

Проф. д-р ик. н. Гарабед Минасян

АКТИВНИТЕ ОПЕРАЦИИ С ВЪНШНИЯ ДЪЛГ - ОПИТ ЗА ПЕТГОДИШНА РАВНОСМЕТКА

През 2002 г. България извърши уникални по мащабите си за своята история операции с държавния външен дълг. През пролетта бяха емитирани два вида глобални облигации – за 535.5 млн. EUR и за 513 млн. USD. През есента на същата година глобалните облигации в USD бяха продължени с нови 759 млн. USD. Емитираните глобални облигации бяха използвани за обратно изкупуване и замяна на намиращите се в обръщение брейди облигации. Действията на управленския екип бяха мотивирани от стремежа за извличане на финансова изгода от извършваните операции. Пет години по-късно вече може да се направи относително пълна равностметка за постигнатите резултати. Те са катастрофални за България. Нито една от заложените хипотези на управленския екип не се потвърждава. Перспективните оценки са извършени непрофесионално и некомпетентно. От друга страна, партньорите (инвеститорите) не биха могли да загубят. В крайна сметка за пет години страната плаща около 1 млрд. EUR повече за обслужването на външния си дълг.

JEL: H63; F34

Българските брейди облигации

Българската икономика навлезе в 90-те години на XX век при изключително тежка дългова ситуация. В края на 80-те години брутният външен дълг (БВД) на страната превишаваше с 60% брутният вътрешен продукт (БВП). Правителството на А. Луканов не успя да намери приемливо решение на дълговия проблем и в началото на 1990 г. наложи едностранно пълно мораториум върху обслужването на държавния външен дълг (ДВД) на страната.

След този прибързан акт България навлезе в четиригодишен период на мъчителни преговори с Лондонския клуб (ЛК) за реструктуриране на дълга към 300 частни банки-кредитори. В крайна сметка се стигна до съгласие за реструктуриране на задълженията от тип Брейди и през юли 1994 г. стартираха новите ни дългови задължения.

Договореното с ЛК реструктуриране обхващаше външен дълг от 8273 млн. USD. Бяха задействани четири опции:¹

- обратно изкупуване (*buyback*) на част от дълга на пазарна цена;
- емитиране на облигации за покриване на част от дълга с намалени лихвени плащания;
- емитиране на облигации за покриване на част от дълга при редукция на главницата, но при обслужване с пазарни лихвени проценти;

¹ Houben, A. Commercial Bank Debt Restructuring: The Experience of Bulgaria. IMF PPAA/95/6, April 1995; Александров, Ст. Българските брейди облигации. - Банков преглед, БНБ, N 1, 1995.

- емитиране на облигации за покриване на всички необслужени лихвени плащания (с изключение на тези, свързани с обратно изкупения дълг).

За обратно изкупуване беше договорен външен дълг на стойност 1027 млн. USD по пазарна цена от $25\frac{3}{16}$ цента/USD.² Останалата част от преговарянния за реструктуриране дълг беше покрита от новоемитирани дългосрочни държавни ценни книжа (брейди облигации).

Срещу главница от 1658 млн. USD бяха емитирани облигации с намалени лихвени плащания (*FLIRB - Front Loaded Interest Reduction Bonds*). Тази опция не предвиждаше редуция на главницата, но лихвените плащания бяха фиксирани на значително по-ниско равнище от пазарните (за първите седем години), т.е. обслужването им беше облекчено. Облигациите притежаваха обезпечение на едногодишните лихвени плащания (във вид на закупени и заложени от емитента облигации на САЩ), но само за първите седем години. Обезпечението покриваше тези плащания при нарастващ лихвен процент (от 2.6 до 3%).

FLIRB бяха емитирани в два транша – **A** и **B**. Транш **B** беше в размер на 196 млн. USD, покриваше 30% от краткосрочния дълг и доходността му беше с половин процент по-висока.

Външен дълг от 3730 млн. USD беше покрит от дългосрочни обезпечени облигации с отстъпка (*DISC – Collateralised DISCount Bonds*). Тази опция предвиждаше 50% редуция на главницата при съхраняване на пазарен лихвен процент.

Емисията DISC беше най-добре обезпечена – както главницата, така и лихвените плащания. Главницата беше обезпечена с 30-годишни облигации на САЩ с нулев купон. България закупи такъв тип облигации на стойност 222 млн. USD, които за 30 години и лихвен процент от 7.35% набъбнаха до стартовата цена на емисията от 1865 млн. USD.

DISC бяха емитирани също в два транша – **A** и **B**. Транш **B** беше в размер на 165 млн. USD, покриваше 30% от краткосрочния дълг и доходността му беше с половин процент по-висока.

Особеност на DISC беше предвидената *Клауза за възстановяване на стойността* (КВС). Тя предвиждаше увеличаване на лихвите, изплащани по DISC, при достигане и/или превишение на равнището на БВП от 1993 г. с една четвърт. По-специално, ако БВП продължи да нараства след достигане на 125% от равнището през 1993 г., изплащаните лихви по DISC се увеличаваха с половин процент за всеки процент прираст на БВП над достигнатото превишение.³

² В редица информационни източници и специализирани публикации цената на обратното изкупуване се закръгля на 25 цента.

³ Подробности, свързани с КВС, са дискутирани в *Минасян, Г. Външен дълг: Теория, практика, управление* (второ издание). С.: СИЕЛА, 2007, т. 4.1.

КВС утежняваше обслужването на DISC при наличие на икономическа експанзия. Тя представяше условна форма на индексирание на облигациите в съответствие с прираста на БВП (*GDP-indexed bond*). Такъв тип индексирание в международната практика се прилага с оглед облекчаване на лихвените плащания при относително слаби икономически резултати на страната-емитент (в случая при равнище на БВП под 125% от това през 1993 г.).⁴

Специална опция в договореностите с ЛК беше предвидена за уреждане на обслужването на начислените, но неплатени лихви – облигации за неплатени лихви (*IAB - Interest Arrears Bonds*). Те покриваха главница от 1858 млн. USD, която беше компилирана от натрупани и неплатени лихви през периода на мораториума (при намалени условни лихви от 3.5% от септември 1992 г. нататък). При IAB не бяха предвидени обезпечения.

Годишните лихви по всички облигациите бяха плаващи и се свързваха с шестмесечния LIBOR за междубанкови депозити в USD (освен за първите седем години при FLIRB). В договореностите с ЛК беше предвидена минимална фиксирана рискова премия от $\frac{13}{16}$ %, която беше много повече

символична и не отразяваше конкретните реалности. Бяха предвидени две дати за лихвени плащания през годината – 15 януари и 15 юли.

В договореностите с Клуба съществуваше клауза (*call option*⁵), която уреждаше вероятно бъдещо обратно изкупуване на емитираните брейди облигации. Предвидени бяха две възможности:

Първо, обратно откупуване по номинал (без отстъпка или надбавка) на всяка дата на лихвено плащане. Тази опция изискваше задължително информирание на носителите на дълга за намеренията на правителството, не по-рано от един месец и не по-късно от два месеца от определената дата за провеждането на операцията, като обявеното откупуване ставаше неотменимо. Ако беше обявено частично откупуване, то трябваше да е на

⁴ Пример на условно индексирание е емитиран от Мексико дълг, чиято доходност е свързана с равнището на добива и приходите от нефт (*Hawkins, J., P. Turner. Managing Foreign Debt and Liquidity Risks in Emerging Economies: An Overview. - In: Managing Foreign Debt and Liquidity Risks, BIS Policy Papers N 8, September 2000, p. 21*).

Вмъкването на подобни клаузи не е новост за международната финансова практика. България например е приемала подобни клаузи и в миналото. В договора за т. нар. бежански заем с Обществото на народите през 1926 г., който в действителност се превръща във вид стабилизационен заем за България, се предвижда специална "*предпазна клауза*" (*safeguard clause*), според която, ако финансовото положение на България се подобри или влоши чувствително, двете страни имат право да ревизират условията на споразумението (120 години БНБ, 1879-1999. Под общата редакция на Р. Аврамов. С.: БНБ, 1999, с. 120-121).

⁵ *Call option* - договор, даващ на бенефициента правото да купи облигация на определена цена в рамките на определен период. Опцията може свободно да се упражни или да не се упражни, тъй като по нея няма задължение за сключване на сделка. Притежателят на опцията има възможност да се възползва от благоприятно изменение на котировките (*Александров, Ст. Цит. съч., с. 2-3*).

пропорционална основа (не се допускаше формирането на привилегировани притежатели на облигации).

Такъв тип обратно откупуване беше изгодно при условие, че котировките на облигациите надвишаваха 100% и най-вече при DISC-овете, тъй като при тях се освобождаваше обезпечение, което попълваше brutните валутни резерви (БВР) на страната. По-високите котировки означаваха също повишена кредитбилност на емитента и по-голямо доверие на инвеститорите в страната (по-нисък кредитен и политически риск). В такъв случай тя можеше да емитира нова емисия облигации при по-благоприятни условия.

