

# ДИСКУСИОННИ МАТЕРИАЛИ

DP/51/2005

## Брейди одисеята на България

Гарабег Минасян



БЪЛГАРСКА  
НАРОДНА  
БАНКА





# ДИСКУСИОННИ МАТЕРИАЛИ

DP/51/2005

БЪЛГАРСКА  
НАРОДНА  
БАНКА

## Брейди одисеята на България

---

Гарабег Минасян

Октомври 2005 г.

# ДИСКУСИОННИ МАТЕРИАЛИ

Редакционен съвет:

Председател: Гарабег Минасян

Членове: Стати Статев

Николай Неновски

Мариела Ненова

Секретар: Людмила Димова

© Българска народна банка, октомври 2005 г., поредица

**ISBN 954-9791-90-4**

Отпечатано в Полиграфична база на БНБ.

Материалите отразяват гледищата на своите автори и не ангажират позицията на БНБ.

Художественото оформление на корицата е разработено въз основа на банкнотата с номинал 50 лева, емисия 1999 г.

Мненията си изпрацайте до:

Отдел „Печатни издания“

Българска народна банка

пл. „Княз Александър Батенберг“ № 1

1000 София

Тел.: (+359 2) 9145 1906, 9145 1271, 981 1391

Факс: (+359 2) 980 2425, 980 6493

e-mail: Dimova.L@bnbank.org

Интернет страница: [www.bnb.bg](http://www.bnb.bg)

## Съдържание

---

1. Брейди задълженията на България.....	5
2. Стратегия към намаляване на брейди задълженията .....	9
3. Емисии на евро- и глобални облигации.....	14
4. Обратно изкупуване и замяна на брейди облигации .....	16
5. Разширяване на емисията глобални облигации в щатски долари.....	17
6. Позитивни ефекти .....	19
6.1. Намаляване на номиналния размер на ДВД .....	19
6.2. Намаляване на лихвения риск .....	19
6.3. Намаляване на валутния риск .....	20
6.4. Увеличаване на гюрацията .....	22
6.5. Освобождаване на обезпечение .....	22
7. Финансови рискове .....	23
7.1. Стартова позиция .....	23
7.2. Лихвени плащания .....	25
7.3. Валутен курс .....	30
8. Финализиране на операциите: 2004–2005 г. ....	32
9. Заключение.....	34
Литература .....	38
Абревиатури.....	40

**РЕЗЮМЕ.** През есента на 2001 г. България стартира поредица от дългосрочни операции по изчистването на брейди задълженията на страната. Необходимостта, мотивировката и изгодата от провеждането на такива операции беше продиктувана от следните съображения: (1) Подобряване на международния дългов имидж на страната; (2) Намаляване на дълговото натоварване; (3) Намаляване на рисковете, свързани с обслужването на гържавния външен дълг; (4) Освобождаване на обезпечение.

Подобен тип мащабни активни операции не са освободени от поредица рискове: (1) Повишение на пазарните котировки на брейди облигациите; (2) Неблагоприятно изменение на лихвените проценти; (3) Неблагоприятно изменение на валутния курс; (4) Напрежение в гържавните финанси.

Заложените хипотези, свързани с динамиката на лихвените проценти и на валутния курс, остават непотвърдени. Три години по-късно се отчитат както условни, така и реални загуби. Стратегията и действията на водещите централни банки в света (FED и ЕСВ) не бяха достатъчно дълбоко анализирани. Трудно може да се разбере и още повече да се оправдае прибръзаността при иницирането на операцията. Предстои да се оцени доколко успешно страната ще успее да се справи с масираното погасяване на главниците по глобалните облигации при настъпване на падежите.

Опитът с реструктурирането на външния гържавен дълг през 2001–2002 г. показва трудностите при дискреционното опериране с мащабни финансови потоци на народностопанско равнище. Нагизраването на пазара галеч не е лека и галеч не е безобидна работа. И именно защото се борави с чужди (народни!) пари вниманието и препазливостта следваше да бъдат много по-големи.

#### SUMMARY:

#### The Brady Story of Bulgaria

Garabed Minassian

In the autumn of 2001 a number of long-term transactions on clearing Bulgaria's Brady-bond debts were initiated. The need, motives and benefit of conducting such transactions were motivated by the following considerations: (i) an improvement of Bulgaria's international debt image; (ii) a decrease of debt burden; (iii) a reduction of risks related to foreign debt service; (iv) a release of security.

Such sizable asset transactions involve a number of risks: (i) an increase in market quotations of Brady-bonds; (ii) adverse changes in interest rates; (iii) unfavourable exchange rate movements; (iv) tense government finance.

Projected hypotheses associated with interest rate and exchange rate dynamics remained unconfirmed. Both conditional and real losses were reported three years later. Strategies and actions of leading central banks worldwide (Federal Reserve System and the European Central Bank) were not profoundly analyzed. The precipitance in initiating the transactions could hardly be understood and justified. The assessment, whether Bulgaria will successfully cope with the sizable principal repayment of global bonds at maturity is still pending.

The experience in restructuring government foreign debt reveals the difficulties in discretionary operation with significant financial flows at the national economy level. The market outplay is far not an easy and harmless work. Therefore, special attention and cautiousness should have been paid since operated money were public.

*Гарабед Аргашес Минасян, професор, доктор на икономическите науки, член на Управителния съвет на БНБ. E-mail: minassian@bnbank.org. Изразените мнения отразяват личните преценки на автора и по никакъв начин не ангажират институцията БНБ;*

## 1. Брейди задълженията на България

Българската икономика навлезе в 90-те години на ХХ в. 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 пълен мораториум върху плащанията по сържавния 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 си към 300 частни банки кредиторки. В крайна сметка се стигна до съгласие за реструктуриране на задълженията от тип Брейди и през юли 1994 г. стартираха новите дългови договорености на България.

Договореното с ЛК реструктуриране обхващаше външен дълг от 8273 млн. щ. д. Бяха задействани четири опции<sup>1</sup>:

- 1) Обратното изкупуване (*buyback*) на част от дълга на пазарна цена;
- 2) Емитиране на облигации за покриване на част от дълга с намалени лихвени плащания;
- 3) Емитиране на облигации за покриване на част от дълга при редукция на главницата, но при обслужване с пазарни лихвени проценти;
- 4) 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. щ. д. по пазарна цена от 25 цента/щ. д. Останалата част от преговарения за реструктуриране дълг беше покрита от новоемитирани дългосрочни сържавни ценни книжа (брейди облигации).

Срещу главница от 1658 млн. щ. д. бяха емитирани облигации с намалени лихвени плащания (*FLIRB – Front Loaded Interest Reduction Bonds*). Тази опция не предвиждаше редукция 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 лих-

<sup>1</sup> Houben, A. (1995); Александров, Ст. (1995).

вени плащания (във вид на закупени и заложени от длъжника облигации на САЩ), но само за първите седем години. Обезпечението покриваше едногодишните лихвени плащания при нарастващ лихвен процент (от 2.6% до 3%).

FLIRB бяха емитирани в два транша – А и В. Транш В беше в размер на 196 млн. щ. д., покриваше 30% от краткосрочния дълг и доходността му беше с половин процент по-висока.

Външен дълг от 3730 млн. щ. д. беше покрит от дългосрочни обезпечени облигации с отстъпка (*DISC – Collateralised DISCount Bonds*). Тази опция предвиждаше 50% редукция 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. щ. д., които за 30 години и лихвен процент от 7.35% набъбнаха до стартовата цена на емисията от 1865 млн. щ. д.

