

СДЕЛКИТЕ ПО ВЪНШНИЯ ДЪЛГ – В ТЪРСЕНЕ НА НАЦИОНАЛНИТЕ ИНТЕРЕСИ ИЛИ МЕЖДУНАРОДЕН ИМИДЖ?

Цветослав Ангелов, Финанси, IV курс

Според жаргона на финансовите специалисти в международен план съществуват два подхода при управлението на държавния дълг: “Чаушеску” и “Рейгън”. При първия подход основната цел е френетичното обратно изкупуване и погасяване на държавния дълг. На него се гледа като на икономическо зло, всички налични ресурси се насочват към погасяване на главницата, в резултат на което се орязват правителствените разходи по останалите направления и се изтощава докрай икономиката и населението на страната. Вторият подход, следван безусловно от американските политици, се изразява в наливането на всеки изкаран долар обратно в икономиката, с цел да се напомпва постоянно икономическия растеж и оттам да се генерират суми за обслужване на дълга. Следейки стратегиите по управление на дълга на последните две правителства в България, българският подход заприличва все повече на “Чаушеску” – стремежът е интересите на чуждестранните кредитори да бъдат максимално защитени за сметка на видимото изоставане в растежа на родната икономика. Очевидно сме свидетели на игра на интереси, и то на големи интереси, гарнирани с апетитен аромат на лесни печалби.

Свидетелство за пренебрегването на националните интереси и липсата на икономическа далновидност са и операциите по изкупуването на външен дълг и замяната му с нови глобални облигации, които бяха извършени в началото /6-22 март/ и края /23-26 септември/ на 2002-ра година с първоначално прокламираната цел да се облекчи дълговото бреме на страната.

Маастрихтските критерии ни изправят пред необходимостта от непрекъснатото целево поддържане на съотношението Дълг/БВП. За всяка нормална държава определящ трябва да е БВП, защото той носи дълга. В България обаче обект на ексклузивно внимание и въздействие е размерът на дълга и непрекъснатия стремеж към неговото стопяване *поради засилените предприсъединителни процеси и икономическото безсилие на страната да гарантира такъв растеж на БВП, който да покрие относително високия размер на плащанията по дълга.* А икономически правилната стратегия, гарантираща защита на националните интереси е **пренасочването на част от плащанията по дълга или**

икономиите от благоприятното развитие на международната обстановка към националната икономика и стимулиране на растежа, който растеж ще увеличи потенциала за обслужване на дълга и ще намали неговия относително голям размер. Вместо това българските правителства използват всеки лев в плюс от икономии да отива за плащания по останалата част от дълга, вместо да стимулират заетостта, да подобряват бизнес-климата или да инвестират в инфраструктурни проекти:

Операция по замяна - март 2002					Операция по замяна - септември 2002			
Вид	Размер в млн. \$	Размер преди замяната млн. \$	Дял на заменените от тези в обращение	Дял след замяната	размер в млн. \$	Размер преди замяната \$	Дял на заменените от този в обращение	Дял след замяната
DISCs A	526	1483	35.46%	27,77%	302	943	32.03%	25,77%
DISCs B	77	142	54.08%	1,89%	40	64	62.50%	0,98%
FLIRBs A	237	1395	17.02%	33,57%	293	1,085	27.00%	31,81%
FLIRBs B	139	145	95.88%	0,18%	5	7	71.43%	0,09%
IABs	349	1610	21.66%	36,59%	226	1,255	18.01%	41,34%
Общо:	1,328	4775		100,00%	866	3355		100,00%

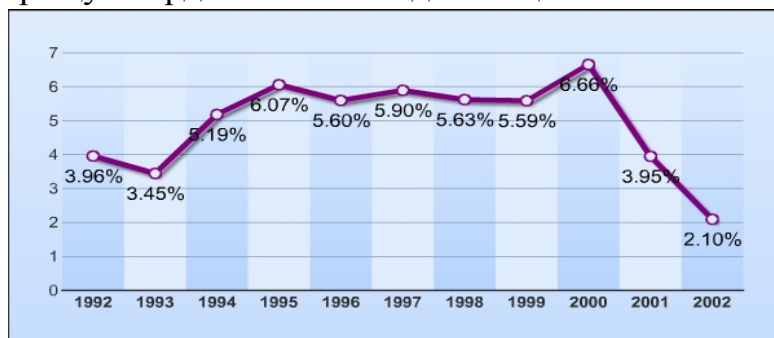
Емитирани глобални облигации			
	Емисия март 2002		Септември 2002
	EUR	USD	USD
Размер	835 млн. евро	511 млн. щ.д.	759 млн. щ.д.
Лихви	7.50%	8.25%	8.25%
Падеж	15 януари 2013	15 януари 2015	15 януари 2015
Матуритет	10.8	12.8	12.3
Емисионна цена	96.62%	93.68%	102.75%
Текущи цени	106.86 - 107.37%	111.86 - 112.36%	110.34 - 111.27%

