed. The main buyers of the Russian art are Russians, dealing mostly with antiques. It is worth taking into account that these tendencies permit the foreign experts to draw the attention of their fellow countrymen to the market of the contemporary Russian artists as a rather appealing one for investments. In that context it seems surprising that the Russians themselves, citizens of a country with remarkably grand territory, history and cultural heritage are in no haste to make use of their own main inexhaustible asset which is waiting patiently for its time to serve people.

The global aim of the research was to find viable solutions to sensitive issues of the Russian art market. It seems that the primary recommendations distributed by the actors of the market, should be the following: (1) art-analysts – creation by the domestic scientists an interdisciplinary theoretical and methodological framework for studying a phenomenon of the Russian art market; (2) players – formation of an objective system of rights and responsibilities of the direct (artists, gallery owners, collectors) and indirect (appraisers, insurers) market participants; (3) state – regulation and control in the sphere of defining the general rules of the art market functioning, its taxation and informational policies; (4) society – shifting the national priorities to the preservation of the cultural heritage and revival of sponsorship and arts patronage. And on the highest level the last measure becomes nearly the most important: the international recognition of the artists must start with the verdict of their national market. The more developed the society is, the more objective will be its evaluation of the works of their contemporary fellow countrymen.

## References

- Agunovich, K. (2014, September 11). Vasily Bychkov: "One has to find strength to finish loss-making projects" (in Russian). – The Art Newspaper Russia, <http://www.theartnewspaper.ru/posts/774/>. Accessed May 2, 2015.
- Aleksandrova, M. A. (2007). Civil norms governing the cultural values in the Russian Federation, (in Russian). PhD Dissertation, Saint Petersburg State University, Saint Petersburg.
- Blagosklonov, A. (2003). Art dealing in Russia: pig in a poke or perfect investment? (written in Russian). – Yediny Khudozhestvenny Reiting, 7, <http://rating.artunion.ru/article16.htm>. Accessed April 17, 2015.
- Boguslavsky, M. M. (2005). Cultural values in the international turnover: legal aspects (in Russian). Moscow: Yurist.
- Decree of the President of the Russian Federation. (1994, May 30). No.1108 "On antique trade and creation of specially authorized body of state control for preservation of cultural values" (in Russian).
- Denisov, B. A. (1997). Non-conventional business: essays for laymen (in Russian). Moscow: Rossiysky Ekonomichesky Zhurnal.
- Federal Law. (2002, July 25). No.73 "On the objects of cultural heritage (history and culture memorials) of the Russian Federation ethnicities" (in Russian).
- Federal Law. (2014, October 22). No. 315 "On amending the Federal Law "On the objects of cultural heritage (history and culture memorials) of the Russian Federation ethnicities" and other legal acts of the Russian Federation" (in Russian).
- Heyman, S. (2014, October 8). A surprising boom for Russian art. The International New York Times. <http://www.nytimes.com/2014/10/09/arts/international/a-surprising-boom-for-russian-art>. Accessed March 15, 2015.
- ICOM Russia. (in Russian). <http://www.icom.org.ru/get.asp?id=a7>. Accessed March 30, 2015.
- Kolycheva V. A. (2014). The art market: theoretical and economic analysis: a monograph. (in Russian). Moscow: Prospect.
- Sakharov, A. N. (2005). Valuation of non-reproducible assets. (in Russian). Moscow: GOUVPO GUU.
- Sarkisyants, A. (2010). Art market and its investment potential. (in Russian). – Voprosy ekonomiki, 7, p. 65-78.
- Van der Vorst, P. (2014, December 19). Russian art: to buy or not to buy. The Huffington Post United Kingdom. [http://www.huffingtonpost.co.uk/patrick-van-der-vorst/russian-art-to-buy-or-not\\_b\\_6346914.html](http://www.huffingtonpost.co.uk/patrick-van-der-vorst/russian-art-to-buy-or-not_b_6346914.html). Accessed May 25, 2015.

Pham Sy An<sup>1</sup>  
Chu Minh Hoi<sup>2</sup>  
Tran Thi Kim Chi<sup>3</sup>

ГОДИНА XXV, 2016, 4

## ECONOMIC GROWTH AND MACROECONOMIC STABILITY OF VIETNAM

*After nearly 30 years of renovation, Vietnam has gained remarkable achievements. High growth for many years has helped Vietnam join the group of middle-income countries and its living standards has improved steadily each year. The country's integration is strong. However, besides the improved quality of growth and macroeconomic environment in the period from 1990 up to now, many problems still exist. The following will show the picture of economic growth and economic stability of Vietnam after 30 years of reform, the challenges posing to the process of development and integration in the near future, and some policy implications for Vietnam Government.*

*JEL: E63; 040*

### 1. Vietnam's Economy in the 1986-2014 Period: Changes and Issues

Roadmap for economic reforms of 30 years are summarized as follows: In 1986, the Sixth Party Congress decided Reform program with a series of significant changes later. In 1987, commercial checkpoints were abolished in the whole country; Foreign Investment Law first launched, creating a legal framework for foreign investors. In 1988, the two-level banking system was initially set, and Resolution 10 / NQ-TW on agricultural land use rights for farmers were adopted. In 1989, some important policies were implemented, including: abolished dual pricing system, unified the exchange rate system, increased interest rate to ensure positive real interest rates, and significantly reduced subsidies to State-owned enterprises.

In 1992, the new Constitution was passed, in which multi-component economy was officially recognized. In 1993, the Land Law was revised, the Bankruptcy Law and Environmental Law were passed. Also this year, the US lifted embargo with Vietnam. In

---

<sup>1</sup> Pham Sy An, M.A., from Department of Macroeconomics and Institutional Economics, Vietnam Institute of Economics.

<sup>2</sup> Chu Minh Hoi, M.A., from Department of Macroeconomics and Institutional Economics, Vietnam Institute of Economics.

<sup>3</sup> Tran Thi Kim Chi, M.A., from Department of Macroeconomics and Institutional Economics, Vietnam Institute of Economics.

1997 the Asian financial crisis originating from Thailand had negative impacts on Vietnam's economy. In 2000, Enterprise Law took effect; Bilateral Trade Agreement with the US was signed; Stock Exchange was opened. In 2004, the Bankruptcy Law, replacing the Enterprise Bankruptcy Law in 1993, was passed by the National Assembly and took effect in the same year.

In 2005, the Competition Act was passed by Congress; Unified Enterprise Law and the Common Investment Law were given. In 2006, AFTA commitments were full implemented. In 2007, Vietnam became an official member of the World Trade Organization (WTO). In 2008, world oil price soared has resulted in high inflation rate in Vietnam, bringing negatively impacts on the domestic economy. In the late 2008 and 2009, the global financial crisis stemming from the US outbreak and spread to the entire world economy.

In 2011, inflation returned and asset bubbles forced the Government to prioritize macroeconomic stability forefront and determinate to restructure the economy with 3 focuses of restructuring public investment, State-owned enterprises, and the banking system. Simultaneously, Vietnam determined to switch from growth model that based much more on investment expansion, labor and natural resources to one that based more on productivity and competitiveness of the economy.

In 2012, the economy has shown clear signs of recovery. Resolution 19/NQ-CP of Government on March 18, 2014 on the tasks and key measures to improve the business environment, enhance national competitiveness showed the Government's determination to improve business environment, and the competitiveness of the economy.

Innovations, reforms, and shocks of the economy since the 1986 are shown briefly but it also shows that in the first stage of renovation, the economy was loosened, production resources in the economy was unbent, creating momentum to promote economic growth. At a later stage, growth model based on capital did not bring much benefit. Moreover, many important implemented laws were not effective, therefore they had no practical impact on the economy. Reform and innovation in the later stages have been and would have to be more radical, that is, it requires institutional reforms, to make the resources of the economy towards market, to change the role of the State from the player become to the designer, helping set the rules for the economy and let the players (private enterprises, FDI, ...) work together to bring about the most effective allocation of resources, the economy with the highest competitive pressures and the highest level of creativity.

## **2. Behind the Economic Growth in the 1986-2014 Period**

In this section, we will use growth accounting approach to analyze factors of growth, showing the problems behind the impressive growth of Vietnam's economy.



### 2.1. Growth Accounting Approach

Cobb-Douglas production function with constant returns to scale is represented as follows:

$$Y_t = A_t K_t^\alpha L_t^{1-\alpha} \quad (1)$$

In which,  $K_t$ ,  $L_t$ ,  $A_t$  respectively are capital, labor, and total factor productivity (TFP) at time  $t$ ,  $\alpha$  is capital share in total income, and therefore  $(1-\alpha)$  is labor share.

From production function above, TFP is calculated using the formula:

$$A_t = \frac{Y_t}{K_t^\alpha L_t^{1-\alpha}} \quad (2)$$

To estimate TFP, we need data series of  $Y_t$ ,  $K_t$ , and  $L_t$ . Moreover, we need to know the value of the parameter  $\alpha$ .

$Y_t$  is measured by GDP (according to constant 1994 price) in the period 1986-2014.  $L_t$  measured by annual number of employees in the period 1986-2014. The value of capital ( $K_t$ ) is not available, we only know the annual investment, therefore capital must be measured according to the formula:

$$K_{t+1} = (1 - \delta)K_t + I_t \quad (3)$$

In particular,  $I_t$  is investment (at constant 1994 prices) in year  $t$ ;  $\delta$  is the depreciation rate. To build data series from 1986 to 2014, we need to know the value of initial capital at the time in 1986, and the depreciation rate.

We use the result of Tran Tho Dat and et al. (2005) for the estimated value at the time of the initial capital and the value of depreciation rates. Accordingly, the value of capital at the time in 1986 was 309.543 billion and the depreciation rate  $\delta = 0.055$ . From two these, we built up the series of capital data in the 1986-2014 period. Moreover, to estimate TFP, we use  $\alpha = 0.3$ .

To analyze the contribution of each factor of production to the value of total output of the economy, we use the methods used in the research of Edward Prescott (as Prescott, 2002; Hayashi and Prescott, 2002). Dividing 2 sides of the production function (1) to labor force (denoted  $N_t$ ), we obtained the following equation:

$$\frac{Y_t}{N_t} = A_t^{\frac{1}{1-\alpha}} \left( \frac{K_t}{Y_t} \right)^{\frac{\alpha}{1-\alpha}} \frac{L_t}{N_t} \quad (4)$$

Take the log of both sides of (4) we have:

$$\log \left( \frac{Y_t}{N_t} \right) = \frac{1}{1-\alpha} \log(A_t) + \frac{\alpha}{1-\alpha} \log \left( \frac{K_t}{Y_t} \right) + \log \left( \frac{L_t}{N_t} \right) \quad (5)$$

From equation (5), we will segregate the contribution of factors in outputs per person in the labor force.

## 2.2. Data<sup>4</sup>

There are some notes about the data. First, data on consumption used in this research will be the sum of final consumption (including the State and private final consumptions) in the statistics of the General Statistics Office, the balance of trade, and errors. Data on consumption used in accordance with the Kehoe and Prescott's research (2002) and Conesa, Kehoe and Ruhl (2007). Accordingly, the consumption of the State and the trade balance may be considered consumption or investment. However, the most often way is considering them as consumption. Secondly, the data which is calculated using the formula (3) with initial capital and depreciation rate is taken from a study by Tran Tho Dat et al. (2005).

## 2.3. Results and Analyses

Average growth rate of TFP in the period 1987-2014 is annually 2.73% and the average growth rate of labor force is annually 2.5%. When decomposing economic growth per worker under the growth accounting framework, the results will be shown in table 1.

Table 1

	GDP	Productivity	Capital	Labour
Period 1986-2007	3.78	3.65	0.15	-0.01
Period 2008-2014	4.05	3.86	0.20	-0.01
Period 1986-2014	3.85	3.70	0.16	-0.01
Correlation coefficients	1.00	0.98	0.45	-0.11
Mean	3.85	3.70	0.16	-0.01
Standard deviation	0.16	0.15	0.03	0.01
Ratio to GDP	1.00	0.96	0.04	0.00

The magnitude of the total output per worker is equivalent to the magnitude of total factor productivity in the period 1986-2014 and the 2 sub-period 1986-2007 and 2007-2014. It demonstrates the important role of total factor productivity growth in the economy. Although the capital factor has positive contribution to total output but quite small compared one of the total factor productivity. On the contrary, the labor factor has negative contribution to output.

The correlation coefficient between GDP and TFP is very high, approximately 1 (0.98). The volatility of TFP is the main cause of GDP volatility. The positive correlation coefficient between GDP and capital stock (0.45) reflects the fluctuation of capital stock partly puts impact on output per worker. Finally, the correlation coefficient between employment and GDP is negative.

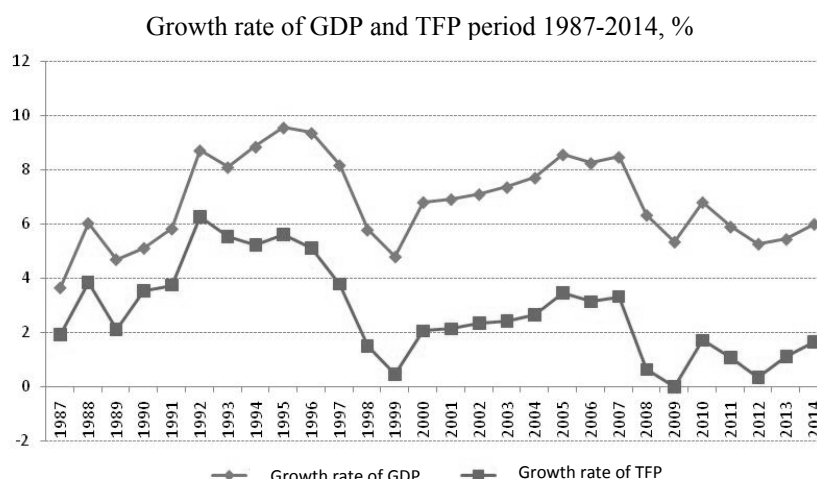
Equal standard deviation of growths of both total output and total factor productivity confirms that growth of TFP is extremely important for economic growth in the short term or long term. The standard deviation of labor and capital is much lower than the standard

<sup>4</sup> The data were taken from the General Statistics Office (Yearbook of period) if there is no other citations.

deviation of GDP. So, an explanation for negative relation between growths of employment and is as follows: when the economy suffers a negative shock (for example, the global financial crisis or rising oil price...), production declines but regulations related to labor make enterprises difficult to dismiss labors, or enterprises still keep labors and reduce working hours so that the employment can remain but total output decreases. Conversely, when output in the economy increases, the number of employees may not increase as much as possible. Generally, whether labor factor has negative and little impact on the total output, it also sets the problem that the Government should have policies to make the labor market more flexible, implement policies to encourage workers, ....

The growth of TFP and GDP were fairly close to each other (see Figure 1). The difference between the growth rate of GDP and TFP would be the contribution of factors such as capital and labor. This explained that the TFP played an important role in the growth trend of Vietnam's economy and volatility of the economy. However, TFP is the sum of a lot of different factors in the economy, such as changes in policy, business environment, external shocks such as rising oil price, the world financial crisis,... Therefore, the next step will be to find out which shocks make the TFP to reduce or increase from economic, politic and social events.

Figure 1



Source: General Statistics Office and calculations by the authors.

It can be seen, in the 1991-1996 period, growth rate of TFP was much higher than average level. Here were the results from a series of reforms, innovations, and international economic integration from the 6th Party Congress in 1986. However, the shock from Asian financial crisis in 1997 slowed the growth rate of GDP and TFP. The economy had touched the bottom in 1999 and later, stimulus policies helped economy recover again. Also to note, economic growth after 1999 might be due to positive impacts, which originated from world economy recovery and especially the recovery of countries in the region, on the domestic economy. Another noteworthy point was that the TFP declined sharper than GDP as well as recovered slower than GDP, showing that policies related to capital increases (i.e.,

increasing public investment) contributed in part to GDP increase or partly slow GDP decrease.

Oil price shock in 2008, and the global financial crisis and economic downturn in 2009 and 2010, had strong impacts on productivity and growth rate of GDP. Productivity growth strongly decreased while the growth rate of GDP declined more slightly, but the pace of recovery of GDP better than one of TFP. As such, the public investment policy could contribute to GDP.

All the above analysis shows that, with an open economy, the gains are huge, including the more efficient allocation of resources, economies of scale, and technology transfer,... and thereby also contribute to increasing the total factor productivity. However, the disadvantages due to openness brings the greater negative shocks than when the economy is closed. Whether opening up the economy including negative shocks, there is no close economy has high growth rate of GDP or high living standards. Negative shocks due to the opening can be minimized by the design of appropriate institutions or creating a healthy business environment, with low transaction costs and freely moving resources with low costs.

In the recent period, the Government has determined to restructure the economy and transform the growth model, especially focusing on improving economic institutions. However, the implementation of restructuring following 3 new pillars began just shortly so that the results achieved are not prominent. In the near future, a series of integrations launched such as TPP, AEC, RCEP, ... are expected to promote economic institution reforms in the country, increase TFP and hence the economic growth.

### **3. Macroeconomic stability and policies**

#### *3.1. The macroeconomic instability*

In the past decade, Vietnam's inflation rate was among the highest in the region and in the world at some times (in 2011 inflation rate of 18.13% is the highest in Asia and 2nd world after Venezuela)

Vietnam's economic growth based significantly on expansion of the inputs, namely that capital and labor, rather than based primarily on improvement in technology and management capacity. Maintaining the current growth model in long time with the support of loose monetary policy and expansionary fiscal policy has led to macroeconomic instability.

#### *3.2. Monetary Policy*

In 30 years of renovation, at each stage Vietnam's monetary policy pursued different objectives and therefore had different impacts on macroeconomic stability. Monetary policy in the 1990s was done by expanding the money supply at an annual growth of 30-40%. In 1999 the the economy has low growth (at 4.8%) under the impact of the Asian financial

crisis (1997-1998). In this context, monetary policy is done by expanding cautiously in order to promote economic growth, to stabilize exchange rate, and to control inflation rate at no more than 5%. As a result, Vietnam's inflation rate is at a low level.

Monetary policy is implemented by expanding in a long time has created great pressure to increase prices. Inflation recurred in 2007, to a peak of 12.6%. In 2009, the global financial crisis and economic recession had negative impact on many countries, including Vietnam. The domestic economy was in trouble, the macroeconomic balances were unsustainable, growth quality and competitiveness of the economy were at a low level, therefore, policies relating to monetary policy, credit, the exchange rate implemented were to prevent economic slowdown and macroeconomic stability. Thanks to economic stimulus measures, the economic downturn has been contained, the macroeconomy is basically stable, economic growth in 2009 is at around 5.2%, inflation is controlled below 7%, social security is guaranteed.

Monetary policy continues to be easing until the 3rd quarter of 2010 even though inflation has shown signs to escalate. In the fourth quarter of 2010, in facing with high inflation rate, the Government issued Directive No. 1875/CT-TTg of the Prime Minister dated 11/10/2010 making measures to stabilize prices and markets for the last months. In this time, monetary policy was tightened. However, with a lag of monetary policy, it was unsuccessful to prevent high inflation rate in 2011.

During the period from 2011 to the present, monetary policy designed to control inflation, stabilize the macro-economy, ensure the safety of the financial system, and at the same time, to remove difficulties for production and business activities in order to support economic growth at a reasonable level. The growth rate of money supply and credit since 2011 has fallen compared to the previous period. The tight control of the money supply and credit has contributed significantly to the success of bringing inflation from high 18.13% in 2011 to 6.81% in 2012; down to 6.04% in 2013; and only 1.84% in 2014.

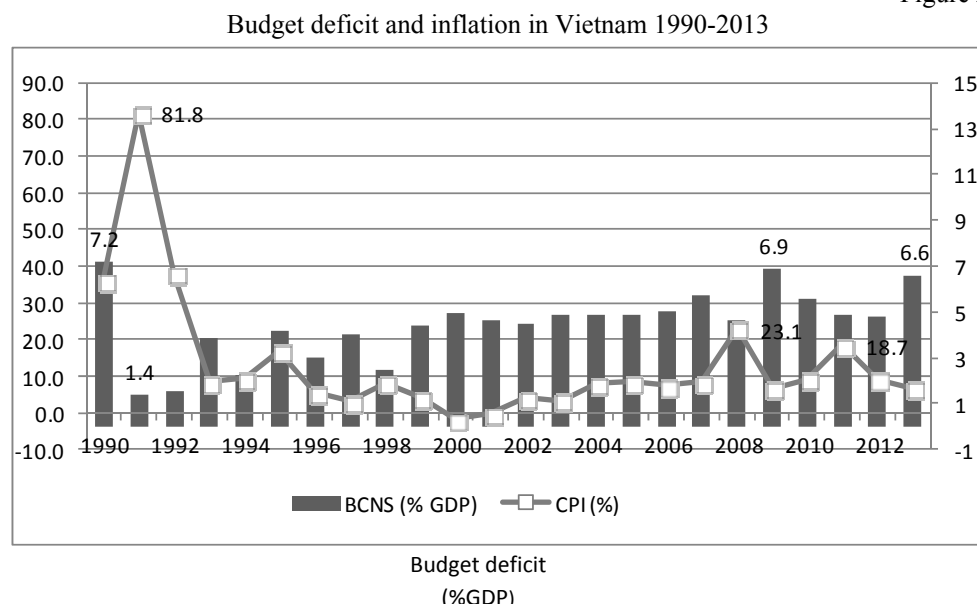
### *3.3. Fiscal policy*

Fiscal policy is one of two important macroeconomic policies besides monetary policy. Current fiscal policy is considered as one source of macroeconomic fluctuations, reflected in high and volatile inflation, especially in the 2007-2012 period. Inflation, as Milton Friedman said "at any time, anywhere is a monetary phenomenon", i.e., has its roots in the expansion of money supply. This is not an exception in the case of Vietnam. However, the expansion of the money supply in Vietnam has been financing the budget deficit.

Looking back at the previous stage of renovation (before 1986), the State budget was in serious deficit, largely offset by aid from the Soviet bloc and Eastern Europe socialist. Aid has decreased in the second half of 1980, and the budget deficit is offset by more borrowing by the Government, even to issue money. That resulted in very high inflation in the 1986-1990 period. As shown in Figure 2, there is a close correlation between the uptrend of inflation (the left axis) and the uptrend of the budget deficit (the right axis). More specifically, after a few years of serious budget deficit then inflation surged, and inflation fell only after the years of low budget deficit. For example, the CPI growth rate has

declined rapidly in the years 1993-1994 right after tightening public spending in order to achieve the lowest deficit in the last 30 years. To the period after 2000 onwards, the economy witnessed unusually high inflation rates in 2008 and 2011 after a long period of serious budget deficit. Thus, it can be predicted that the budget deficit is a cause of the instability of the economy during the past 30 years.

Figure 2



Source: Calculated from database of IMF, ADB and Ministry of Finance.

#### 4. Policy Recommendation

Given the above analyses, it could be seen that since 1986 onwards, the economy has experienced years of the up-and-down growth. There were difficult times rooted from the economy internally, and there were other times came from external environment. Despite the volatility, the country was heading for reforming and opening; targeting to become a fully market-based economy; and consolidating the roles of the State under the uncertainly risky and volatile global economy

During a long time after economic reform, the country has obtain a plethora of remarked achievements. However, the current growth model, largely relying on input factors, cheap labor and resource-based extraction, has appeared weaknesses given the fact that the economy is required to improve its competitiveness more and more to be able to successfully integrate into the world economy. The economy has past through consecutive shocks (positive and negative ones), including: officially entering World Trade Organization in 2007; being suffered from oil price rocking in 2008, and global financial crisis and economic downturn in 2009; European debt crisis in 2010. These shocks reveal

more obviously the weaknesses of the growth model, which places pressure on the economy to be re-structured. From all the arguments mentioned, some main assessment and policy implications are as follows:

(i) Vietnam's economic growth has been and is currently lead by TFP. In this sense, TFP doesn't only consist of pure technological progress contained in machinery, equipments, production process, but also other aspects such as institutional quality, shocks, business environment... Therefore, concentrating too much on importing technologies or technological progress could not be necessary enough to raise TFP. To enhance TFP in Vietnam economy at present and coming period should be basing on efficient enforcement of enacted laws that have not been come into daily practice, such as: Law on Bankruptcy, Law on Competitiveness.