DISC бяха емитирани също в два транша – А и В. Транш В бе в размер на 165 млн. щ. д., покриваше 30% от краткосрочния дълг и доходността му беше с половин процент по-висока.

Особеност на DISC беше договорената *Клауза за възстановяване на стойността* (KBC). Клаузата 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<sup>2</sup>.

KBC утежняваше обслужването на DISC при наличие на икономическа експанзия. Тя представляваше условна форма на индексирание на облигациите (*state-contingent debt*) 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.)<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Подробности, свързани с KBC, са дискутирани в **Минасян, Г.** (2004).

<sup>3</sup> Пример на условно индексирание е емитиран от Мексико дълг, чиято доходност е свързана с равнището на добива и приходите от нефт (**Hawkins, J., Ph. Turner**, 2000, с. 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. Бежанс-



Специална опция в договореностите с АК 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. щ. д., 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 никакви обезпечения.

Годишните лихви по всички облигации бяха плаващи и се свързваха с 6-месечния LIBOR за щатския долар (освен за първите седем години при FLIRB). В договореностите с АК беше предвидена минимална фиксирана рискова премия от 13/16 процента, която беше много повече символична и не отразяваше конкретните реалности. Бяха предвидени две гати за лихвени плащания през годината – 15 януари и 15 юли.

В договореностите с АК съществуваше клауза (*call option*<sup>4</sup>), 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 бъде на пропорционална основа (т. е. не се допускаше формирането на приближирани 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 брутните валутни резерви (БВР) на страната. По-високите котировки означаваха също повишена кредитбилност на емитента и по-високо доверие на инвеститорите в страната (по-нисък

ки заем с Обществото на народите през 1926 г., които в действително 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, 1999, с. 120–121).

<sup>4</sup> *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., 1995, с. 2–3).

кредитен и политически риск). В такъв случай страната 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:

- 1) Откупуването да е чрез публично предлагане или чрез операции на открития пазар;
- 2) Всички облигации да са били редовно и безпроблемно обслужвани във времето.

Носителите на дълга също имаха право да променят отделни клаузи при нарушение на изходните условия. По искане на една четвърт от държателите на облигации последните можеха да бъдат обявени за незабавно дължими или платими при едно от следните условия:

- 1) Емитентът е забавил (прекратил) обслужването на дълга повече от 15 дни;  
Необслужването на дълга включваше неизплащане на необходимите вноски било за погасяване на главница, било за лихвени плащания. Евентуално наложен нов мораториум също беше форма на необслужване;
- 2) Емитентът е забавил възстановяване на необходимото обезпечение повече от 90 дни;
- 3) Ценните книжа по обезпечението са обявени за невалидни и емитентът не ги е заменил с други.

## 2. Стратегия към намаляване на брейди задълженията

През есента на 2001 г. България стартира поредица от дългосрочни операции по изчистването на брейди задълженията на страната.

Необходимостта, мотивировката и изгодата от провеждането на такива операции беше мотивирана от следните съображения:

1) *Подобряване на международния дългов имидж на страната.*

Брейди облигациите носеха отпечатък на външната неплатежоспособност на държавата и преопределяха въздържаните и негативни оценки на инвеститорите към страната, т. е. слабия чуждестранен инвеститорски интерес. Най-ярък израз на недоверието на инвеститорите бяха ниските величини на кредитния рейтинг на страната, които не можеха да достигнат приемливи и престижни равнища при наличието и поддържането на крупни обеми брейди облигации.

2) *Намаляване на дълговото 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. подобни), което беше основание за по-благоприятно отношение на международната инвестиционна общност към страната и нейното текущо икономическо състояние.

От началото на XXI в. започна изплащането на главниците на IAB (от средата на 2001 г.) и на FLIRB (от средата на 2002 г.). Тези плащания увеличаваха нетната настояща стойност (ННС) на БВД (плащанията бяха в краткосрочен 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 ННС.

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. Затруднено беше надеждното предвиждане на бъдещите плащания и планирането им в дър-

жавния бюджет. Твърдите лихвени проценти осигуряваха прозрачност на плащанията и своевременното им планиране.

Предвид на действащия в страната паричен съвет (ПС) с фиксирана местна валута към EUR и с оглед минимизиране и елиминиране на валутния риск за страната беше предпочитателно и изгодно намаляването на валутната съставка в БВД, която не е в евро. Брейди облигациите бяха геноминирани в щатски долари и намаляването на техния дял чрез обратно изкупуване и/или чрез замяната им с геноминирани в евро глобални облигации (*debt-bond swap*) минимизираше валутния риск. Последното също допринасяше за постепенното ликвидирание на брейди облигациите.

#### 4) Освобождаване на обезпечение.

Конвертирането на DISC освобождаваше обезпечение, което попълваше *фискалния резерв* (ФР) на правителството<sup>5</sup>. Освобождаването на обезпечение беше както по линия на главницата, така и по линия на лихвените плащания. То не можеше да се третира като чист приход при замяна на брейди облигациите с нови облигации – както главницата на заменящите глобални облигации, така и лихвите по тях също се плащаха, но разсрочено във времето. При все това освобождаването на обезпечение по DISC подобряваше характеристиките на БВД (повишаваше дюрацията и намаляваше ННС).

Оценяваните изгоди и плюсове от конвертирането на брейди облигациите са основание за провеждането на подобни операции в световен мащаб (таблица 1). За две години (2000–2002 г.) общият обем на намиращите се в обращение брейди облигации в света намаляха с 31.2 млрд. щ. д., а емитираните дългови инструменти на световните финансови пазари от същите страни нарастнаха с 30.7 млрд. щ. д. Всички изтеглени от обращение брейди облигации бяха заменени с други международни дългови инструменти.

---

<sup>5</sup> Фондът на правителството, условно наречен „Фискален резерв“, е формиран в съответствие с договореностите с МВФ през 1997 г. и във връзка с въвеждането на ПС. Предназначението на ФР е да акумулира финансови ресурси, предназначени за редовно обслужване на ДВД. Преобладаващата част от ФР (примерно 90% и повече) се поддържа в БНБ.

Таблица 1

## ДЪЛГОВИ ИНСТРУМЕНТИ В ОБРАЩЕНИЕ

(млрд. щ. г.)

	Брейди облигации		Други дългови инструменти, емитирани на международни пазари	
	2000	2002	2000	2002
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
<b>Общо</b>	<b>85.1</b>	<b>53.9</b>	<b>214.8</b>	<b>245.5</b>

Съвременните форми на заемане на нов външен дълг все повече и 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 (таблица 2). В рамките на две години (2000–2002 г.) емисиите на облигации на световните капиталови пазари от тези страни нарастнаха 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. щ. г.)		
	2000	2001	2002
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
<b>Общо</b>	<b>4169</b>	<b>6196</b>	<b>10613</b>

**Източник:** ESE (2003, 92 с.). 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 в подкрепа на замяната на брейди облигациите, но конкретните операции винаги и задължително следва да се съпровождат с ангажирани предвиждания и разчети. Отговорността при всички случаи е конкретна.

