

ПРОБЛЕМИ НА ИНВЕСТИЦИОННИЯ ПРОЦЕС НА ПАЗАРА НА СТОКИ И УСЛУГИ В РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ

Докт. Светлана Атанасова

Въведение

През последните години проблемите на инвестиционния процес в икономиката на Република България, и по-конкретно, проблемите на инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги, придобиват все по-голяма актуалност. Причината е, че инвестициите изразяват процеса на създаването и натрупването на капитал, но също така са свързани с устойчивостта при растежа на дохода. Допълнително, инвестиционният процес на пазара на стоки и услуги пряко се свързва с характеристиките на предлагането, с инфраструктурата на размяната, но също така и с благосъстоянието на потребителите, представено чрез величината на реалното потребление. При дефинирането и анализа на инвестиционния процес в реалния сектор съществуват и някои нерешени проблеми, свързани с неговото съдържание и критерии за оптималност.

Целта на тази статия е да се дефинират съдържанието и критериите за оптималност на инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги в контекста на основния икономически модел, както и да се представи изследване на някои основни характеристики на инвестиционния процес, пряко свързани с дохода. При изпълнението на тази цел подходът на анализ се конституира върху кейнсианския модел на дохода и неговото приложение на мезоикономическо равнище.

1. Теоретични проблеми на съдържанието и критериите за оптималност на инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги

Инвестициите представляват процес на образуването на капитал, т.е. придобиването или създаването на ресурси, които ще се използват в процеса на производството¹. Това определение на Дж. Хикс от „Принос към теорията на търговския цикъл” представя съдържанието на инвестиционния процес едновременно като натрупване на капитал, но така също и като процес на създаването на ресурсите в икономиката. В съответствие стова, инвестиционният процес на пазара на стоки и услуги се конституира от процеса на образуването на капитал

¹ Hicks, J. A Contribution to the Theory of Trade Cycle. Oxford Clarendon Press, 1950.

– придобиването или създаването на ресурсите под формата на дълготрайни и краткотрайни материални активи, които се използват при размяната на стоки и услуги. Едновременно с това, инвестиционният процес трябва да е непрекъснат във времето, с цел постигането на по-оптимални условия на размяната, както от страната на търсенето, така и от страната на предлагането.

Обект на изследването е общата величина, структурата и цикличността на инвестициите на пазара на стоки и услуги, тяхната взаимна зависимост с общия инвестиционен процес в икономиката на България, нивото на ефективност при създаването на доход, както и нейната зависимост от ефективността на общия инвестиционен процес в икономиката. Посредством използването на серийни корелации се изследва до каква степен емпиричните резултати (от изследването на ефективността на инвестиционния процес – б.а.) могат да бъдат използвани за прогнозиране на бъдещото състояние (бъдещата ефективност – б.а.)².

Но освен от страната на фирмите (т.е. от страната на предлагането б.а.), инвестициите и инвестиционният процес (в макроикономически план б.а.) също така се конституират от използването на част от ресурса на правителството, домакинствата и обществените организации в процеса на общественото производство. При този процес се разширява формирането и усъвършенстването на човешкия капитал, създават се материални и нематериални активи и всякакви форми на богатството. Поради тези причини придобиването на активи от правителството или домакинствата, както и създаването на обществени инфраструктури, насочването на ресурсите в образование, използването на капитала за изследване и развитие са също форми на инвестиции, независимо че се предприемат от различните икономически субекти с различни цели³.

Следователно, в макроикономически план, както придобиването на активи от страна на домакинствата и правителството, но така също и всяко използване на техния ресурс за **усъвършенстването на обществената производствена функция и на трудовия фактор**, също представляват инвестиционен процес⁴. Във връзка с това може да се направи извод, че субектите на инвестиционния процес са, както от страната на търсенето – домакинствата, но така също и от

² Stuart, A., K. Ord. Kendall's Advanced Theory of Statistics Volume 1: Distribution Theory, Volume 1, 1994; Kendall, M. A. Stuart, K. Ord. The Advanced Theory of Statistics. Volume 3: Design and Analysis, and Time-Series. Fourth edition (4th Edition), 1983, chapter 35.