Първо, нека да кажем как се изкупува дълг от развитите държави. **За разлика от нас те не вдигат шум “до небето”.** Операцията е като лов - стреляш, когато “дивеча” ти дойде на мушката. Изкупуването става от избрана от правителството банка тайно, на малки порции, при договорени граници на цените. За брейдитата, разумната цена бе между 65 и 75, максимум 80 цента за долар номинал. По принцип, цените на всички брейдита са “вързани”. Най-общо се чака да падне цената на този инструмент на някоя държава, поради събитие – бунт, глад, мораториум, война, (защото държавите, държателки на Брейди книжа са на този хал – тук сме в компанията на Еквадор, Филипините, Нигерия и др.). Като

падне цената тя повлича всички Брейдита надолу. Това е и момента на обратното изкупуване, редукцията на дълга е невероятно висока. Така, че по-скоро е плюс за България, че има дългов инструмент, както и неразвити страни - много по-стабилни сме от макроикономическа гледна точка, а в същото време имаме възможност да си го изкупим обратно при подходяща възможност. **Другият плюс е, че пазарът на Брейдита е силно стеснен (неликвиден)** – т.е. купувачите са малко – например не могат да се търгуват на американските пазари, защото пенсионните и застрахователни фондове имат законова забрана. Същото важи и страните от Европейския съюз. Освен това са високо рискови и изискват обезпечение – т.е. всичко говори, че могат да се купуват евтино.

Моментът е особено подходящ за падане цената на Брейдитата заради исторически ниските нива на от седем години насам на LIBOR – 2.1%. Доходът по тях е нисък, което комбинирано с по-високия риск и слабата ликвидност, карат инвеститорите да се пренасочат към по-сигурни, по-ликвидни книжа, с по-висок и фиксиран доход. Развитието на глобалната финансова рецесия допълнително помага за отлив от Брейдитата и падане на техните цени. При световна рецесия "гърмят" (или правят мораториуми, изпадат в ликвидна криза) първо слабите държави от "периферията", които са държатели на Брейди книжа. Освен лихвите в момента се наблюдава и исторически минимум в курса Евро/Долар, а по-голямата част от външния ни дълг /72%/ бе деноминирана в долари. И тук именно се крие големия провал в отстояването на националните интереси:

- Заменихме дълг по който плащаме лихви от около 3% срещу твърд ангажимент да плащаме 8%



От графиката става видно, че историческият максимум за последните десет години на 6-месечния LIBOR е

около 6%. Ето защо при фиксирането на лихвените проценти по глобалните облигации за следващите десет години видимо не са взети с особена тежест историческите данни и прогнозите са базирани на база очакванията за екстремно развитие на лихвените равнища над 10%, за да може да се твърди че ще се реализира някаква печалба от фиксирането на купонните плащания на 8%.

Емисията от глобални облигации щеше да е атрактивна на чуждите пазари и при 5% купонни плащания, което всъщност е средното ниво на LIBOR, постигнато за изминалите десет години.

- Конвертирахме по-голямата част от дълга при изключително висок курс – 2.26 лв./USD. Само месец по-късно долара бе на нива 2.08 лв./USD, след което цялата 2002 г. продължи стремглаво да пада. Ефектът от резкия спад на номинирания в долари дълг се явява очевидна загуба при двете операции по замяна на дълга, което е основно доказателство на максимата “Мисли дългосрочно, действай в кратки срокове”:

Операция по замяна на Брейди облигации – 22 март 2002 – загуба от превалутиране на доларов дълг в Евро	
Април 2002	Май 2003
835 000 хил. EUR x 0.86 Eur./USD = 718 100 хил. EUR	835 000 хил. EUR x 1.12 EUR/USD = 935 200 хил. EUR
Чиста загуба = 338 153 хил. лв.	

- В резултат на сделката пазарната цена на външния дълг се повиши с близо 45%. Покачването на цените на книгата по външния ни дълг е по-скоро косвен ефект, тъй като се “връзват” ръцете на държавата да направи изгодна операция по обратното изкупуване на дълга. Шумното рекламиране на емисията глобални облигации доведе до покачването на цените от 65-70 цента до 92 цента за долар на брейди-книжката - цена, която трудно би могла да се нарече “изгодна”, освен ако не се гледа през погледа на чуждите финансови играчи. Неблагоприятно за държавата се развива ситуацията и в момента, когато в резултат на високия фиксиран лихвен процент книгата по глобалните евро и доларови облигации се котират в границите 106-110 цента за 1 долар номинал!

- Най-голямата загуба обаче се свързва с натоварването на бюджета с допълнителни плащания по глобалните облигации – факт, който естествено се спестява в официалните комуникета за успешността на сделката, за разсрочването на плащанията по дълга и за печалбите от превалутирането в Евро. Единственото нещо, което може да се твърди със сигурност, е фактът, че международните инвеститори наистина харесаха България, която им направи един огромен реверанс в момент, в който те изнемогваха от свитите маржове на печалба по всички възможни насоки за инвестиране.