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

*1) Повишение на пазарните котировки на брейди облигациите.*

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 на пазара, 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 6-месечни депозити в щатски долари) от около 5.5–6%. 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) *Неблагоприятно изменение на валутния курс.*

При относително силен щатски долар (високи стойности на съотношението евро/щатски долар) конвертирането на брейди облигациите в деноминирани в евро 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 щатския долар след извършването на операцията (намаляване на стойностите на отношението евро/щатски долар) може да се оскъпи обслужването на ДВД, доколкото деноминираният в щатски долари вълнен 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 обращение брейди облигации са с еднократно изплащане на датата на падежа (2007 г., 2013 г. и 2015 г.), което предполага отделянето на крупни суми в чуждестранна валута (евро или щатски долари) 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 деноминиран в щатски долари дълг с дълг, деноминиран в евро, има както своите предимства, така и недостатъци (рискове). Доколкото се оперира с държавни средства в особено големи количества и в условията на строгите ограничения

на ПС, всички подобни действия следва да бъдат внимателно оценявани и проигравани най-вече с оглед на намаляване на рисковете от претърпяване на загуба.

### 3. Емисии на евро- и глобални облигации<sup>6</sup>

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

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 декември 2002 г.: 1070 (за 1000 номинал).

Доходността на емисията беше с 3.76% по-висока (рискова премия) от доходността на германски облигации 2007 г.

Търсенето превишаваше четири пъти предлагането. Регистрира се следното разпределение по купувачи (кредитори):

- 1) 40% германски инвеститори;
- 2) 20% гръцки инвеститори;
- 3) 20% италиански инвеститори;
- 4) 10% български инвеститори.

Географската структура на инвеститорите отразява положителния факт на все по-застравящата се банкова система в България. Българските търговски банки започват да проявяват засилващ

<sup>6</sup> 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).



се интерес към международните капиталови пазари и най-вече оценяват позитивно международно емитираните български държавни ценни книжа (ДЦК).

През следващата 2002 г. България продължава 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:

- 1) Емисия, деноминирана в евро, с падеж 2013 г. и горна граница на годишната лихва (лихвен купон) от 8%;
- 2) Емисия, деноминирана в щатски долари, с падеж 2015 г. и горна граница на годишната лихва (лихвен купон) от 8.5%.

На 21 март 2002 г. доходността върху предлаганите облигации е определена на:

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

На 22 март 2002 г. България започва да събира предложения на инвеститорите. Отчитат се следните резултати:

- 1) Емисия на деноминирана в евро 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. евро;

Първоначална цена на емисията: 96.617.

2) Емисия на геноминирана в щ. г. 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. щ. г.;  
Първоначална цена на емисията: 93.681.

#### 4. 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 обращение брейди облигации. Постигнатите цени за обратно изкупуване и замяна са представени в таблица 3.

Таблица 3

##### ЦЕНИ НА БРЕЙДИ ОБЛИГАЦИИТЕ, ПО КОИТО Е ИЗВЪРШЕНА СДЕЛКАТА ПРЕЗ МАРТ 2002 г.

Брейди облигации	Обратно изкупуване	Замяна с глобални облигации в щ. г.	Замяна с глобални облигации в евро
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

Обемът на сделката по отделни елементи е представен в таблица 4. При операцията е трансфериран български ДВД, емитиран във вид на брейди облигации, на обща номинална сума от 1327.9 млн. щ. г. Използвани са три опции:

Обратно изкупуване: 349.1 млн. щ. г.;  
Замяна на брейди облигации с  
глобални облигации в щатски долари: 535.4 млн. щ. г.;  
Замяна на брейди облигации с  
глобални облигации в евро: 434.4 млн. евро.

Таблица 4

## ОДОБРЕНИ ПОРЪЧКИ

(млн. щ. д.)

Брейди облигации	Обратно изкупуване	Замяна с глобални облигации в щ. д.	Замяна с глобални облигации в евро	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
<b>Общо</b>	<b>349.1</b>	<b>535.4</b>	<b>443.4</b>	<b>1327.9</b>

Към дадения момент интересът на инвеститорите към еврото е съгъран, поради което заменените брейди облигации с глобални облигации в евро са за по-малка сума. Резервите към еврото 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 щатски долари;
- 2) Общата европейска валута евро е нова и все още неустановена валута и носи риск от непредвидени колебания.

## 5. Разширяване на емисията глобални облигации в щатски долари

През есента на 2002 г. се осъществява нова операция по замяната на българските брейди облигации с глобални облигации. Операцията се обявява на 9 септември 2002 г. и се осъществява на 26 септември 2002 г. със сепълмент на 9 октомври 2002 г. Тя се състои в разширяване на емисията на глобални облигации в щатски долари от пролетта на 2002 г. с падеж 15 януари 2015 г.

В таблица 5 са представени резултатите от разширението на емисията глобални облигации в щатски долари. 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. щ. д. брейди облигации е заменена с емисия от 759 млн. щ. д. новоемитирани глобални облигации.

Цените на замяна на облигациите от транш В са по-високи от тези на транш А поради първоначално договорената тяхна по-висока доходност (от 50 бпр).

Таблица 5

**РЕЗУЛТАТИ ОТ РАЗШИРЯВАНЕТО НА ЕМИСИЯТА ГЛОБАЛНИ ОБЛИГАЦИИ В ЩАТСКИ ДОЛАРИ, СЕПТЕМВРИ 2002 Г.**

	Цени на замяна (%)	Заменени количества (номинал, млн. щ. д.)	Пазарна цена (млн. щ. д.)	Емисия глобални облигации (млн. щ. д.)
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
<b>Общо</b>		<b>866</b>	<b>789</b>	<b>759</b>

Таблица 6

**ИЗМЕНЕНИЕ НА НАМИРАЩИТЕ СЕ В ОБРАЩЕНИЕ БЪЛГАРСКИ БРЕЙДИ ОБЛИГАЦИИ**

(млн. щ. д.)

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

В таблица 6 са представени промените в намиращите се в обращение български брейди облигации, свързани с проведените активни операции от 2002 г. Усилията са насочени най-вече към намаляване на намиращите се в обращение DISC – тяхното обратно изкупуване и редукция е максимална (58%). Този стремеж е продиктуван от двойната изгода за емитента:

- 1) Освобождаване на обезпечение на главницата на DISC, което увеличава ФР и БВР;
- 2) Избягване на по-високи лихвени плащания като елемент от разходната част на гържавния бюджет след евентуалното активиране на КВС.

Почти се изчистват емисиите от транш В – лихвите при тях са с 50 бпр по-високи.

## 6. Позитивни ефекти

### 6.1. Намаляване на номиналния размер на ДВД

През пролетта на 2002 г. замяната на брейди облигации се извършва в съответствие с действащата към момента валутен курс между еврото и щатския долар (1.137 евро/щатски долар към 22 март 2002 г.). Емисията от 835.5 млн. евро е равностойна на 734.8 млн. щ. д., така че общата разполагаема сума за финансовата операция възлиза на 1247.8 млн. щ. д. Разликата с номиналната стойност от 1327.9 млн. щ. д. представлява нетното намаление на номиналния размер на ДВД (80 млн. щ. д.).

При разширението на геноминирани в щатски долари глобални облигации се фиксира ново номинално намаление на ДВД от 107 млн. щ. д., така че общото номинално намаление на ДВД като следствие от операциите през 2002 г. се оценява на 187 млн. щ. д.

Номиналното намаление на ДВД е следствие от съчетанието между:

- 1) По-ниска пазарна оценка на брейди облигациите;
- 2) Величина на валутния курс евро/щатски долар;
- 3) Първоначално дисконтирана пазарна цена на емисията глобални облигации.