Изкупуването по номинал беше изгодно и в случаите, когато се очакваше оскъпяване на обслужването на облигациите (повишаване на лихвите) било поради общото покачване на световните лихвени равнища (изразено чрез позитивна постъпателна динамика на LIBOR), било поради активиране на КВС при DISC. По-принцип превишението на пазарните котировки над номинала беше възможно единствено при понижаване на доходността, което подсказваше за реално съществуващите възможности на емитента да емитира нови дългови инструменти с по-изгодни параметри.

Второ, обратно изкупуване по всяко време по пазарни цени, но при следните условия:

- откупуването да е чрез публично предлагане или чрез операции на открития пазар;
- всички облигации да са били редовно и безпроблемно обслужвани във времето.

Стратегия към намаляване на брейди облигациите в обръщение

През есента на 2001 г. България стартира поредица от дългосрочни операции по изчистването на брейди задълженията на страната. Формално необходимостта, мотивировката и изгодата от провеждането на такива операции беше обоснована от следните съображения:

1. Подобряване на международния дългов имидж на страната.

Брейди облигациите носеха отпечатъка на външната неплатежоспособност на държавата и се преценяваше, че те предопределяха въздържаните и негативните оценки на инвеститорите към страната, т.е. слабия чуждестранен инвеститорски интерес. Най-ярък израз на недоверието на инвеститорите бяха ниските стойности на кредитния рейтинг на България, които не достигаха приемливи и престижни равнища вкл. (вероятно?) и поради наличието и поддържането на големи обеми брейди облигации. Кредитната агенция "Moody's" приписа на България в края на 1997 г. за облигации и дългосрочни ценни книжа незавидния кредитен рейтинг В2 и бяха необходими четири години за неговото повишаване с една междинна стъпка (до В1).

2. Намаляване на номиналното дългово натоварване.

Поради по-ниските от номинала пазарни цени (котировки) на българските брейди облигации всички операции по тяхното обратно изкупуване и замяна бяха свързани с икономия, т.е. с чисти спестявания на база номинална стойност на БВД. Паралелно с това се подобряваха оценъчни показатели, свързани с БВД (отношение между БВД и БВП, както и др.), което беше основание за по-благоприятно отношение на международната инвестиционна общност към страната и нейното текущо икономическо състояние.

От началото на XXI век започна изплащането на главниците на IAB (от средата на 2001 г.) и на FLIRB (от средата на 2002 г.). Тези плащания увеличаваха осъвременената стойност на дълга (плащанията бяха в кратко- и средносрочен план) и се оценяваха негативно при съществуващото състояние на икономиката. При глобалните облигации изплащането на главницата беше еднократно на датата на падежа (в дългосрочен план - след 10-12 години), което изместваше големите плащания във времето и намаляваше осъвременената стойност на дълга.

3. Намаляване на рисковете, свързани с обслужването на външния дълг.

Лихвите по брейди облигациите бяха плаващи (свързани с LIBOR), което носеше риск от оскъпяване на обслужването им (лихвен риск). Той се подсилваше и от действащата КВС. Затрудняваше се надеждното предвиждане на бъдещите плащания и планирането им в държавния бюджет. Твърдите лихвени проценти осигуряваха предвидимост на плащанията и облекчаваха своевременното им планиране.

Предвид действащия в страната паричен съвет с фиксирана местна валута към EUR и с оглед минимизиране и елиминиране на валутния риск за страната, беше за предпочитане и изгодно намаляването на не-EUR валутната съставка в БВД. Брейди облигациите бяха деноминирани в USD и намаляването на техния дял чрез обратно изкупуване и/или чрез замяната им с EUR-деноминирани глобални облигации (*debt-bond swap*) минимизираше валутния риск. Последното също допринасяше за стремежа към постепенно ликвидиране на брейди облигациите.

4. Освобождение на обезпечение.

Конвертирането на DISC освобождаваше обезпечение, което попълваше *фискалния резерв* на правителството.⁶ Освобожданието на обезпечение беше по линия както на главницата, така и на лихвените плащания и подобряваше характеристиките на БВД (повишаваше дюрацията и намаляваше осъвременената стойност).

⁶ Фондът на правителството, условно наречен "*фискален резерв*", е формиран в съответствие с договореностите с МВФ през 1997 г. и във връзка с въвеждането на паричен съвет. Предназначението на фискалния резерв е да акумулира финансови ресурси, предназначени за регулярно обслужване на ДВД. Преобладаващата част от фискалния резерв (например 90% и повече) се поддържа в БНБ.

Таблица 1

Дългови инструменти в обръщение (млрд. USD)

Страна	Брейди облигации		Други дългови инструменти, емитирани на международни пазари	
	2000 г.	2002 г.	2000 г.	2002 г.
Бразилия	25.3	18.2	54.1	61.3
Мексико	16.1	5.6	58.0	54.2
Аржентина	10.8	6.8	75.6	86.8
Венецуела	9.6	7.9	6.6	7.9
България	5.0	2.6	0.1	1.7
Полша	4.5	2.8	1.8	5.5
Перу	3.7	2.5	0.3	1.3
Бряг на слоновата кост	2.3	2.3		
Нигерия	2.1	0.0		
Панама	1.7	1.5	2.6	4.5
Филипини	1.4	1.2	14.0	19.3
Йордания	0.6	0.5	0.2	0.1
Виетнам	0.6	0.6		0.5
Коста Рика	0.5	0.4	0.5	0.5
Доминиканска република	0.5	0.5	0.9	1.3
Уругвай	0.5	0.5	0.2	0.8
Общо	85.1	53.9	214.8	245.5

Източник. BIS-Basle.

Оценяваните изгоди и плюсове от конвертирането на брейди облигациите са основание за провеждането на подобни операции в световен мащаб. За две години (2000-2002 г.) общият обем на намиращите се в обръщение брейди облигации в света намаля с 31.2 млрд. USD (вкл. и поради изтичането на матуритетите им), а емитираните дългови инструменти на световните финансови пазари от същите страни нараснаха с 30.7 млрд. USD (табл. 1). Всички изтеглени от обръщение брейди облигации бяха заменени с други международни дългови инструменти.

Съвременните форми на заемане на нов външен дълг все повече гравитират към емитиране на облигации на световните капиталови пазари (евро- и глобални облигации). В това отношение и страните от Централна и Източна Европа активно се адаптират към световната практика (вж. табл. 2). В рамките на две години (2000-2002 г.) емисиите на облигации на световните капиталови пазари от тези страни нараснаха с повече от 2.5 пъти. Категоричните оценки на специалистите са, че в бъдеще този начин на емитиране на външен дълг ще доминира над всички останали. Въпреки рисковете България не би могла да остане настрана от тази тенденция, поради което беше необходимо (най-малкото) и натрупване на съответен опит.

Таблица 2

Емисии на еврооблигации от страни в Централна
и Източна Европа (млн.USD)

Страна	2000 г.	2001 г.	2002 г.
България		223	1303
Естония	196		295
Латвия		178	
Литва	319	222	380
Полша	1316	1387	3149
Румъния	147	1161	665
Русия		777	3350
Словакия	1114		146
Словения	392	494	
Украйна			400
Унгария	196	853	
Хърватия	490	670	575
Чехия		233	350
Общо	4169	6196	10 613

Източник. UN. Economic Survey of Europe, 2003, N 1, p. 92. Непълното съответствие с официалната информация на МФ за България е следствие от използването на различни информационни източници, както и на закръглени (например поради прехода от EUR към USD).

Отбелязаната практика даваше основания да се обмисля изтеглянето на намиращите се в обръщение брейди облигациите (чрез обратно изкупуване и замяната им), но конкретните операции винаги и задължително трябва да се съпровождат с ангажирани предвиждания и разчети. Отговорността при всички случаи е конкретна.

От другата страна на преговорната бариера – инвеститорите, бяха не по-малко заинтересувани от провеждането на подобен вид дългова операция и активното участие в нея. Могат да се посочат следните основания за това:

Първо, брейди облигациите са непривлекателен за инвеститорите дългов инструмент. Те са трудно търгуеми поради несъответствието между минималната (символична) рискова премия, от една страна, и величината на държавния риск на емитента, от друга. Тяхното притежаване може да се оцени като неподходящ инвестиционен избор.

Второ, те са дългосрочни, което намалява осъвременената стойност на вложенията. DISC са 30-годишни (с падеж 2024 г.), FLIRB са с падеж 2012 г., IAB – с падеж 2011 г. Емисиите на конвертиращите евро- и глобални облигации са с

около десетгодишен матуритет, при това редовно търгуеми и нормално предпочитани дългови инструменти. При всички случаи конверсията е желана и търсена от инвеститорите от гледна точка на дюрацията на инвестициите.