(ii) To increase the predictability and credibility of policies, especially those that exert broad impacts on economic growth and stability, such as monetary policy and fiscal policy. In the past time, credibility and consistency of macroeconomic policies increasingly improve. In the context of various and conflicting sources of information and rumors, and a lot of rapid changes, credible and consistent policies will play a driving role to stabilize the economic cycle, and contribute in promoting TFP and thus taking part in boosting sustainable economic growth.

More specifically, monetary policy should focus on price level control as the primary goal. However, this does not mean that the policy will not head for other goals; stabilizing price level has to be on top of the list of goals of monetary policy while economic growth should be targeted at a certain reasonable extent, and ensure safe operation of financial and banking system. The government should specify clear order of priorities, where keeping inflation at reasonably low level is utmost goal.

Monetary policy should not largely be dominated by fiscal policy just as what happened in the past years. At present, State Bank of Vietnam is still considered as a ministerial and financial dependent agency of the government, therefore it faces pressures from government and Ministry of Finance in regulating monetary policy.

State Bank should be entitled entirely at its discretion to use tools of monetary policy so as to actively scope with changes and volatilities taking place in the economy.

As for fiscal policy, pursuing sound and consistent fiscal policy will be the critical point in deriving a stable business environment, improving reputation, governance, competitiveness of the nation, and be the prerequisite condition for the country to make a leapfrog development.

Fiscal policy should be institutionalized/legislated in a way that stance of counter-cyclical fiscal policy is considered as an fundamental orientation and stipulated in corresponding laws, such as: Law of State Budget, Law on Public Investment. It should be stipulated in Law on State Budget that in period of stable economic growth State budget must be in surplus position or at least balanced. Generally, State budget system has to be back to a hard budget system instead of the currently soft system. Reforming fiscal policy should be initiated from expenditure side, where expenditure accounts of the government have to be relevant and consistent to their pure functions. As for State budget revenue, it is necessary

to have better institutions that allow raising revenue in years of high economic growth. This is the reserve of fiscal space for Government, which should be used to intervene counter-cyclically in years of slowing growth. Besides, revenue is to finance expenditure, where public expenditure has to bear the functions of stabilizing markets, supporting private sector, rather than mobilizing revenue widespread to largely finance recurrent expenditure of Government and pouring to state-owned enterprises at present.

It is necessary to institutionalize the coordination mechanism between fiscal policy and monetary policy, to ensure the independence of State Bank of Vietnam regarding goal of price control; using State Bank of Vietnam as a tool of Government in order to mobilize financial resource to fund budget deficit must be avoided.

(iii) To enhance business environment in a sense of greater transparency, more equal and fair competitiveness will make economic resource to be more efficiently allocated, raise TFP and long-run economic growth. Under the circumstance the global economy is still in difficulty, and domestic economy is facing with big challenges, the target of improving business environment in terms of “transparency, equality, and fair competitiveness” becomes significantly important that would not only help the economy to recover faster in the horizon of potential shocks, but drive the economy to grow sustainably. This is a more seriously importance when Vietnam will be taking part in a number of new trade agreements such as TPP, AEC, RCEP.

## **Reference**

- Conesa, J. C., Kehoe, T. J. and Ruhl, K. J. (2007). Modeling Great Depressions: The Depression in Finland in the 1990s. – NBER Working Paper Series, Working Paper 13591, National Bureau of Economic Research.
- Hayashi, F. and Prescott, E. (2002). The 1990s in Japan: A lost decade. – Review of Economic Dynamics, Vol. 5, p. 206-235.
- Kehoe, T. J. and Prescott, E. C. (2002). Great depressions of the twentieth century. – Review of Economic Dynamics 5 (January), p. 1-18.
- Le Dang Doanh, Vo Tri Thanh, Pham Thi Lan Huong, Dinh Hien Minh and Nguyen Quang Thang. (2002). Explaining Growth in Vietnam, East Asian Development Network, Global Development Network, Hanoi.
- Prescott, E. (2002). Prosperity and Depressions. – American Economic Review 92, p. 1-15.
- Tran Tho Dat, Nguyen Quang Thang and Chu Quang Khoi. (2005). Sources of Vietnam's Economic Growth 1986-2004. National Economics University, Hanoi.
- World Bank. (2015). Taking Stock: An Update on Vietnam's Recent Economic Developments – Key Findings (July 2015).



## AGRICULTURE GROWTH AFTER 30 YEARS OF RENOVATION – NECESSITY FOR A NEW THOUGHT ON RICE CULTIVATED LAND FOR EXPORTS AND FOOD SECURITY

*Over the past 30 years of renovation, Vietnam's agriculture has grown sharply in the first phase, agro-product exports have brought about a substantial source of foreign currencies and the agricultural sector has become an important basis for the industrialization economy. However, the agricultural economic structure has been slowed down gradually and there have been signals of slowdown in both speed and growth sustainability, the quality of agricultural development has exposed more shortcomings regarding the structure, competitive capacity and product quality. Over the past 30 years, the rice sector has grown sharply in quantity and has become a pillar not only for the agriculture and rural sector, but also for the whole economy to be secured for the industrialization and integration. The growth in rice production has enabled Vietnam to become a rice export power. However, the perspective on sustaining a constant rice production to ensure the food security or bulk exports may have to pay a price regarding the more expensive opportunity cost when a large area of land needs to be used for rice production. The calculation on transferring a part of the land resource as well as an open policy on the rural land will create a new motivation for agriculture and rural development. Nonetheless, there must be strategic calculation on the emerging of food demand from China as well as unofficial trade forms (gray-trade forms) to work out effective policies and institutions.*

JEL: O13

### 1. Agriculture growth and economic restructuring

***Agriculture plays the role of supplying resources for the industrialization, stable growth to be the fundamental for the economy in the wake of the internal fluctuations and negative external impacts.***

In the first period of renovation in late 1990s the farmer empowering policy and the market mechanism started to be adapted, which helped raise prices of agro-products, profit for farmers and boost the agricultural sector to obtain a high growth rate. Also in this period, the policies on sharp domestic currency devaluation as well as agriculture tax reduction, soaring agro-product trades and high general growth of the whole economy created

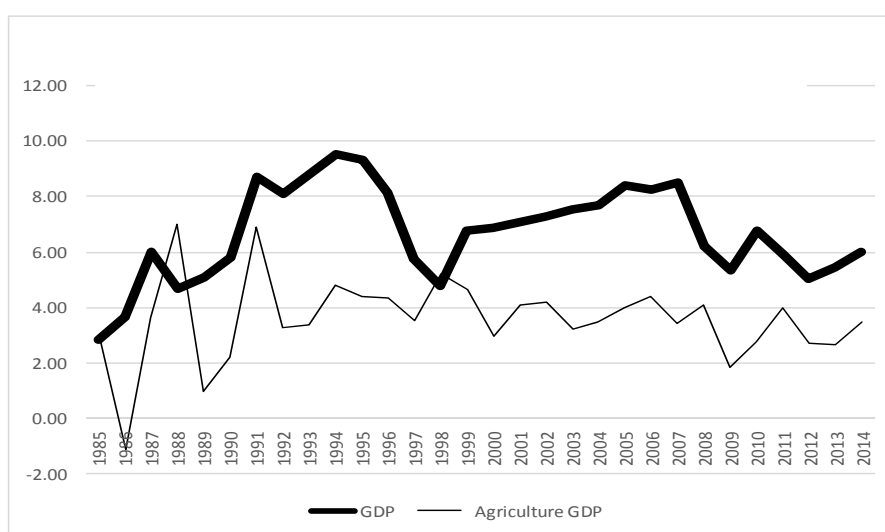
---

<sup>1</sup> Pham Quang Dieu, M.A., from Department of Agriculture and Rural Economy, Vietnam Institute of Economics.

motivation for speeding up the agriculture growth. From 1995 to date, although the conditions for agriculture development have not been completely favorable, such as over-valued domestic currency, the investment in agriculture has been low, the competition on the market has been fierce, but the agricultural sector has been still able to sustain a relatively high growth rate thanks to the fact that the advantages of Vietnam's agro-products have continued to be exploited and exchanged. However, since 2010 to present, the profit margin has showed a downward trend and the growth has also slowed down.

Figure 1

GDP growth rate of agriculture and the economy



Source: Data from General Statistics Office.

Meanwhile, the economic liberation and the strong devaluation of the domestic currency has pushed the industrial sector, which used to be subsidized and has not adapted to the market economy, into a crisis. The traditional heavy industry, which is less effective, uses high amount of capital & few laborers, largely depends on imported materials, has fallen into a recession. Meanwhile, the light industry and the private economic sector, which use little capital and are labor-intensive, have been able to compete with imported products and developed rapidly after strong devaluation spells. From 1991 to date, the speed of foreign direct investment and the State capital investment has been accelerated, creating a strong developing pace of the industrial and construction sectors. The service sector has attained a quick developing pace since the adaptation of renovation policies, especially in the commercial sector. From 1998 to date, the growth rate in the service sector has tended to slow down.

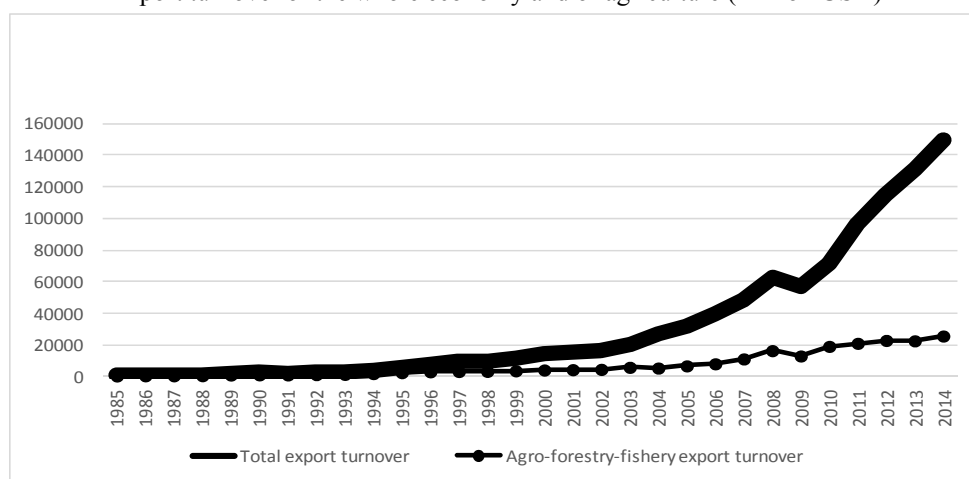
While the contribution of the agricultural sector into the general GDP has declined gradually, the growth rate of the agricultural production has been still sustained stably at a high rate. This trend is differentiated from many developing countries when Vietnam

maintains a fast and stable growth rate of the agricultural sector, creating all the necessary prerequisites regarding laborer, capital, food and materials for the industrialization; then, gradually cutting down the growth speed of the agricultural sector, in parallel with the reduction process of the agricultural sector proportion in the economy.

One of the important contributions of the agricultural sector is the continuous growth in agro-product exports over the past 30 years. The agro-product exports have surpassed the threshold of VND 20 billion and the agricultural sector is assessed as generating trade surplus, bringing about an important source of foreign currencies for importing technology and equipment to serve the industrialization.

Figure 2

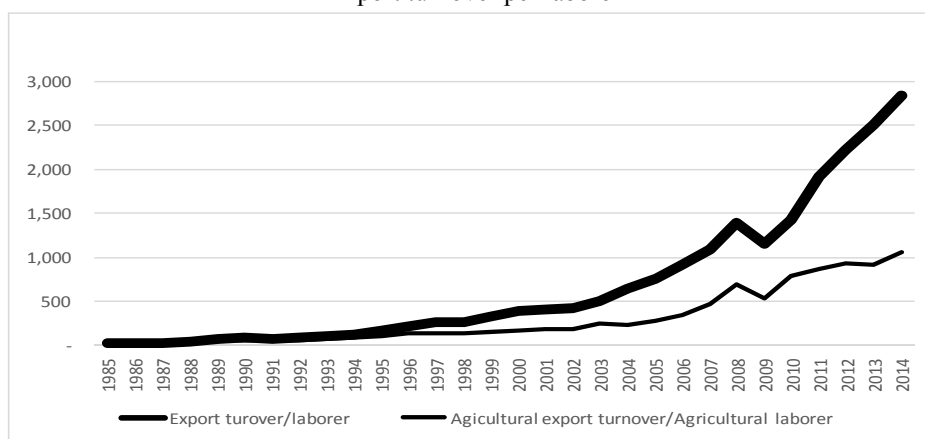
Export turnover of the whole economy and of agriculture (million USD)



Source: Data from General Statistics Office.

Figure 3

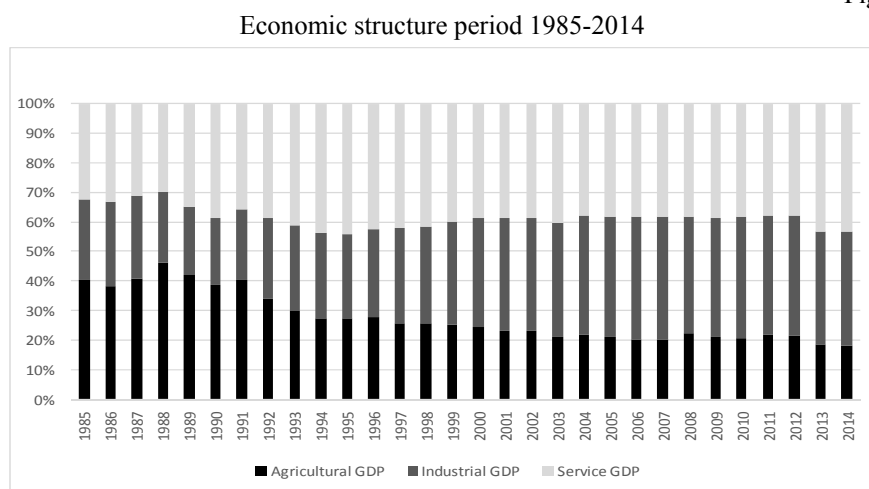
Export turnover per laborer



Source: Data from General Statistics Office.

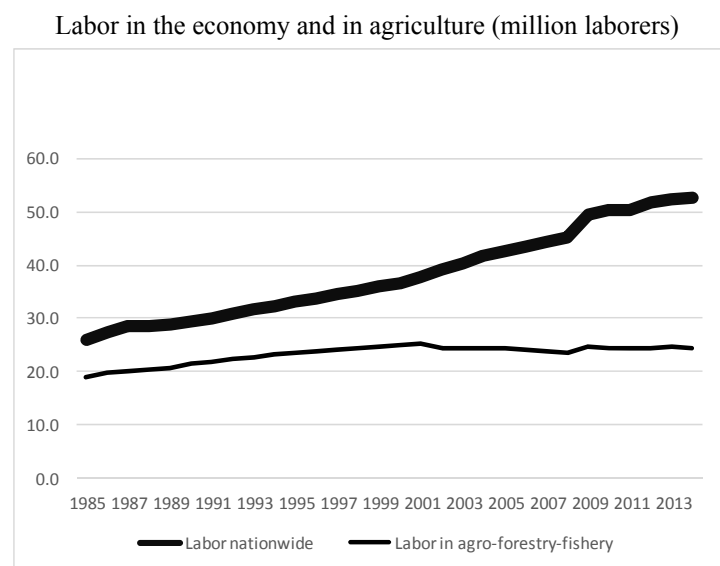
The steady growth of the agricultural sector plays a preeminent role in stabilizing the general growth rate of the whole economy during the renovation process. In the difficult period of the world or domestic economy, Vietnam's agricultural sector has still sustained a stable growth, creating the general balance for the growth of the whole economy. The economic crisis due to the mechanism shift in 1989 or even during the monetary and financial crisis in 1997-1998, when the growth rate of the industrial sector collapsed, the agriculture and service sectors have been a salvage for the common economic growth.

Figure 4



Source: Data from General Statistics Office.

Figure 5



Source: Data from General Statistics Office.

Reflecting the gradual transformation trend from the agricultural economy into the industrialization and the important role of the agricultural sector in the initial stage of the renovation stage, the proportion of the industrial sector in GDP after falling from 28.9% in 1986 to 22.7% during the crisis in 1990 rebounded to 28.8% in 1995; nearly 40% in 2003; approximately 40% in 2003; and nearly 40% in 2014. In contrast, the proportion of the agricultural sector rose from 38.1% year in 1986 to 46.3% in 1988 while having fallen continuously from 1989 to present to just approximately 18% in 2014. The sharp growth of the industrial sector is an inevitable trend in the industrialization and modernization of the country, making a healthy contribution to the economic restructuring of Vietnam's economy.

## 2. Agro-forestry-fishery restructuring

***In the agricultural sector, there has been a diversification toward sub-sectors with added value such as fishery or industrial crops. However, the agricultural growth is unsustainable, has weak competitiveness, is heavily-dependent on cultivation and is stagnant in husbandry.***

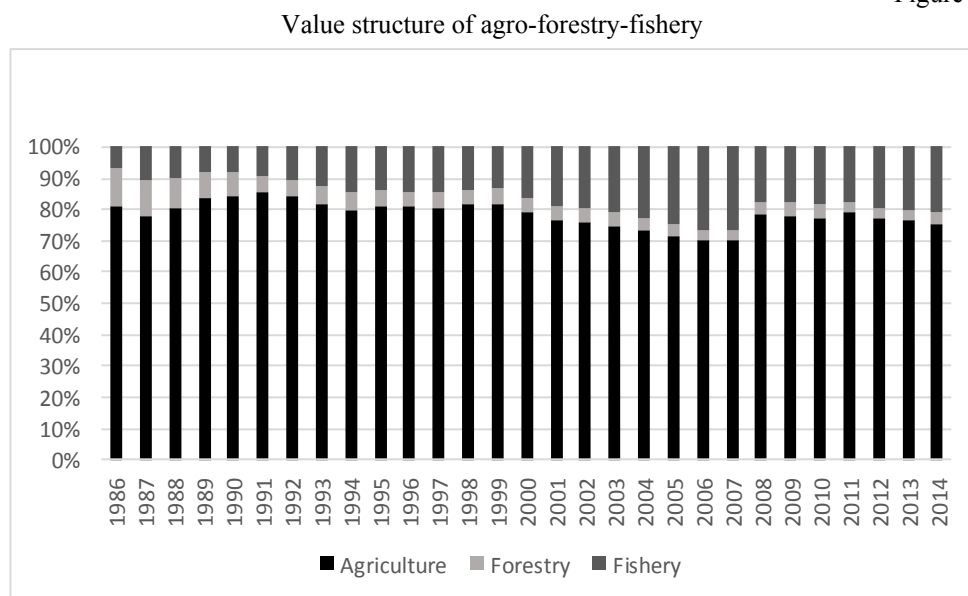
In the agro-forestry-fishery field, the fishery sector has attained the sharpest growth over 30 years of renovation. The access to the international market has enabled the fishery sector to achieve a skyrocketing growth, making contribution to maintain a high growth rate of the fishery sector. Thanks to those active changes, the proportion of the fishery sector in the GDP has tended to grow continuously over the past nearly 20 years, from 5.6% in 1986 to above 18% in 2003.

Although the growth rate of the agricultural production is not as high as the growth rate of the fishery sector, it happens on a large scale of rural areas nationwide, creating a great outcome for a large proportion of the residents. Compared to the fishery and agricultural sector, the production characteristics of the forestry sector are more difficult regarding both production cycle, risk level, dependence on the nature and the market's weakness. In addition, the policy orientation for the forestry sector from the resource management to the organization of enterprises contains numerous difficulties. Therefore, the effects of the economic renovation on this sector have come slower and the production developing pace of this sector is much slower than the two above-mentioned sectors. At the start of the economic renovation, while the fishery and agricultural sectors obtained extraordinary growths, the forestry sector still faced serious recession. The transformation process from the centrally-planned economy to the market economy has created the sense of possession and ownership on vessels, fields, but this motivation has not appeared on forests. The forest coverage rate nationwide has grown very slowly.

The stable development of agriculture has tackled the food security, employment for over one million of laborers supplemented per year, allowing the national economy to put all resources into other development goals. During the economic crisis in the initial renovation stage or during the financial crisis in Asian when both industry and service receded, the stable growth of the agricultural sector has become the decisive factor for the general

growth of Vietnam. This is also a common conclusion of countries that experienced the 1997-1998 crisis. This supplementation is presented in the ability to attract surplus laborers in the society, ensure food security, general price level, import-export balance and other impacts on the macro-economy.

Figure 6



Source: GSO.

In the agricultural sector, some sub-sectors have made giant growth such as the sharp growth of perennial crops such as coffee, rubber, tea, cashew, pepper; the fast developments of some types of fruit; intensification of diversification on the rice cultivated land, especially the successful lesson of the fishery sector, which makes a large number of farmers who work in the field of agriculture or fishing into aquaculture. Despite a lot of efforts for growth, the husbandry sector has not exceeded the limit of 20% GDP in the whole agricultural sector to really become a “major sector.”

#### *Unsustainable agricultural growth and slow restructuring*

The exchange rate of Vietnam is rated by many experts as being higher than the true value; therefore, the disadvantage “price salvage” trend for the agricultural production sector has persistent for many years. The agricultural production has to cope with countless risks regarding diseases and natural disasters. The competition on the market was tough and farmers always bear disadvantageous position. Therefore, the GDP growth in the agricultural sector have tended to fall. The GDP growth of the agricultural sector has dropped from 4% in 1995-2000 period to 3.7% in 2000-2007 period and just above 3%/year from 2010. In 2008 alone, in the world’s agro-product price spiral, the growth of

the agricultural sector of Vietnam recovered to above 4.1%. The disadvantages in the natural macro-economy and the impact of international economic crisis such as inflation, changes in oil prices, agro-product prices, impacts of monetary tightening policies, exchange rate fluctuations, etc., have caused a lot of impacts on employment and income of rural residents over the past time.

The agricultural sector still accounts for a large proportion (Over 50%) in the internal structure of the agricultural sector; of which, the food crops, especially rice still makes up the key proportion. Over the past years, the husbandry and fishery sectors have developed quickly, but still unsustainably. The quality of some raised animals has not been high; the industrial farming scale has not really developed and the disease control remains unstable. Some big husbandry areas with high intensity level have not been treated well, causing environmental pollution. The contribution of the forestry sector in the economic growth has not lived up to its potentiality. The income from the forestry sector has just made a very small contribution into the total GDP and the income structure of rural households. Wooden product exports have grown sharply, but materials still have to be imported.

The rural economic structure of Vietnam in general and the structure of the agricultural sector in particular is still out-dated. To date, rice still plays a key role, accounting for over 60% of the planted area, supplying 75% of the nutritional energy, contributing 23-27% for agro-product exports and being an important livelihood of 80% of households. Despite a lot of efforts for growth, the husbandry sector has not exceeded the limit of 20% GDP in the whole agricultural sector to really become a “major sector.” The forestry sector is still sluggish, has gradually narrowed down its structure and only accounts for 5% GDP of the whole field. The forest coverage ratio is low and the quality of forest is poor, so the Vietnam’s agricultural sector still falls short of its target to become an ecological agricultural sector with sustainable and harmonious development.