³ Hicks, J. Цит. произв.

⁴ Под обществена производствена функция се разбира не само съотношението между трудов и капиталов фактори при създаването на БВП, но също така тяхната вътрешна структура. За трудовия фактор това е съотношението между висококвалифициран и нискоквалифициран труд. За капиталовия фактор това е съотношението между дълготрайни активи (capital goods) и краткотрайни активи.

страната на предлагането – фирмите. Съответно, критериите за оптималност при използването на ресурсите им – капитала и активите на фирмите и разполагаемия доход на домакинствата, са пряко свързани с текущото състояние и очакваните промени на дохода и потреблението.

На пазара на стоки и услуги от страната на търсенето основният критерий за оптималност на инвестиционния процес се представя чрез максимизацията на полезността, т.е. чрез максимизацията на потреблението на домакинствата. В контекста на основния икономически модел от страната на търсенето и потреблението на стоки и услуги инвестиционният процес не е нищо друго, освен използването на ресурса на потребителите – домакинствата и отделните хора, с цел максимизиране на пределната полезност на разполагаемия доход⁵. Тази дефиниция на Дж. Кейнс пряко свързва използването на ресурса на домакинствата с величината на реалното потребление на всяка единица инвестиции. Едновременно, в „Общата теория” Кейнс определя търсенето и потреблението като основният движещ фактор на производството и предлагането. В този смисъл нивото на оптималност на инвестиционния процес от страна на търсенето, нивото на полезност на разполагаемия доход предполага и е фактор на оптималността на инвестиционния процес в реалния сектор на икономиката.

От страна на предлагането, инвестиционният процес представлява използването на ресурсите на агентите на предлагането (търговските фирми – б.а.) с цел максимизирането на стойността. В динамичен план инвестиционният процес е насочен към използването на ресурса – създаването и използването на капитал, постигащо максимизиране на пределната ефективност на фирмите⁶.

Както се вижда от посочените определения, съдържанието на инвестиционния процес се фокусира върху значението на инвестициите, както за текущото, така и за бъдещото състояние на икономиката и следователно се свързва с фазите на развитие. Т.е. инвестиционният процес не може да бъде разглеждан извън контекста на икономическата цикличност⁷.

Същият извод се отнася и за пазара на стоки и услуги. Инвестиционният процес на търговските фирми се конституира върху процеса на създаване и натрупване на капитал и създаването на условия на предлагането и размяната, пряко свързани с фазите на икономическия цикъл – растеж, застой, спад. Следователно, ефектите на инвестиционния процес са с отложени във времето очаквания, но неизвестни и несигурни крайни резултати. Поддържането на текущото

⁵ Keynes, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London and New York: Macmillan for the economic Royal Society, 1973, p. 77-87.

⁶ Debreu, G. *Theory of Value*. New York: John Wiley, 1959, p. 43-47.

⁷ Lucas, R. E. Jr. *Understanding Business Cycles*, University of Chicago, 1977, p. 1.

равнище на предлагането, потреблението и благосъстоянието или тяхното повишаване изисква съответното поддържане или усъвършенстване на средствата на инвестиционния процес, усъвършенстване на предлагането на стоки и услуги, както и усъвършенстване на обектите и структурата на благосъстоянието. Устойчивият икономически растеж... растежът на предлагането и растежът на благосъстоянието следователно в най-значителна степен зависят от създаването и усъвършенстването на допълнителните средства на производство, акумулацията на капитал, увеличаването на висококвалифицирания труд. Т.е. инвестиционният процес представлява нарастване и усъвършенстване на елементите на производствената функция на обществото: труд, капитал и предприемачество над нивото на амортизация и на физическо износване на съществуващите елементи. Инвестицията също представлява растежът на елементите на обществената производствена функция, въплъщаващ новите технологии⁸.