Трето, доходността (както купонната, така и до падежа) на новоемитираните евро- и глобални облигации не би могла да бъде по-лоша от тази на брейди облигациите. Стартовата позиция и фиксирането на купонната доходност на емитираните евро- и глобални облигации се постига на регулярна конкурентна основа и при действието на пазарни принципи. В този процес притежателите на брейди облигации са едни от многото инвеститори, които се стремят да намерят ефективно приложение на капиталите си. Икономическото и финансовото състояние на емитента са определящи за формирането на параметрите на емисиите. За времето си България е с далеч по-големи рискови фактори, така че действителната рискова премия е редно да бъде много по-висока от тази на брейди облигациите.

Притежателите на български брейди облигации няма какво да загубят. При тях рискът (доколкото съществува) е повече символичен, отколкото реален. По-различна би била ситуацията тогава, когато стабилното икономическо развитие на България предопредели значително по-високи лихвени плащания при задействане на КВС. Но към 2002 г. този момент е все още в неопределеното бъдеще. И както практиката показва, тя (КВС) се активира едва през 2007 г.

Финансови рискове

Подобен тип мащабни активни операции не са освободени от поредица рискове за емитента. Най-важни са следните:

1. Предизвикано повишение на пазарните котировки.

Предварителното увеличение на пазарните котировки на брейди облигациите означава, че емитентът трябва да заплати по-висока цена за обратно изкупуване и/или замяна. Огласяването на намеренията води до повишаване на котировките, т.е. до оскъпяване на операцията. Най-добре е операции от подобен тип да се поднесат неочаквано, за да не се даде възможност за ответно контраорганизиране на пазара. В действителност обаче такъв вид мащабни операции не могат да останат засекретени. В българския случай нещата се комплицираха както от клаузите на договора, така и от предварителната проучвателна пилотна първа емисия на еврооблигации (ноември 2001 г.), чиито цели не останаха прикрити.

2. Неблагоприятно изменение на лихвените проценти.

Неблагоприятното изменение на лихвените проценти за емитента се свързва с по-високи текущи лихвени разходи за новоемитираните евро- и глобални облигации. При лихвени купони на новоемитираните облигации в рамките на около 8% операцията по замяната на брейди облигации е печеливша по отношение на текущите лихвени разходи при стойности на LIBOR (за шестмесечни USD-депозити) от около 5.5-6.0%. Ако обаче световните лихвени

проценти се поддържат за продължителен период на значително по-ниски равнища, тогава разходите по обслужването на новоемитираните облигации превишават тези за брейди облигациите, т.е. регистрира се нетна финансова загуба.

3. Непредвидено изменение на валутния курс.

При относително силен USD (високи стойности на съотношението EUR/USD) конвертирането на брейди облигациите в EUR-деноминирани глобални облигации изисква отделянето на значително по-големи левови ресурси. Последното има отношение към т. нар. *timing* (избор на подходящ момент за извършването на операцията по конвертирането). При евентуално отслабване на USD след извършването на операцията (намаляване на стойностите на отношението EUR/USD) може да се оскъпи обслужването на ДВД, доколкото деноминираният в USD външен дълг изисква отделянето на по-малки обеми левови ресурси за обслужването му.

4. Напрежение в държавните финанси.

Новоемитираните целеви евро- и глобалните облигации за обратно изкупуване и/или замяна на намиращите се в обръщение брейди облигации са с еднократно изплащане на датата на падежа (2007 г., 2013 г. и 2015 г.), което предполага отделянето на големи суми в чуждестранна валута (EUR или USD) към съответните години. Нормалните и обичайни очаквания са, че в бъдеще страната ще съумее да се стабилизира в достатъчна степен, така че безпроблемно да посрещне ударните плащания. Въпреки всичко рискът от възникването на финансово напрежение съществува.

Операцията по замяната на брейди облигациите с евро- и глобални облигации и конверсията на USD-деноминиран дълг в EUR-деноминиран дълг имаше както своите предимства, така и недостатъци (рискове). Доколкото се оперираше с държавни средства в особено големи количества и в условията на строгите ограничения на паричния съвет, всички подобни действия трябваше да бъдат внимателно оценявани и проигравани най-вече с оглед на намаляване на рисковете за претърпяване на загуба.

Емисии на евро- и глобални облигации⁷

Операцията започна с емисия (за първи път в България) на 250 млн. EUR дългосрочни *еврооблигации*, предназначена за натрупване на средства за обратно изкупуване на брейди облигации (DISC, около една трета от брейди облигациите в обръщение) и освобождаване на обезпечение. В този случай беше активирана втората възможност на емитента за обратно изкупуване, предвидена в договореностите с Лондонския клуб.

⁷ Информацията за емисиите и резултатите от операцията е в съответствие с официалните правителствени източници: *Замяна на брейди с еврооблигации*. МФ, С., март 2002 (Internet); *Замяна на брейди облигации с нови глобални облигации* (Резултати от операцията). МФ, 28 март 2002 (Internet); *Замяна на брейди еврооблигации*. МФ, С., септември 2002 (Internet).

Първата българска емисия на еврооблигации притежава следните характеристики:

Дата на емитиране - ноември 2001 г.;
Дата на падежа - 1 март 2007 г.;
Лихвен купон - 7.25%;
Погасяване на главницата - еднократно на датата на падежа;
Пазарна цена към 31.12.2002 г. - 1070 (за 1000 номинал).

Доходността на емисията беше с 3.76% по-висока (рискова премия) от тази на аналогичните германски облигации.

През следващата 2002 г. България продължи с мащабни операции по реструктурирането на ДВД, по-специално с емитирането на нови *глобални* облигации, обратното изкупуване и замяната на налични брейди облигации с глобални облигации. В началото на 2002 г. (8 март) Министерството на финансите (МФ) регламентира официално намерението си за обратно изкупуване и замяна на брейди облигации с глобални облигации. Обявиха се две нови емисии на глобални облигации:

- емисия, деноминирана в EUR, с падеж 2013 г. и горна граница на годишна лихва (лихвен купон) от 8%;
- емисия, деноминирана в USD, с падеж 2015 г. и горна граница на годишна лихва (лихвен купон) от 8.5%.

На 21.03.2002 г. доходността върху предлаганите облигации се определя на:

1. *За EUR-емисията*: доходността на германски ДЦК с падеж януари 2012 г. (5.237% към момента) плюс рискова премия от 2.75% (275 bpp);
2. *За USD-емисията*: доходността на американски ДЦК с падеж 2015 г. (5.4% към момента) плюс рискова премия от 3.7% (370 bpp).

На 22.03.2002 г. България започва да събира предложенията на инвеститорите. Отчитат се следните резултати:

1. Емисия на EUR-деноминирана глобална облигация:

Дата на емитиране - 22 март 2002 г.;
Дата на падежа - 15 януари 2013 г.;
Лихвен купон - 7.5%;
График на лихвените плащания - 15 януари;
Размер на емисията - 835.5 млн. EUR;
Първоначална цена на емисията - 96.617.

2. Емисия на USD-деноминирана глобална облигация:

Дата на емитиране - 22 март 2002 г.;
Дата на падежа - 15 януари 2015 г.;
Лихвен купон - 8.25%;
График на лихвените плащания - 15 януари и 15 юли;
Размер на емисията - 513.0 млн. USD;
Първоначална цена на емисията - 93.681.

Обратно изкупуване и замяна на брейди облигации

Получените приходи от емисията на глобалните облигации се използват за обратно изкупуване и замяна на намиращи се в обръщение брейди облигации (вж. табл. 3).

Обемът на сделката по отделни елементи е представен на табл. 4. При операцията е трансфериран български ДВД, емитиран във вид на брейди облигации, на обща номинална сума от 1327.9 млн. USD.

Таблица 3

Цени на брейди облигациите, по които е извършена сделката през март 2002 г.

Брейди облигации	Обратно изкупуване	Замяна с глобални облигации в USD	Замяна с глобални облигации в EUR
DISC A	90.50	90.50	90.50
DISC B	90.50	92.50	90.50
IAB	88.25	88.50	88.50
FLIRB A	90.25	90.50	90.50
FLIRB B	90.25	92.50	91.45

Таблица 4

Одобрени поръчки (млн.USD)

Брейди облигации	Обратно изкупуване	Замяна с глобални облигации в USD	Замяна с глобални облигации в EUR	Общо
DISC A	184.6	198.9	142.4	525.9
DISC B	3.6	71.9	1.3	76.8
IAB	85.0	168.8	94.9	348.7
FLIRB A	74.3	41.8	121.4	237.5
FLIRB B	1.6	54.0	83.4	139.0
Общо	349.1	535.4	443.4	1327.9

Към дадения момент интересът на инвеститорите към EUR е съдържан, поради което заменените брейди облигации с глобални облигации в EUR са за по-малка сума. Резервите към EUR са следствие предимно от две причини:

1. Притежатели на преобладаващата част от българските брейди облигации са неевропейци (американци), които са свикнали и предпочитат да оперират с USD.