Owing to the outdated production structure, although the agro-product exports have grown sharply over the past years, the components of goods have only changed very little. Rice and fishery have accounted for 20-30% in the agro-product exports and have not changed much over the past decade. Coffee and pepper exports have risen while rubber and vegetable exports decrease, which does not vividly show the diversification trend. Two raw product items – rice and coffee remain the key export agro-products (except for fishery).

### **3. Rice production and food security**

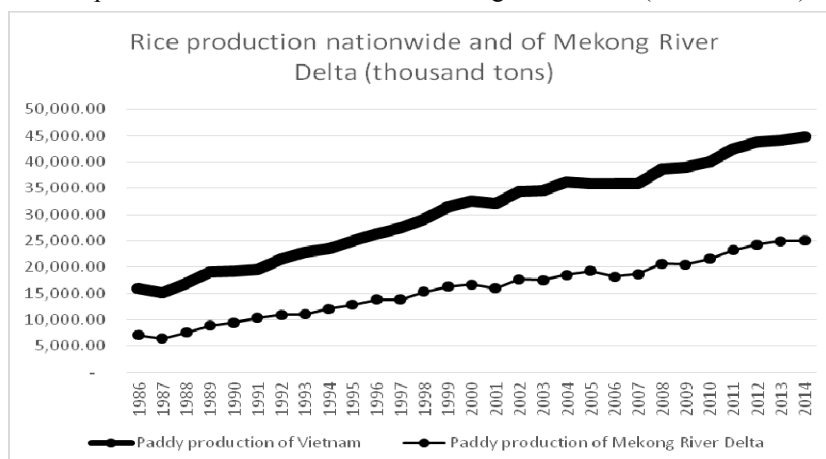
***Rice production booms, making Vietnam from a country with hunger become a leading rice exporter.***

Rice is the most important crop in the crop production sector with a long tradition and a large impact on rural people's lives in Vietnam. Rice production accounts for 50% of agricultural GDP (excluding GDP of forestry and fishery) in 2003. The developed rice production has created a breakthrough in the early stage of the renovation process and at present, rice production continues to play a decisive role in ensuring food security, hunger

eradication and poverty reduction, generating income for farmers and contributing to boosting exports to have increased foreign exchange earnings.

Figure 7

Rice production nationwide and of Mekong River Delta (thousand tons)

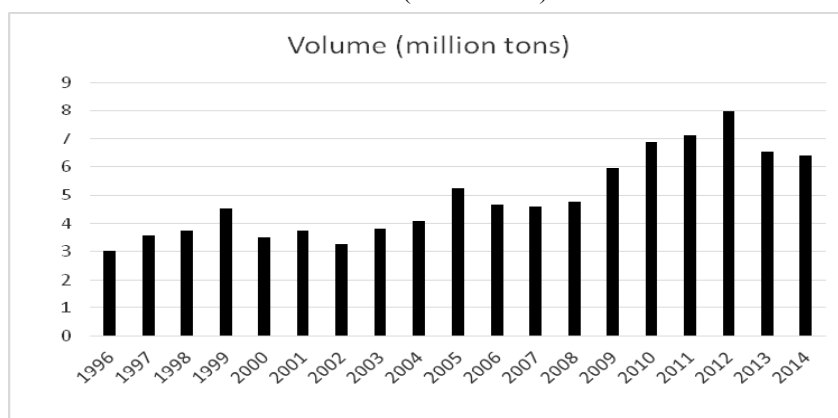


Source: GSO.

Rice production nationwide surpassed 45 million tons. Meanwhile, food consumption decreased (rice consumption per capita was revised down from 12 kg/person/month in 2012 to 11.4 kg/person/month in 2006). In contrast, foodstuff consumption was raised. Given the development of food and foodstuff production, food consumption per capita increased from 445 kg in 2000 to 501 kg in 2008 and this figure tends to fall. Vietnam has ensured the rice supply to meet the domestic demand and become the world's third biggest rice exports after Thailand and India.

Figure 8

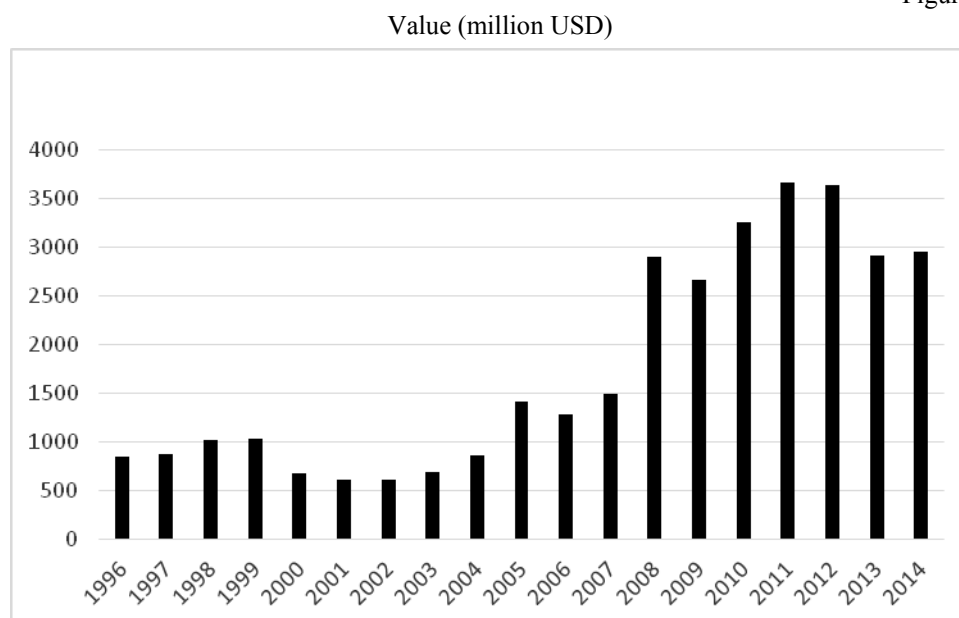
Volume (million tons)



Source: GSO.



Figure 9



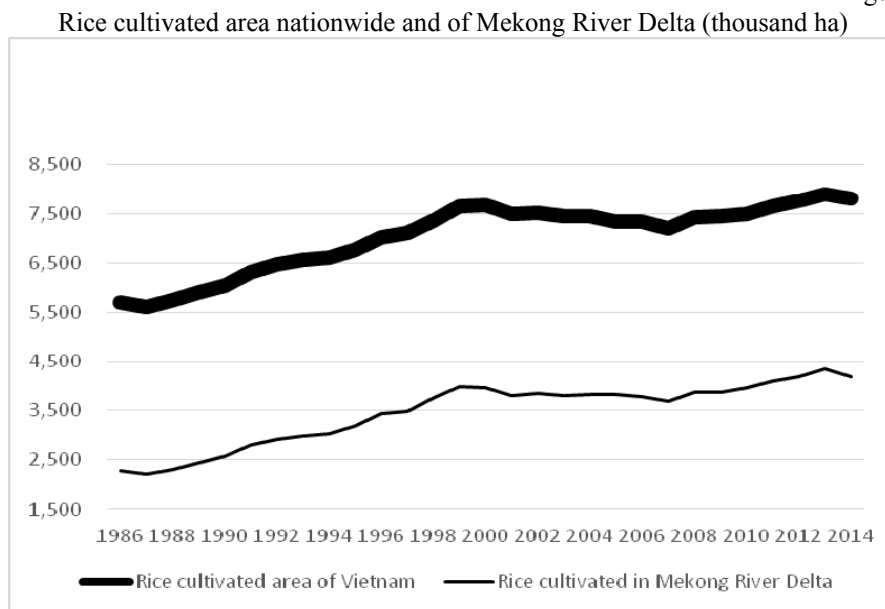
Source: GSO.

***Maintaining a large rice area reflects that the thinking of food security is rigid or incompetent shift to the new production systems is an obstacle to the release of resources of rural agriculture to open a new development mechanism.***

While rice production has become redundant and food security on the national level has been no longer a permanent concern, rice exports of Vietnam tend to be accelerate more because rice exports bringing in Vietnam about US\$ 3 billion per year have become a significant achievement in terms of symbols as well as a source of precious foreign currency to finance the export-import balance, so, there has been a political impetus to promote rice production over the past many years. Rice planted area nationwide climbed from 5.5 million ha to over 7.5 million ha. On another aspect, the transformation of rice area to be planted with other crops or used with another purposes is not easy, limiting the ability to diversify the rice-excluding production. Does this reflect that there are still concerns over food security or concerns over a broken planning of agricultural land?

There are two ways to increase rice yield. Firstly, it is an intensive farming, raising rice yield by investing more input materials and labors in rice cultivation. In narrow areas where many people live such as Red River Delta, in the context of narrowed rice area, this approach may easily become a trap, forcing farmers to maintain food security towards self sufficiency, without regarding to the market demand, undermining the competitiveness of households and this approach soon will surpass the threshold of economic efficiency. Therefore, although rice yield continues rising, production profit will fall or rice yield will reach the maximum level and the production development path will be congested.

Figure 10



Source: GSO.

Even if there are technological breakthroughs in the future, opening up a new rice production system with a higher rice yield or better economic efficiency, it is not easy to change a workforce and an infrastructure system closely tied with a low-efficiency intensive farming to adapt rapidly with strong and fast competitiveness of the market.

Since 2008, the competition in the world rice market has become more aggressive. The old business approach, mainly based on corporations that sign G2 contracts and depend on big cheap rice tenders, has proved ineffective. The decrease in rice export value is sharper compared to the decrease in rice export volume. Enterprises, from seeking export markets, have turned to maintain the stable supply of rice with reasonable prices. Farmers' incomes are improved if domestic rice prices are close to world rice prices, resulting in lower profits for enterprises and deficiencies in business management. Is it more effective if Vietnam reduces rice exports, focusing on increasing business efficiency, increasing the value of rice and implementing a new milestone in the agricultural development strategy?

Most of the rice farmers in Vietnam are still tied with a small-scale rice production. Specially, farmers in Red River Delta cultivate rice on a fragmented land without calculating interest and considering market demand.

Many researches in Mekong River Delta show that it is required to expand the rice production scale of households to achieve high efficiency and increased labor productivity. The efficiency of a rice household with a rice area of over 3 ha will be about 5-6 times higher compared to other households with a rice area of below 1 ha. The difference here is not simply the width of the production area, it is two different farming systems (a manual

system with intensive farming by investment in materials and labors and a mechanized system with intensive farming by technology and management.

The growth in agriculture based on the cultivated area and land turnaround sooner or later reaches the limits of land, it is "horizontal growth". Most crops in Vietnam as vegetables, industrial crops, fruit trees, forest trees, etc still grow mainly due to the expanded area. The productivity of most crops in Vietnam is significantly lower compared to the world average, reflecting the weakness in the application of science and technology and intensive investment.

*Food security with an emerging factor that is import demand of China*

The strategic significance of food security for Vietnam is more likely to be originated from another aspect which very few analysts have mentioned. Many decades ago, there was a famous article entitled "Who will feed China" (Brown, 1995) written by a western scholar. Over the past 5 years, China has emerged as a leading rice importer and the emerge has raised a question "How will the above trend affect the food security of Vietnam?"

Table 1

Rice imports of China and rice exports of Vietnam to China

Year	Imports of China (1)	Exports of Vietnam to China (2)
2010	366	123
2011	578	301
2012	2345	1980
2013	2244	2231
2014	2557	1938
2015	2314	1541

Source: Data (1) – General Administration of Customs of the People's Republic of China; data for 2015 are data for the first 9 months of the year; Data (2) – General Department of Vietnam Customs; data for 2015 are data for the first 8 months of the year.

The data from the General Administration of Customs of the People's Republic of China (GACC) show that rice imports of China have soared since 2010. However, according to an estimate from the USDA, the actual rice imports of China from 2015 are much higher compared to the figure released by China. According to the General Department of Vietnam Customs, Vietnam has exported approximately 2 million tons of rice per year to China since 2012. The export figure has been sustained for 4 years. Actual rice exports of Vietnam to China must be much higher. Estimates from VFA leaders or Ministry of Industry and Trade's officials show that Vietnam annually exports about 1.5 million tons of rice to China through unofficial channel.<sup>2</sup>The estimate of the author is also quite similar to the figure released by leaders from VFA and Ministry of Industry and Trade.

<sup>2</sup> Thanhnienonline newspaper Tuesday, 18/10/2013, "Gray-trade" rice exodus to China. <http://www.thanhnien.com.vn/kinh-te/gao-tieu-ngach-o-at-chay-sang-trung-quoc-464805.html>; <http://nongnghiep.vn/xk-gao-van-can-tieu-ngach-post119987.html>; <http://tapchitaichinh.vn/nghien-cuu-trao-doi/trao-doi---binh-luan/xuat-khau-tieu-ngach-nhieu-rui-ro-67984.html>.

The emerge of China can be seen as a business opportunity for Vietnam rice export industry. However, it also poses a number of challenges as follows:

- The majority of rice to be exported to China especially gray-trade rice is low-grade rice with no strict quality assessment. This is a trap for Vietnam's rice industry in the medium and long term.
- China has never published the actual demand on concerns that the market will react/respond, resulting in increased prices, causing losses to rice imports of China. Therefore, it seems that China is using a gray-trade mechanism with Vietnam and Burma to have the rice supply which is most beneficial to them in terms of prices as well as the flexibility of the supply.
- Gray trade with China is rapid and broad. It is hard to correctly predict the gray trade developments; the policy/business response of Vietnam is slow, resulting in a lot of risks for enterprises engaging the gray trade channel. China does not import rice on a normal channel like the Philippines, Cuba, Iraq or other countries. Normally, foreign enterprises sign import contracts with Vietnam exporting enterprises. The enterprises will procure rice from the people through small traders/collectors. For China, in addition to rice imports from Vietnam through official channel, it is very likely that Chinese enterprises can buy rice from Vietnam people directly through a network of collectors only.
- If China sharply increases its rice imports, the impact will be very fast and unpredictable. A large rice imports in a short time will be an opportunity raising prices, bringing in income for a few enterprises and farmers. However, this trend will cause fluctuations in the market price, raising business risks to many enterprises. That China imports rice from Vietnam with extensive purchasing channels and very fast movements is also a challenge for Vietnam's rice exporting enterprises, forcing them to actively prepare the rice supply for their contracts.
- If China suddenly raises its rice imports to a very high amount (China's rice imports are raised to 1 million tons for one month and rice imports of the country are raised to 3-4 million tons for the whole year), the changes in Vietnam's domestic rice prices are likely to affect the general price level, causing inflation, a part of the poor to be unable to access to food and food insecurity.
- There is a challenge in terms of the policy of the Government, that is, Vietnam has not had any effective gray trade rice export control mechanism so that Vietnam can grasp the rice supply-demand developments to have timely policy-related solutions.

#### **4. A number of policy direction-related implications**

- Over 30 years of renovation, agricultural sector has completed an important role as a buffer, helping Vietnam cope with external crises and a supply of finance for industrialization. However, the growth dynamics of the agricultural sector has been due;

weaknesses in capacity and levels of development of the agricultural sector are being shown owing to fiercer competition of the modern competitive environment and globalization. These challenges will require breakthroughs in terms of institution and investment, focusing on improving the business environment in the area of equality between state enterprises and private ones, increasing investment in science and technology applications, and especially freeing the land resource that is “tied” with rice.

- The clearance of a large area of rice land will create new resources to help diversify rural business fields which bringing in higher incomes to farmers. However, the orientation of the excess rice land use should be considered carefully in terms of planning by area and infrastructure as well as selecting appropriate development priorities.
- Regarding remaining rice area, serving the production of commodity rice and rice for exports, it is necessary to promote export markets, accumulating rice land to develop medium-scale and large-scale rice fields to improve the rice quality and rice purity, directing to high-grade rice, bringing in high added value in the premium market segment.
- If food security and performance of rice exports are not an important priority, this will help Vietnam free the rice land for new development opportunities. However, it is necessary to mention the food demand of China. Vietnam needs to develop mechanisms for monitoring and regulating gray-trade rice exports effectively which not only helping increase business interests but also dealing with the risks of market and instability of food security.
- In such a current changeable environment, the State does not play the role in/is unable to provide market forecasts. Only enterprises are able to transmit the best signals regulating the production of the farmers. Vietnam should have programs to support the training and consultancy as well as trade promotion to develop its capable enterprises that effectively exploiting the Chinese market.

## **Reference**

- Brown, L. R. (1995). Who Will Feed China? Wake-Up Call for a Small Planet.  
<http://www.thanhvien.com.vn/kinh-te/gao-tieu-ngach-o-at-chay-sang-trung-quoc-464805.html>  
<http://nongnghiep.vn/xk-gao-van-can-tieu-ngach-post119987.html>;  
<http://tapchitaichinh.vn/nghien-cuu-trao-doi/trao-doi---binh-luan/xuat-khau-tieu-ngach-nhieu-rui-ro-67984.html>.  
Thanhvienonline newspaper Tuesday, 18/10/2013, “Gray-trade” rice exodus to China.

## INDUSTRY VIETNAM 2005-2014: STATUS, ISSUES AND DEVELOPMENT ORIENTATION

*Although with a low starting point, Vietnam's industry has achieved positive results with the average growth rate of over 10% per year, a positive contribution to the economic- social development in Vietnam. However, from 2010 to now, the average growth rate of industrial output value has declined. In fact, growth of industry that bases on outsourcing ( outputs of manufacturing based on mainly inputs from foreign markets) has lasted for many years. This has clearly revealed the inefficiency and lack of sustainability of the domestic industry. Vietnam's industry is currently characterized by the industries belong to first generation, including industrial products that using more labor, unskilled labor and the products of industry that base on outsourcing). The imbalance in industrial structure of Vietnam is one of the problems noted in the recent years. This is reflected in the lack of supporting industries to manufacture capital goods and industries have high scientific content. In addition, development of industries still have spread over country, lack of key industries to make tower cranes for the development of whole industry. Therefore, in order to become a developed industrial country with over 80 million inhabitants, Vietnam's industry require to have an accelerated development strategy and reasonable implement policy.*

*JEL: L00; L52; O14; O25*

### 1. Industrial situation of Vietnam in period 2005-2014

#### *a. Growth of industrial sector in the economy*

Industry is one of the important criteria to assess the level of development of a country. Development of industry plays a large role in the process of industrialization and modernization of Vietnam. After 30 years of innovation in the direction of industrialization and modernization, the Vietnam's industry has had positive results, with an average growth rate of over 10% per year and contributed positively to the socio-economic development of Vietnam. Notably, during the period from 2000 to 2005, Vietnam's economy has changed the economic structure strongly and economic growth is relatively stable. The trend of industrial process is accelerated and the economy modernized. However, from 2005 to now, the growth rate of the whole economy declines, if the economic growth rate (by GDP) of

---

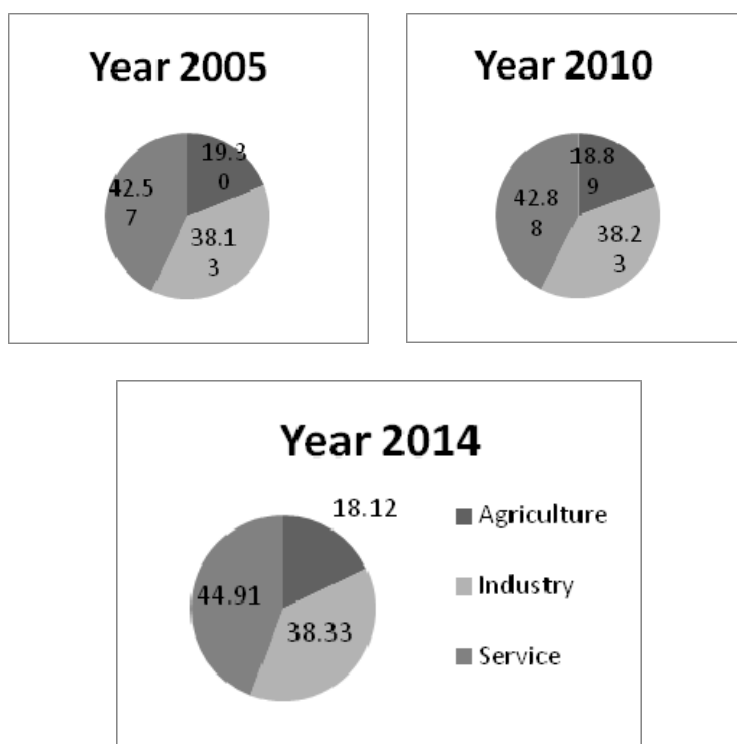
<sup>1</sup> Nguyen Thi To Quyen, Ph.D., from Department of Economic Structure, Vietnam Institute of Economics.

the whole country in 2005 was 8.43%, it was only 5.98% in 2014, in which, the growth of the agriculture-forestry-fishery was 4.04% (2005) and 3.49% (2014), the industry and construction was 10.65% (2005) and 7.14% (2014); service area is 8.48% (2005) and 5.96% (2014).

We can see, overall the industry (including construction) recently has achieved some positive results. The growth of gross domestic products (GDP) is most evident by the construction-industry sector remained the high rate of GDP growth in comparison with GDP growth rate of the whole economy (2010 was 7.17% in comparison with 6.78%; 2014 was 7.14% in comparison with 5.98%). Besides, the economic structural change towards industrialization-modernization now was tending to level off in the past 10 years. This is reflected in the proportion of industrial sector in the economy has been hovering around 38%, and the share of agriculture in the economy decreased slightly. In the year of 2005, the industrial proportion in the economy was 38.13%; 2008 was 37.39%; 2013 was 38.31%; 2014: 38.33% (table 1). This partly demonstrates Vietnam's industry is in a difficult period to be able to continue to grow.

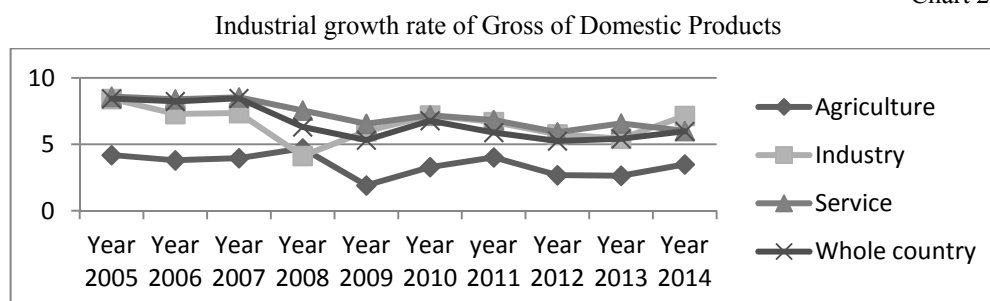
Chart 1

Industrial structure in the economy



Source: Calculated from Data of the Statistical Yearbook of Vietnam 2013 and 2014.

Chart 2



Source: Calculated from Data of the Statistical Yearbook of Vietnam 2013 and 2014.

In the years of 2008, 2009 and 2010, Vietnam's industrial production was greatly influenced by the financial crisis and global economic downturn, so export markets for industrial goods shrunk considerably and this has affected the consequence of industrial production. Gross output of industry in 2009 increased by the lowest (only 8.5%) from 2005 to present. In addition, the increase in prices of most types of imported raw materials in manufacturing such as steel fabrication, basic chemicals, cotton, yarn and textile accessories.... has reduced the added value of industrial products. Although Vietnam had difficulties and challenges, but industrial production maintained high growth rate with an annual growth rate of two digits (the annual average growth rate was 16.1% from the year 2005 to 2008 and 2010 was 10, 5%). However, from the year 2010 to now, the annual average growth rate of industrial output gross has been being only in the single digits (Table 3).