### 6.2. Намаляване на лихвения риск

Брейди облигациите се оlixвяват с плаващи лихвени проценти, свързани с LIBOR (за 6-месечни депозити в щатски долари). Глобалните облигации са с фиксирани лихвени проценти и тяхното обслужване е надеждно и безпроблемно прогнозируемо, което облекчава планирането на лихвените разходи в тържавния 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 на извършените активни операции с ДВД делът на тържавния 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 правителството<sup>7</sup> се предвижда по-нататъшно му увеличение до 45–50%, т. е. с изчист-

<sup>7</sup> Основните критерии при управлението на ДВД са приведени и описани в Закона за тържавния дълг (ЗДД) и в „Стратегия за управление на тържавния дълг“. ЗДД е приет от Народното събрание през есента на 2002 г. и регламентира принципните постановки при управлението на тържавния дълг, включващ както външни, така и вътрешни задължения. „Стратегия ...“ е конкретизация на някои положения от ЗДД и е приет като официален документ на МФ през 2003 г.

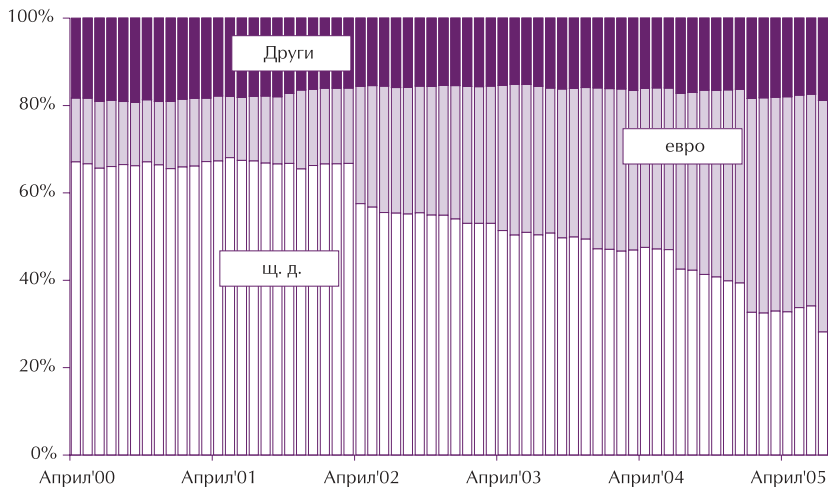
ването на брейди задълженията на страната се постига преизпълнение на официално заложената цел по линия на лихвената структура на държавния дълг.

### 6.3. Намаляване на валутния риск

Проведените финансови операции намаляват валутния риск, свързан с управлението на ДВД. Нараства евроръсът на ДВД (респективно намалява дялът на денонминирания в щатски долари ДВД (графика 1), което се оценява благоприятно във връзка с действието на ПС. В стратегията се предвижда до 2005 г. дялът 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) дялът на ДВД, емитиран в щатски долари, спада до 28.2%. Обслужването на ДВД намалява уязвимостта си от неблагоприятни курсови изменения.

Графика 1

#### ВАЛУТНА СТРУКТУРА НА ДЪРЖАВНИЯ ВЪНШЕН ДЪЛГ



## **6.4. 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 евро е 7.2 години (падеж 2013 г.), а на тези в щатски долари – 7.7 години (падеж 2015 г.). По-голямата дюрация е свързана с отдалечаването във времето на големите плащания и е благоприятна за длъжника.

## **6.5. 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 (222 млн. щ. д.), е достигнало до 392 млн. щ. д. През март 2002 г. са изкупени обратно и заменени облигации DISC на обща стойност 602.7 млн. щ. д., т. е. 32.3% от първоначалната емисия от 1865 млн. щ. д. Съответната част от обезпечението се оценява на 126.5 млн. щ. д. 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. щ. д. По такъв начин сумарното освободено обезпечение, което попълва ФР на правителството, е на стойност 168.9 млн. щ. д.<sup>8</sup> При разширението на емисията на деноминирани в щ. д. глобални облигации през есента на 2002 г. МФ пресмята и ново освободено обезпечение в размер на 136 млн. щ. д. (общо 333 млн. щ. д. по оценки на МФ, които попълват ФР и БВР на страната).

Освобождаването на обезпечение не може да се третира еднозначно. То е във формата на 30-годишни дългосрочни облигации на FED с достатъчно висока доходност (7.35%). Освободеното обезпечение попълва БВР и неговото инвестиране започва да се подчинява на строго консервативните правила за управление на БВР с оглед намаляване на всякакви възможни съпътстващи рискове. Правилата ограничават до минимум възможностите за инвестиране в дългосрочни ценни книжа поради изискването за намаляване на пазарния

(лихвен) риск. Това е причината, поради която средната доходност на ресурсите от БВП на страната са на значително по-ниско равнище (примерно около 3%). В действителност разликата между доходността на 30-годишните ценни книжа на FED, от една страна, и средната доходност на БВП, от друга, е загуба за емитента.

## 7. Финансови рискове

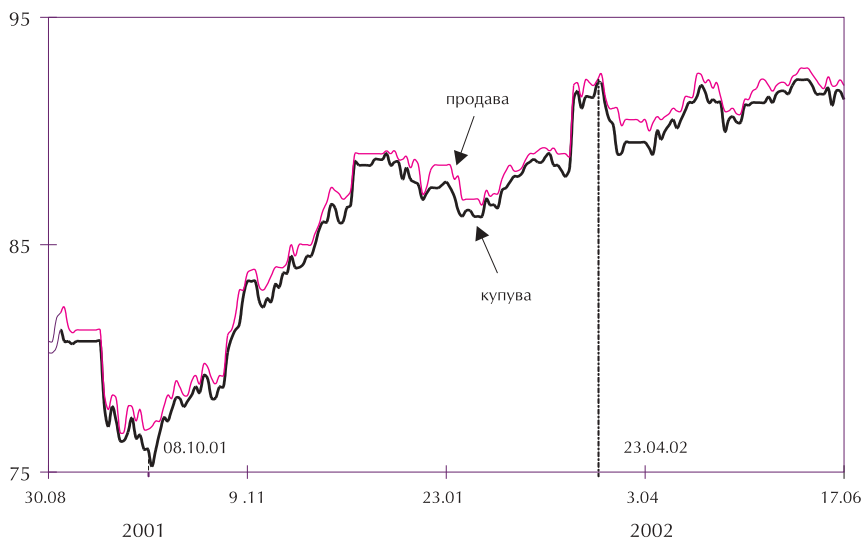
Резултатите от проведените операции по реструктурирането на ДВД през 2002 г. са проектирани при редица изходни предпоставки. При промяна и непредвидено изменение на изходните предпоставки резултатите от операцията могат да претърпят значителни изменения.

### 7.1. Стартова позиция

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

Графика 2

#### ЦЕНИ НА БЪЛГАРСКИТЕ БРЕЙДИ ОБЛИГАЦИИ, DISC



<sup>8</sup> В официалното съобщение на МФ се посочва освободено обезпечение от 197 млн. щ. д.



Таблица 7

## ЦЕНИ НА БЪЛГАРСКИТЕ БРЕЙДИ ОБЛИГАЦИИ

(cents)

	DISC		FLIRB		IAB	
	Купува	Прогава	Купува	Прогава	Купува	Прогава
08.10.2001 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

В таблица 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 (графика 2). Най-висок прираст на цените се отбелязва при DISC, които са и най-интересни от гледна точка на емитента. Инвеститорите обаче 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 последици за емитента. При пролетната емисия на глобални облигации са конвертирани брейди облигации с номинална стойност 1327.9 млн. щ. д. и примерно 160 млн. щ. д. (12% от номинала) са изплатени в повече благодарение на предварителното лансиране на намеренията на правителството. При разширението на емисията в щатски долари през есента на 2002 г. са конвертирани нови 866 млн. щ. д. брейди облигации и потенциалната загуба от увеличените пазарни цени се оценява на допълнителни 100 млн. щ. д. 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. щ. д.