За да подкрепим изказаните по горе твърдения, бе направен симулационен анализ на развитието на плащанията по дълга до 2005 г. преди и след замяната на Брейди книгата. Взети са под внимание

както, конкретните параметри по всеки един вид Брейди книжа, така и перспективите за развитие на LIBOR, който в голяма степен ще определя размера на разходите по обслужване на дълга и видимите печалби/загуби от преминаването към фиксирани лихвени проценти. Тъй като анализът е съпроводен със значителен размер изчислителна работа, тук представям само обобщените резултати и изводите. (Подробните калкулации са отразени в съпровождащия файл Debt.xls)

Алтернативи за развитие на плащанията по дълга - първа операция по замяна					
Плащания по облигации DISC, FLIRB, IAB				Плащания Глобални облигации	
Година	DISC	FLIRB	IAB	В евро	В USD
2003	20.57	48.71	18.87	62.66	42.33
2004	22.98	48.85	26.98	62.66	42.33
2005	29.00	50.53	36.70	62.66	42.33
Общо:	82.24	148.08	82.55	187.98	126.98
Общо в млн.USD - лихви+главници	312.88			Общо в млн.USD - лихви	326.23
Главници	149.42	Лихви	163.46		

Алтернативи за развитие на плащанията по дълга - втора операция по замяна						
Облигации DISC, FLIRB, IAB				Глобални облигации USD		
1	2	3	4	5	6	7
Година	DISC	FLIRB	IAB	Размер в млн.USD	Лихви	Размер на лихвените плащания
2003	11.67	38.55	12.23	759	8.25%	62.61
2004	13.04	38.66	17.48	759	8.25%	62.61
2005	16.46	39.99	23.78	759	8.25%	62.61
Общо:	50.87	117.20	53.50			187.85
Общо в млн.USD - лихви+главници	221.56			Общо в млн.USD - лихви		187.85
Главници	112.26	Лихви	109.31			

Общият ефект от сделките по замяна на брейди-облигациите може да се види черно на бяло на двете по-горни таблици. В краткосрочен аспект плащанията по дълга преди и след замяната се запазват относително постоянни, което привидно свидетелства, че сделките не водят до допълнителни плащания и натоварване на бюджета. Голямото "обаче" се появява при по-детайлното вглеждане

в таблиците – с плащанията преди замяната щяха да се погасяват лихвите и главниците по брейдитата, докато по еврооблигациите ще се плащат САМО ЛИХВИ. Така в краткосрочен аспект бюджетът се натоварва в резултат на сделките с допълнителни плащания по лихви в размер на 250 млн.USD, а непогасените главници и разсрочването им за 2015 г. води до допълнителни косвени загуби от още 260 млн.USD. Една бърза калкулация на потенциалните загуби от превалутирането, покачването на цените на дълга и утежняването на плащанията по дълга ще доведат до кумулативна загуба в размер на близо 900 млн. USD и то само в краткосрочен период !

При това положение какви чувства изпитват към България международните финансови пазари?

Както изглежда не са съвсем притеснени, поне според сегашното им поведение, изразяващо се в нескрития интерес към емисиите глобални облигации по външния ни дълг. За момента има недостиг от атрактивни ценни книжа от източноевропейските страни кандидатки и няма перспективи за увеличаване на предлагането. А алтернативите са необичайно непривлекателни. Това, което се търси е доходност. От особена важност е и обстоятелството, че търсенето на висока доходност е съпроводено с явното нежелание за рискуване с позиции в акции. Българските книжа се вместили в тази ниша чудесно – еврооблигациите носят доходност 220 базисни пункта над тази на американските държавни облигации. Дори провала в приватизацията на двете “перли” в българската икономика – БТК и Булгартабак не са чак толкова катастрофален сигнал, защото за инвеститорите в облигации приватизационните несгоди са повече шум, отколкото сигнал. Още повече, че пазарът е по-склонен да прощава, отколкото преди няколко години.

Уместно ли е изобщо да се говори за печалба от глобализацията, без да се споменат и компромисите, които страната трябва да направи в името на създаването на имидж на стабилен партньор на глобалния пазар и изграждането на солидно доверие с цел привличане на чужди капитали? Всъщност опираме до дилемата **“Трябва ли да погасяваме собствените си принципи, за да се понравим на международната общественост”**. Тук е мястото да изведем една фундаментална истина: **В контекста на глобалната икономика развитите държави следват своите принципи, а всички останали държави следват правилата**. Най-простото икономическо правило гласи: “Когато някой печели, обезателно някой губи”. Неприятното в този факт е обаче, че не по-ирония на съдбата, а от липса на икономическа далновидност държавата ни не съумява да защити националните интереси и в повечето случаи

относителните печалби на международните инвеститори са по-големи от относителните печалби на страната ни от навлизането на международните капиталови пазари.