Gross output value of industry has tended to increase, but in essence, the proportion of industrial added value tends to decline, domestic technological capability is low, linkages and cooperation in clusters and sectors are limited, and participation in global value chains is only in stages on taking advantage of labor costs and natural resources. According to reporting of the Ministry of Industry and Trade, noticeable issues are the added value of the industrial sector remained in low level. Column of profit rate per capital in table 1 shows that, the efficiency of production and business of the industry has tended to decrease since year 2007 until now.

Table1

Production efficiency of Vietnam industrial sector 2007-2014

	Profit margin /capital (%)				Profit margin/turnover (%)			
	2007	2010	2011	2012	2007	2010	2011	2012
Industry	9.60	5.90	4.30	3.57	8.65	6.07	17.71	16.05

Source: Calculated from Data of the Statistical Yearbook of Vietnam.



*b. Development of industrial production and industrial production structure of Vietnam*

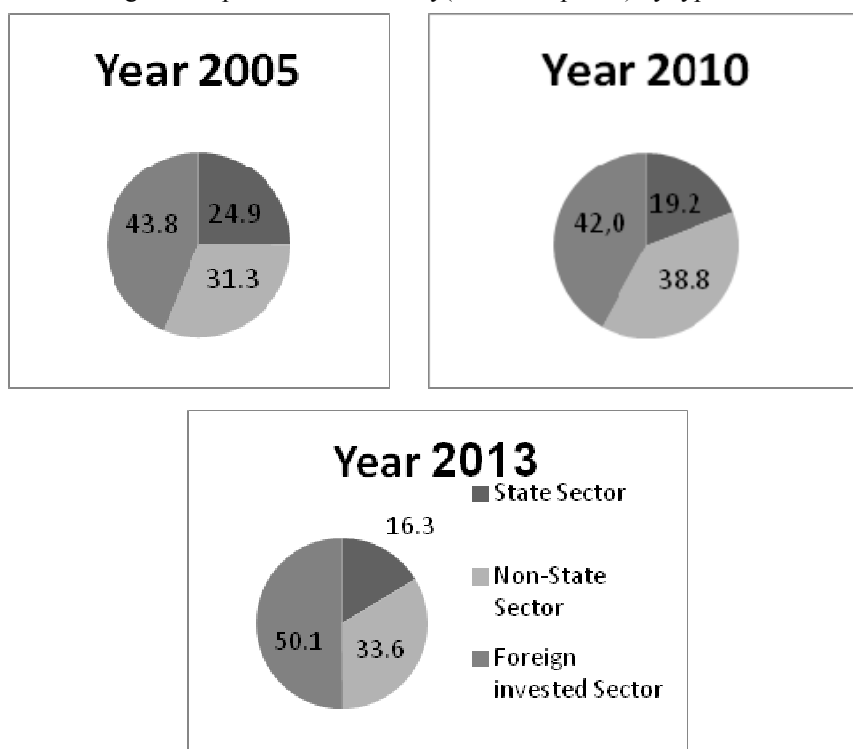
- Vietnam industry by types of ownership

In 10 years from 2005 to 2014, gross output of industry generally is assessed relatively high and tends to increase (988,540.0 billion in 2005 and gross output of industry raised to 5,469,110.3 billion by 2013). However, the growth rate tends to decrease: period 2005-2009, the growth rate of gross industrial output per year (at constant prices) increased by 14.6%, but to period 2010- 2013, the average gross output of industry has only raised to 9.4% per year (see Table 2).

Vietnam industry has shifted towards reducing the proportion of the State sector, increasing the proportion of non-state and foreign invested sector. Gross output of industry of the foreign invested sector accounted for the largest share: 50.1% of the year 2013 in comparison to 16.3% in the State sector and 33.6% in the Non-state sector at the same time (chart 3). At each type of ownership, gross output of industry of State sector in 2013 increased by 3.6 times in comparison to 2005, the non-state sector in 2013 increased 5.9 times in comparison to 2005 and the foreign invested sector in 2013 increased 6.3 times in comparison to 2005.

Chart 3

Structure of gross output value of industry (at current prices) by types of ownership



Source: Calculated from Data of the Statistical Yearbook of Vietnam in 2008 to 2014.

Capital which dominates the industrial development of States sector for many years has shown signs of decline in proportion, so the industrial production in the state sector affected. Besides, although the industry of non-state sector in the period from 2005-2010 had difficulties of capital, market and technology, but an average growth rate of gross output of industry remained 17.5% from 2005 to 2010. However, from 2010 onwards, the non-state sector of industry has diminished, from 9.6% in 2010 to 7.8% in 2013 (Table 2). Although the scale and capital are limited, but can be seen, in the period from 2005 to 2010, non-state sector is one of the important subjects to contribute to the changing industrial structure by ownership types.

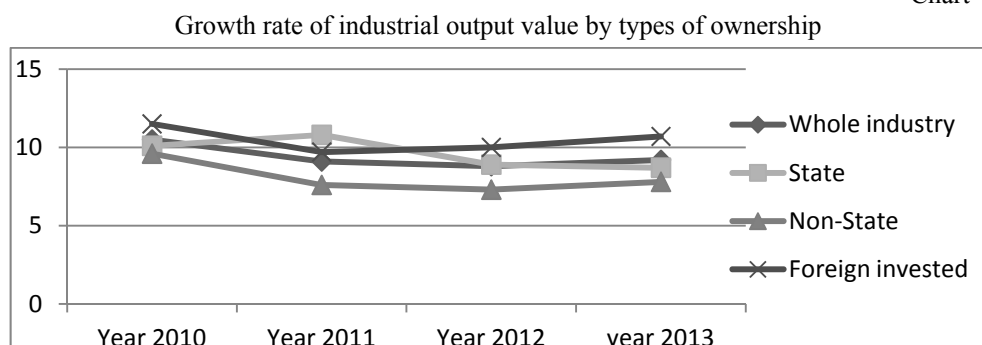
With the policy of opening up to foreign investors, especially promulgating of the Enterprise Law 2005-law applicable to both the domestic and foreign invested enterprises (Enterprise Law number 60/2005-QH11 now had no valid from the date of 30.06.2015 and they were replaced by the latest 2014 Enterprise Law No. 68/2014/QH13). At that time, this Law really was a breakthrough for foreign investors to help them to choose the kind of business to act under the patronage of this Law. It is important that the Enterprise Law does not discriminate between domestic and foreign invested enterprises, they are equality in Law, equality in access to land, financial resources and employees as well as enjoying the same investment incentives. Therefore, over time many FDI companies interested to invest in some industries in Vietnam, especially the manufacturing industry. Since then, the gross output of industry of FDI in the whole industry is increasing and accounts for a high proportion: from 43.8% in 2005 to 50.1% in 2013 (Chart 3).

Table 2  
Growth rate of industrial output value (at constant 2010 prices) by types of ownership (%)

	2009	2010	2011	2012	2013
Whole industry	8.5	10.5	9.1	8.8	9.2
State sector		10.1	10.8	8.9	8.7
• Central		11.6	12.5	10.2	9.8
• Local		0.2	-0.2	-0.16	-0.19
Non-state sector		9.6	7.6	7.3	7.8
Foreign invested sector		11.5	9.7	10.0	10.7

Source: Calculated from Data of the Statistical Yearbook of Vietnam in 2010 and 2013.

Chart 4

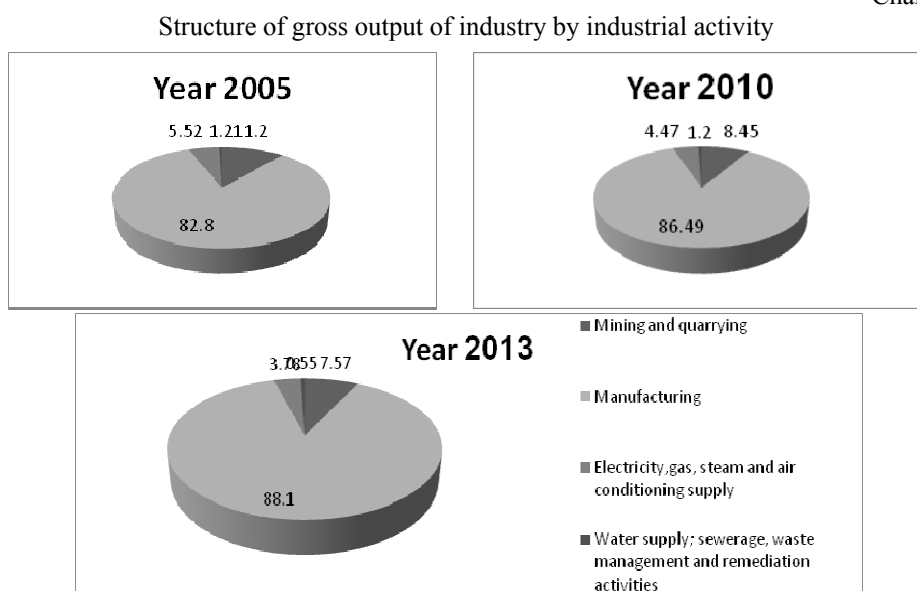


Source: Calculated from Data of the Statistical Yearbook of Vietnam in 2010 and 2014.

- Vietnam industry by industrial activity

Industry of Vietnam is quite diverse and consists of four main groups: Mining and quarrying industry with 3 main branches and one is belong to mining support service activities; manufacturing industry with approximately 24-26 branches; Industry of electricity, gas, steam and air conditioning supply; and 4 main branches in the environment industry (water supply, sewerage, waste management and remediation activities,...). Because of this diversity but typical is diversity of the manufacturing industrial activity, so the degree of concentration and specialization of whole industry in general and of manufacturing activity in particular is relatively low, because all of industrial activities want development, so this leads to unfocused investment in industry of Vietnam.

Chart 5



Source: Calculated from Data of the Statistical Yearbook of Vietnam in 2010 and 2013.

Group of manufacturing industry accounted for the largest proportion in the whole industry of Vietnam and this proportion tends to raise though not significantly ( Chart 5).The growth rate of industrial production of this manufacturing industry increased with higher speed than that of the whole industry: 11.9% compared with 8.7% in 2008 and 8.7% compared to 7.6% in 2014 (table 3).Besides, the manufacturing industry over time has always attracted the attention and investment of foreign direct investment. According to statistics of the Foreign Investment Department Agency, as of November 2014, the manufacturing industry in the whole country has attracted 9.407 projects with a total registered capital amounted to 138.5 billion (account for 56 % of total registered FDI capital of the whole country).

In fact, the proportion of gross output value of the manufacturing industry in the whole industry is high and tending to increase, this has created more jobs and income for workers. This group of industrial activity though has brought social significance in creating more

jobs, but most industrial activities in group of manufacturing industry mainly just stop at level of outsourcing (because most inputs of some manufacturing industries must be purchased from abroad ).Therefore, cumulative and promoting function of the economy in general are limited, especially the economy will be able to bear the risks of currency fluctuations in the world.

Structure of industrial production by industry activity in Vietnam remains to be backward, unbalanced and lack of sustainability, especially within manufacturing group. Vietnam focus on developing the manufacture of food products, light industry like apparel, footwear, furniture and outsourcing, but without the development of heavy industry, especially the lack of manufacture of production materials and the activity of industry with high scientific content. According to figures of the General Statistics Office in 2010 and 2014, manufacture of food products in group of manufacturing industry accounted for the highest percentage, followed by textile, leather and footwear industry. Overall, Vietnam is focusing on the development of industries that use a lots of labor, unskilled labor with low labor cost, so in the process of industrial development, Vietnam is only as the recipients of outsourcing contracts, dependent on foreign raw materials. Almost Vietnamese enterprises can only undertake production phases which contain little added value and the phases which generate most of the profit are undertaken by foreign enterprises.

Table 3 shows that, the growth rate of industrial production of each group of industry activity also differ. The growth rate of industrial production of the mining and quarrying industry is the lowest, indicating that policy on the natural resources saving is efficiently and in line with the policy of growth model shift from quantity to quality and from width to depth.

Table 3

Growth rate of industrial production by industry activity (%)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Whole industry	8.7	7.8	8.8	7.3	5.8	5.9	7.6
1. Mining and quarrying	-0.8	10.3	0.5	0.9	5.0	-0.6	2.4
2. Manufacturing	11.9	6.0	11.8	9.9	5.5	7.6	8.7
3. Electricity, gas, steam and air conditioning supply	16.5	13.0	14.2	9.7	11.5	8.4	12.5
4. Water supply; sewerage, waste management and remediation activities					8.2	9.5	6.3

Source: Data from Statistical Yearbook of Vietnam in 2012 and 2014.

Industrial production in 2013 and 2014 recovery significantly compared to 2012 in all industry activities. For the whole of 2014, growth rate of industrial production increased by 7.6% total, much higher than the increase of 5.9% in 2013 (Table 3). Although the growth rate of industrial production increased year by year, showing positive signs in appearance or quantity (production growth), but efficiency of industrial production in fact declined as well as low industrial growth quality and the it's improvement is still slow, while Vietnam's development goal is basically to become a modern industrialized nation by 2020 is approaching.

However, noteworthy is the growth of industrial activities such as textiles, garments, footwear, machinery and mechanical appliances, electrical equipment products, electronic products, plastic products... in manufacturing industry primarily dependent on raw materials and intermediate goods which imported with high cost and tend to increase in the recent years. Materials source for the production which cannot meet the needs of many manufacturing industries, such as plastic raw material that are produced in Vietnam to meet only 10% of the domestic demand; the domestic produced fabric meets only about 20-30% garment requirements for export; shoe-leather materials for domestic production accounts for only 25-30% of demand of domestic market; the majority of the main raw material for production of technical products to be imported; production of domestic steel meets only 20% of market demand... Now, there are 1,303 enterprises that producing components and spare parts, but most of them are small-scale enterprises with a low technical level. Vietnam's assemblers used the domestic spare parts with a percentage of 10% for new high technology industry; the production of synchronous equipment is about 20% and cars is about 15-40%... Therefore, imported volume of raw materials from abroad is still high. This has limited ability to increase the value of domestic industrial production and contributed to reducing the efficiency of industrial production. It can be seen, sector of manufacturing of capital goods (machinery, instrument, accessory; fuels and raw material) in which supporting industry is really weak.

According to data reported by the Ministry of Industry and Trade of 2014, textile is the major export industry, the export turnover in 2014 reached \$24 billion – an impressive figure (raised up 13.4% as compared with 2013), but Vietnam had to import materials with turnover more than \$15.8 billion (raised up 16.3% as compared to 2013) and the added value of textile industry is very low because the imported value of raw material input accounted for 60-70%.

According to estimates by the Ministry of Industry, the supporting industry dependent on nearly 80% imported raw materials at present. This situation is largely due to Vietnam's businesses do not want to invest in the factory for a long payback, but they just like importing raw material for reselling to get profit. In fact, there are so few Vietnam's enterprises that involve in supporting industry, if so, it is mainly they involve in the packaging operations, carton and plastic production in some industrial activities, typically electronics industry. Currently, the network of supporting industries in Vietnam are mostly the foreign invested enterprises in charge, the gap in quality standards between domestic and foreign invested enterprises is quite big, and there is very little linkage between them. Most of domestic enterprises are small and medium, they still maintain working style of a self-sufficient economy, so the ability to meet the demand for quality is poor.

Take more example about engineering, a representative of the Vietnam Lilama Corporation said: "Vietnam has not been able to produce the basic materials in the recent years. As the ones who performed contract of Engineering -Procurement of Goods – Construction (EPC), we can see, almost these works imported nearly 100% raw materials. Even the machines are said to be of Vietnam as lifting equipment, Quangtrung cranes, Haiduong Pump, power transformers, .. the materials to make them are also imported from other countries. Therefore, depending on import of input materials lead to high cost, many domestic companies cannot *set foot* in the bidding" Mr.Chairman and CEO of Quangtrung's

mechanical Enterprise also said: "Thousands of types of basic mechanical products go through 7 steps, from design and manufacture of molds, embryogenesis, cutting processing trim, assembling, testing and finally shipping. However, Vietnam is only interested in the assembly, the investment in other steps have not focused, so you can try asking how can we succeed? "Also, industry of agricultural service (manufacturing of farming tools and processing of farm products...) still has not been paid attention to. Although Vietnam aimed at increasing the share of industrial GDP, it is not considered modernization and industrialization of agriculture and rural is the top important issues. The proportion of agricultural GDP in total GDP remains low (just under half of the gross output of industry and under 1/3 of total exports) and the trade deficit is mainly due to the domestic sector.

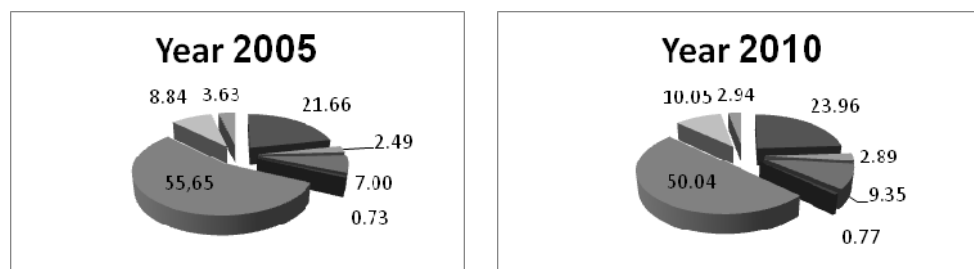
- Industry of Vietnam by region

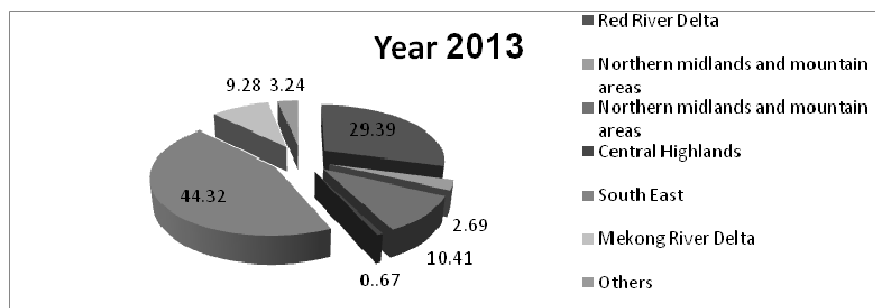
Industrial structure by geographical regions are formed mainly through the distribution of local industry, particularly the formation and development of export processing zones and high-tech industrial zones. However, this distribution in Vietnam is uneven between regions and among localities. Distribution of industrial space in Vietnam has initially formed towards exploiting the advantages of geographic allocation and potential of local. It can be seen, the space of industrial development in this time is still formed in a natural way according to local's strengths, but there is no reasonable distribution on a national scale. This industrial distribution is shown very clear when it is seen in view of the perspective of development of the economic regions as well as key economic regions. Industrial activities are mainly distributed in some areas.

In general, industrial activity is mostly centered around two regions, the Red River Delta and the South East Region, although other regions such as the Mekong Delta also contribute significantly to the industrial output. In the north, the Red River Delta and vicinity areas have a high concentration of industry with diversified and modern structure of industrial activity. In the South, industrial band are formed in which emerged the leading industrial centers of Vietnam, in Ho Chi Minh City, Dong Nai, Vung Tau and Binh Duong,... Gross industrial output value of the Southeast region is highest as compared to other regions, but the growth rate of industrial output value has decreased from 2005 to present. In the remaining regions, particularly in the Mountainous region, industrial development is slow and backward, industrial distribution is scattered and disjointed.

Chart 6

Structure of gross output value of industry by region (at current prices)





Source: Data from the Statistical Yearbook of Vietnam in 2013.

The division of industrial territory in Vietnam is the result of many factors. The concentrated industrial areas are often associated with the presence of natural resources, skilled labor force, market, infrastructure and geographic favorable location. Opposite, in the Central Highlands and Mountainous region faces many difficulties in industrial development, this was due to the lack of synchronization of factors like natural resources, skilled labor force, market economy,... and especially the infrastructure of transportation. It can be seen, thanks to the effective exploitation of the inherent strengths, Southeast become the leading region with the proportion accounted for nearly half of gross output value of industry of whole country (in 2013). Next is the Red River Delta and Mekong Delta, but proportion of gross output value of industry is much lower in comparison to the other regions. Only three these regions accounted for approximately 83% gross output value of industry of whole country. The proportion of gross output value of other regions is almost negligible, especially in Mountainous and Central Highlands.

However, as we consider the development of industry by region, rate of industrial growth by region in the recent years is relatively equal. The weakest problem here is linkage between regions in industrial development, most of regions developed industry without coherence with other areas.

## 2. Some of the problems raised in the industry of Vietnam

- Although Vietnam's industry has achieved good remarkable results in the recent years with a low starting point, we can say, Vietnam's industry is currently characterized by the industries belong to first generation, including industrial products that using more labor, unskilled labor and the products of industry that base on outsourcing (outputs of manufacturing based on mainly inputs from foreign markets). ***Problems on the industrial structure here are emerging clearly.*** Spatial distribution in industrial development in a whole country and even within economic regions still lack a reasonable and have many shortcomings especially the industrial structure is still a backward and imbalanced structure. Vietnam is focusing on the development of industries that use more labor, unskilled labor with low cost and focusing on the development of industrial products that base on outsourcing, while these industries

mainly belong to manufacturing ones. Remarkably, structure of the industry activities belong to group of manufacturing industry is also really imbalanced: Government emphasis on the development of manufacturing of food products, light industry apparel, footwear, furniture and outsourcing while lack of the development of heavy industry, especially the lack of supporting industries to manufacture capital goods and industries have high scientific content. In addition, many industries still have spread development, lack of key industries to make tower cranes for the development of whole industry.

Although manufacturing industry accounts for a high proportion of total gross output value of industry, for many years the enterprises in Vietnam's manufacturing industry play role only as the outsourcing recipient and assembly to make products from simple to complex ones, have depended on the imported raw materials so scientific and technological content of products is low, added value is the lowest in the value chain of industrial production. Therefore, the competitiveness of industrial products is low. The result is that, although manufacturing industry accounted for highest proportion of gross output value in the whole industry, but it's quality and efficiency are low. Growth of industry (mainly manufacturing industry) that bases on outsourcing has lasted for many years. This has clearly revealed the inefficiency and lack of sustainability of the domestic industry.

Although Vietnam's policies focused on development of food manufacturing industry, in fact the food manufacturing and processing industry over time only meet just a small fraction of needs of manufacturing of food and agricultural products for export and service of domestic consumption, mainly primary processing. In addition, during the period from 2012 onwards, the industry has focused on exploiting mineral resources with a high level (except crude oil), so this results in risk of exhausting of resources. This is largely due to ineffective management of exploitation, especially Vietnam has no vision on detailed exploitation planning for the long term.

- Supporting industry in Vietnam is underdevelopment, so this entailed the importing most of the inputs such as machinery, equipment and raw material production, especially in the fields of textile, footwear, mechanical, .... from other countries, mainly from the ASEAN markets, especially China. This also expresses an industrial structure imbalance in that this industrial structure cannot produce capital goods for the entire economy due to lack of supporting industry. The importation of most input of raw materials for industrial production makes Vietnam's industry has always been dependent on the outside by the fluctuation in prices of raw materials of the world.

Industrial qualifications in Vietnam is still very low evaluation compared to other countries in the region, only China in the 1980s, 1970s or Malaysia's equivalent to the level of development of Korea in the 1960s (VDF, JICA, 2011).the growth rate of industrial production.

There are many reasons for the underdevelopment of supporting industry, but mainly because Vietnam cannot create a value chain in industry through the link between businesses, as well as cannot use financial and non-financial services to exploit the competitive advantages for development of this industry. In other words, the cooperation and link between the regions, businesses and between rural-urban development in industrial production still weak.