2. Общата европейска валута EUR е нова и все още неустановена валута и носи риск от непредвидени колебания.

Разширение на емисията глобални облигации в USD

През есента на 2002 г. се осъществява нова операция по замяната на българските брейди облигации с глобални облигации. Тя се обявява на 9.09.2002 г. и се осъществява на 26.09.2002 г. със сетълмент на 9.10.2002 г. Операцията се състои в разширяване на емисията на глобални облигации в USD от пролетта на 2002 г. с падеж 15.01.2015 г.

На табл. 5 са представени резултатите от разширението на емисията глобални облигации в USD. Поради големия интерес към емисията, както и високата ѝ доходност, цената на облигациите достига 1.0395 от номинала (при цена от 93.681 през март 2002 г.). В резултат номинал от 866 млн. USD брейди облигации е заменен с емисия от 759 млн. USD новоемитирани глобални облигации.

Таблица 5

Резултати от разширението на емисията глобални облигации в USD, септември 2002 г.

	Цени на замяна (цента)	Заменени количества (номинал, млн. USD)	Пазарна цена (млн. USD)	Емисия глобални облигации (млн. USD)
DISC A	92.000	302	278	267
DISC B	94.500	40	38	36
IAB	89.125	226	201	194
FLIRB A	91.375	293	268	258
FLIRB B	92.350	5	5	4
<i>Общо</i>		<i>866</i>	<i>789</i>	<i>759</i>

Таблица 6

Изменение на намиращите се в обръщение български брейди облигации (млн. USD)

	2001 г.	След операцията от март 2002 г.	След операцията от септември 2002 г.
DISC A	1483	957	655
DISC B	142	65	25
IAB	1594	1245	1019
FLIRB A	1395	1121	828
FLIRB B	145	6	1
<i>Общо</i>	<i>4759</i>	<i>3395</i>	<i>2529</i>

На табл. 6 са представени промените в намиращите се в обръщение български брейди облигации, свързани с проведените активни операции от

2002 г. Усилията са насочени най-вече към намаляване на намиращите се в обръщение DISC-ове – тяхното обратно изкупуване и редукция е максимална (58%). Този стремеж е продиктуван от двойната изгода за емитента:

- освобождаване на обезпечение на главницата на DISC;
- избягване на по-високи лихвени плащания след евентуалното активиране на КВС.

Почти се изчистват емисиите от транш **B**.

Позитивни ефекти

Позитивните ефекти от извършените външнодългови операции са не по линия на регистриране на финансови изгоди, а повече в сферата на подобряването на параметрите на ДВД.

Намаляване на номиналния размер на държавния външен дълг

През пролетта на 2002 г. замяната на брейди облигации се извършва в съответствие с действащия към момента валутен курс между EUR и USD (1.137 EUR/USD към 22.03.2002 г.). Емисията от 835.5 млн. EUR е равностойна на 734.8 млн. USD, така че общата разполагаема сума за финансовата операция възлиза на 1247.8 млн. USD. Разликата с номиналната стойност от 1327.9 млн. USD представя намалението на номиналния размер на ДВД (80 млн. USD).

При разширението на USD-деноминираните глобални облигации се фиксира ново номинално намаление на ДВД от 107 млн. USD, така че общото му номинално намаление като следствие от операциите през 2002 г. се оценява на 187 млн. USD.

Номиналното намаление на ДВД е следствие от съчетанието между:

- по-ниска пазарна оценка на брейди облигациите;
- величина на валутния курс EUR/USD;
- първоначално дисконтирана пазарна цена на емисията глобални облигации.

Номиналното намаляване на външния дълг обаче далеч не винаги означава реципрочно намаляване и на пазарната му оценка (което се вижда от табл. 8). В това се състои противоречивата същност на този параметър в контекста на критика на *Bulow-Rogoff*.

Намаляване на лихвения риск

Брейди облигациите се олихвяват с плаващи лихвени проценти, свързани с LIBOR (за шестмесечни междубанкови депозити в USD). Глобалните облигации са с фиксирани лихвени проценти и тяхното обслужване е надеждно и безпроблемно прогнозируемо, което облекчава планирането на лихвените разходи в държавния бюджет. След цялостното изчистване на брейди облигациите (юли 2005 г.) външният дълг с фиксирани лихвени проценти вече доминира в лихвената структура на ДВД. В резултат

от извършените активни операции с ДВД делът на държавния дълг (външен и вътрешен) с фиксирани лихвени проценти достигна до 39% в края на 2002 г. и близо 60% към средата на 2005 г. В официален документ на правителството⁸ се предвижда по-нататъшното му увеличение до 45-50%, т.е. с изчистването на брейди задълженията се постига преизпълнение на официално заложената цел по линия на лихвената структура на държавния дълг.

Намаляване на валутния риск

Проведените финансови операции намаляват валутния риск, свързан с управлението на ДВД. Нараства неговата EUR-съставка (респ. намалява делът на USD-деноминирания ДВД – вж. фиг. 1), което се оценява благоприятно във връзка с действието на паричния съвет. В Стратегията за управление на държавния дълг се предвижда до 2005 г. делът на доларовия ДВД да спадне под 50% с перспектива до 2009 г. да бъде около 30%. В действителност още към средата на 2005 г. (юли, след окончателното обратно изкупуване на брейди облигациите) делът на ДВД, емитиран в USD, спада до 28.2%. Обслужването му намалява уязвимостта си от неблагоприятни курсови изменения.

Увеличаване на дюрацията

С операциите от 2002 г. се увеличава дюрацията на ДВД. Оценките на МФ показват следните дюрации на българските брейди облигации към пролетта на 2002 г.: FLIRB **A** – 4.1 години (падеж 2012 г.); FLIRB **B** – 4.0 години; DISC **A** – 4.8 години (падеж 2024 г.); DISC **B** – 4.9 години; IAB – 5.1 години (падеж 2011 г.). Дюрацията на DISC е по-малка независимо от 30-годишния матуритет, защото няма плащания по главницата им – тя е заплатена с обезпечението от средата на 1994 г. Същевременно дюрацията на новите глобални облигации в EUR е 7.2 години (падеж 2013 г.), а на тези в USD – 7.7 години (падеж 2015 г.). По-голямата дюрация е свързана с отдалечаването във времето на големите плащания и е благоприятна за длъжника.

Освобождаване на обезпечение

С проведените операции се освобождава част от обезпечението, което към 2002 г. е само върху главницата и лихвените плащания на DISC. Към началото на 2002 г. стойността на обезпечението на главницата на DISC, инвестирано първоначално в 30-годишни облигации с нулев купон на САЩ

⁸ Основните критерии при управлението на ДВД са приведени и описани в Закона за държавния дълг (ЗДД) и в Стратегия за управление на държавния дълг. ЗДД е приет от Народното събрание през есента на 2002 г. и регламентира принципните постановки при управлението на държавния дълг, включващ както външни, така и вътрешни задължения. Стратегията е конкретизация на някои положения от ЗДД и е приета като официален документ на МФ през 2003 г.

(222 млн. USD), е достигнало до 392 млн. USD. През март 2002 г. са изкупени обратно и заменени облигации DISC на обща стойност 602.7 млн. USD, т.е. 32.3% от първоначалната емисия от 1865 млн. USD. Съответната част от обезпечението се оценява на 126.5 млн. USD. Освобождава се и обезпечение на лихвените плащания – в размер на 7%. При общата стойност на намалени DISC облигации освободеното обезпечение на лихвените плащания достига 42.2 млн. USD. По такъв начин сумарното освободено обезпечение е на стойност 168.9 млн. USD.⁹ При разширението на емисията на USD-деноминирани глобални облигации през есента на 2002 г. МФ пресмята и ново освободено обезпечение в размер на 136 млн. USD (общо 333 млн. USD по оценки на МФ).

Освободеното обезпечение предстои по-нататък да се прецени от позициите на формирането на инвестиционен доход.

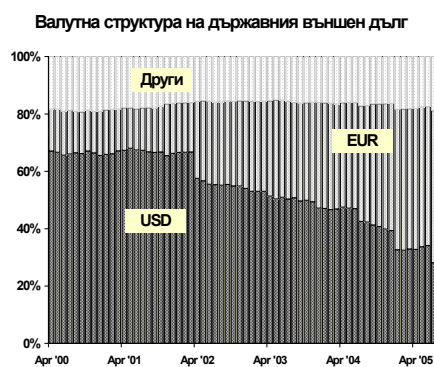
Финансови преоценки

Резултатите от проведените операции по реструктурирането на ДВД през 2002 г. са проектирани при редица изходни предпоставки. При промяна и непредвидено изменение на изходните предпоставки резултатите от операциите претърпяват значителни изменения.