Посочените определения на Дж. Хикс, Дж. Кейнс, Ж. Дебрю и П. Самуелсън еднозначно дефинират съдържанието и заедно с това общите критерии за оптималност на инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги в контекста на основния икономически модел. Процесите на създаването, натрупването на капитал, придобиването на активи и на различни форми на богатството от страна на фирмите са оптимални, единствено ако се максимизира пределната ефективност на ресурсите им. Заедно с това инвестиционният процес на пазара на стоки и услуги може да се дефинира като оптимален, единствено и само ако използването на ресурса на домакинствата е свързан с повишаването на реалното потребление на всяка единица разполагаем доход. При цялата комплексност и сложност на процеса, използването на ресурсите, както от страната на предлагането, но така също и от страната на търсенето е оптимална, ако се усъвършенства обществената производствена функция и заедно с това се постига устойчив растеж на дохода и реалното потребление. Първата част от критерия за оптималност е пряко свързана с взаимната зависимост на ефектите от инвестиционния процес и физическата форма на капитала⁹. Втората част е свързана с постигането на устойчивост на тези ефекти от гледна точка на икономическата цикличност.

⁸ Samuelson, P. The Pre Theory of Public Expenditure. *Review of Economics and Statistics* 36, 1954, p. 387-389; Allais, M. Theories of General Economic Equilibrium and Maximum Economic Efficiency. In *Equilibrium and Disequilibrium in Economic Theory*, ed. G Schwodiauer, Dordrecht: D. Reidel, 1998, p. 129-201.

⁹ Solow, R. M. Technical Change and the Aggregate Production Function, *The Review of Economics and Statistics* Vol. 39, No. 3, Published by the MIT Press (Aug., 1957), p. 312-320.

2. Изследване на състоянието на инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги в Република България

Поради ограничения обем на изследването ще съсредоточим анализа на инвестиционния процес на пазара на стоки преди всичко върху неговата величина, структура и ефективност при създаването на дохода в контекста на икономическата цикличност.

2.1. Обща величина и цикличност на инвестиционния процес в сектор на пазара на стоки и услуги

През периода 2000-2012 г. общият размер на инвестициите в търговията – брутно капиталобразуване (ДМА), заедно с величината на стоковия запас, е в размер на 455,990 млрд. лв., което е средно 76,34% от общия размер на инвестициите в икономиката на страната. За същия период инвестициите в ДМА на търговията са общо 24,850 млрд лв срещу 166,206 млрд. лв. за националната икономика. Т.е. брутно капиталобразуване в търговията представлява 14,95% от общото брутно капиталобразуване в реалния сектор на икономиката на България.

В инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги се наблюдават следните закономерности:

Най-високи относителни тегла в общия инвестиционен процес се наблюдават през периода 2000-2004 г. - средно 82,34%. През периода 2005-2009 г. се наблюдава чувствително понижение на относителното тегло – между 76,62% през 2005 г. и 70,37% през 2009 г. През този период темповете на инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги са по-ниски, в сравнение с темповете на инвестициите в областта на телекомуникациите и туризма, но остават с най-високо относително тегло в общия инвестиционен процес. След този период относителното тегло на инвестициите на пазара на стоки и услуги спрямо общите инвестиции в националната икономика отново постепенно нараства до 76,88% през 2012 г. (таблица 1).