## ХАРАКТЕРИСТИКИ НА СДЕЛКАТА ОТ ПРОЛЕТТА НА 2002 Г.

	Преди сделката (млн. щ. г.)	След сделката (млн. щ. г.)	Купува 08.10.01	Купува 23.04.02	Пазарна оценка (млн. щ. г.)	
					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

Възбужденият 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<sup>9</sup>.

От Таблица 8 се вижда, че със сделката от пролетта на 2002 г. номиналната оценка на притежаваните от България брейди облигации спада с 1363.9 млн. щ. г., докато пазарната оценка намалява с 590.5 млн. щ. г. За постигането на този резултат България емитира глобални облигации от 835.5 млн. евро и 513.0 млн. щ. г. Към този момент цена „купува“ за деноминираните в евро глобални облигации е 95.5, а на деноминираните в щатски долари – 92.3. При действащия към момента валутен курс пазарната оценка на новоемитираните глобални облигации се изчислява на 1170 млн. щ. г. Рекапитулацията показва увеличение на пазарната оценка на българския ДВД вследствие на операцията от пролетта на 2002 г. с 580 млн. щ. г. С времето оценките се променят, тъй като 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.

<sup>9</sup> **Bulow, J., K. Rogoff** (1990, 33 с.); **Възможни ...** (2002, 9 с.); *Bulow & Rogoff* привеждат пример от практиката на латиноамерикански страни. През 1988 г. Боливия изкупува обратно почти половината от външния си дълг от 670 млн. щ. г. Непосредствено преди сделката боливийският дълг се котира за 6 цента с обща пазарна оценка от 40.2 млн. щ. г. С 34 млн. щ. г. Боливия изкупува обратно 308 млн. щ. г. от външния си дълг, а пазарната цена на останалите 362 млн. щ. г. се покачва на 11 цента при обща пазарна оценка от 39.8 млн. щ. г. (вж. също **Sachs, J., J. Morales**, 1988, 38 с.).

## 7.2. Лихвени плащания

Основна 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 13/16 процента), поради което висок LIBOR означава по-високи лихвени плащания по брейди облигациите.

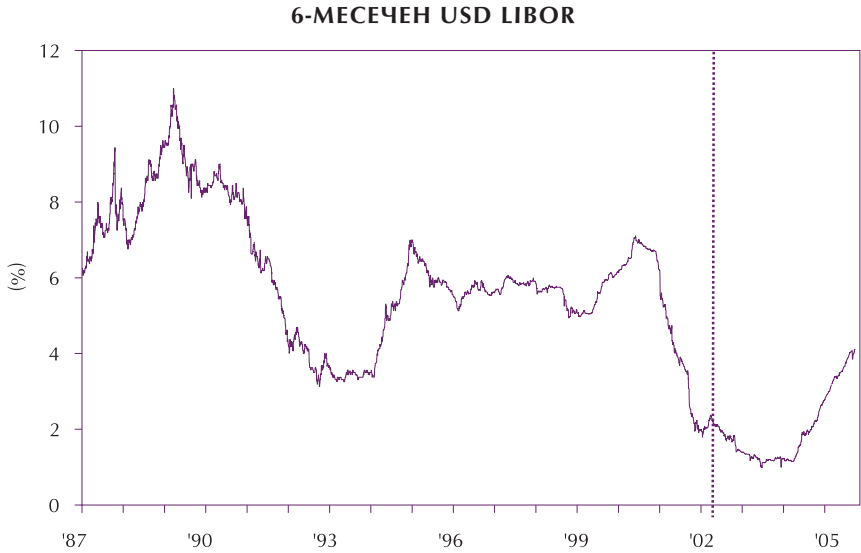
На графика 3 е представен временният рег за стойностите на LIBOR за 6-месечни междубанкови депозити в щатски долари.

Към пролетта на 2002 г. стойностите на съответния LIBOR са на исторически ниски равнища (примерно около 2%). На графика 3 се проследява, че за предходните 10–15 години LIBOR никога не е слизал на подобни равнища. Стойностите на LIBOR се колебаят около 6% и очакванията бяха свързани именно с връщане към тези средни стойности.

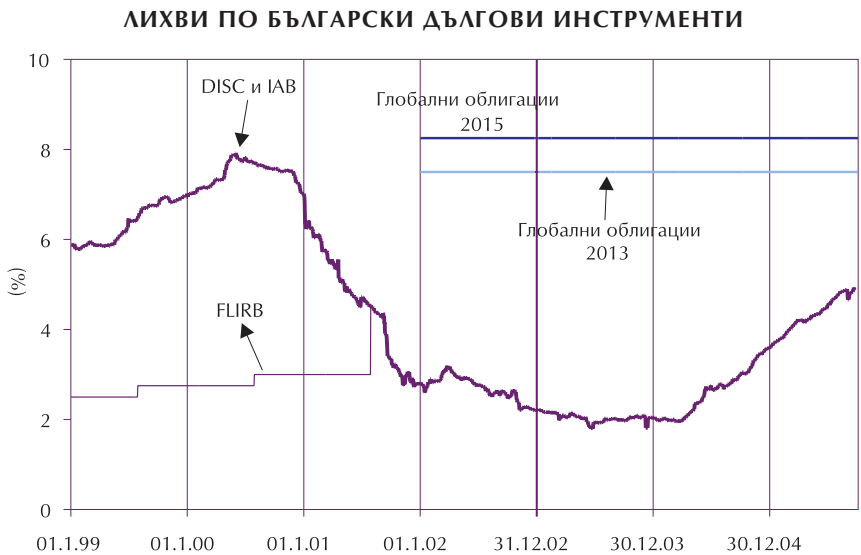
Действителността обаче е по-различна. Субективните очаквания за връщането на LIBOR на равнища от около 6% (което количествено съответстваше на историческото развитие) се основават много повече на механистични основания, отколкото на съдържателни икономически предпоставки. Спагът на световните лихви започна от средата на 2000 г., когато в рамките на следващите 15 месеца LIBOR спадна наполовина (от 7% на 3.5%) като следствие от стремежа на водещите централни банки в света (FED, ECB) да стимулират икономическото развитие. Причините за тази динамика на лихвените проценти не бяха последователно разкрити и осмислени от макроикономическия елит. Терористичните акции от 11 септември 2001 г. подсилеха опасенията за икономическа стагнация, поради което световните лихви продължават по очертаната низходящ тренд. На 10 септември 2001 г. 6-месечният LIBOR в щатски долари 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. По-специално останаха недооценени последици от терористичните действия в световен план и икономическите контрамерки на водещите развити страни.

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

Графика 3



Графика 4



Едва към лятото на 2004 г. се появиха оправдани основания и очаквания за нарастване на лихвените проценти в света, но въпреки всичко LIBOR едва ли ще се върне бързо към 6%-ни равнища.

Лихвените равнища на световните капиталови пазари водят до загуби за България от обслужването на реструктурирания ДВД през 2002 г. (графика 4). При LIBOR от около 1–1.5% България плаща лихви по брейди облигациите от около 2–2.5%, 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. лихви 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. щ. д.). Иначе казано 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. евро).