Стартова позиция

През есента на 2001 г., когато България емитира еврооблигации на стойност 250 млн. EUR, се лансира и по-широката идея за предприемането на мащабна операция по конверсията на намиращите се в обръщение брейди облигации. Всичко това подейства на пазарните цени на брейди облигациите.

Фигура 1



Фигура 2



⁹ В официалното съобщение на МФ се посочва освободено обезпечение от 197 млн. USD.

Таблица 7

Цени на българските брейди облигации (цента)

	DISC		FLIRB		IAB	
	Купува	Продава	Купува	Продава	Купува	Продава
8.10.2001 г.	75.25	77.00	78.25	80.88	76.00	78.25
20.03.2002 г.	91.13	91.50	90.13	90.63	88.25	88.75

На табл. 7 са представени цените на българските брейди облигации непосредствено преди първата емисия еврооблигации и към датата на емитиране на глобалните облигации. Разликата е впечатляваща – в рамките на 12-15%! Цените дори продължават да се повишават (много повече като инерция, отколкото по някакви съдържателни предпоставки) и известно време след емисията на глобалните облигации (вж. фиг. 2). Най-висок прираст на цените се отбелязва при DISC, които са и финансово най-интересни за емитента. Инвеститорите разбират прекрасно интереса на емитента (както и своя собствен), така че своевременно подтикват цените нагоре.

Увеличението на цените на брейди облигациите във времето между емисията на еврооблигацията (2001 г.) и глобалните облигации (2002 г.) е факт с губещи последствия за емитента. При пролетната емисия на глобални облигации са конвертирани брейди облигации с номинална стойност 1327.9 млн. USD и приблизително 160 млн. USD (12% от номинала) са изплатени в повече благодарение на предварителното лансиране на намеренията на правителството. При разширението на USD-емисията през есента на 2002 г. са конвертирани нови 866 млн. USD брейди облигации и потенциалната загуба от увеличените пазарни цени се оценява на допълнителни 100 млн. USD. Общо от увеличените котировки на брейди облигациите най-вече като следствие от намеренията за обратно изкупуване и/или замяна се отчита по-висок разход за страната от 260 млн. USD.

Възбуденият прираст на пазарната оценка на българския ДВД хвърля сянка върху икономическата целесъобразност от провеждането на подобна сделка. В специализираната литература е известна т. нар. критика на *Bulow-Rogoff* относно ползата от едностранния акт на обратно изкупуване на част от външния дълг.¹⁰

¹⁰ *Bulow, J., K. Rogoff*. Cleaning up Third World Debt Without Getting Taken to the Cleaners. - *Journal of Economic Perspectives*, Winter 1990, Vol. 4, N 1, p. 33; *Възможни ползи и рискове от операцията по замяната на българския външен дълг (оценки от Интелиноз)*. - *Банки, Инвестиции*, Пари, 2002, N 2, с. 9.

Bulow&Rogoff привеждат пример от практиката на латиноамерикански страни. През 1988 г. Боливия изкупува обратно почти половината от външния си дълг от 670 млн. USD. Непосредствено преди сделката боливийският дълг се котира за 6 цента с обща пазарна оценка от 40.2 млн. USD. С 34 млн. USD Боливия изкупува обратно 308 млн. USD от външния си дълг, а пазарната цена на останалите 362 млн. USD се покачва на 11 цента при обща пазарна оценка от 39.8 млн. USD

Таблица 8

Характеристики на сделката от пролетта на 2002 г.

	Преди сделката (млн. USD)	След сделката (млн. USD)	Цени "купува" 8.10.2001 г.	Цени "купува" 23.04.2002 г.	Пазарна оценка (млн. USD)	
					Преди сделката	След сделката
DISC	1625.2	1022.5	75.25	91.13	1222.9	931.8
FLIRB	1539.9	1127.4	78.25	90.13	1205.0	1016.1
IAB	1594.0	1261.3	76.00	88.25	1223.6	931.8
Номинална оценка	4759.1	3411.2				
Пазарна оценка					3651.5	3061.0

От табл. 8 се вижда, че със сделката от пролетта на 2002 г. номиналната оценка на притежаваните от България брейди облигации спада с 1363.9 млн. USD, докато пазарната оценка намалява с 590.5 млн. USD. За постигането на този резултат България емитира глобални облигации от 835.5 млн. EUR и 513.0 млн. USD. Към този момент цена "купува" за EUR-деноминирани глобални облигации е 95.5, а на USD-деноминирани – 92.3. При действащия валутен курс пазарната оценка на новоемитираните глобални облигации се изчислява на 1170 млн. USD. Рекапитулацията показва увеличение на пазарната оценка на българския ДВД вследствие на операцията от пролетта на 2002 г. с 580 млн. USD. С времето оценките се променят, тъй като и пазарните котировки също се променят.

Направените пресмятания илюстрират същността на критиката на *Bulow&Rogoff*, която остава валидна и в случая с България от 2002 г.

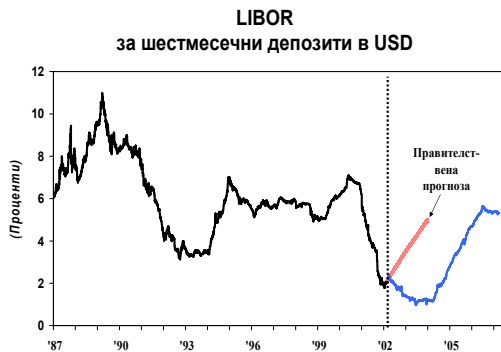
Лихвени плащания

Основната изходна предпоставка при активните операции по ДВД през 2002 г. е свързана най-вече с очакванията за относително високи стойности на световните лихвени равнища, по-специално на LIBOR. Обслужването на брейди облигациите е свързано със стойностите на LIBOR (плюс $\frac{13}{16}\%$), поради което висок LIBOR означава по-големи лихвени плащания по брейди облигациите.

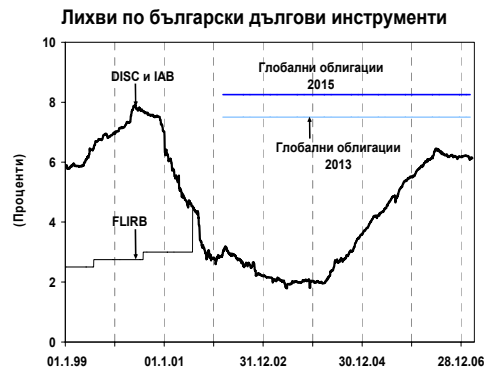
На фиг. 3 е представен временният ред за стойностите на LIBOR за шестмесечни междубанкови депозити в USD. Към пролетта на 2002 г. стойностите на съответния LIBOR са на исторически ниски равнища (примерно около 2%). На фиг. 3 се проследява, че за предходните 10-15 години LIBOR никога не е слизал на подобни равнища. В обозримото минало стойностите на LIBOR се колебаят около 6% и очакванията са свързани именно с връщане към тези средни стойности.

(вж. също *Sachs, J., J. Morales*. Bolivia: 1952-1986. International Center for Economic Growth. Country Studies N 6, 1988, p. 38).

Фигура 3



Фигура 4



Действителността обаче е по-различна. Субективните очаквания за връщането на LIBOR на равнища от около 6% се основават много повече на механистични основания, отколкото на съдържателни икономически предпоставки. Спадът на световните лихви започна от средата на 2000 г., когато в рамките на следващите 15 месеца LIBOR намалява наполовина (от 7.0 на 3.5%) като следствие от стремежа на водещите централни банки в света (FED, ECB) да стимулират икономическото развитие. Терористичните акции от 11.09.2001 г. подсилват опасенията за икономическа рецесия, поради което световните лихви продължават по очертания низходящ тренд. Само през 2001 г. например FED намалява 11 пъти лихвата си – от 6 (3.01.2001 г.) на 1.75% (11.12.2001 г.), като последните четири намалявания са след терористичните актове от 11.09.2001 г. (от 3 на 1.75%). ECB също намалява своята лихва – от 3.25% преди терористичните актове на 2.25% в края на 2001 г.

Причините за тази динамика на лихвените проценти не са последователно разкрити и осмислени от макроикономическия елит. На 10.09.2001 г. шестмесечният USD LIBOR е 3.5%, два месеца по-късно вече е 2%. През пролетта на 2002 г. се наблюдава конюнктурно покачване до 2.3% и тук беше необходима значително по-отговорна и ангажирана оценка за евентуалното краткосрочно и средносрочно поведение на световните лихви като предпоставка за предприемането на изключително мащабни дългосрочни финансови операции. Останаха недооценени последствията от терористичните действия в световен план и икономическите контрамерки на водещите развити страни. Едва към лятото на 2004 г. се появиха оправдани основания и очаквания за нарастване на лихвени проценти в света.

Адекватната оценка на лихвените равнища имаше отношение и към проектирането на валутните курсове и най-вече – към вероятното отслабване на USD.