Таблица 1

**Състояние на инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги
в Република България за периода 2000-2012 г.¹⁰**

Година	Инвестиции в търговията (млн. лв.)	Темп на инвестициите в търговията (%)	Инвестиции в ДМА в търговията (млн. лв.)	Темп на инвестициите в ДМА в търговията (%)	Стокови запаси (млн. лв.)	Темп на стоковите запаси (%)	Инвестиции в ДМА в икономиката (млн. лв.)	Темп на инвестициите в ДМА в икономиката (%)	Инвестиции в икономиката (млн. лв.)	Темп на инвестициите в икономиката (%)	Инвестиции в търговията към инвестициите в икономиката (%)
2000	19113,870	*	778,355	*	18335,515	*	4332,750	*	22668,265	*	84,320
2001	21479,972	12,379	880,388	13,109	20599,584	12,348	5558,273	28,285	26157,857	15,394	82,117
2002	23192,165	7,971	1151,134	30,753	22041,031	6,997	6080,871	9,402	28121,902	7,508	82,470
2003	25301,013	9,093	1322,928	14,924	23978,085	8,788	6830,541	12,328	30808,625	9,554	82,123
2004	27866,616	10,140	1485,599	12,296	26381,017	10,021	8119,433	18,870	34500,450	11,983	80,772
2005	32194,144	15,529	1888,363	27,111	30305,781	14,877	11711,510	44,240	42017,291	21,788	76,621
2006	35341,062	9,775	2588,146	37,058	32752,916	8,075	14297,704	22,082	47050,620	11,979	75,113
2007	43253,014	22,387	3774,781	45,849	39478,233	20,533	17264,111	20,747	56742,344	20,599	76,227
2008	46689,215	7,944	3277,613	-13,171	43411,603	9,963	23282,983	34,863	66694,585	17,539	70,005
2009	41802,298	-10,467	2126,917	-35,108	39675,381	-8,607	19724,546	-15,283	59399,926	-10,937	70,374
2010	43272,353	3,517	1865,867	-12,274	41406,486	4,363	16077,509	-18,490	57483,995	-3,225	75,277
2011	46664,866	7,840	1988,485	6,572	44676,381	7,897	16225,370	0,920	60901,751	5,946	76,623
2012	49820,060	6,761	1722,256	-13,389	48097,803	7,658	16701,028	2,932	64798,831	6,399	76,884

Инвестиционният процес на пазара на стоки и услуги е цикличен, с ясно изразени растеж, застой и спад, в съответствие с фазите на цикличност на българската икономика. Същевременно, той е сравнително по-устойчив от този на националната икономика. Нивото на нестабилност на инвестиционния процес на търговските фирми, изчислено на база на стандартното отклонение на темповете е 7,36%, при малко по-високо средно ниво на нестабилност на инвестиционния процес в българската икономика – 9,09%.

Средният темп на промяна на инвестициите на пазара на стоки и услуги е 8,57% срещу 9,54% за икономиката, но във фазите на икономическия цикъл двата процеса се развиват по различен начин. Така например, през 2005 г. растежът на инвестициите в националната икономика е 21,79% срещу 15,53% на пазара на стоки и услуги, а през 2008 г. 17,54%, спрямо 7,94%. Същевременно, в годините на спад намалението на инвестициите на търговските предприятия е по-слабо от това за националната икономика. Най-ясно е изразен процесът през 2010 г., когато темпът на промяна на инвестициите на пазара на стоки и услуги

¹⁰ Изчислено по данни на НСИ: <http://www.nsi.bg/bg/content/1843> (16.01.2015г.) и Евростат: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tei na041&tableSelection=2> (16.01.2015 г.)

е положителен (+3,52%) спрямо отрицателните (-3,26%) общо за икономиката. В края на периода темповете на двата инвестиционни процеса са приблизително еднакви: 6,76% за пазара на стоки и услуги срещу 6,39% за националната икономика.

Средно за периода коефициентът на корелация между темповете на инвестициите на търговските предприятия и инвестициите общо в икономиката на Република България е +0,993, което индикира много високо ниво на съвпадение между посоките и величината на промяна на двата процеса. Корелацията между тях е по-висока в годините на растеж на икономиката (2000 - 2008 г.) – средно +0,996, докато през периода на икономическата криза 2009 - 2012 г. зависимостта между темповете на двата процеса е сравнително по-ниска (+0,895). Резултатите от анализа са представени в таблица 2.