Значително по-високият лихвен купон по българските глобални облигации в сравнение със световните лихвени равнища е причина за рекордно високите им котировки (графика 5). Най-високодоходните геноминирани в щатски долари български глобални облигации (8.25% лихвен купон), както и геноминирани в евро, достигат и превишават котировки от 125%. Обяснението е в значително по-високия доход във вид на лихва. Доходността на геноминирани в евро български 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 примерно с 400 брр по-нисък от този през пролетта на 2002 г.

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

На 18 февруари и на 10 март 2003 г. МФ проведе първо и второ отваряне на първия търг за продажба на емисия ДЦК, геноминирани в евро, 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 и 25 млн. евро съответно, като получените поръчки са общо за 216.5 млн. евро (одобрени 50 млн. евро на първо отваряне и 55 млн. евро на второ отваряне). 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, геноминирани в евро. Матуритетът на

тази емисия е 5447 дни (14 години и 11 месеца). Общо за емисията са предложени 100 млн. евро, докато търсенето е за 350.9 млн. евро. Лихвеният купон е фиксиран на 6%, постигнатата доходност е 6.55% при първо отваряне и спада до 4.99 при четвърто отваряне.

Горните две 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 (таблица 9).

Преливането между вътрешен и външен дълг на правителството притежава достоинства и недостатъци<sup>10</sup>.

Достоинствата са най-вече в по-ниската цена на осигурените валутни попълнения. И двете пласирани валутни емисии са дългосрочни при лихвен купон от 5.75–6%, докато аналогичните глобални емисии са примерно с 200 bpp по-висок лихвен купон. Паралелно с това следва да се правят своевременно опити за преминаване към единен (вътрешен и външен) капиталов пазар.

Таблица 9

### ЕМИТИРАНИ ДЦК В ЧУЖДЕСТРАННА ВАЛУТА НА ВЪТРЕШНИЯ КАПИТАЛОВ ПАЗАР

Номер	Валута	Първоначална емисия	Падж	Главница (хил.)	Лихвен купон	ДЦК, пригезавани от нерезиденти (хил., към юли 2005 г.)
<b>ДЦК, емитирани за структурната реформа</b>						
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
<b>ДЦК, емитирани за финансиране на бюджетния дефицит</b>						
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, юли 2005. МФ.

<sup>10</sup> Вж. също **Beaugrand, P., B. Loko, M. Mlachila** (2002).

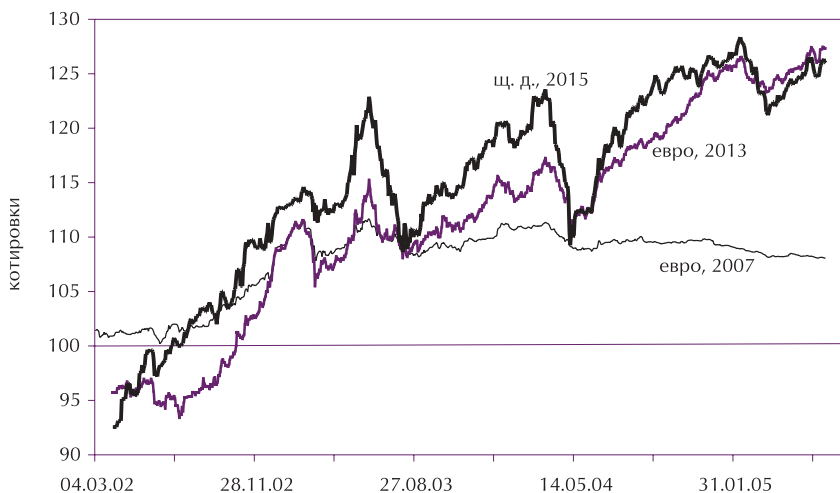
*Недостатъците* са в неустановения характер на преливаните от едно място в друго валутни ресурси. Ако например вътрешните инвеститори закупуват съответните ДЦК с привлечени от тях валутни средства, това е добре доколкото намиращите се в обращение валутни средства се акумулират и концентрират в БВР. Ако обаче вътрешните инвеститори обменят притежавани от тях левови средства в евро на вътрешния валутен пазар (от БВР, т. е. от БНБ) и чрез тези евро закупуват валутни ДЦК на вътрешния капиталов пазар, то статистиката отчита фиктивно движение на валутни средства, което не води до промяна на валутното статукво в страната.

При всички случаи 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 чуждестранните инвеститори към вътрешните емисии на ДЦК следва да се тълкува като стъпка към интеграция в европейските и световни финансови структури.

Графика 5 илюстрира значително по-голямата интегрираност на България в световната икономическа и финансова общност. Връх на котировките на деноминираните в щатски долари глобални облигации се достига към средата на юни 2003 г. Тогава изтича мандатът на управителя на БНБ и по действащия Закон за БНБ Народното събрание следва да избере нов управител. В действителност изборът се проточва във времето, което създава несигурност и непредвидимост при управлението на държавните финанси и се отразява неблагоприятно на настроенията и поведението на чуждестранния инвеститор.

Кривите от графика 5 са добра илюстрация и за поведението на инвеститорите спрямо дългови инструменти с различен матуритет. Котировките на краткосрочните еврооблигации са много поустойчиви, отколкото тези на дългосрочните. Пазарната цена на краткосрочните ДЦК (с падеж 1 март 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 силно чувствителни към настроенията на инвеститорите.

### КОТИРОВКИ НА БЪЛГАРСКИТЕ ЕВРО- И ГЛОБАЛНИ ОБЛИГАЦИИ



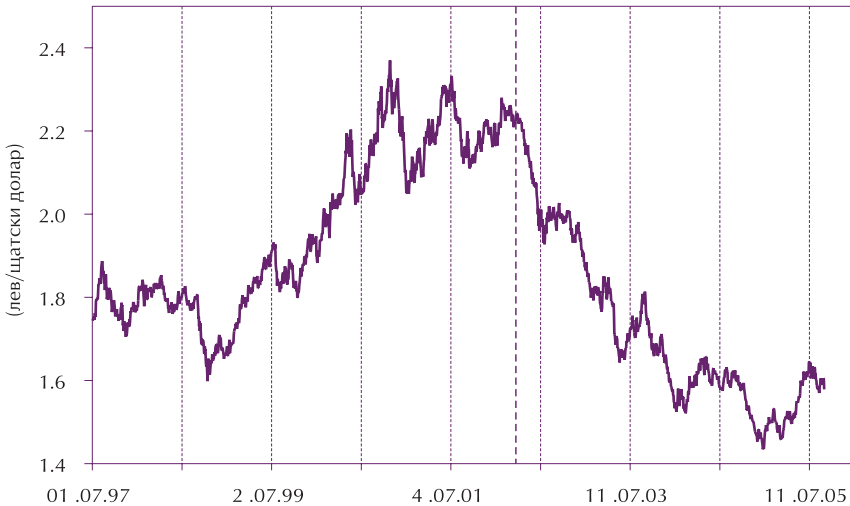
### 7.3. Валутен курс

На графика 6 е представено изменението на валутния курс лев/щатски долар (респективно евро/щатски долар) за периода след въвеждането на ПС у нас. На графиката 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 лев/щатски долар. В момента на емисията се очаква и предвижда по-нататъшното задържане на валутния курс на това равнище.