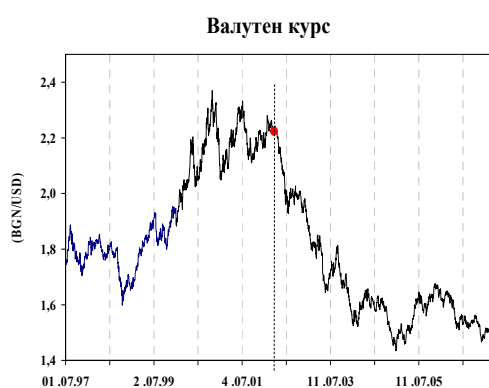
Лихвените равнища на световните капиталови пазари водят до загуби за България от обслужването на реструктурирания ДВД през 2002 г. (вж. фиг. 4).

При LIBOR от около 1.0–1.5% България плаща лихви по брейди облигациите от около 2.0-2.5%, докато обслужването на глобалните облигации е с лихви от порядъка на 8%. За 2003 г. например България е изплатила 108 млн. лв. лихви по брейди облигациите и 327 млн. лв. - по евро- и глобалните облигации. При това главниците на притежаваните от България брейди облигации, от една страна, и евро- и глобални облигации, от друга, са примерно равни помежду си (около 2.1 млрд. USD). Само от различия в лихвените проценти и само за 2003 г. операциите от 2001-2002 г. с реструктурирането на ДВД водят до загуба за страната от около 220 млн. лв. (112 млн. EUR). Общо до края на 2006 г. натрупаният преразход от лихвени плащания, свързани с проведените операции, се оценява на 550 млн. EUR.

Фигура 5



Фигура 6



Значително по-високият лихвен купон по българските глобални облигации в сравнение със световните лихвени равнища е причина за рекордно високите им котировки (фиг. 5). Високодоходните USD-деноминирани български глобални облигации (8.25% лихвен купон), както и EUR-деноминираните, достигат и превишават котировки от 125%! Обяснението е в значително по-високия доход във вид на лихва. Доходността до падежа на българските EUR-деноминирани глобални облигации (с падеж 2013 г.) спада под 3.5% към средата на 2005 г., т.е. към средата на 2005 г. България би могла да емитира дългосрочни глобални облигации с лихвен купон, който да бъде с около четири процентни пункта (400 bpp) по-нисък от този през пролетта на 2002 г.

Успоредно с усилията за изчистване на брейди задълженията правителството на Симеон Саксбургготски (2001-2005 г.) предприе и действия за преформатиране на държавния дълг, по-специално за осигуряване на валутни приходи от емисия на ДЦК на вътрешния капиталов пазар

На 18.02.2003 г. и 10.03.2003 г. МФ проведе две отваряния на първия търг за продажба на емисия ДЦК, деноминирани в EUR и регистрирани на вътрешния

пазар. Книжата са със срок 2646 дни (седем години и три месеца) и с годишен лихвен купон от 5.75 %. Предложеното за продажба количество на двете отваряния е 50 млн. EUR и 25 млн. EUR съответно, като получените поръчки са общо за 216.5 млн. EUR (одобрени 50 млн. EUR на първо отваряне и 55 млн. EUR на второ). Показателно е, че първото отваряне е реализирано при средна доходност на одобрените поръчки от 5.58%, а второто – от 5.65%.

През 2003-2005 г. МФ проведе четири отваряния на нова емисия ДЦК на вътрешния пазар, деноминирани в EUR. Матуритетът на тази емисия е 5447 дни (14 години и 11 месеца). Общо за емисията са предложени 100 млн. EUR, докато търсенето е за 350.9 млн. EUR. Лихвеният купон е фиксиран на 6%, постигнатата доходност е 6.55% при първо отваряне и спада до 4.99 при четвърто отваряне.

Таблица 9

Емитирани ДЦК в чуждестранна валута на вътрешния капиталов пазар

Номер	Валута	Първоначална емисия	Падеж	Главница (хил.)	Лихвен купон	ДЦК, притежавани от нерезиденти (хил., към юли 2005 г.)
<i>ДЦК, емитирани за структурната реформа</i>						
BG 20 097 94228	USD	01.01.1994	01.01.2019	138 472	LIBOR	119
BG 20 400 99223	EUR	01.07.1999	01.01.2019	116 943	EURIBOR	2 045
<i>ДЦК, емитирани за финансиране на бюджетния дефицит</i>						
BG 20 402 03213	EUR	24.02.2003	24.05.2010	105 000	5.75	15 673
BG 20 404 03219	EUR	11.20.2003	11.10.2018	100 000	6.00	

Източник. Държавен дълг. МФ, юли 2005.

Двете емисии на ДЦК на вътрешния финансов пазар, първата от които една година след емисията на глобалните ни облигации, а втората – 20 месеца по-късно, както и техните параметри показват, че МФ би могло да привлече чуждестранни финансови ресурси и на по-ниска цена. Заслужава обаче да се отбележи, че участието на чуждестранни инвеститори при двете емисии е незначително (вж. табл. 9).

Разнообразяването на емисиите ДЦК от подобен вид може да се оцени положително. То е движение в правилна посока, що се отнася до установената международна практика. Процесите обаче трябва да се следят внимателно с оглед адекватна аналитична оценка на реалното състояние на вътрешния капиталов пазар. При цялата съществуваща условност интересът на чужде-

странните инвеститори към вътрешните емисии на ДЦК трябва да се тълкува като стъпка към интеграция в европейските и световните финансови структури.

Кривите от фиг. 5 са добра илюстрация и за поведението на инвеститорите спрямо дългови инструменти с различен матуритет. Котировките на краткосрочните еврооблигации са много по-устойчиви, отколкото тези на дългосрочните. Пазарната цена на краткосрочните ДЦК (с падеж 1.03.2007 г.) не може да се колебае прекалено силно поради приближаването на падежа, на който емитентът ще изплати на притежателите на съответните еврооблигации техния номинал. В същото време дългосрочните глобални облигации се влияят от конюнктурни особености и техните котировки са много чувствителни към настроенятията на инвеститорите.

Валутен курс

На фиг. 6 е представено изменението на валутния курс BGN/USD (респ. EUR/USD) за периода след въвеждането на паричния съвет в България. На фигурата е означен моментът на емитиране на глобалните облигации у нас и конвертирането на брейди облигации (март 2002 г.). За период от около година и половина до конверсията валутният курс се задържа средно на равнище от 2.20 BGN/USD. В момента на емисията правителството очаква и предвижда по-нататъшното задържане на валутния курс на това равнище.

Действителността обаче е значително по-различна. До голяма степен тя се свързва функционално с низходящата динамика на лихвите на FED, която зависимост така и остава неразкрита и неоценена. На 1.04.2002 г. валутният курс е все още 2.24 BGN/USD, но от май 2002 г. започва продължително обезценяване на USD. То продължава на три етапа, като към края на 2004 г. достига равнища от 1.45 BGN/USD. Подобна динамика на валутния курс възбужда условни и реални финансови загуби за България, свързани с конверсията на брейди облигациите.

Условните загуби са следствие от неподходящо подбрания момент за конверсия. Ако примерно тя беше извършена не през март 2002 г., а през май 2003 г. (14 месеца по-късно, а и след това), замяната на USD-деноминирани брейди облигации с EUR-деноминирани глобални облигации щеше да се извърши не по валутен курс 1.15 EUR/USD, а по 0.85 EUR/USD. Съответно през март 2002 г. България заплаща за конверсията на брейди облигациите с EUR-деноминирани глобални облигации с 35% повече, отколкото би заплатила при конверсия през май 2003 г. Условната загуба от неподходящо подбрания момент за конверсия възлиза на около 290 млн. EUR.

България търпи и реални загуби от непредвиденото отслабване на USD. В съответствие с официалната информация на МФ през март 2002 г. 443.4 млн. USD номинал на брейди облигации са заменени с 468.4 млн. EUR номинал глобални облигации. Лихвата по брейди облигациите, която се заплаща в USD, е заменена с лихва по EUR-деноминирани глобални облигации, която се заплаща в EUR. Средствата, които правителството акумулира като резерв за обслужване

на ДВД, се отчисляват най-вече от държавния бюджет, т.е. в лв. (респ. в EUR). За 2003 г. например по заменените 468.4 млн. USD брейди облигации би трябвало да се платят около 10 млн. USD лихви. Вместо това правителството плаща 7.5% лихва върху заменящите 468.4 млн. EUR глобални облигации, т.е. 35 млн. EUR. Реалното обслужване на тази част от ДВД възлиза на 69 млн. лв., докато непромененият вариант на ДВД би изисквал около 17 млн. лв. Разликата в повече от 50 млн. лв. включва ефекта както от по-високите лихвени проценти, така и от отслабването на USD.