Таблица 2

Коефициенти на корелация и систематична цикличност (β - коефициенти) между инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги и общия инвестиционен процес в икономиката на Р България

Показатели \ Години	Средно за периода		
	2000 - 2012 г.	2000 - 2008 г.	2009 - 2012 г.
$\rho[I_T; I_E]^{11}$	0,993	0,996	0,895
$\beta [I_T; I_E]^{12}$	0,804	0,952	0,915
$\beta[DMA_T; DMA_E]^{13}$	1,035	1,481	1,076
$\beta[C3_T; I_E]^{14}$	1,964	2,236	1,178

Високото равнище на взаимна зависимост се подкрепя от данните за β коефициентите между темповете на инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги и темповете на инвестиционния процес на икономиката. Чрез този показател се изразява систематичността и неслучайния характер в посоката и вели-

¹¹ Коефициент на корелация между темповете на инвестициите на пазара на стоки и услуги и инвестициите в икономиката.

¹² Бета коефициент на инвестициите на пазара на стоки и услуги, спрямо инвестициите в икономиката.

¹³ Бета коефициент на инвестициите в ДМА на пазара на стоки и услуги, спрямо инвестициите в ДМА в икономиката.

¹⁴ Бета коефициент на инвестициите в СЗ, спрямо инвестициите в икономиката.

чината на съвпадение между двата процеса $\left[\beta = \frac{\text{cov}_{ij}}{\text{var}_j} \right]^{15}$. Изчисленията показ-

ват отново високи нива на неслучайно, систематично съвместно развитие на двата процеса: средно за периода 2000 - 2012 г. $\beta = +0,804$ при $+0,952$ в годините на растеж и $+0,915$ за периода 2009 - 2012 г., което индикира, че развитието и цикличността на инвестициите на пазара на стоки и услуги са структурни променливи при развитието на инвестициите в националната икономика. В съответствие с този извод изпълнението на основните функции на инвестиционния процес в националната икономика, свързани със създаването и устойчивостта на дохода и на потреблението в много висока степен зависят от аналогичните показатели и от общите характеристики на инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги.

Общо за периода β -чувствителността на инвестициите в ДМА на пазара на стоки и услуги, спрямо брутното капиталобразуване в икономиката е $+1,035$, което е доказателство, че за целия период двата процеса се развиват по идентичен начин. Но през периода на растеж 2000 - 2008 г. β -чувствителността е $+1,481$ срещу $+1,076$ през периода на спад 2009 - 2012 г. Това означава, че при растеж на икономиката, развитието на ДМА на пазара на стоки и услуги е по-чувствително, спрямо развитието на ДМА в икономиката. Във фазата на спад и застой тази чувствителност се понижава и е близка до 1 ($\beta = 1,076$).

По-високата β -чувствителност на брутното капиталобразуване на пазара на стоки и услуги, спрямо аналогичния процес на националната икономика в годините на растеж, индикира следното: при повишаване на интензивността на натрупването на капитал в националната икономика под формата на ДМА, на пазара на стоки и услуги аналогичният процес е с по-висока интензивност. Това е доказателство за по-висок оптимизъм, свързан с очакванията за дохода и потреблението. Но този процес също е предпоставка за образуването на инвестиционен балон, свързан с по-високите темпове на брутното капиталобразуване от страна на търговските фирми.

Тенденциите при развитието на инвестициите в запаси на пазара на стоки и услуги са в същата посока с още по-висока интензивност. Общо за периода систематичната чувствителност на стоковите запаси спрямо общия инвестиционен процес в икономиката, е приблизително два пъти по-висока: $\beta = 1,964$. Т.е. на всеки 1% промяна на инвестициите в икономиката чувствителността на инвес-

¹⁵ Sharpe, W. F., G. Alexander. Investments 4th Edition, Prentice Hall Englewood Cliffs NJ 1991, p. 205.