Действителността обаче е доста 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 април 2002 г. валутният курс е все още 2.24 лева за щатски долар, но от май 2002 г. започва продължително обезценяване на щатския долар. То продължава на три етапа, като след към края на 2004 г. достига равнища от 1.45 лева за щатски долар. Подобна динамика на валутния курс възбужда условни и реални финансови загуби за България, свързани с конверсията на брейди облигациите.



## ВАЛУТЕН КУРС



Условните загуби са следствие от неудачно подбрения момент за конверсия. Ако примерно тя бе извършена не през март 2002 г., а през май 2003 г. (14 месеца по-късно) замяната на деноминираните в щатски долари брейди облигации с деноминирани в евро глобални облигации щеше да се извърши не по валутен курс 1.15 евро за щатски долар, а по валутен курс 0.85 евро за щатски долар. Респективно през март 2002 г. България заплаща за конверсията на брейди облигациите с деноминирани в евро глобални облигации с 35% повече, отколкото би заплатила при конверсия през май 2003 г. Иначе казано условната загуба от неудачно подбрения момент за конверсия възлиза на около 290 млн. евро.

България търпи и реални загуби от непредвиденото отслабване на щатския долар. В съответствие с официалната информация на МФ през март 2002 г. 443.4 млн. щ. д. номинал на брейди облигации са заменени с 468.4 млн. евро номинал глобални облигации. Лихвата по брейди облигациите, която се заплаща в щатски долари, е заменена с лихва по деноминирани в евро глобални облигации, която се заплаща в евро. Средствата, които правителството акумулира като резерв за обслужване на ДВД, се отчисляват най-вече от сържавния бюджет (ДБ), т. е. в левове (респективно в евро). За 2003 г. например по заменените 468.4 млн. щ. д. брейди облигации би следвало да

се платят около 10 млн. щ. г. лихви. Вместо това правителството плаща 7.5% лихва върху заменящите 468.4 млн. евро глобални облигации, т. е. 35 млн. евро. Иначе казано реалното обслужване на тази част от ДВД възлиза на 69 млн. лв., докато непромененият вариант на ДВД би изисквал примерно 17 млн. лв. Разликата в повече от 50 млн. лв. включва ефекта както от по-високите лихвени проценти, така и от отслабването на щатския долар.

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

## 8. Финализиране на операциите: 2004–2005 г.

Договорът за реструктуриране на българския външен дълг с АК от 1994 г. предоставя възможност на правителството да изкупи обратно емитираните от него брейди облигации. Към средата на 2004 г. котировките на българските DISC облигации на международните капиталови пазари прескочиха границата от 100%. Подобна динамика бе следствие от очакванията на инвеститорите за позитивна динамика както на световните лихвени равнища, така и на евентуалното задействане на КВС.

Същите причини бяха основания на България да търси и да действа възможностите за обратно изкупуване на DISC. След активните операции през 2002 г. в обращение останаха DISC на стойност 679 млн. щ. г. Същевременно средствата във ФР на правителството устойчиво нарастнаха. Към средата на 2004 г. *Депозитът на правителството* в БНБ (като част от пасива на баланса на управление „Емисионно“ на БНБ) достигна 5 млрд. лв. с тенденция на позитивен ръст благодарение на отложените дългови плащания на правителството, от една страна, и на очакваните валутни приходи от приватизация на крупни обекти („Булгартабак“, електроразпределителните дружества и др. подобни), от друга.

При тези условия в съответствие с първата *call option*, на 25 юни 2004 г. правителството официално обяви намерението си да изкупи на следващата дата на лихвено плащане (28 юли 2004 г.) всички DISC облигации в обращение по номинална стойност. Освободеното обезпечение се оценяваше на стойност от 280 млн. щ. г., така че за обратното изкупуване на 679 млн. щ. г. DISC облигации бяха необходими около 400 млн. щ. г. от ФР.

Моментът (*timing*) за извършване на такава операция бе подходящ, тъй като щатският долар продължаваше да бъде относител-

но слаб (1.61 лев/щатски долар на 25 юни 2004 г. и примерно толкова един месец по-късно), т. е. за обратното изкупуване на 679 млн. щ. д. DISC облигации бе необходимо отделянето на по-малко от 650 млн. лв. от ФР (примерно 320 млн. евро). Същевременно един ден порано (24 юни 2004 г.) за пръв път в своята история България получи инвестиционен рейтинг (BBB-) от световно призната кредитна рейтингова организация (*Standard & Poor's*) за дългосрочните задължения в чуждестранна валута. Такъв рейтинг откриваше значително по-благоприятни инвестиционни възможности за страната както по линия на по-изгодно емитиране на облигации на световните капиталови пазари, така и по линия на вероятен приток на нови чуждестранни инвестиции. При такава конфигурация перспективите за попълване на БВР, както и за безпроблемното обслужване на БВД, изглеждаха значително по-приемливи.

В съответствие с договора за реструктурирането на българския външен дълг с АК от 1994 г. обявеното обратно изкупуване стана неотменно и на поредната дата на лихвено плащане (28 юли 2004 г.) България изкупи всички намиращи се в обращение DISC облигации. След тази дата наличните български брейди облигации останаха само от два вида – FLIRB и IAB.

Извършената операция по обратно изкупуване на DISC от юли 2004 г. доведе до намаление на незлатните валутни резерви (НЗВР) с около 1.1 млрд. лв. (до 10.4 млрд. лв. към края на юли 2004 г.). Почти цялото намаление на НЗВР бе за сметка на ФР – *Депозитът на правителството* като част от пасивите на баланса на управление „Емисионно“ на БНБ бе 4997 млн. лв. на 23 юли 2004 г. и 3768 млн. лв. една седмица по-късно. В краткосрочен план *Депозитът на правителството* в БНБ възстанови стойността си поради формалното прехвърляне на печалбата на Банковата консолидационна компания към правителствените фондове.

Приетата стратегия на изчистване на брейди задълженията продължи и през 2005 г. На първото лихвено плащане за 2005 г. бяха изкупени останалите в обращение IAB. Един месец преди второто лихвено плащане за 2005 г. правителството обяви своето намерение да изкупи обратно останалите FLIRB облигации. Това решение бе взето от Министерския съвет (МС) на 25 ноември 2004 г., но се обяви на 28 юни 2005 г.

Не може да се намери оправдание за изпреварващото решение на МС (с повече от шест месеца) толкова повече, че то би могло в определена степен да повлияе върху решенията на инвеститорите. С това решение България практически интервенира на финансовия па-

зар без ясно определени национални цели. Непосредственият ефект (колкото и условен да е той) е в поддържането на ниски котировки, които: 1) Намаляват риска за притежателите на облигациите; 2) Увеличават доходността на облигациите (т. е. оскъпяват външния дълг); 3) Косвено задържат позитивните оценки за макроикономическата ситуация в страната от чуждестранните инвеститори.

Като цяло на 28 юли 2004 г. бяха изкупени обратно DISC с номинал 679.3 млн. щ. д., на 28 януари 2005 г. – IAB с номинал 937.5 млн. щ. д. и на 28 юли 2005 г. – FLIRB с номинал 607.6 млн. щ. д. С това приключи брейди одисеята на България.

## 9. Заключение

Вероятно няма да бъде пресилено да се каже, че дълговите проблеми на България са хронични (или са били хронични)<sup>11</sup>. Те съпътстват страната почти от Освобождението до началото на XXI в. И винаги са били следствие не толкова от прекомерно нараснали финансови задължения, колкото от неуредици и несполуки при управлението на вътрешните за страната икономически структури. Не рядко 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 полагането на твърди последователни усилия. Затрудненията вече са загърбени, но уроците не бива да се забравят. Най-същественият от тях е потвърждението 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.