Оценяваните условия и реални загуби за страната нарастват, ако хипотетичният момент на оценка се отложи по-дълго във времето.

Противоречива икономическа същност на освободеното обезпечение

Самоцелният стремеж към освобождаване на обезпечение не може да се оцени еднозначно. Преобладаващата част от обезпечението е във формата на 30-годишни дългосрочни облигации на FED с достатъчно висока доходност (7.35%). Освободеното обезпечение попълва БВП и неговото инвестиране започва да се подчинява на строго консервативните правила за управлението му с оглед намаляване на всякакви възможни съпътстващи рискове. Правилата ограничават до минимум възможностите за инвестиране в дългосрочни ценни книжа поради изискването за намаляване както на пазарния (лихвен), така и на кредитния риск. Това е причината, поради която средната доходност на инвестираните БВП на страната е на значително по-ниско равнище (примерно около 2-3%). Разликата между доходността на 30-годишните ценни книжа на FED, от една страна, и средната доходност на БВП, от друга, е загуба за емитента.

Министерството на финансите отчита освобождаване на обезпечение във вид на закупени ДЦК на FED в размер на 333 млн. USD (197 млн. USD през пролетта и 136 млн. през есента на 2002 г.). Приблизително две трети от освободеното обезпечение (220 млн. USD) е във вид на дългосрочни облигации на FED. Ако тази сума беше останала в първоначалния си вид за четири и половина години (до края на 2006 г.) щеше да нарасне до 300 млн. USD, докато консервативното управление на валутните резерви увеличава същата сума до 250 млн. USD. Разликата от 50 млн. USD е също за сметка на емитента.

*

Вероятно няма да бъде пресилено да се каже, че дълговите проблеми на България са хронични (или са били хронични).¹¹ Те съпътстват страната почти от Освобождението до началото на XXI век и винаги са били следствие не толкова от прекомерно нараснали финансови задължения, колкото от неуредици и несполуки при управлението на вътрешните за страната икономически процеси.

¹¹ Вж. по-подробно *Аврамов, Р.* Стопанският XX век на България. С.: ЦЛС; *Иванов, М.* Политическите игри с външния дълг (български сюжети на стопански кризи и възход 1929-1934). С.: Изд. "Златю Бояджиев", 2001; *Минасян, Г.* Цит. съч.

Нерядко затрудненията произтичат от слабости в политическите оценки и политическото поведение на управленския елит.

Мораториумът от 1990 г. нанесе вреди и петна върху международния имидж на страната, които се изчистват бавно и изискват полагаането на твърди последователни усилия. Затрудненията вече са загърбени, но уроците не бива да се забравят. Най-същественят от тях е потвърдението на вечния кибернетичен принцип - трудните проблеми изискват трудни решения. И още – лошото стопанисване, особено и най-вече на национално равнище, рано или късно се заплаща и платецът винаги е населението, винаги и неизменно е всеки гражданин.

Четиригодишните усилия на управленски екипи за сключването на приемливо споразумение с ЛК за реструктурирането на българския външен дълг могат да се оценят категорично положително. Основания за това дават сравнителните междустранови оценки (табл. 10). При цялата си условност данните от таблицата демонстрират параметри, които безусловно могат да се оценят като успех за преговарящите екипи и за България в тежките и продължителни преговори. Оттам нататък предстоеше труден и последователен процес на утвърждаване на възможностите за ефективно управление на ДВД.

Таблица 10

Сравнителен междустранов анализ за реструктуриране на външен дълг по план Брейди

Страна	Година	Реструктуриран дълг	Реструктуриран дълг на човек от населението	Цена на реструктурирането	Дял на редуцията	Еквивалентна цена за обратно изкупуване	Цена на дълга на вторичния капиталов пазар
		Млн. USD	Млн. USD	Млн. USD	%	Цента	Цента
Филипини	1990-2	5.8	94	1.8	64	49	50
Венецуела	1990	19.7	1010	2.6	32	40	46
Коста Рика	1990	1.6	535	0.2	71	19	19
Мексико	1990	51.9	624	7.7	45	34	44
Нигерия	1991	5.8	66	1.7	76	38	40
Уругвай	1991	1.6	511	0.5	55	50	54
Аржентина	1993	28.1	830	3.0	35	29	39
Бразилия	1993	47.2	311	3.9	25	38	35
Йордания	1993	0.7	133	0.1	43	35	39
България	1994	8.3	983	0.7	46	19	27
Доминиканска Република	1994	1.1	142	0.1	45	36	36
Полша	1994	14.4	374	1.9	49	27	39
Общо		186.2	369	24.3	39	34	40

Източник: Houben, A. Цит. съч., с. 11; IMF Survey, July 17, 1995, p. 232; изчисления на автора.

Успешна операция, свързана с канцелиране на 948 млн. USD външен дълг, се осъществява чрез обратното изкупуване на дълг срещу закупени от България на вторичния пазар задължения към Международната инвестиционна банка и към Международната банка за икономическо сътрудничество.¹² Операцията е планирана и осъществена през 1999 г., когато Русия е изпаднала в дълбока финансова криза, която довежда до чувствителен спад на пазарните цени на свързани с Русия дългови ценни книжа. Постигнатата от България средна цена на обратното изкупуване при тази дългова операция е 16.7 цента, т.е. редуцират се около 790 млн. USD номинален ДВД. В този случай критиката на *Bulow&Rogoff* не е приложима, тъй като операцията е замислена и извършена във вид на еднократен и изцяло изчистващ задължението акт.

В действителност за първи път от Освобождението насам в началото на XXI век България има реални шансове да нормализира своите взаимоотношения с външния финансов свят на основата на равноправното пазарно третиране. Външният финансов свят е склонен да възприема България като нормален и платежоспособен партньор, без пренебрежителен и дискриминиращ маргинален поглед. Подобна позиция още повече задължава макроикономическия елит да съхрани и доразвива постигнатите положителни резултати, да не допуска ново пропадане при вече постигната финансова стабилност.

Последните десетина години могат да се отбележат като забележителен прогрес във външните дългови взаимоотношения на България. Той беше възможен благодарение на постигнатия последователен икономически растеж, на твърдо отстояваната финансова стабилност. Утвърждаването на пазарните принципи на управление даде очакваните позитивни резултати.

Операциите с външния дълг от 2001-2002 г. вече могат да се оценят еднозначно и окончателно. През 2005 г. България надмина 125% от равнището на БВП от 1993 г. (в реални измерения), през следващата 2006 г. е отбелязан позитивен темп на БВП от 6.1% и в съответствие с KBC от 2007 г. лихвите по DISC вече трябваше да бъдат с около четири процентни пункта по-високи от шестмесечния LIBOR за междубанкови депозити в USD. При наблюдаваната международна лихвена конюнктура това означава, че лихвите по DISC през 2007 г. вече щяха да бъдат на равнище от 10%, т.е.

¹² Към 1998 г. България има задължения (просрочени плащания по главници и лихви) от 719 млн. USD към Международна инвестиционна банка и 229 млн. USD към Международна банка за икономическо сътрудничество. Двете банки са локализирани в Москва, а задълженията са остатъци от времето преди 1990 г. България преустановява обслужването на дълга си към двете банки през 1990 г., когато обявява мораториум върху плащанията по външния си дълг. Към пролетта на 1990 г. задълженията на България към двете банки се оценяват на 540 млн. USD, но девет години по-късно набъбват с нови лихвени плащания от 408 млн. USD. Информацията е от страницата на МФ в Internet, както и от Годишен обзор на правителствения дълг. 1999, МФ, с. 40.

замяната и изкупуването на брейди облигациите трябваше да завърши задължително до началото на 2007 г.

Исходните хипотези на дълговите операции от 2001-2002 г., свързани с динамиката на лихвените проценти и на валутния курс, останаха непотвърдени. Буди недоумение фактът, че при вече отбелязано категорично неблагоприятно изменение на световната конюнктура МФ продължи с упоритост емисията на глобални облигации в USD през есента на 2002 г. През март 2002 г. референтният LIBOR е на равнища от около 2.2-2.3%, а през септември с.г. слиза до 1.8% (въпреки официалната прогноза на МФ от пролетта на 2002 г., според която той трябваше да бъде на равнище от около 3.2-3.3%). При това емисията продължава с впечатляващите за мащабите на България 759 млн. USD въпреки фантастичния за времето си лихвен купон от 8.25%. И в допълнение – България ще продължава и в бъдеще (през следващите 6-8 години) щедро да плаща пределно високите лихви по глобалните си облигации. Непродължаването на емисията от USD-глобални облигации през септември 2002 г. би спестило на страната ни около една трета от отчетените реални и условни финансови загуби.