тициите в запаси на пазара на стоки и услуги е средно 1,964 пъти по-висока. В годините на растеж 2000 - 2008 г. този процес е по-интензивен $\beta = 2,236$, докато в периода на спад систематичната чувствителност на инвестициите в стокови запаси се понижава до $\beta = 1,178$. По-високият β -коэффициент на стоковите запаси през годините на растеж отново е индикация за свръхоптимистичност, свързана с развитието на потреблението и БВП. Но по-високата β -чувствителност на инвестициите на пазара на стоки и услуги предполага по-висока цикличност на нормативната пределна ефективност, свързана с възвръщаемостта на капитала на търговските фирми. При ефективност на инвестиционния процес под претеглените средни разходи за капитала (WACC) са на лице всички предпоставки за образуването на инвестиционен балон в търговията¹⁶. Този извод трябва да се аргументира допълнително посредством изследването на ефективността на инвестиционния процес.

Получените резултати от изследването аргументират следния извод: Инвестиционният процес в търговията е цикличен, с ясно изразени фази на растеж, застой и спад, които съвпадат с фазите на цикличност на националната икономика. В годините на растеж 2000 - 2008 г. систематичното неслучайно развитие на инвестициите на пазара на стоки и услуги, спрямо общия инвестиционен процес в страната е по-ясно изразено за стоковите запаси, в сравнение с ДМА. Предлагащото на стоки и услуги е значително по-чувствително към растежа на инвестициите в националната икономика от развитието на инфраструктурата на търговията, поради факта, че β на стоковите запаси е 2,236, спрямо 1,481 на ДМА. В годините на спад развитието на структурата на инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги и структурата на инвестиционния процес в българската икономика са почти идентични.

2.2. Ефективност на инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги при създаването на брутна добавена стойност

Както вече стана ясно, ефективността на инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги се свързва с промяната на дохода на всяка единица инвестиция. Резултатите от анализа, свързан с растежа на дохода са представени в таблица 3.

¹⁶ Трайков, Хр. Финансов мениджмънт в търговията. Изд. „Наука и икономика”, 2014, с. 258.

Таблица 3

Ефективност и пределна ефективност на инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги в Р България за периода 2000-2012 год.¹⁷

Години	Верижен темп на брутната добавена стойност в търговията (%)	Верижен темп на брутния вътрешен продукт (%)	Брутна добавена стойност на 1 лв. инвестиции в търговията (лв.)	ΔБДС/Δ Инвестиции в търговията (лв.)	Брутен вътрешен продукт на 1 лв. инвестиции в икономиката (лв.)	ΔБВП/Δ Инвестиции в икономиката (лв.)	Верижен темп на БДС на 1 лев инвестиции в търговията (%)
2000	*	*	0,295	*	1,211	*	*
2001	15,659	10,810	0,304	0,374	1,163	0,850	2,919
2002	13,365	9,482	0,319	0,510	1,184	1,468	4,996
2003	9,030	7,914	0,319	0,317	1,166	0,981	-0,057
2004	11,470	10,958	0,323	0,361	1,156	1,067	1,207
2005	5,736	14,067	0,295	0,119	1,083	0,746	-8,477
2006	20,861	13,850	0,325	0,630	1,101	1,252	10,099
2007	4,875	16,224	0,279	0,071	1,061	0,867	-14,309
2008	16,846	15,137	0,302	0,591	1,039	0,915	8,246
2009	3,787	-1,405	0,350	-0,109	1,150	0,133	15,920
2010	-2,158	3,205	0,331	-0,215	1,227	-1,143	-5,482
2011	-1,148	6,803	0,303	-0,048	1,237	1,403	-8,335
2012	8,931	3,693	0,309	0,400	1,205	0,714	2,032

През периода 2000 - 2012 г. общият размер на брутната добавена стойност (БДС), създавана от търговските фирми на пазара на стоки и услуги е 142,244 млрд. лв. Това представлява 20,736% от общия брутен вътрешен продукт (БВП), създаден за същия период, който е в размер на 685,966 млрд. лв.