- Production of industry in general and manufacturing industry in particular using mainly low technology level. Common ground on the Vietnam's qualifications of technology and equipment have backward from two to three of generations as compared with industrialized countries. The proportion of high technology accounts for only 19.2%, medium technology accounts 26.8%, low and outdated technology accounts for 54.0%.

### **3. Orientation of Vietnam's industrial development strategy until 2025 and vision toward 2035**

In order to become a developed industrial country with over 80 million inhabitants, Vietnam's industry require to have an accelerated development strategy and reasonable implement policy.

According to Vietnam's development strategy for the industry until 2025 and vision toward 2035 was approved by the Prime Minister dated 09/6/2013 (Decision No. 879 / QD-TTg), industry of Vietnam will meet the requirements in the integration process and achieve given objectives in the next stage. Vietnam's industry will develop in rational structure by industrial activity and region, able to compete to develop in integration process with modern technology and able to join the global value chain in some certain specialized fields, able to basically meet the requirements of the economy and of an exporter; able to have qualified workforce to meet the needs of modern production.

#### **Box 1**

##### **Vietnam's objectives of industrial development until 2025, vision toward 2035**

- The annual growth rate of industrial added value will reach 6.5-7% by 2020, 7-7.5% during 2021-2025, and 7.5-8% during 2026-2035.
- The annual growth rate of industrial production value will reach 12.5-13% by 2020, 11-12.5% during 2021-2025, and 10.5-11% during 2026-2035.
- To strive that industry and construction by 2020, 2025 and 2035 will account for 42-43%, 43-44%, and 40-41% of the national economy, respectively.
- The rate of industrial exports to the total exports will reach 85-88% by 2025, and over 90% after 2025.
- The value of hi-tech industrial products and hi-tech application products by 2025 and after 2025 will account for approximately 45% and over 50% of the GDP, respectively.
- The industrial sector's ICOR will be 3.5-4% during 2011-2025; and 3-3.5% during 2026-2035.
- The energy-GDP elasticity coefficient will reach 1.5 by 2015, 1 by 2020, and maintain at 0.6-0.8 by 2035, in proximity to other countries in the region.
- The annual greenhouse gas emissions will increase at the rate of 4 to 4.5%.

Source: Vietnam's industrial development strategy until 2025, vision toward 2035.

Vietnam's industrial development strategy until 2025, vision 2035 will effectively mobilize resources from all domestic economic sectors and external resources to develop and restructure the industrial sector towards modernity; focus on training skilled, disciplined and innovative workforce for the industrial sector; prioritize the development and transfer of technologies in the industrial sub-sectors and fields with competitive advantages and modern and advanced technologies such as agricultural, forestry and fishery product processing, electronics, telecommunications, new and renewable energy, mechanical engineering, and pharmaceutical chemistry; rearrange the allocation of industrial space in order to promote the combined strength of sub-sectors, regions and localities for deep participation into the global value chain.

Box 2

Groups of industries selected as development priority are as follows

*a) Processing and manufacturing industries*

- Mechanical engineering and metallurgy

From now through 2025, to prioritize the following groups of industries and products: machinery and equipment serving agriculture, automobiles and mechanical spare parts, and steel for production. After 2025, to prioritize the following groups of industries and products: shipbuilding, nonferrous metals and new materials.

- Chemicals

From now through 2025, to prioritize base chemicals, petro-chemistry and manufacture of technical plastics and rubber; after 2025, to prioritize the development of pharmaceutical chemistry industries.

- Agricultural, forestry and fishery product processing

From now through 2025, to prioritize to increase the processing ratio of key agricultural, fishery, aquatic and timber products in line with the restructuring process of the agricultural sector. To apply international standards to the production and processing of agricultural products, to build the trademarks and raise competitiveness of Vietnamese agricultural products.

- Garments, textile, leather and footwear

From now through 2025, to prioritize the production of raw and auxiliary materials serving production for domestic market and export; after 2025, to prioritize the production of fashion clothing and luxury shoes.

*b) Electronics and telecommunications industries*

From now through 2025, to prioritize the development of computer equipment products, telephones and components. After 2025, to prioritize the development of software, digital content, information technology services and medical electronics.

*c) New energy and renewable energy industries*

From now through 2025, to promote the development of new energy and renewable energy of different forms such as wind energy, solar energy and biomass energy. After 2025, to develop atomic energy for peaceful purposes, and to prioritize the development of renewable energy of such forms as geothermal energy, ocean wave energy, etc.

Source: Vietnam's industrial development strategy until 2025, vision toward 2035.

In order to Vietnam's industry meet the new requirements of the country in strategic directions and goals above, the first, Vietnam should have the mechanisms, specific and flexible policies that suit developments of industrial sector as well as meet the integration requirements at each particular moment.

Next, Vietnam must continue to improve the industrial structure in the direction of promoting of supporting industry, have spatial planning for the development of industry by regions. Planning should be based on the comparative advantages of industrial development of each region in order to avoid spreading of industrial development over country.

Finally, although there is planning for the industrial development of each region, it is important to strengthen the links between regions and between localities in the region as well as between enterprises in order to boost industrial development of each region towards the development of the whole industry. In that connection, regions and locals in a region are able to develop their own strengths, without fear of affecting to promoting common advantages of the economy or of the region thanks to the more reasonable division of labor.

## **References**

- Statistical Yearbook of 2010.2012, 2013 and 2014. Statistics Publics, Hanoi, 2011, 2013, 2014 and 2015.
- Bui Thi Thiem. (2007). Some problems of the industrial structure of Vietnam. – Journal of VNU, Economy-Law 23, p. 88-95.
- Vietnam's industrial development strategy until 2025, vision toward 2035.

Dao Thi Hoang Mai<sup>1</sup>  
Doan Thi Thu Huong<sup>2</sup>

ГОДИНА XXV, 2016, 4

## THE TOURISM IN VIETNAM

*Tourism is an important component of the modern Vietnamese economy. Since foreign tourists have been able to travel freely in the country in 1997, Vietnam has become a new tourist destination in Southeast Asia. The economy of Vietnam has transformed from an agrarian to a service economy. More than a third of gross domestic product is generated by services, which include the hotel and catering industry and transportation. This paper aims to describe an overview and draw some policy issues on tourism in Vietnam.*

*JEL: Z30, O00*

### Overview

Spreading at 320,000 square kilometres, with 2 flat deltas in the south and north; central highlands and hilly mountainous in north areas, Vietnam gets to experience different type of climates conditions: monsoonal in north and tropical in south. In addition with the coastline stretched at the length of over 3,260 kilometres, Vietnam has a lot of natural resources which are of potential tourist attractions, i.e. beaches, lakes, forests, mountain ranges with some rare species of flora and fauna. Moreover, Vietnam retained much of the rich history and culture that are of interest to visitors, as a multiethnic country with 53 distinct groups, each with its own language, lifestyle, and cultural heritage.

According to the 2006 annual report jointly published by World Travel and Tourism Council and Oxford Economic Forecasting, Vietnam's sector of tourism is expected to experience the sixth-highest growth rate of countries in the world between 2007 and 2016.<sup>3</sup> Vietnam's ranking was based on projected tourism sector growth of 7.5%, compare to an overall growth rate of 4.6%.

---

<sup>1</sup> Dao Thi Hoang Mai, Ph.D. from Department of Agriculture and Rural Economy, Vietnam Institute of Economics.

<sup>2</sup> Doan Thi Thu Huong, M.A. from Department of Agriculture and Rural Economy, Vietnam Institute of Economics.

<sup>3</sup> [http://www.atimes.com/atimes/Southeast\\_Asia/HC21Ae02.html](http://www.atimes.com/atimes/Southeast_Asia/HC21Ae02.html)

### **Tourism products**

Thanks to a huge diversity of tourism assets, Vietnam can offer a large range of tourism products, which can be lined as:

- Natural attractions: sun and beach tourism, mountainous tourism, ecotourism, expedition tourism (incorporated with caves, rivers, lakes and forests)...
- Humanitarian attractions: heritage tourism, festival tourism, rural tourism (related to agriculture and rural community life), MICE (Meetings, Incentives, Conferencing, Exhibitions) tourism...

Vietnam has 8 World Heritage Sites, recognized by UNESCO, which are also special tourism assets. Among them, in 2015, according to the Department of Cultural Heritage, Ministry of Culture, Sports and Tourism (MCST), Trang An landscape complex (mixed heritage since 2014) welcomed the most tourists with over 5 million visitors, Halong bay (natural heritage since 1994) had 2.5 million visitors, Hue ancient citadel (cultural heritage since 1993) received more than 2 million tourists, Hoi An ancient town (cultural heritage since 1999) received 1.1 million tourists approximately and Phong Nha – Ke Bang national park (natural heritage since 2003) had about 740,000 visitors.

### **Tourist zones**

Vietnam is split into 7 zones for tourism development, namely as follows:

- *Midland and mountainous areas in North Viet Nam*, including Hoa Binh, Son La, Dien Bien, Lai Chau, Yen Bai, Phu Tho, Lao Cai, Tuyen Quang, Ha Giang, Bac Kan, Thai Nguyen, Cao Bang, Lang Son and Bac Giang Provinces, are featured with eco-cultural tourism associated with exploration of cultural identities of ethnic minorities.
- *Red River Delta and coastal Northeast*, including Ha Noi, Hai Phong City, Vinh Phuc, Bac Ninh, Hai Duong, Hung Yen and Thai Binh, Ha Nam, Ninh Binh, Nam Dinh, Quang Ninh Provinces, are characterized by sea sightseeing, cultural tourism associated with values of the wet rice civilization and local traditional activities, urban tourism, MICE tourism.
- *North Central region*, including Thanh Hoa, Nghe An, Ha Tinh, Quang Binh, Quang Tri and Thua Thien-Hue Provinces, is characterized by tours to explore world cultural and natural heritage sites, marine tourism, eco-tourism, historic-cultural exploration.
- *Coastal South Central region*, including Da Nang City, Quang Nam, Quang Ngai, Binh Dinh, Phu Yen, Khanh Hoa, Ninh Thuan and Binh Thuan Provinces, is distinguished in marine and resort tourism associated with the exploration of heritages, marine culture and cuisine.

- *Central Highlands*, including Kon Tum, Gia Lai, Dak Lak, Dak Nong and Lam Dong Provinces, have eco-tourism and cultural tourism exploiting the unique cultural values of indigenous ethnic groups.
- *Eastern South Viet Nam*, including Ho Chi Minh City, Dong Nai, Binh Duong, Ba Ria-Vung Tau, Binh Phuoc, and Tay Ninh Provinces, is featured with urban tourism, MICE tourism, culture and history exploration, marine ecological and resort tourism.
- *Mekong Delta*, including Long An, Dong Thap, An Giang, Kien Giang, Ca Mau, Bac Lieu, Soc Trang, Ben Tre, Tra Vinh, Vinh Long, Tien Giang, Hau Giang Provinces and Can Tho City, has eco-tourism, river life culture, marine ecological and resort tourism, and MICE tourism.

Figure 1

Vietnam Tourism map



Source: <https://www.pinterest.com/pin/529876712377718190/>

All around these 7 tourist zones, Vietnam has 21 national tourist sites that are state recognized, including: Sa Pa (Lao Cai), Ba Be (Bac Kan), Ha Long bay – Cat Ba island (Quang Ninh, Hai Phong), Ba Vi national park (Hanoi), Perfume Pagoda (Hanoi), Co Loa citadel (Hanoi), Tam Coc - Bich Dong (Ninh Binh), Kim Lien (Nghe An), Phong Nha – Ke Bang national park (Quang Binh), Truong Son trail (Quang Tri), Lang Co – Hai Van Pass - Non Nuoc (Thua Thien – Hue and Da Nang), Hoi An (Quang Nam), Van Phong bay (Khanh Hoa), Phan Thiet – Mui Ne (Binh Thuan), Dankia lake (Lam Dong), Can Gio (Ho Chi Minh City), Con Dao islands (Ba Ria – Vung Tau), Long Hai beach (Ba Ria – Vung Tau), Phu Quoc island (Kien Giang), Cape Ca Mau biosphere reserve (Ca Mau).

### Tourism management and travel agents

Tourism business is managed by Vietnam National Administration Tourism (VNAT) which is a subsidiary of MCST. At local level, there is Provincial Department of Culture, Sport and Tourism, which is under the Provincial Peoples Committee and also guided by MCST.

The legal framework for tourism in Vietnam is based on Tourism Law (dated 2005). Under the law of tourism, there are other legal documents, i.e. Decree 92/2007/ND-CP for application of Tourism Law (Government); Decree 158/2013/ND-CP for application of punishment in culture, sport, tourism and advertising sector (Government); Circular 89/2008/TT-BVHTTDL on travel business, guiding service, tourism marketing and operation of foreign tour operators in Vietnam (MCST); Circular 88/2008/TT-BVHTTDL on operation of accommodation facilities in Vietnam (MCST)...

Vietnam has been developing a Strategy on Viet Nam's tourism development until 2020, vision to 2030, which is approved by Prime Minister in Decision 2473/QĐ-TTg dated December 30, 2011. At local level, there are Master plans for tourism development for various provinces and cities.

In Vietnam there are thousands of registered companies in tourism related fields. Of which, there have been 21 travel agents registered as members of Pacific Asia Travel Association (PATA).<sup>4</sup> Among them, there are the Vietnam National Administration of Tourism (VNAT), state-owned and privately own companies by local Vietnamese.

Table 1

Travel agents in Vietnam 2005-2015

Type of the firm	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Government-owned	119	94	85	69	68	58	13	9	9	8	7
Limited	222	276	350	389	462	527	621	731	845	949	1,012
Joint stock	74	119	169	227	249	285	327	371	428	474	475
Private	3	4	4	4	4	5	4	6	8	9	10
Joint venture	10	11	12	12	12	13	15	15	15	15	15
Total	428	504	620	701	795	888	980	1,132	1,305	1,456	1,519

Source: VNAT, updated 31/12/2015.<sup>5</sup>

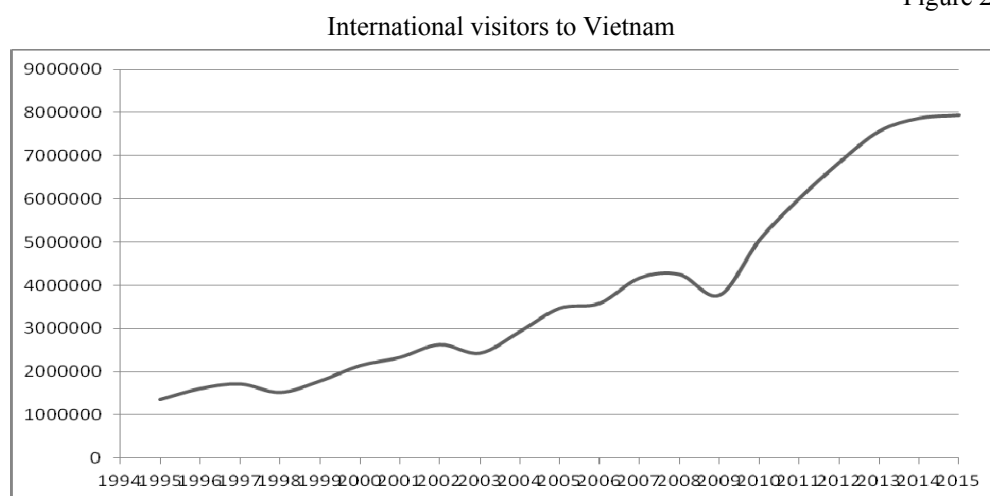
<sup>4</sup> <http://www.pata.org>.

<sup>5</sup> <http://vietnamtourism.gov.vn/index.php/items/13466>.

### Tourism and economic development

Vietnam's economy is experiencing the structural shift from agriculture to industry and services. The political and economic reforms in Vietnam since *doi moi* (rennovation) have increased Vietnam's accessibility and attractiveness in the international tourism market, causing tourists from around the world to rediscover Vietnam. Consequently, Vietnam has seen an extraordinary growth in tourist numbers.

Figure 2



Source: VNAT.

The number of foreign tourists visiting the country grew from 92,500 in 1988 to 7,943,651 in 2015<sup>6</sup> and in some periods growth has been as around 20% compared to the previous year. This year, growth in visitor numbers decreased as a result of the effects of the global recession. The low interest rates, low inflation and low unemployment are seen in both American and European market. Until November 2015, the number of international visitors in 11 months decreased 2% over the same period of 2014. However, in December, by increasing 15% over the same period last year, thus total international arrivals in 12 months reached 7.9 million arrivals, increase 0.9% over the same period last year<sup>7</sup>.

Around 70% of Vietnam's visitors are from Asian countries, followed by 17% from Europe and 8% from North America.

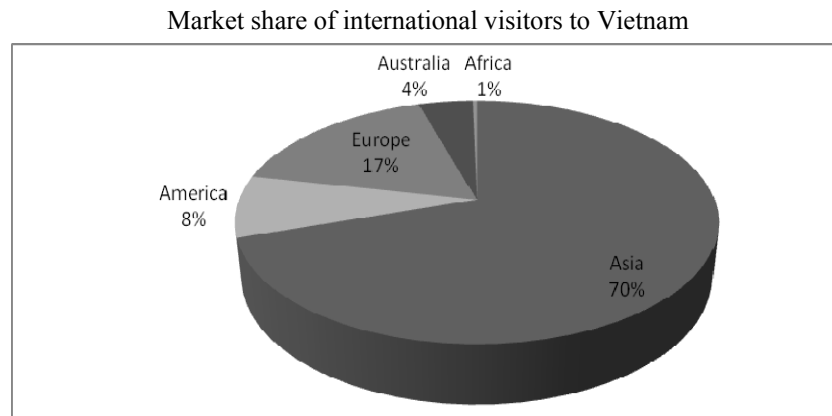
Top countries by visitor numbers in Asia include China, South Korea, Japan and Taiwan, followed by other South East Asian countries such as Malaysia and Singapore. Amongst 'western' countries, the biggest source of visitors was the USA with 350,000 visitors, followed by Australia and France with between 150 and 200,000 visitors per year. The UK, Germany and Canada were trailing with between 70 and 90 thousand visitors per year.

<sup>6</sup> <http://vietnamtourism.gov.vn/index.php/items/16397>.

<sup>7</sup> <http://www.vietnamtourism.com>.



Figure 3



Source: General Statistics Office of Vietnam, Jan 2015 – Nov 2015.

Figure 4

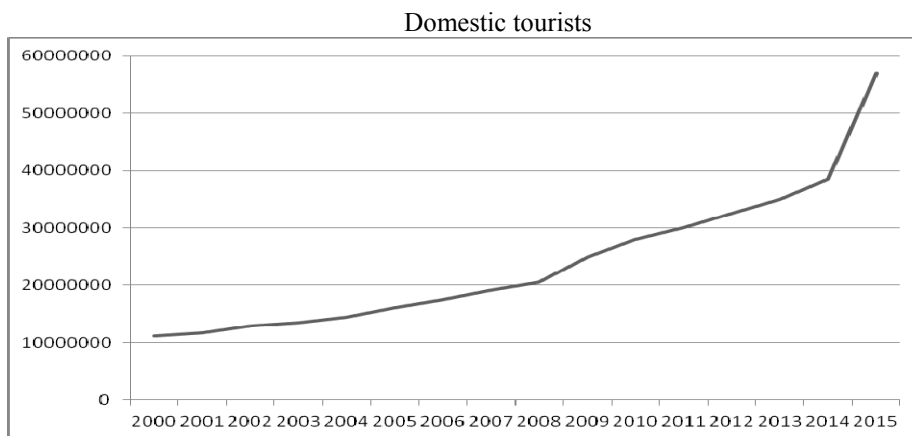


Source: General Statistics Office of Vietnam, Jan 2015 – Nov 2015.

The number of domestic travellers has also grown at an annual rate of about 10% continuously and reached a level of 57 million in 2015.

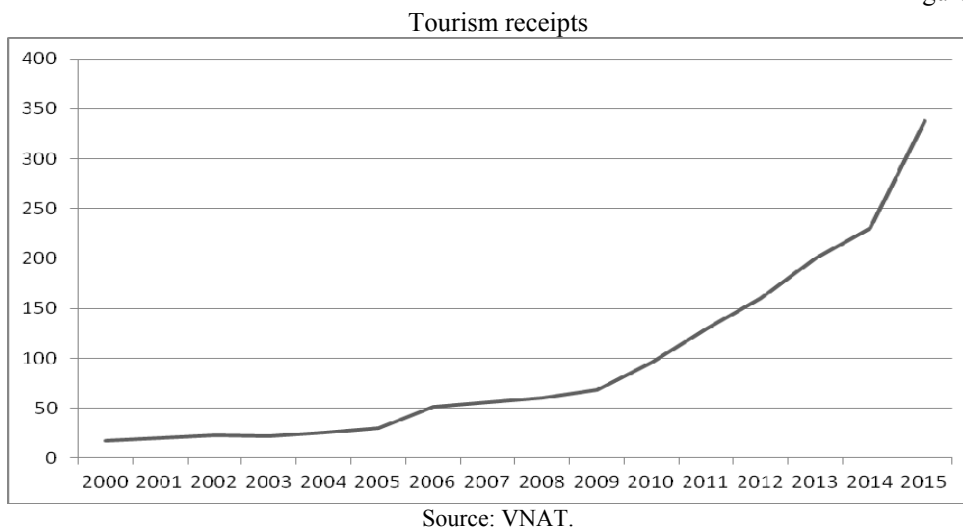
Domestic tourism is highly seasonal, which depends very much on the school year calendar and the changes in the labour policy. It's mainly sun and beach, mountain leisure tourism (concentrated during summer holidays and long weekend breaks), religious events and festivals (mostly during Lunar New Year holidays and springtime, according to tradition).

Figure 5



According to UNDP/WTO, Vietnam's tourism turnover in 1989 was about USD 140 million, and direct employment in the tourism industry accounted for 8,000 jobs.<sup>8</sup> In 2015, the tourist sector created about 620,000 among some 1.6 million of new job and generates 230 billion VND in revenue for Vietnam, contributing about 5-6% of the nation's GDP and is an important source of foreign currency that helps Vietnam manage its current account deficit.<sup>9</sup>

Figure 6



<sup>8</sup> Economist Intelligence Unit (1993) Indochina: Vietnam, Cambodia & Laos (International Tourism Reports No. 2, pp. 59-82).

<sup>9</sup> VNAT Statistic.

### Problems faced in the tourism industry

Thus, Vietnam is flying high with significant results from the tourism industry but there are still pressing problems of all kinds that are existence. These problems are also recognised by VNAT in their Master Plan.

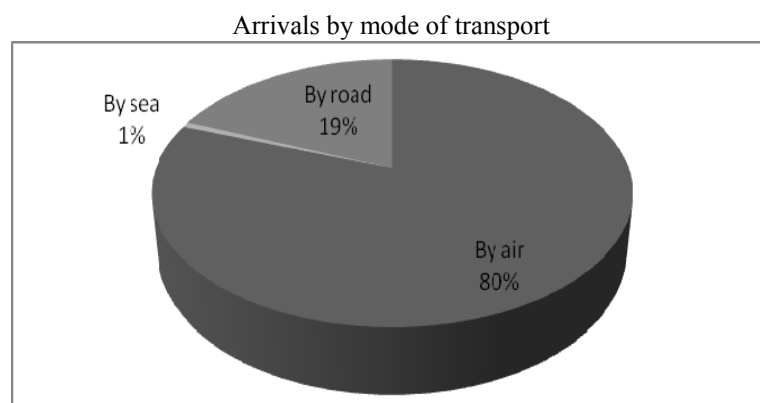
#### *Infrastructure*

Tourism industry is a group of inter-related activities together, a good network infrastructure is therefore vital to for tourism to run efficiently. Without a proper and quality infrastructure, tourists may not be able to get to places of interest with ease and safely. However, Vietnam's infrastructure is either much lacking in term of quality.