За времето до края на 2006 г. комплексните сумарни загуби от проведените операции се оценяват минимум на 1 млрд. EUR. В сравнителен план средногодишните загуби са около 3.5% от средногодишните разходи на консолидирания държавен бюджет за 2003-2006 г. Показателно е, че трансферите от републиканския бюджет общо към държавните ВУЗ, БАН, БНТ и БНР за 2005 г. са 420 млн. лв., т.е. с 15% по-ниски от средногодишните загуби за периода 2003-2006 г. от проведените операции с външния дълг. Наличните златни запаси на България (40 т) щяха да покрият едва 60% от акумулираните загуби. Изтощителните четиригодишни преговори, водени от различни екипи с Лондонския клуб, бяха финализирани с редукия на външния дълг на България с 3.8 млрд. USD и една трета от този успех беше анулиран осем години по-късно с набързо емитираните глобални облигации.

Колосалните за мащабите на България загуби биха могли да се избегнат при опит за по-ангажиран предварителен поглед в бъдещето. Стратегията и действията на водещи централните банки в света (FED и ECB) не бяха достатъчно задълбочено анализирани, а събитията от 11.09.2001 г. останаха недооценени като индуциращи съответни макроикономически последиствия, които дават своето отражение в световен план.

Причините за негативните последиствия би трябвало да се търсят безусловно в непремерените действия на управленския екип. Те могат да са следствие от: първо, слаба подготовка и проявен непрофесионализъм и второ, съзнателно търсено развитие на финансовите процеси. И при двата случая натрупаните уроци никога не бива да бъдат забравени.

Исторически погледнато, в следосвобожденска България е имало немалко периоди на трудни и тежки преговори с външните й кредитори.

Традиционно във всеки отделен конкретен случай страната е съумявала да си направи добре сметките. Националните преговарящи екипи са се опитвали (с по-малък или по-голям успех) да спестят на държавата всеки отделен чуждестранен финансов ресурс, дори да подхождат подчертано скъпернически към плащанията в чуждестранна валута. В своята нова история България винаги е изпитвала сковавашите свободата дългове. И се е опитвала да прави всичко възможно за облекчаване на външнодълговото бреме.

Операциите с външния дълг от 2001-2002 г. вероятно ще останат уникални в новата българска история. Те са христоматиен пример за разточително и безотговорно поведение при оперирането с колосални за страната чуждестранни валутни ресурси, за изключително кратък период и с дългосрочни негативни последици. През втората половина на 80-те години външният дълг на България набъбна с повече от три пъти, но тогава заеманите финансови ресурси бяха материализирани, а материалните ресурси не бяха ефективно използвани. В началото на XXI век не се стигна до материализация на финансовите ресурси – те бяха разпилени в чист вид. И при двата случая основната вина е на държавното управление – през 80-те години системата на управление не беше в състояние да абсорбира вноса на технологии, а през 2002 г. съществуващият и поддържан институционален хаос позволи злоупотреба с власт с мащабни икономически измерения.¹³ И в двата случая виновните (които и да са те) не получават възмездие.¹⁴

След операциите от 2001-2002 г. може да се говори за чисто изтичане на чуждестранни валутни ресурси. Решенията са взети от силно ограничен кръг лица (министъра на финансите М. Велчев и неговия заместник К. Катев), без опит за всеобхватен поглед и оценка. Удивително е, че министър-председателят С. Сакскобургготски, който е познат със своята пословична мнителност и мудност при приемането на решения на национално равнище, набързо и тихомълком на два пъти дава съгласието си за провеждането на

¹³ Показателно за поддържаните (съзнателно или несъзнателно) институционални неуредици е, че разширението на емисията глобални облигации се обявява на 9.09.2002 г., а ЗДД се приема от НС ex post на 17.09.2002 г.

¹⁴ Несполучливите опити за надиграване на пазара в големи мащаби от самонадеяни брокери съвсем не са новост. В най-новата банкова история е пресен случаят с колапса на една от най-старите и стабилни английски търговски банки Barings Bank (основана през 1762 г.) през 1995 г., когато със своята непремерена инвестиционна активност локализираният в Сингапур брокер N. Leeson причинява загуба на банката от 1.3 млрд. USD (сравнима със загубите от операциите с българския външен дълг през 2002 г.). Банката фалира (холандската ING Bank я купува за една английска лира), а виновният брокер е осъден ефективно на шест и половина години лишаване от свобода в сингапурски затвор за криминални престъпници (*Heffernan, S. Modern Banking in Theory and Practice. J. Wiley & Sons Ltd., 1998, p. 282-288.; Cannon, T. The Guinness Book of Business Records. Guinness Publishing, 1996, p. 166*). В случая с операциите с българския външен дълг от 2001-2002 г. няма нито фалит, нито възмездие.

спорни финансови операции с неоценими неблагоприятни последствия за страната. В крайна сметка независимо кой стои в основата на подобен вид операции, те тежат и ще тежат най-вече на конкретното правителство и на конкретния министър-председател.¹⁵

Трудно може да се разбере и още повече – да се оправдае прибързаността при иницирането на операциите. По договорните условия всички операциите с брейди облигациите бяха безусловно под контрола на българското правителство. КВС щеше да се задейства едва четири години по-късно, а на българската икономика предстоеше процес на доказване на устойчиви и приемливи темпове на икономически растеж и утвърждаване. Емисиите на глобални облигации можеха да почакат три-четири години. Цените за обратно изкупуване на брейди облигациите не можеха да прехвърлят номинала, а лихвените разходи биха се съкратили значително. Освобождаването на обезпечение нямаше да пострада, дори беше по-изгодно то да се съхранява във вид на дългосрочни книжа на FED с относително висока доходност, отколкото да се влее в БВП на страната, при които инвестиционните ограничения свеждат доходността до значително пониски равнища. Поради натрупаните чуждестранни валутни резерви през 2006 г. България нямаше да чувства необходимост от емитирането на глобални облигации в такива огромни мащаби – brutните валутни резерви на страната вече покриват повече от пет месеца внос на стоки и услуги, така че една част от тях можеха да се използват за обратно изкупуване и замяна на брейди облигации (както стана през 2004-2005 г.) и да се спестят прекомерно високите лихвени плащания по глобалните облигации. Ако България реши сега да изкупи обратно част от глобалните си облигации, намиращи се в обръщение с оглед на спестяване на лихвени плащания, ще трябва да плати с поне една пета по-висока цена спрямо номинала им.

Към отклонението от заложените изходни предпоставки и хипотези трябва да се прибави и преоценката на операцията в духа на критиката на *Bulow&Rogoff*. Остава проблематичен въпросът доколко си заслужава емитирането на нов "скъл" дълг за погасяването на стар "евтин" дълг, още повече ако този процес е свързан с цялостното пазарно оскъпяване на БВД.

Опитът с реструктурирането на ДВД през 2001-2002 г. показва трудностите при дискреционното опериране с мащабни финансови потоци на народностопанско равнище. Като правило изкушенията за "разиграване" на различни варианти и капитали не са малки и не са малко. Историята обаче показва, че надиграването на пазара далеч не е лека и безобидна работа. И

¹⁵ Любопитно е, че още като член на правителството финансовият министър М. Велчев успява своевременно да получи две отличия на национално равнище – става почетен доктор на Университета за национално и световно стопанство и носител на приза за "икономист на годината". И двата случая са показателни за доминиращото изпреварващо сервилничене в българското общество.

именно защото се борави с чужди (народни!) пари, вниманието и предпазливостта трябва да бъдат много по-големи.¹⁶

Изчистването на брейди задълженията на България не премахва дълговото напрежение. През 2013 г. настъпва падежът на първата емисия глобални облигации (835 млн. EUR). Две години по-късно страната трябва да се справи с голямо дългово предизвикателство - настъпва падежът на втората емисия глобални облигации (1.3 млрд. USD). Само тези плащания формират платими задължения на правителството в размер от около четири млрд. лв. през следващите години. В действителност реалните плащания за периода (погасяване на главници и платими лихви) ще бъдат вероятно с около една втора по-високи. Световните лихвени проценти ще се върнат на обичайните по-високи равнища, което ще създаде трудности при балансирането на бюджетните структури.

4.IV.2007 г.

¹⁶ Ярко изявен и последователен критик на активните операции с ДВД през 2001-2002 г. е Пл. Орешарски (2002; Банкеръ, 3.07-9.07 2004, бр. 26, с. 9). Критиката на Пл. Орешарски е "по принцип" и *ex ante*, т.е. за обреченост на активните операции по ДВД през 2002 г. поради неизпълними изходни хипотези. Наред с основанията за принципни критики обаче все пак въпросните операции биха отговорили на повече от вградени в началото позитивни очаквания, но при определено развитие на световните процеси. Изходните хипотези останаха непотвърдени, но повече поради проявен слаб професионализъм и аналитични умения на ръководния екип. Подобна по характер *ex post* преценка прави и С. Цонев (Нови митове за външния дълг. - Капитал, 25.06.2005). Всичко това откроява трудностите и високата отговорност при извършването на такъв тип мащабни действия от национално значение.