Средно на всеки 1 лв. инвестиции на пазара на стоки и услуги са създадени 0,312 лв. брутна добавена стойност, срещу 1,152 лв. общо за икономиката. Т.е. всеки един лев инвестиции на търговските фирми е със значително по-ниска ефективност, в сравнение с агрегиращия показател за националната икономика. Причините за тази по-ниска ефективност се дължат на комбиниращия ефект от по-високите

¹⁷ Изчислено по данни на Евростат: http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=namq_10_gdp&lang=en, (16.01.2015 г.)

темпове на растеж на инвестициите на пазара на стоки и услуги, спрямо тези в икономиката, и по-ниските темпове на създаване на добавена стойност.

Същевременно процесът на създаването и растеж на дохода от инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги е с високо ниво на нестабилност и се колебае между +15,9% през 2009 г. и +10,1% през 2006 г. до -14,3% през 2007 г. и -8,3% през 2011 г. и -8,5% през 2005 г. През последната година от изследвания период (2012 г.) растежът на БДС на 1 лв. инвестиции от търговските предприятия е сравнително нисък +2%.

Изследването на пределната ефективност на инвестициите на пазара на стоки и услуги се свързва с аналогични резултати. През периода на ускорен икономически растеж 2000 - 2008 г. пределната ефективност на всяка допълнителна единица инвестиции е високоциклична, като достига най-високи стойности през 2006 и 2008 г. съответно 0,630 и 0,591, но през периода 2009 - 2011 г. пределната ефективност е с отрицателни стойности, като най-голям е спадът през 2010 г. -0,215. През последната година от изследвания период пределната ефективност на инвестициите в търговията отбелязва сериозен растеж от 0,400.

При сравнение на получените резултати от анализа на пределната ефективност на инвестициите на пазара на стоки и услуги с агрегиращия показател общо за икономиката се вижда, че коефициентът на корелация между тях е средно +0,854 и се колебае от +0,881 през 2003 г. до +0,99 през 2004 и 2011 г., но през 2012 г. взаимната зависимост между посоката и величината на двата инвестиционни процеса рязко се понижава до приблизително +0,5 (табл. 4).

Таблица 4

Корелация и серийна корелация на ефективността на инвестиционния процес в търговията на Р България за периода 2003 - 2012 г.

Показатели \ Годиш	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
р (пределна ефективност на инвестициите в търговията и пределна ефективност на инвестициите в икономиката)	0,881	0,999	0,996	0,983	0,953	0,646	0,737	0,857	0,988	0,499
Серийна корелация на ефективността на инвестициите в търговията	-0,140	0,160	-0,910	-0,964	-0,956	-0,338	-0,397	0,266	-0,354	0,166
Серийна корелация на пределната ефективност на инвестициите в търговията	-0,437	0,133	-0,949	-0,888	-0,990	-0,951	-0,152	0,033	0,588	-0,174

Тези величини на коефициента на корелация аргументират извода, че пределната ефективност на инвестициите на пазара на стоки и услуги е много тясно свързана с пределната ефективност на инвестициите общо в икономиката, както и че през преобладаващата част от периода процесът на създаването на доход от инвестициите на пазара на стоки и услуги е много тясно свързан с общия инвестиционен процес и създаването на доход в икономиката.