#### *Shortages of rooms and airlines seats*

There are shortages of rooms and airlines seats available to tourists to Vietnam. This is one crucial point as nearly 80% of the tourists and visitors travel to Vietnam by air transport, as shown in Figure 7.

Figure 7



Source: General Statistics Office of Vietnam, Jan 2015 – Nov 2015.

According to VNAT, the latest figures at year 2011 was 250,000 beds, in 12,500 hotels and similar establishments category. Such figures are obvious that the hotels and other similar establishments may not be enough for the visitors. Moreover, it is not clear that the accommodations are spread out in Vietnam, but more concentrated in only some urban areas, such as Ho Chi Minh City. The existing rooms are also lacking in international standards. The VNAT has forecasted these tourist establishments achieve environment standard by 2020.

### *Shortage of skilled staff*

Vietnam lacks skilled staff. Despite of 'golden population structure' period's advantage, most of working population remained not be suitable for employment in service sectors. Very often the front line staffs lack experience and skills in providing services. Thus, it is feared that they cannot provide the most basic essential service to tourists, the type of service expected by receiving tourists. This is the most important point to note as it is contradictory. So far, there is a lack of hotel and service trainings schools at all levels.

### **Toward a future tourist development**

Over the decades, tourism has experienced continued growth and deepening diversification to become one of the fastest growing economic sectors in the world. At the beginning of the new millennium, tourism is firmly established as the number one industry in many countries and the fastest-growing economic sector in terms of foreign exchange earnings and job creation.<sup>10</sup>

There are many criticisms that Vietnamese's plans are for tourism development is considered to be optimistic, but only on paper. One very crucial and basis reason is that, Vietnam has yet to have resources to fulfil the plans. Hence, so far since the beginning of *doi moi*, things had been good: investors thronging into Vietnam and facing positive economic growth in the 1990s. The open door policy was the primary cause of Vietnam's increasing attractiveness as a leisure and business destination and also the resulting rapid growth in numbers of tourists in Vietnam. But now Vietnam is no longer be top choice for investment opportunities and facing with huge intense competition from the global tourism markets. By the time, rather than just 'attractive location', it is now both attractive location and good service are factors that tourist looks into when booking holidays.

Furthermore, the concern for environmental issues and the threats of what global warming have brought about huge attentions to individuals around the world. Thus, the tourists are becoming more sensitive to polluted or environmentally degraded conditions at their different travel destinations and also consistently looking out for countries that are responsible for their environment. The environmental problems is not always caused only by tourism itself, but rather by industrial growth, urbanization or exploitation of natural resources, which are seen very often in developing countries.

Several countries have opted for the service industry as a catalyst to their economic growth and to solve many of the problems that Vietnam is currently facing. Vietnamese tourism is gaining popularity in recent years. Nonetheless, Vietnam must further improve the infrastructure, physical resources, human capital and services provision as their short and long term goals. Finally, Vietnam also need a new image in order to advance forward.

---

<sup>10</sup> <http://www2.unwto.org/content/why-tourism>.

## VIETNAM'S BANKING SECTOR DEVELOPMENT OVER THREE DECADES OF ECONOMIC RENOVATION: ACHIEVEMENTS, CHALLENGES, AND POLICY SOLUTIONS

*Over the three decades of economic renovation, Vietnam banking sector has been reformed in market-oriented directions and in compliance with international financial standards. The context of deeper financial integration requires a more efficient, resilient and competitive banking sector in the country. For this purposes, in the years to come, the following regulatory measures should be taken into consideration: (1) strengthening the autonomy and capability for the SBV; (2) continuing process of financial restructuring and liberalization to further improve the competitive market behavior; (3) promoting prudent risk management and supervision; (4) cooperating proactively, actively with other countries to cope with common financial risks at regional level; and (5) building a more concrete framework and appropriate roadmap to improve the convertibility of the national currency (Vietnam Dong).*

*JEL: E52; E58; F36; F38*

### Introduction

Over the past three decades of economic renovation (*Doi Moi*), the Vietnamese government has implemented many banking reforms to enhance efficiency and competitiveness of the country's banking system. The banking sector has grown substantially from a mono-banking system to a network of credit institutions of all ownership, especially via the equitization (i.e. *per se* privatization) of its state-owned commercial banks (SOCBs). The subsequent reforms have, *inter alia*, focused on restructuring of banks' capital, reconsolidating, improving of banks' governance, merger & acquisition (M&A), equitization and implementation of initial public offering (IPO).

In line with domestic economic reforms, Vietnam has also been active and proactive in international economic integration. The first effort to integrate into the regional economy began in 1995 when Vietnam became a member of Association of South East Asian Nations (ASEAN), and was followed by Asia Pacific Economic Cooperation (APEC) in 1998 and Vietnam – US bilateral free trade agreement in 2001. Vietnam then participated in various ASEAN-plus free trade agreements (FTAs) such as those with China and Korea. Thanks to bold and comprehensive reforms and liberalization efforts, Vietnam became

---

<sup>1</sup> LE Xuan Sang, PhD, Deputy Director General of Vietnam Institute of Economics.

member of the World Trade Organization (WTO) in 2007. Even after the WTO accession, the country went on to negotiate and/or implement other ambitious FTAs such as ASEAN-Japan Comprehensive Economic Partnership, ASEAN-Australia-New Zealand FTA, ASEAN-India FTA, ASEAN economic community (AEC), Vietnam-EU FTA, Vietnam-Korea FTA, Trans Pacific Partnership Trade Agreement (TPP), Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP).

Thanks to the efforts of the government, Vietnam banking sector has developed significantly in terms of intermediation, financial/credit depth and governance, and overcome unprecedented financial instabilities taken place since 2011 to present. Despite the fact that the financial system has recovered from turbulence; however, it still contains a myriad of risks, ignorance of that can lead to a catastrophic consequences for itself and the national economy as a whole.

In the context of ongoing restructuring of the economy and financial markets and upcoming implementation of the new generation FTAs, there are urgent needs for further regulatory reform to nurture a sound, efficient and competitive banking system in the country.

Except Introduction, the paper is structured into three sections. The first section provides a comprehensive picture of the banking sector's reforms over three decades of economic renovation. The next section analyzes weaknesses of and challenges for Vietnam banking sector system in comparison with its Asian peers and international financial standards in the context of deeper financial integration and liberalization. The last section offers major policy solutions to resolve the current weaknesses/drawbacks of the Vietnamese banking system and to build up/nurture a sound and efficient banking system in the years to come.

## **1. Vietnam's banking sector reforms and developments**

### *1.1. Key banking sector's reforms*

Vietnam began early reform in its banking sector as a part of the broader set of market-oriented reforms in the mid-1980s, focusing largely on decentralizing financial services. Prior to 1990, the State Bank of Vietnam (SBV) operated as both central bank and commercial bank. It subsequently separated its four main departments to form four newly SOCBs in 1990, each targeted to a different sector of economy. The SBV's role and functions were narrowed to that of a central bank which includes the formulation of monetary policies, management of foreign exchange reserves, and licensing and supervision of credit institutions; while financial intermediation functions, which include funds mobilization and allocation were shifted to commercial banks.

Bearing in mind that many of the banking reforms have been largely motivated by the country's entry into international trade and investment agreements, such as Vietnam – the United States (US) Bilateral Trade Agreement (VN-US BTA) in 2001 and its official accession to the World Trade Organisation (WTO) in 2007. The country has gradually deregulated to allow easier entry of foreign banks in terms of scope/domains of activities and of shareholding.

Over the three decades, the Government has put remarkable efforts in regulatory reforms in order to allow more types of financial institutions to engage in wider equity participation and wider range of banking activities. In opening up the banking sector, a number of policies measures have been promulgated, comprising of two new versions of Law on Credit Institutions in 2010 and Law on SBV in 2010, and many other under-law guiding documents.

The country has lately implemented relevant regulatory reforms in a wide range of banking activities. According to WTO commitments, the array of banking activities offered to foreign credit institutions is practically the same (11 activities) as the group of activity open to their domestic competitors, except for market limitations on accepting deposits 2013 in VND in the initial 5 years of the business opening.

As for acceptance of deposits and other repayable funds from the public, shortly after WTO accession, the SBV promulgated Official Letter No 1210/NHNN-CNH 2007 to gradual easing limitations on foreign bank's branches in accepting VND deposits over a 5-year phase ending in 2011 when national treatment to foreign competitors are granted. In 2010, the amended and supplemented Law on Credit Institutions 2010 provides detailed regulations allowing commercial banks, financial companies and financial leasing companies to provide all types of deposits and repayable funds from the public for full national treatment (NT) in 2011.

Similarly, for lending of all types, including consumer credit, mortgage credit, factoring and financing of commercial transaction, the Decision No. 1096/2004/QĐ-NHNN were amended and supplemented by Decision No. 30/2008/QĐ-NHNN, stipulating that credit institutions eligible for factoring services include domestic commercial banks, joint venture banks, 100% foreign owned banks, finance companies, financial leasing companies and foreign branches. Law on Credit Institutions 2010 further allow commercial banks, finance companies and financial leasing companies to provide all types of credit (Articles 98, 108, 112).

The detailed process of banking sector liberalization in Vietnam is also evident as the followings:

#### Regulatory reforms in licensing conditions and legal form of credit institutions

According to Vietnam's WTO accession commitments, foreign-invested credit institutions are entitled to conduct banking business in Vietnam in the form of bank branch, joint venture bank and 100% foreign-owned bank. Before WTO accession, in 2006, the ratification of Decree No.26/2006/ND-CP officially specifies concrete conditions for establishment of foreign-invested credit entities in domestic banking sector. For example, Article 8, specifies the licensing criteria and procedures including the paid-capital requirement for parent bank in establishing branches (USD 20 billion) and in establishing joint venture and commercial entities with 100% foreign capital contribution (USD 10 billion), which practically fits the WTO commitments. The Law on Credit Institutions also provided the conditions regarding activities for Credit Institutions to be licensed. Recently, Circular No.40/2011/TT-NH specifies the participation of foreign capital contribution (less

than 50% of foreign capital contribution in case of Joint venture and more than 50% in case of 100% foreign-owned bank).

#### Regulatory reform in foreign equity participation in domestic banks

Foreign equity participation in domestic banks has been expanded in recent years. Decree No. 69/2007/ND-CP on 20/4/2007 on foreign investors' purchase of shares of Vietnamese commercial banks provides principles on foreign equity participation, specifically:

1. The maximum shareholding percentage for foreign investors (including existing foreign shareholders) and their affiliated persons is 30% of the charter capital of a Vietnamese bank.
2. The maximum shareholding percentage for a foreign investor other than foreign credit institution or his/her/its affiliated person is 5% of the charter capital of a Vietnamese bank.
3. The maximum shareholding percentage for a foreign credit institution and its affiliated person is 10% of the charter capital of a Vietnamese bank.
4. The maximum shareholding percentage for a foreign strategic investor and his/her/its affiliated person is 15% of the charter capital of a Vietnamese bank.

In special cases, the Prime Minister may, at the proposal of the State Bank of Vietnam, decide to allow a foreign strategic investor or his/her/its affiliated person to hold shares exceeding 15% but not exceeding 20% of the charter capital of a Vietnamese bank.

Recently, the Government issued Decree No. 01/2014/ND-CP dated on January 3, 2014 on purchase of shares of Vietnamese credit institutions by foreign investors provides further participation for foreign investors.

#### Banking sector's supervisions and prudential measures and restructuring programme

Key aspects of the SBV in regulatory reform's on the supervision of the banking sector include: (1) resolving NPLs in banking sector; (2) gradual standardization of NPLs classification based on international standards and best practices; (3) shifting key standards application from Basel I to Basel 2 (which is scheduled to be completed by 2018); and (4) strengthening on-site inspection and compliance supervision, meanwhile laying initial ground for risk-based supervision. These efforts can be seen in legal documents. For instance, in order to strengthen regulatory and supervising measures, the Decision 83/2009/QĐ-TTg provides detailed provisions on rights and obligations of bank regulatory commission at SBV. Besides, the SBV has issued legal documents specifying prudential ratios to manage credit risk (Decision 18/2007/QĐ-NHNN), liquidity risk, operation risk, interest rate risk – (Decision 437/2006/QĐ-NHNN) – for the sake of safety operation of the credit institutions. Circular No. 36/2014/TT-NHNN replaces Circular 13/2010/TT-NHNN to improve capital adequacy and liquidity requirements for credit institutions.

To tackle the problem of bad debts in the banking system, the government has paid enormous efforts to mitigate the problems in the banking industry, especially since the recent undertaken programme of restructuring of commercial banks. In July 2013, the government had established Vietnam Asset Management Company (VAMC), to take bad



loans off banks' balance sheets through issuing of bonds to local lenders. In October 2013, VAMC first purchased VND 40 trillion of bad debts; and by the end of Dec 2014: to VND 81.6 trillion.

#### *Liberalization of banking interest rates*

In order to strengthen the role of monetary policy, the Law on SBV was amended on 19 June 2010. The amended and adjusted contents include regulations on liberalizing the basic interest rate and managing interest rates in line with market mechanism. The Law on SBV stipulates more clearly missions and responsibilities of the National Assembly, the Government and the SBV in implementing monetary policy. The National Assembly decides the tentative inflation target for each period. The Government identifies inflation target and orientations for conducting monetary policy each year. The SBV prepares the scenarios of inflation targets for each period, on the basis of which the Government will submit to the National Assembly for determination of targets and related monetary policy measures each year.

#### *2.2. Banking sector's development*

Since its initial reforms in 1989, Vietnamese banking sector has rapidly developed in market scale, number and type of institutions. Vietnam has swiftly shifted its banking system from mono-banking model to two-tier banking model. In early 1990s, there were only 4 state-owned commercial banks (SOCBs). Owing to the improved legal framework on banking activities, over the three decades, the number and type of credit institutions have experienced a rapid growth with all form of ownership. As of 2015, the number of joint-stock commercial banks (JSCBs) accounts for 33, after recent bold steps of the State Bank of Vietnam (SBV) in restructuring (largely vis-à-vis M&A). Among 4 SOCBs, only Vietnam Bank for Rural and Agriculture Development (VBARD) is pure SOCB. The number of Foreign-invested credit entities (including 100% foreign capital banks, joint – venture banks, foreign bank branches) is totally accounted for as much as 100 (Table 1). In addition, as of June 2013, there were also 18 financial companies, 12 financial leasing companies and 968 people credit funds that provide specific type of credit to the country's economy.

Table 1

Development of Vietnam's financial institutions, 2010-2015

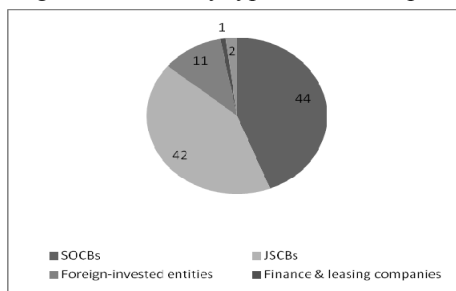
Type of credit institution	2010	2011	2012	2013	2015
SOCBs	5	5	5	5	4
Social policy banks	1	1	1	1	1
JSCBs	37	37	34	33	33
Foreign bank branches	48	53	49	53	53
Joint – venture banks	5	5	5	5	6
100-% foreign capital banks	5	5	5	5	6

Source: SBV statistics and the author's compilation.

It is noteworthy that among credit institutions, the SOCBs have the highest amount of average chartered capital; meanwhile, the credit co-operatives have the smallest. As of Sep. 2014, SOCBs occupied a lion share of 44% of the country's total banking sector assets shrinking substantially from a dominant proportion of about 90% in early 1990s.

Figure 1

Structure of banking sector assets by type of ownership, 30 September 2014

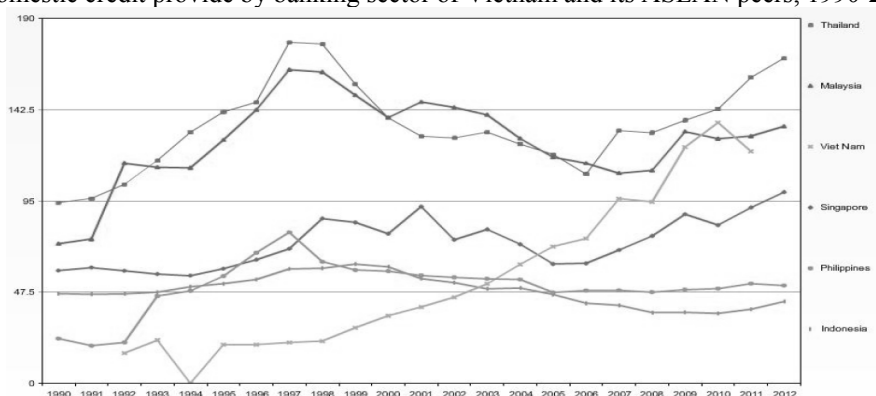


Source: State Bank of Vietnam.

Since the first years of reform, Vietnamese banking intermediation has experienced substantial growth. In 1992, domestic credit provided by banking sector accounted for only 15.7% of GDP, from this time onward, this ratio increased dramatically, peaking at 135.8% of GDP in 2010. Bearing in mind that the country's banking intermediation ratios have been much more higher than those of other economies in transitions in Eastern Europe (about 40-50%), but much lower than some other ASEAN members (for instance, Thailand and Malaysia, see Figure 2). As to its structure, Vietnam's financial market is regarded as a bank-based one, i.e. the banking sector is still dominant in terms of capital intermediation for the economy. Despite its less important role in capital mobilization in comparison to a number of ASEAN peers, Vietnam's banking sector contains a variety of risks that threaten the country's financial stability.

Figure 2

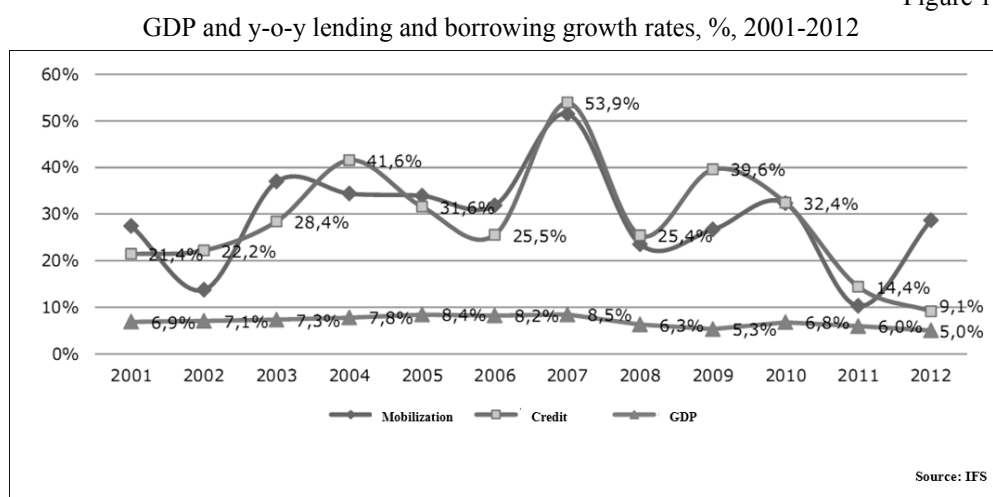
Domestic credit provide by banking sector of Vietnam and its ASEAN peers, 1990-2012



Source: World Bank Database, compiled by Le Trung Hai (2014).

It is noteworthy that the high level of banking intermediation has long been attributed with high growth rates of lending and borrowing (Figure 3) that led to high inflation (CPI) in the economy (particularly in 2008, 2011).

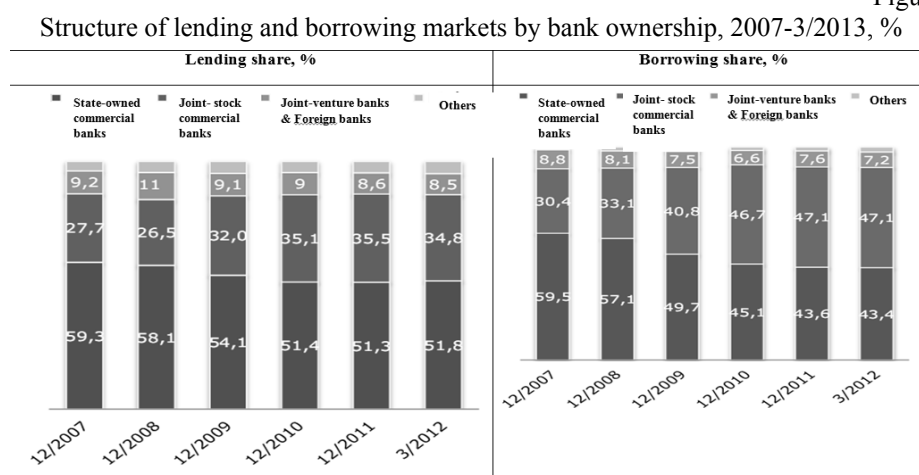
Figure 1



Source: SBV and GSO.

As per banking market structure, with a declining tendency, the SOCBs has long occupied a lion share of credit market, accounting for 78.4%, 59.3% and 51.8% in 2000, 2007 and the first three months of 2012, respectively. Similarly, in deposit structure, the SOCBs share is decreasing from 72.0%, 59.5% to 43.4% in the corresponding years, “devoting” the leading position to the JSCBs since 2009 (Figure 4).

Figure 4

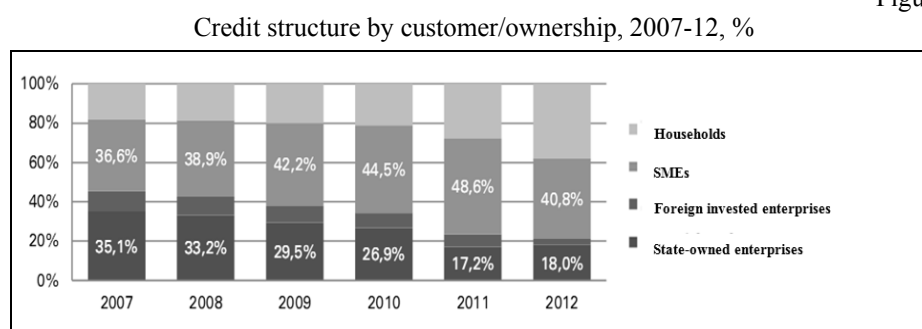


Source: SBV.

Notably, despite the fact that Vietnam has implemented significant liberalization in banking sector since 2007, the proportions of foreign-invested credit entities remain limited and experienced a moderate and declining market position (Figure ), especially that of lending albeit the sector saw an increase in absolute term. Key factors behind the market structure, *inter alia*, have been the fact that: (i) Domestic banks, particularly SOCBs have had traditional bank customers, well-established system of branches/offices and profound knowledge about domestic customers' habits and orientations; and (ii) foreign-owned credit institutions' intention to serve largely foreign customers due to well-established relationships and their concern about poor quality of book-keeping and governance of domestic companies, especially SMEs.

Regarding lending structure by bank customers, it is noteworthy that, over time, household business units and SMEs have been devoted to get more loans. Meanwhile, credit to SOEs has experienced a decreasing trend. Foreign-invested companies occupy a smallest and shrinking proportion. Again, the reason behind this tendency has been the fragmentation in Vietnamese lending market.

Figure 5



Source: SBV.

## 2. Key weaknesses and challenges

### 2.1. Weaknesses

Despite the weakening monopolistic position, Vietnamese banking sector is still dominated by four SOCBs both in term of deposit and loan markets (see Table 2 for Concentration Ratios (CR) for 4/6 largest banks and Herfindahl-Hirschman Index – HHI).

Table 3

Vietnamese bank concentration ratios, 2007, 2009, 2012

	2007			2009			2012		
	Assets	Deposit	Loan	Assets	Deposit	Loan	Assets	Deposit	Loan
CR4	66.70%	73.07%	71.70%	53.84%	58.21%	62.84%	49.53%	52.6%	59.91%
CR6	77.95%	81.41%	83.04%	65.36%	68.55%	71.53%	58.26%	61.9%	68.33%
HHI	0.130	0.149	0.166	0.093	0.107	0.124	0.077	0.087	0.106

Source: Le Trung Hai (2014)'s calculation.

It is noteworthy that the decreasing trend in the concentration of Vietnamese banking sector has been largely a result of financial liberalization, deregulation and loosening entry to foreign banks.

Another weakness of domestic credit institutions can be pointed out in their poor competitiveness stemmed partially from over-granting of the business licenses and a lack of levelling of the playing field. *First*, the domestic banks' capacity in governance, technology renovation and application is still poor. *Second*, income of Vietnamese banks from non-credit interest has long been low and unsustainable accounting for 14% in 2013. This figure is much lower than the corresponding ones in other Asian peers, namely 21% in China, 36% in Thailand, 33% in Australia and 40% in Singapore, respectively (VPBS 2014). These factors put the domestic banks in a disadvantageous position over foreign competitors in the context of further financial liberalization and integration.

Poor micro-prudential sustainability has long been persistent among the commercial banks. Most banks in Vietnam records to achieve a minimum Capital Adequacy Ratio (CAR) of 9%, which is rather low compared to the average CAR of APEC at 13.1% or Asian emerging countries at 12.3%. Furthermore, the delayed application of Basel II is not a sole fault of the banks. Despite the significant reduction recently, NPLs are now not risk-free amounting for 2.9% by Vietnamese accounting standards and about 2 times higher by international standards rating by agencies such as Moody's and Fitch. The risks of recurrence of new bad debts can be significant as domestic lending has been swiftly accelerated in 2014, 2015 accounting for approximately 12%, 18%, respectively.

Another persistent weakness of the Vietnamese credit institutions is maturity mismatch, i.e. long-term lending is financed with short-term deposit. However, the problem of maturity mismatch can be mitigated as a short maturity of part of deposits is usually extended (VPBS 2013).

Despite their tendency of reduction, the NPLs in the banking industry have long been a concern. In addition, the lack of transparency in the sector and cross-holdings of banks lead to greater difficulty for measurement of bad debts in Vietnam.

The problem due to cross-ownership among banks is a prevalent issue in Vietnam as pointed out by Tran Bao Tran *et al* (2014). First of all, cross-ownership increases the difficulty for the measurement of bad debt as loan classification and provisioning can be falsified by cross-ownership. In addition, the systemic risk in the sector will increase as the sector becomes concentrated due to ownership of dominating banks in many smaller banks. Finally, the rise in cross-ownership also reduces competition of banks. There was a dramatic increase in the cross-ownership of banks due to increased number of banks and amount of capital in the banking system, especially during 2006-2011.

In addition, the following weaknesses should also be taken into account:

- Small banks have an overwhelming exposure to real estate and individual loans, resulting in highly skewed and risky loan portfolios;
- Accounting standards lag behind international standards and the lack of transparency entails significant risks for foreign investors;
- Domestic banks continue to lag behind their foreign rivals in terms of financial strength and the technological curve.

The above-mentioned weaknesses have been, to significant extent, rooted from the legal financial – banking framework. Some laws and documents were featured by varying and modest quality. Many documents were incomplete, inconsistent with other related ones, ambiguous and inefficient in addressing the targeted issues. Some legal documents had to be amended and adjusted many times, thereby undermining actual enforcement and public trust. As one of the main reasons, many officials had limited skills in drafting legal documents, analysing and formulating policies. This reason is added by the lack of wide consultation on legal documents' contents right after the idea is formulated.

## 2.2. Challenges

Key challenges for domestic banks in the new context are:

- The foreign-invested banking sector can fight successfully for a larger share of credit market cakes over the medium and long term. Advantages in capital, technology, risk management skills, and so on add more impetus/synergy for foreign banks to crowd out the domestic banks in the domestic markets especially after the AEC commitments implementations in 2015.
- Delays in the carrying out the banking sector reforms could lead to prolonged bad debt problem and eventually bankruptcy for a number of weak banks, undermining confidence in the sector as a whole; and
- Financial liberalization and integration will likely foster capital transactions, but risk management is yet to be accomplished: particularly, inspection procedures, supervision mechanisms, prudential requirements and mechanisms of collaboration among ministries and state regulators should be put in place and or ameliorated consistently.

## 3. Key policy recommendations

Over the three decades of economic renovation, Vietnam banking sector has been reformed in the market-oriented directions and for the sake of compliance with international standards. The context of deeper economic integration requires a more efficient, sound and competitive banking sector in Vietnam. For this purposes, the following regulatory measures should be taken into consideration.

*Firstly*, it is crucial to strengthen the capability and autonomy for the SBV. The process of deeper financial integration and liberalization implies a more volatile in volume, direction, magnitude of capital, trade and investments inflows and outflows and creates an enhanced interaction among the flow and uncertainties in the world markets. The new, more complicated environment requires more professional, sophisticated policy making, particularly for monetary policies. As such, the autonomy of the SBV should be consolidated to effectively design, justify and implement the monetary policy aiming to ensure macroeconomic stability, build up a safety, efficient and resilient banking sector and reallocate capital efficiently.

*Secondly*, the banking sector regulators should continue recent financial liberalization in financial and banking services markets to further improve the competitive market behavior among commercial banks. Deeper international economic integration requires Vietnam to liberalize its capital account, especially the management of portfolio investment. However, given the current development level of its financial system, Vietnam should set this as the objective for the long run. A proper sequence of external liberalization roadmap and good preparedness of domestic stakeholder deserve a serious consideration. Liberalizing the capital account should proceed gradually in the most prudent manner to prevent unfavourable impacts on its financial and macroeconomic stability. This also requires long-term reforms of banking system and financial market.

*Thirdly*, the deeper financial liberalization and integration will put Vietnamese financial institutions under greater financial exposure. Given the weaknesses of the institutions, particularly JSCBs, it is important to help them improve soundness and efficiency through accelerating the process of recapitalization, restructuring (i.e. M&A), resolving NPLs and applying good/appropriate international standards and practices. Financial policies should be designed to promote prudent risk management, supported by a strong capital base, strict disclosure requirements, and well-designed liquidity management. In addition, it is crucial to crack down on illegal and unregulated practices such as shadow banking practice of financial firms and commercial banks.

*Fourthly*, Vietnam should proactively, actively cooperate with other countries to cope with common financial and monetary risks at regional level. In this process, Vietnam should learn experiences from other countries in the region for more active prevention of financial and monetary risks.

*Last but not least*, Vietnam needs a more concrete framework and roadmap to improve the convertibility of the national currency (Vietnam Dong). At the domestic level, this requires bolder, prolonged efforts and higher priority to address dollarization. Controlling and ensuring sustainability of current account deficit and foreign borrowing should also be emphasized.

## Reference

- Le Trung Hai. (2014). Market concentration and competition in Vietnamese banking sector. – Munich Personal RePEc Archive, MPRA Paper No. 57406, 15 July 2014.
- Le Xuan Sang. (2014). Assessing the Socio-Economic Preparedness of Vietnam Towards ASEAN Economic Community. Report inputs on financial markets development, A research project of Central Institute for Economic Management funded by MUTRAP, Ha Noi.
- Le Xuan Sang. (2003). Developing the Chinese stock market: Are there any lessons to be learnt for Vietnam?. Manuscripts, Institute for Asian Studies, Singapore.
- Le Xuan Sang. (2009). Vietnam's banking sector after 2 years of WTO accession. – Vietnam Economic Management Review No 7, Ha Noi
- Nguyen Xuan Trinh, Vo Tri Thanh and Le Xuan Sang. (coeds.). (2010). Vietnam financial markets' development: Achievements, issues and visions". Finance Publishing House, Ha Noi.
- Tran Bao Tran, Bernice Ong and Scott Weldon. (2014). Vietnam Banking Industry Report 2015.
- VPBS (2014). Report on Vietnam's banking sector, Ha Noi, January 2014.

## VIETNAM'S INTERNATIONAL ECONOMIC INTEGRATION: CURRENT SITUATION AND POLICY ORIENTATION

*International economic integration has been a driving force of Vietnam's growth since Vietnam introduced Doi Moi policy (Renovation) in 1986. This paper focuses on analysing two important aspects of Vietnam's economic integration, i.e. trade and investment relations between Vietnam and other countries using various trade and investment databases (Vietnam's General Statistics Office, General Department of Vietnam's Customs, and UN's COMTRADE). Study findings show that there have been long-term challenges for Vietnam's trade structure such as main share of low value of export goods, persistent trade deficit, and main share of import comes from intermediate goods. As for FDI, there is concern on its quality since knowledge-based sectors, such as health, education, training, science and technology, finance, banking and insurance are only modest. Some policy recommendations are put forward to improve trade structure and FDI quality for long-term growth.*

*JEL: F15; F21*

### 1. Introduction

Economic integration and institutional transformation from a centrally planned model to a market economy are the two most significant factors that explain the growth of Vietnam in the past 30 years of Reform. While institutional transformation into a market economy has freed social resources and promoted private sector development, the process of integration with the world and regional economy has connected Vietnam with the world through FDI attraction, technology import, export markets' expansion, and domestic institutional change. As a result, growth is enhanced.

Within the framework of this article, the author will be providing an overview of the trade and investment relations between Vietnam and other countries, which are the two most important issues in Vietnam's economic integration, and a number of policy orientations in the future.

---

<sup>1</sup> Nguyen Chien Thang, Ph.D., Deputy Director General of Vietnam Institute of Economics.



## 2. Vietnam's integration channels

Vietnam entered into the first FTA with ASEAN in 1995, then signed BTA with the US in 2000, acceded into the WTO in 2006, and signed a number of bilateral FTAs. Vietnam has carried out simultaneously three channels of integration, namely, regional, multilateral, and bilateral channels.

Table 1

Integration channels of Vietnam economy

Channel	Member	Status
<i>Regional</i>		
AFTA	10 ASEAN countries	Signed in 1992 (ASEAN-6), Vietnam participated in 1995, the other countries joined AFTA later.
ASEAN-China	10 ASEAN countries and China	Signed in 2004
ASEAN-Japan	10 ASEAN countries and Japan	Signed in 2008
ASEAN-South Korea	10 ASEAN countries and South Korea	Signed in 2006; Thailand joined in 2009
ASEAN-India	10 ASEAN countries and India	Signed in 2009
ASEAN-Australia-New Zealand	10 ASEAN countries, Australia and New Zealand	Signed in 2009
Trans-Pacific Strategic Economic Partnership Agreement (TPP)	12 countries: Vietnam, Australia New Zealand, Singapore, Brunei, Malaysia, Japan, Chile, Peru, the United States, Mexico, Canada	Finished the October 2015 negotiation
EAFTA (ASEAN+3)	10 ASEAN countries, China, Japan, and South Korea	Negotiating
<i>Multilateral</i>		
WTO	Became the 150 <sup>th</sup> member	Acceded in 2007
<i>Bilateral</i>		
Vietnam – The US	Vietnam and the US	Signed in 2000
Vietnam – Japan	Vietnam and Japan	Signed in 2008
Vietnam – Chile	Vietnam and Chile	Signed in 2011, took effect in 2014
Vietnam – South Korea	Vietnam and South Korea	Signed in May, 2015
Vietnam – Eurasian Economic Union (EEU)	Vietnam – 5 EEU member countries (Russia, Belarus, Kazakhstan, Armenia, and Kyrgyzstan)	Signed in May, 2015
Vietnam – EU	Vietnam and EU	Finished negotiations in August, 2014
Vietnam - EFTA	Vietnam and 4 countries including Switzerland, Norway, Iceland and Lichteinsten	Negotiating

Source: from different sources.

*In terms of regional integration*, following AFTA, which Vietnam became a member in 1995, ASEAN and China free trade agreement was signed in 2004. In addition to directly

signed free trade agreements (FTA), as a member of ASEAN, Vietnam has indirectly integrated with other economies via ASEAN. Through ASEAN, Vietnam also indirectly signed FTA with South Korea (2006), Japan (2008), India (2009), Australia and New Zealand (2009).

*The most significant milestone of world economic integration* was marked when Vietnam acceded into the WTO in 2007. It was the first time that Vietnam participated in a global playground with 150 member states under rigidly binding legal commitments, which require strict compliance from member states. It was also the first time that Vietnam had to adjust its economic institutions in various aspects including trade, investment, intellectual property, etc., to comply with international business practices.

*In terms of bilateral integration*, Vietnam signed the Bilateral Trade Agreement (BTA) with the US in 2000. This agreement has led to a number of positive results for the economy of Vietnam. It is regarded as an important rehearsing step for the country prior to becoming an official member of the World Trade Organization (WTO) as a number of commitments in BTA employ the WTO approach. Vietnam also signed several bilateral FTAs with other partners such as Japan (2008), Chile (2011), South Korea (2015), and the Eurasian Economic Union (2015).

Vietnam has recently attempted to negotiate some 'new generation' FTAs like the Vietnam – EU or TPP. The negotiation rounds of agreements have been completed, and they are expected to take effect in the near future. With completely new content compared with the previous FTAs, including public procurement labor relations (the role of independent trade unions), and state enterprise, etc., these agreements may have significant impact on the economic institution of Vietnam, and require drastic reform to benefit from opportunities and meet the rigorous demands of other partners.

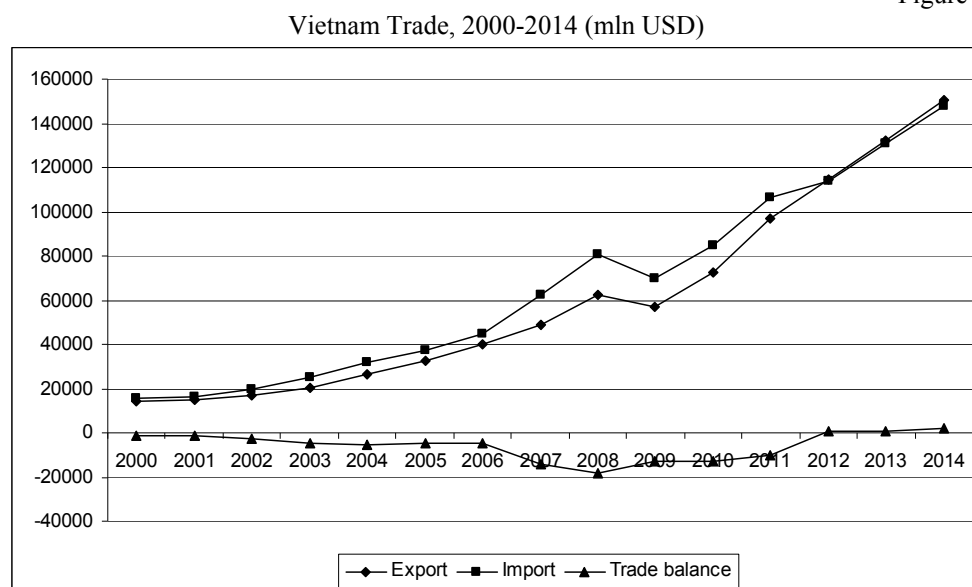
### **3. Vietnam trade overview**

Vietnam is one of the countries that have high economic opening level with a total export and import against GDP rate of 160% in 2014. Trade plays an increasingly important role for economic development, in which export creates jobs, and contributes to budget revenues and foreign currency reserves. In addition, import has a significant implication in creating production input for the economy.

Trade statistics of Vietnam for the 2000-2014 period shows continuously rising trends in both export and import values; except in 2009 under the impact of the global financial crisis, Vietnam trade diminished, but bounced back the following years.

During this period, Vietnam trade balance underwent a deficit, with a growing trade deficit till 2008, then a declining deficit in 2012. Trade became balance in 2013 and witnessed a slight surplus in 2014. The decline in growth of recent years was due to macroeconomic instability, which led to the reduction of input import, thus narrowing trade balance to balanced and slight surplus in the 3 years from 2012 to 2014.

Figure 1



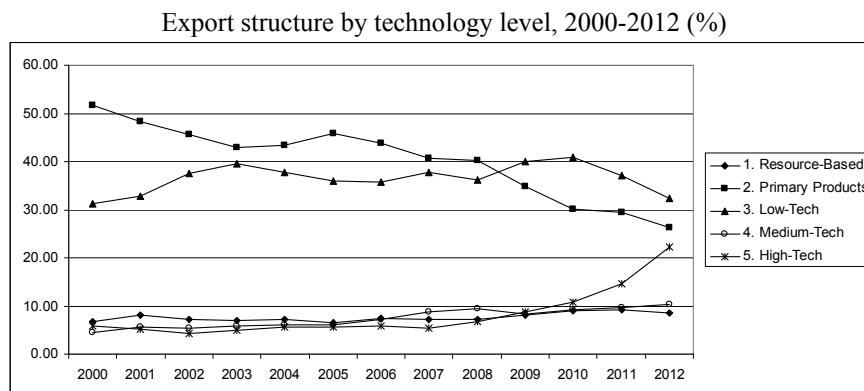
Source: Vietnam General Department of Customs.

### 3.1. Export Structure

#### Export structure by technology level

The proportion of primary products in Vietnam exports saw a decreasing trend from over 50% in 2000 to under 30% in 2012. Goods containing medium and high technology level, particularly high-tech goods, rose sharply in the past 3 years from less than 10% in 2009 to more than 20% in 2012. The primary contribution to the growth of high-tech goods is from the significant increase in export of smart phones produced in Vietnam by Samsung group. The export value of Samsung in Vietnam in 2012 reached USD 12.6 billion, accounting for 11% of total national exports. In 2013, Samsung group continued to be the leading exporter of Vietnam, with the export revenue of USD 23.9 billion, making up 18% of total national exports. However, the current export structure shows a significant proportion of primary products and low-tech goods (textiles, footwear, rice, coffee, or shrimp, etc.) Though high-tech goods underwent a sharp growth, the added value seems small, which remains primarily in the assembly stage in Vietnam of electronic conglomerates like Samsung and Nokia.

Figure 2



Source: Author's calculation based on Comtrade database.

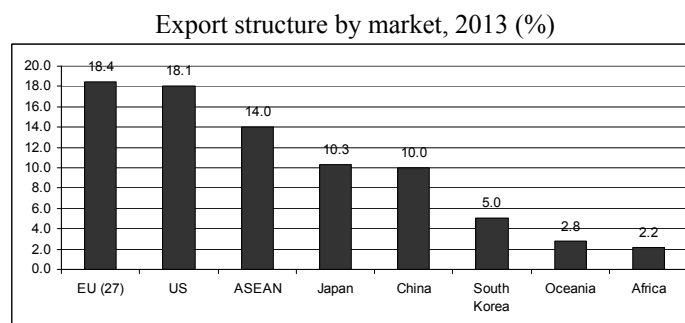
#### Export structure by market

The EU is the largest market for Vietnam's exports, with a proportion of 18%, followed by the US, ASEAN, Japan, China, and South Korea. Other markets import an insignificant amount of Vietnam's goods.

A typical feature of Vietnam's exports to developed countries like the EU, the US, Japan and South Korea is the large proportion of low-tech goods. They are the traditional export items of Vietnam, which requires a large number of labor, for example, textiles, footwear, and wood products. For the EU market, high-tech exports from Vietnam have grown rapidly to a nearly reach the amount of lower tech goods (over 38%), which are primarily cell phones and accessories.

Primary products make up an overwhelming proportion in such markets as China (50%) and ASEAN (30%) with main commodities being crude oil, rubber, coal, other minerals, and agricultural and fishery goods. In these two markets, high-tech goods such as cell phone, computer, and components tend to rise thanks to the efforts of several high-tech trans-national corporations (TNCs) in Vietnam like Samsung, Apple, and Nokia, etc.

Figure 3



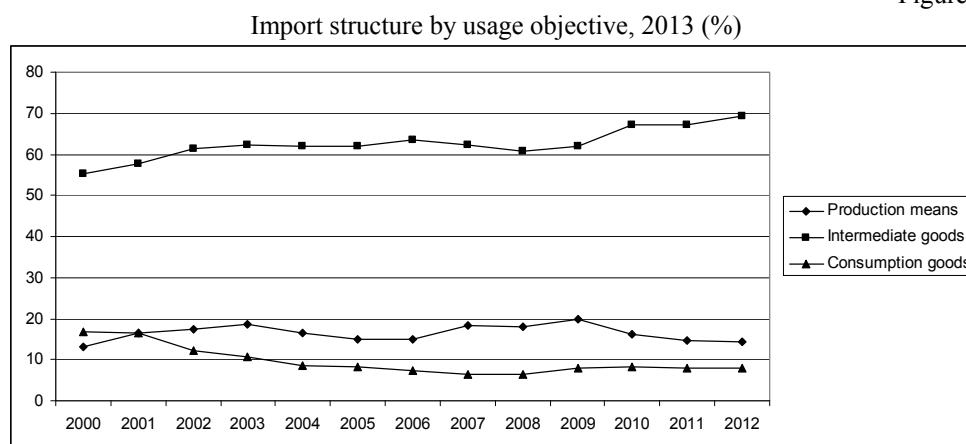
Source: Vietnam General Department of Customs.

The export values to these major markets saw a swift growth over the years. This shows a deeper integration into the world largest markets of Vietnam. Accession to the WTO is a positive factor to trade. Vietnam exports are no longer discriminated, but enjoy an equal import tariff as other member states in WTO member countries. Accordingly, exports in 2007 and 2008 increased across all markets, and seemed less likely to divert trade under the impact of free trade areas. In addition to traditional markets, Vietnam succeeded in expanding export markets to countries in Africa and Latin America to mitigate the risk of external shock resulted from focusing on certain markets.

### 3.2. Import Structure

As can be seen from the import structure of Vietnam, the proportion of intermediate goods has grown continuously from 55.1% in 2000 to 69.4% in 2012. Meanwhile, the proportion of consumption goods reduced from 16.8% in 2000 to 7.9% in 2012. Production means accounted for a modest 14.2% in 2012. Therefore, intermediate goods made up a significant proportion, following by production means and consumption goods. This feature of import structure by usage objective fits well with the major import markets of Vietnam, such as China, the EU, ASEAN, South Korea and Japan.

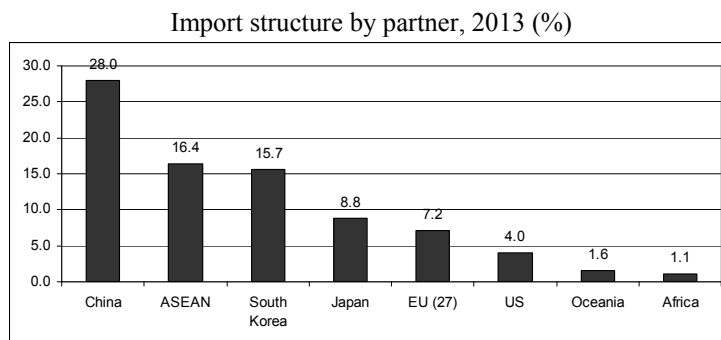
Figure 4



Source: Author's calculation based on Comtrade database.