Същевременно при изследване на серийната корелацията на ефективността и на пределната ефективност на инвестициите на търговските предприятия за същия период, ясно се вижда, че процесът на създаването на доход от предходните периоди на инвестиционния цикъл не пренася информация за бъдещите периоди. Следователно, ниските величини на серийните корелации означават, че възвръщаемостите и темповете в миналото не са аргумент за прогнозиране на тенденциите в бъдещето¹⁸. Изследването на серийната корелация е един от основните методи за анализ на инвестиционния процес. Т.е. постигнатите нива на ефективност и на пределна ефективност на инвестициите на пазара на стоки и услуги от предходни периоди не са фактори на ефективността и пределната ефективност за бъдещите периоди. Това е сигнал за повишаване на несигурността на инвестиционния процес. В подкрепа на този извод са отрицателните стойности на серийната корелация на ефективността на инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги, която е средно $-0,347$, докато величината на серийната корелация на пределната ефективност на пазара на стоки и услуги е $-0,379$.

Получените величини през целия период са преди всичко отрицателни. В някои периоди от време коефициентът на отрицателна серийна корелация на ефективността на инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги е с много високи стойности: от $-0,91$ през 2005 г., $-0,964$ през 2006 г. и $-0,956$ през 2007 г. Това означава, че в годините на висок устойчив растеж на БВП растежът на инвестициите на пазара на стоки и услуги не е свързан с устойчив растеж на добавената стойност. Т.е. за търговските фирми ефективността от предходните периоди, представена от растежа на добавената стойност на всеки 1 лев инвестиции не е пренасяла информация и не е била фактор за повишаването на ефективността през следващите периоди от време. За същия период серийната корелация на пределната ефективност на инвестициите на пазара на стоки и услуги се колебае между $-0,437$ през 2003 г., $-0,95$ през 2005 г. и $-0,99$ през 2007 г. Получените отрицателни стойности на ефективността и пределната ефективност в

¹⁸ Blume, M. Unbiased Estimators of Long Run Expected Rates of Returns, *Journal of the American Statistical Association* Vol. 69, No. 347 September 1974, p. 634-638; Merton, R. C. On Estimating the Expected Return on the Market: An Exploratory Investigation, *Journal of financial economics* 8, December, 1980, p. 323-361.

годините на устойчив растеж до 2007 г. еднозначно подкрепят извода, че постигнатата величина на ефективността на инвестиционния процес в търговията не е фактор за оптимизиране на инвестиционния процес от последващите периоди, както и че търговските фирми не са анализирани задълбочено процеса на растеж на ефективността и неговите граници. Сигнали за промяна на посоката на процеса се получават едва през годините на спад – от 2010 г. и сега величината на серийна корелация на ефективността и пределната ефективност е със сравнително ниски стойности: +0,026 и +0,149, т.е. промените са все още неубедителни.

Заклучение

Инвестиционният процес на пазара на стоки и услуги е структурен елемент на общия инвестиционен процес в националната икономика с много високо относително тегло. Процесът е с висока систематична чувствителност и цикличност спрямо фазите на националната икономика и едновременно с това е с относително ниска ефективност от гледна точка на създаването на доход. През периода на анализ информацията за ефективността и устойчивостта на инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги от предходните периоди не е фактор за търговските фирми при постигането на по-висока ефективност в последващи периоди, както не е фактор и за повишаването на ефективността след периода на анализ. Сравнително ниското ниво на ефективност на инвестиционния процес на пазара на стоки и услуги предполага ниска интензивност на процеса на създаването и натрупването на капитал.

ISSUES OF THE INVESTMENT PROCESS ON THE GOODS AND SERVICES MARKET IN REPUBLIC OF BULGARIA

Doctoral student Svetlana Atanasova

Abstract

The investment process on the goods and services market is a structural element of the overall investment process in the economy, of the biggest specific weight. The process is of a clearly expressed cyclicity, closely connected with the phases of the economic cycle of the economy. At the same time the whole investment process on the goods and services market is of a relatively low efficiency. The low quantities and the negative values of the serial correlation of efficiency and marginal efficiency are proof that the information on the current state of the investment process on the goods and services market is not a factor for achieving higher efficiency on the part of trading companies in subsequent periods. The above sets as a prerequisite a low intensity of the creation and augmentation of capital.

Keywords: *investments, efficiency, cyclicity, systemic sensitivity.*