In terms of market structure, China is the major partner which accounted for 28% of total imports in 2013, followed by ASEAN, South Korea, Japan, the EU and the US. China is also the market where import growth rate is the rapidest, rising by 21 folds between 2000 and 2012. Meanwhile, imports from the US, South Korea, the EU, Japan and ASEAN 6 increased by 13.5 times, 9 times, 7 times, 5 times, and 4.6 times respectively.

Figure 5



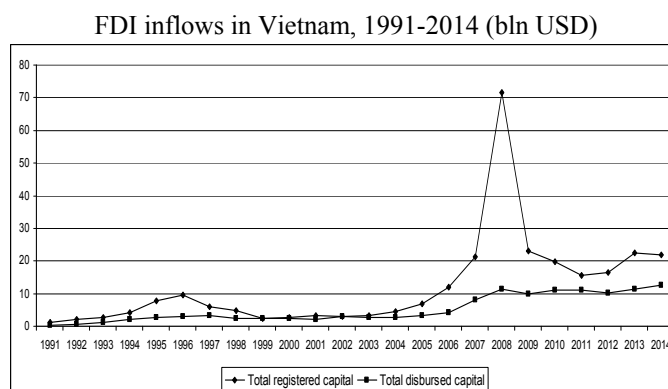
Source: Vietnam General Department of Customs.

#### 4. FDI in Vietnam

Foreign direct investment (FDI) to Vietnam began when the country issued the Law on Foreign Investment in 1987. As an emerging market with abundant natural resources, cheap labor cost, and relatively large population, Vietnam has attracted a great inflow of FDI over 30 years. The FDI figure for 1991 was only USD 400 million, and went up by 5 times after a year (1995) to reach USD 2.7 billion. From 2008 onwards, the figure remains relatively stable at over USD 10 billion.

History of FDI attraction in Vietnam divides into two periods: 1991-1997 and from WTO accession to now. In the former period, Vietnam succeeded to attract just some big “names” such as BP, Shell, Total (petroleum industry), Daewoo, Toyota, Ford, Honda (automobile, motorcycle), Sony (electronics), Phu My Hung (real estate), but after WTO accession there came more big projects of billions of USD such as chipset project of Intel in Ho Chi Minh City, mobile telephone manufacturing by Nokia in Bac Ninh’s VSIP, by Samsung in Bac Ninh and Thai Nguyen provinces, steel project by Formosa in Ha Tinh province, Ho Tram Casino in Ba Ria – Vung Tau, etc.

Figure 6



Source: Vietnam General Statistics Office.

*Structure of FDI in Vietnam by economic sectors*

Regarding accumulated value of FDI until the end of 2013, **manufacturing sector** accounts for the highest share (56%), following by **real estate service** (19.1%). For the rest, each sector accounts for less than 5%. Nevertheless, despite an advantage in agriculture of Vietnam, the FDI that goes to agricultural sector accounts for only 1.5%. Other sectors, such as health, education, training, science and technology, finance, banking and insurance are only modestly attractive to foreign investor, portrayed by their share of less than 1% (Table 2).

Table 2  
FDI in Vietnam by economic sectors (accumulated till 31.12.2014)

No.	Sectors	No. of projects	Registered capital (million USD)	Share in total (%)
1	Manufacturing	9,600	141,406.7	56.0
2	Real estate	453	48,279.8	19.1
3	Construction	1,166	11,400.4	4.5
4	Accommodations & Food service	371	11,193.6	4.4
5	Production of electric devices, air conditioner	98	9,774.8	3.9
6	Information & Communication	1,095	4,124.9	1.6
7	Wholesale, retail & repair	1,383	4,030.7	1.6
8	Transportation & storage	448	3,755.3	1.5
9	Agriculture, forestry & fishing	528	3,721.8	1.5
10	Art, Entertainment & Recreation	148	3,634.2	1.4
11	Mining	87	3,375.3	1.3
12	Professional & scientific activities	1,698	1,797.4	0.7
13	Healthcare & medical service	97	1,754.6	0.7
14	Water supply, sewerage & waste management	38	1,348.5	0.5
15	Banking, finance & insurance	82	1,332.4	0.5
16	Education and training	204	819.9	0.3
17	Other services	141	754.1	0.3
18	Administration & support service	131	211.6	0.1
	<b>Total</b>	<b>14,942</b>	<b>252,716.0</b>	<b>100.0</b>

Source: Foreign Investment Agency.

*Structure of FDI by partners*

Regarding FDI partners, until 2014 Republic of Korea (ROK) had remained the biggest foreign direct investors of Vietnam among more than 100 countries and territories. The capital from ROK had added up to 37.7 billion USD (accounts for 15% of total FDI so far), following by Japan, Singapore, Taiwan (China), British Virgin Islands, Hong Kong (China), USA, Malaysia, China and Thailand. These countries make the top-ten biggest investors for Vietnam.

Republic of Korea, Japan, Singapore, and Taiwan (China) have always been the major investors for Vietnam since 25 years ago when the country started receiving FDI. One noteworthy point is that the increase of Japanese FDI in Vietnam in the last couple of years

represents the strategic shift of investment of Japan towards “China+1” direction, due to the tension between Japan and China, as well as the hardship at the domestic market caused by the devastating tsunami in 2011. During the last few years, ROK and Taiwan (China) have also made several big investment projects in Vietnam, such as two Samsung mobile-phone manufactures in Bac Ninh and Thai Nguyen, with total capital amounts to 3 billion USD. Meanwhile, Taiwan (China) also has a large-scale steel production project of Formosa Corporation at Vung Ang, Ha Tinh with total capital exceeding 7 billion USD. Singapore has a series of VSIP industrial parks that have attracted a large number of Singaporean investors into Vietnam.

Tax-havens, e.g. British Virgin Islands, Cayman and Samoa, are places where a huge number of transnational corporation (TNCs) registers their legal entity at in order to take full advantage of the low-rate tax system. Many of such TNCs also invest in Vietnam.

Table 3

Top 20 FDI investors in Vietnam (accumulated till 31/12/2014)

No	Investors	No. of projects	Registered capital (million USD)	Share in total (%)
1	Republic of Korea	4,190	37,726.3	15.0
2	Japan	2,531	37,334.5	14.8
3	Singapore	1,367	32,936.9	13.1
4	Taiwan, China	2,387	28,468.5	11.3
5	British Virgin Islands	551	17,990.0	7.2
6	Hong Kong	883	15,603.0	6.2
7	USA	725	10,990.2	4.4
8	Malaysia	489	10,804.7	4.3
9	China	1,102	7,983.9	3.2
10	Thailand	379	6,749.2	2.7
11	Netherlands	229	6,625.4	2.6
12	Cayman Islands	57	5,948.5	2.4
13	Canada	143	4,995.2	2.0
14	Samoa	122	4,270.2	1.7
15	France	426	3,324.5	1.3
16	United Kingdom	199	3,159.0	1.3
17	Russia	106	1,957.4	0.8
18	Switzerland	101	1,943.8	0.8
19	Australia	326	1,656.0	0.7
20	Brunei	160	1,624.4	0.6

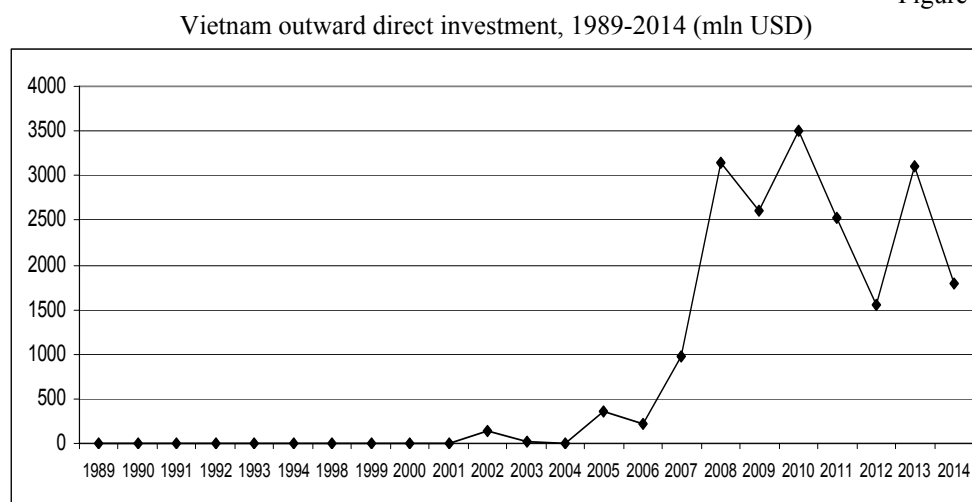
Source: Foreign Investment Agency

## 5. The outward direct investment of Vietnam

In 1989, Vietnam started investing in foreign country with a project worth 0.6 million USD. Until 31 December 2014, there have been 930 outward investment projects with total registered capital of 19.78 billion USD.



Figure 7



Source: Vietnam General Statistics Office.

Looking at 25-year-long history, one could see that the pre-2005 value of outward investment of Vietnam was trivial. Since 2005 (2 years before Vietnam accession to WTO), the value of outward FDI has increased significantly and reached the peak in 2010 when the value amounted to 3.5 billion USD.

In 2014, although the economy went through severe hardship, the outward FDI still managed to reach a satisfactory level. 109 investment projects were made in 28 countries and territories with total value of above 1 billion USD. 22 projects were adjusted and increased by 739 million USD. In terms of quantity, a large number of projects were directed into Cambodia (23 projects – 21% of the total), the rest includes Myanmar (16 projects – 14.7%); Laos (13 projects – 12%), USA (12 projects – 11%) and Singapore (9 projects – 8.2%). In terms of newly increased capital, a majority went to Tanzania (1 project – 34% of total registered capital), followed by Cambodia (31.1% of total registered capital), the third one is Burundi (2 projects – 16.2% of total registered capital). In terms of industrial sector, the capital was focused mainly on information and communication (54.3%); agriculture, forestry and fishery (27.5%); mining (6%). Some big projects with total capital exceeding 50 million USD have been made, e.g. Viettel's investment of telecommunication network in Tanzania, Burundi; investment for growing rubbery trees in Cambodia of An Dong Mia Company, Tay Ninh Rubber Company, Dau Tieng – Kratie Company, Tan Bien – Kampongthom Company.

It is easy to see that large-scale investment projects of Vietnam were primarily made in the telecommunication and agriculture-forestry-fishery industries. The destination countries include Lao PDR, Cambodia and several African nations. These fields and countries represents the preference of Vietnam's outward FDI. Recently, the country's new investment have been directed towards emerging economies, where economic potential is boutiful.

Regarding the implementation of direct investment in foreign countries, until 2014 accumulated implemented capital of Vietnam amounted to 6 billion USD, accounting for more than 30.6% total registered outward FDI. In which, oil industry had the highest level of implemented capital – 2.9 billion USD; the agriculture-forestry spent 660 million USD; hydro-power spent about 500 million USD; information and communication spent 450.6 million USD; banking, finance and insurance spent above 230 million USD...

Among total implemented capital of Vietnam's outward FDI, a large part was spent domestically (not transferred abroad). According to the report of Petrovietnam Corporation, Song Da Corporation, Vietnam Rubber Group, Vietnam national coal - mineral corporation, Viettel, etc., a part of outward FDI was paid to Vietnamese contractors or to purchase Vietnamese goods/service.

FDI in 2014 increased steadily. The number of projects increased by 10% compared with that of previous year. However, total registered capital decreased by 10% since most of them are of small-scale and focused primarily on trade and services. A major part of all investments were implemented in Cambodia and Myanmar and focus mainly on the fields of telecommunication and growing industrial trees, which are in line with the government's preferred direction.

The rest of total projects were scattered into different countries and territories, including ASEAN, Russia, Japan, ROK, EU, USA, Australia, Africa; focused mainly on trade and service sectors that Vietnamese enterprises were specialized in. Besides, other fields of investment include construction, transportation, real estate, manufacturing... This reflects the heterogeneity of Vietnam's outward FDI, and shows that seeking for new market is a modern trend of Vietnamese enterprises. The current strategy for Vietnamese firms is focusing on the fields that require less investment, turnover the capital more rapidly, and promote higher efficiency for enterprises. (Foreign Investment Agency, 2015).

## **6. Policy direction for a coming period**

For restructuring the economy towards increasing quality of growth, and integrating more deeply into international and regional level – starting with AEC at the end of 2015 and new waves of FTA (TPP, EVFTA, Vietnam – EU), Vietnam should adjust her economic integration policy towards the following directions:

*In trade*, increase the processing and the added value of exported goods. Promote supporting industries in order to reduce import of input, increase the domestically-made part of goods that is made in Vietnam (to satisfy the rules-of-origin of FTAs). Improve the trade deficit that has been existing for a long time.

*In attracting FDI*, Vietnam should give priority to the following fields: high-tech, mechanical technology, information and communication, pharmacy, biology and renewable energy, clean energy, new materials, etc. Attract more FDI into infrastructure and supporting industries (in addition to traditional FDI, the country

should also enhance PPP corporation). Restrict FDI in low-tech and polluted fields. Formulate policy that gives preferential treatment to large-scale investment projects that have positive spill-over effect to the whole economy.

*Regarding Vietnam's outward FDI*, the Government should continue building and completing sub-laws regulations that regulate outward FDI and outward FDI management models. These sub-laws facilitate and act as a guideline for individual's and enterprise's outward investment. They also serve as platform for state management in the field of outward FDI. The measures to promote and support FDI should be specifically synchronised and clearly defined, in which emphasis will be placed on providing information about investment environment and opportunities at destination country, protecting the rights of outward FDI enterprise when they operate abroad. The Government should also conduct activities and events to encourage domestic firms to invest and operate in foreign countries, keeping the tradition and seeking for potentially beneficial markets.

## **References**

- Nguyen Chien Thang, Tran Van Hoang. (2015). Structure of Vietnam trade: the long-term challenges. – Journals of Economic Development, Vol. 6.
- Nguyen Chien Thang. (2013). Decentralization in attracting foreign FDI in the new context. Social Sciences Publishing House.
- Nguyen Quang Thuan. (2014). 5 years after WTO accession. Social Sciences Publishing House.
- General Statistics Office (website).
- Foreign Investment Agency. (2015). Current state of Vietnam's outward FDI in 2014 (website: <http://fia.mpi.gov.vn/chuyenmuc/35/Tinh-hinh-dau-tu-ra-nuoc-ngoai>).

## ***SUMMARIES***

*Ivan Todorov*  
*Kalina Durova*

### **ECONOMIC GROWTH OF BULGARIA AND ITS DETERMINANTS**

The present research has two objectives: first, to study the short-term and the long-term economic growth of Bulgaria under a currency board arrangement and second, to identify the main sources of this growth on the demand-side and on the supply-side of the economy. The empirical research on Bulgaria's economic growth during the transition to a market-oriented economy has been systematized. The dynamics of the final-expenditure-structure of GDP as a determinant of short-run economic growth on the demand-side of the economy has been analyzed. The trends in the movements of the long-run factors of growth (saving rate, rate of productivity growth, rate of population growth, employment and investment) have been investigated. The growth accounting techniques has been employed to identify the main growth determinants on the supply-side of the economy and to measure quantitatively their contributions to the growth of real GDP. Advisable macroeconomic policies to overcome the heavy growth problems of the Bulgarian economy have been formulated.

JEL: O47

*Dimiter Nenkov*

### **GROWTH POLICY AND VALUE CREATION IN COMPANIES**

This paper addresses an important issue in the context of the value-based financial management of companies. It concerns the analysis and appraisal of the growth, pursued by management, with regard to its contribution to the value maximization of the firm. The determinants of the value of growth are analyzed. The study indicates that the policy of aggressive growth, applied by many companies, does not always lead to the actual increase of their value. This depends on the quality of growth achieved by them.

JEL: G12; G31; G32

*Stoyan Tanchev*

### **THE ROLE OF THE PROPORTIONAL INCOME TAX ON ECONOMIC GROWTH OF BULGARIA**

This article looks at the possibilities of proportional and progressive income tax in Bulgaria, as factors for the formation of economic growth. The empirical study found proportional relationship between progressive taxation and economic growth. Inversely proportional relationship has been registered between the dynamics of growth and the proportional taxation. The results show the presence of synchronicity between progressive income taxation and collection. There have been established evidences for presence of causality.

JEL: E62; H21; H24

*Stefan Yotov*

### **THE INCREASING PUBLIC DEBTS IN THE WORLD AND THE THREAT OF A NEW GLOBAL CRISIS**

Is considered the increase in global debt and its four main components – liabilities of households, companies, financial institutions and governments. More specifically is analyzed the dynamic of sovereign debt in many developed and developing countries. Based on the experience of the last 200 years when are registered 5 huge waves of mass non-payments of public debt (external and internal), is outlined the risk of adverse developments in the debt situation in the world. Below are possible strategies to reduce the public debt burden. It's concluded that a possible second wave of the global financial crisis will most likely be triggered by large increases in government debt around the world.

JEL: G01; F34; H63; H68

*Eduard Marinov*

### **IMPACT OF ECONOMIC PARTNERSHIP AGREEMENTS ON REGIONAL INTEGRATION AND TRADE RELATIONS**

The article briefly presents the concept and framework of regional integration in Africa. It then discusses the principles, history, and current state of negotiations to disclose the effects of EPAs on regional integration efforts in Africa. Then it analyses the trends in international trade relations between the EU and the five EPA regions in Africa for the period 2003-2013, aiming to assess if EPAs have the envisaged positive impact on trade for both the EU, the EPA regions and the participating countries. The analysis includes the direction, dynamics and commodity structure of EU trade with African EPA regions. As a conclusion, the paper presents some general questions posed by the analysis on the future development of EPAs and the trade policy of the EU towards Sub-Saharan African countries.

JEL: F13; F15; F54

*Valeria Kolycheva*

### **RUSSIAN ART MARKET: A VIEW FROM THE INSIDE**

Far-seeing specialists have been long defining the investments into works of art as “shelter investments” for their notably monetary stability throughout political conflicts, economic crises and other situations which any country will find critical. Russian art has provided yet another opportunity to prove this axiom. In spite of the stringency of the international sanctions, rapid oil prices downturn and the instability of the Russian ruble, it was the Russian art which demonstrated, according to New York Times, “a surprising boom”. Sotheby's and Christie's have set new Russian records that granted financial hope to many interested players from the external side of the Russian art market. Thus the question arises: how synchronized is the development of the home market with the auction success of the Russian art? The present research is an attempt to give a structured answer to the above question.

JEL: Z11

*Pham Sy An  
Chu Minh Hoi  
Tran Thi Kim Chi*

## **ECONOMIC GROWTH AND MACROECONOMIC STABILITY OF VIETNAM**

After nearly 30 years of renovation, Vietnam has gained remarkable achievements. High growth for many years has helped Vietnam join the group of middle-income countries and its living standards has improved steadily each year. The country's integration is strong. However, besides the improved quality of growth and macroeconomic environment in the period from 1990 up to now, many problems still exist. The following will show the picture of economic growth and economic stability of Vietnam after 30 years of reform, the challenges posing to the process of development and integration in the near future, and some policy implications for Vietnam Government.

JEL: E63; 040

*Pham Quang Dieu*

## **AGRICULTURE GROWTH AFTER 30 YEARS OF RENOVATION – NECESSITY FOR A NEW THOUGHT ON RICE CULTIVATED LAND FOR EXPORTS AND FOOD SECURITY**

Over the past 30 years of renovation, Vietnam's agriculture has grown sharply in the first phase, agro-product exports have brought about a substantial source of foreign currencies and the agricultural sector has become an important basis for the industrialization economy. However, the agricultural economic structure has been slowed down gradually and there have been signals of slowdown in both speed and growth sustainability, the quality of agricultural development has exposed more shortcomings regarding the structure, competitive capacity and product quality. Over the past 30 years, the rice sector has grown sharply in quantity and has become a pillar not only for the agriculture and rural sector, but also for the whole economy to be secured for the industrialization and integration. The growth in rice production has enabled Vietnam to become a rice export power. However, the perspective on sustaining a constant rice production to ensure the food security or bulk exports may have to pay a price regarding the more expensive opportunity cost when a large area of land needs to be used for rice production. The calculation on transferring a part of the land resource as well as an open policy on the rural land will create a new motivation for agriculture and rural development. Nonetheless, there must be strategic calculation on the emerging of food demand from China as well as unofficial trade forms (gray-trade forms) to work out effective policies and institutions.

JEL: O13

*Nguyen Thi To Quyen*

## **INDUSTRY VIETNAM 2005-2014: STATUS, ISSUES AND DEVELOPMENT ORIENTATION**

Although with a low starting point, Vietnam's industry has achieved positive results with the average growth rate of over 10% per year, a positive contribution to the economic- social development in Vietnam. However, from 2010 to now, the average growth rate of industrial output value has declined. In fact, growth of industry that bases on outsourcing (outputs of manufacturing based on mainly inputs from foreign markets) has lasted for many years. This has clearly revealed the inefficiency and lack of sustainability of the domestic industry. Vietnam's industry is currently

characterized by the industries belong to first generation, including industrial products that using more labor, unskilled labor and the products of industry that base on outsourcing). The imbalance in industrial structure of Vietnam is one of the problems noted in the recent years. This is reflected in the lack of supporting industries to manufacture capital goods and industries have high scientific content. In addition, development of industries still has spread over country, lack of key industries to make tower cranes for the development of whole industry. Therefore, in order to become a developed industrial country with over 80 million inhabitants, Vietnam's industry require to have an accelerated development strategy and reasonable implement policy.

JEL: L00; L52; O14; O25

*Dao Thi Hoang Mai*

*Doan Thi Thu Huong*

### **THE TOURISM IN VIETNAM**

Tourism is an important component of the modern Vietnamese economy. Since foreign tourists have been able to travel freely in the country in 1997, Vietnam has become a new tourist destination in Southeast Asia. The economy of Vietnam has transformed from an agrarian to a service economy. More than a third of gross domestic product is generated by services, which include the hotel and catering industry and transportation. This paper aims to describe an overview and draw some policy issues on tourism in Vietnam.

JEL: Z30, O00

*LE Xuan Sang*

### **VIETNAM'S BANKING SECTOR DEVELOPMENT OVER THREE DECADES OF ECONOMIC RENOVATION: ACHIEVEMENTS, CHALLENGES, AND POLICY SOLUTIONS**

Over the three decades of economic renovation, Vietnam banking sector has been reformed in market-oriented directions and in compliance with international financial standards. The context of deeper financial integration requires a more efficient, resilient and competitive banking sector in the country. For this purposes, in the years to come, the following regulatory measures should be taken into consideration: (1) strengthening the autonomy and capability for the SBV; (2) continuing process of financial restructuring and liberalization to further improve the competitive market behavior; (3) promoting prudent risk management and supervision; (4) cooperating proactively, actively with other countries to cope with common financial risks at regional level; and (5) building a more concrete framework and appropriate roadmap to improve the convertibility of the national currency (Vietnam Dong).

JEL: E52; E58; F36; F38

*Nguyen Chien Thang*

### **VIETNAM'S INTERNATIONAL ECONOMIC INTEGRATION: CURRENT SITUATION AND POLICY ORIENTATION**

International economic integration has been a driving force of Vietnam's growth since Vietnam introduced Doi Moi policy (Renovation) in 1986. This paper focuses on analysing two important aspects of Vietnam's economic integration, i.e. trade and investment relations between Vietnam and other countries using various trade and investment databases (Vietnam's General Statistics Office,

General Department of Vietnam's Customs, and UN's COMTRADE). Study findings show that there have been long-term challenges for Vietnam's trade structure such as main share of low value of export goods, persistent trade deficit, and main share of import comes from intermediate goods. As for FDI, there is concern on its quality since knowledge-based sectors, such as health, education, training, science and technology, finance, banking and insurance are only modest. Some policy recommendations are put forward to improve trade structure and FDI quality for long-term growth.

JEL: F15; F21