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

<sup>11</sup> По-подробно вж. Аврамов, Р. (2001), Иванов, М. (2001), Минасян, Г. (2004).

Последните 7–8 години следва 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. все още не могат да се оценят еднозначно и окончателно. Хипотезите, свързани с динамиката на лихвените проценти и на валутния курс, остават непотвърдени. Три години по-късно се отчитат както условни, така и реални загуби. Те 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 дълбоко анализирани, а събитията от 11 септември 2001 г. останаха недооценени като индуциращи съответни макроикономически последиствия, които дават своето отражение в световен план. Трудно може да се разбере и още повече – да се оправдае прибързаността при иницирането на операциите, толкова повече, че по договорните условия всички операциите с брейди облигациите бяха безусловно под контрола на българското правителство. Все пак КВС нямаше да се задейства нито през 2002 г., нито дори три 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 година-две, а дори и повече. При всички случаи цените за обратно изкупуване на брейди облигациите нямаше да прехвърлят номинала, а лихвените разходи можеха да бъдат съкратени. При това освобождаването на обезпечение нямаше да пострада, дори беше по-изгодно обезпечението 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 свежат доходността до значително по-ниски равнища.

Заслужава да се отбележи, че архитектите на реструктурирането от 2002 г. предвиждат възможност за обратни по смисъл и съдържание действия. По-специално в „Стратегията“ се предвижда, че *„при подходящи условия ... е възможно частично или цялостно да се суопират фиксирани купони на вече изгадени еврооблигации обратно в плаващи с цел оптимизиране на лихвените разходи за бюджета и балансиране на лихвения риск“*.

Към отклонението от заложените изходни предпоставки и хипотези следва да се прибави и преоценката на операцията в духа на

критиката на *Bulow-Rogoff*. Остава проблематичен въпросът доколко заслужава емитирането на нов „скъл“ дълг за погасяването на стар „евтин“ дълг, толкова повече ако този процес е свързан с цялостното пазарно оскъпяване на БВД.

Предстои да се оцени доколко успешно страната ще успее да се справи с масираното погасяване на главниците по глобалните облигации при настъпване на падежите. В чисто количествено изражение съществува вероятност за краен положителен резултат. Комплексната оценка е необходимо да отчете и страничните ефекти (подобряване на външноплатежния имидж на страната, текущо повишаване на ФР и БВР), които все още не е възможно да се квантифицират адекватно. Окончателната оценка изисква повече време.

Опитът с реструктурирането на ДВД през 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 галеч не е лека и галеч не е безобидна работа. И именно защото се борава с чужди (народни!) пари вниманието и предпазливостта следва да бъдат много по-големи<sup>12</sup>.

Активните операции с ДВД от 2004–2005 г. (т. е. продължението на действията от 2001–2002 г.) могат да се оценят като подходящи и навременни. След нееднозначно оценявания старт на операциите с първата целева емисия на еврооблигации от есента на 2001 г. продължението през 2004–2005 г. изглеждаше напълно естествено, приемливо и икономически целесъобразно. Котировките на DISC вече прехвърляха сто, което означава, че инвеститорите оценяваха положително икономическото настояще и бъдеще на България. Решаващо бе също предстоящото задействане на КВС. В такава ситуация при необходимост страната можеше да емитира по-евтин ДВД.

---

<sup>12</sup> Ярко изявен и последователен критик на активните операции с ДВД през 2001–2002 г. е **Пл. Орешарски** (2002; В. „Банкеръ“, бр. 26, 3–9 юли, 2004, 9 с.). 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 възрадени в началото позитивни очаквания, но при определено развитие на световните процеси. Изходните хипотези останаха непотвърдени, но може би повече поради малко очаквано развитие. Подобна по характер *ex post* преценка се прави и от **С. Цонев** (2005). Всичко това откроява трудностите и високата отговорност при извършването на такъв тип мащабни действия от национално значение;

Към средата на 2004 г. величината на НЗВР бе достатъчна, за да гарантира стабилност. Стандартният относителен измерител на НЗВР показваше, че последните покриват повече от 6-месечен внос на стоки и услуги. В такава ситуация бе целесъобразно използването на НЗВР за постепенно елиминиране на натрупани дългови задължения.

Приключването с брейди облигациите като един от най-съществените спомени от нерадостното най-ново дългово минало на България притежаваше и своеобразно символично значение. Утвърждаваше се представата за страната като отговорен и съзнателен дължник, която повишаваше доверието и подобряваше отношението на международната финансова общност. Както световният опит показва, подобна промяна следва да се отрази положително на притока на чуждестранен капитал. Факт е, че при първата емисия на еврооблигации (ноември 2001 г.) кредитният рейтинг (Moody's) на страната за дългосрочен дълг в чуждестранна валута бе В2 и към края на 2004 г. се повиши до Ва1 (17 ноември 2004 г.), но това подобрение е комплексен резултат от цялостното икономическо развитие и определено не може да се свърже единствено с операциите с брейди облигациите.

Изчистването на брейди задълженията на страната не премахва дълговото напрежение. След последната операция по обратното изкупуване на останалите в обращение брейди облигации (юли 2005 г.) ФР намалява до около 4.7 млрд. лв. Междуременно публичният дълг продължава да е респектираща величина (5.7 млрд. евро към края на 2004 г.) и да изисква отделянето на немалко финансови ресурси за неговото обслужване. За 2005–2009 г. България предстои да погаси дълг към МВФ общо в размер на 723 млн. СПГ (примерно 1.7 млрд. лв.). През 2007 г. настъпва падежът на еврооблигациите (250 млн. евро), а шест години по-късно – на първата емисия глобални облигации (835 млн. евро). През 2015 г. страната трябва да се справи с голямо дългово предизвикателство – тогава настъпва падежът на втората емисия глобални облигации (1.3 млрд. щ. г.). Само тези изброени плащания формират платими задължения на правителството в размер на примерно 6 млрд. лв. в следващите десетина години. В действителност реалните плащания за периода (погасяване на главници и платими лихви) ще бъдат вероятно с около една втора по-високи, толкова повече, че към средата на 2005 г. среднопретегленият остатъчен матуритет на публичния дълг се оценява на 8.6 години с тенденция към понижение (12.6 години през 2000 г.). Световните лихвени проценти ще се върнат на обичайните по-високи равнища,

което ще създаде трудности при балансирането на бюджетните структури.

В допълнение източниците за попълването на ФР постепенно се изчерпват. Основната маса от приватизационни сделки вече е реализирана, така че валутните постъпления от нови приватизационни сделки са силно ограничени. Единствената вътрешна възможност остават евентуалните излишъци в гържавния бюджет, към които обаче политиките проявяват подчертан апетит. Те са възможни при последователен и устойчив (достатъчно висок) икономически растеж. В крайна сметка вероятно ще бъдат необходими нови емисии глобални облигации при очакванията, че все пак консолидиращият гържавен дълг ще съхрани тенденцията си на относително понижение.

## Литература

**120 години БНБ, 1879–1999.** Под общата редакция на Р. Аврамов. БНБ, София, 1999.

**Аврамов, Р.** (2001) Стопанският ХХ век на България. ЦАС, София.

**Александров, Ст.** (1995) Българските брейди облигации. „Банков преглед“, БНБ, № 1/1995.

**Възможни ползи и рискове от операцията по замяната на българския външен дълг** (оценки от Интелинюз). „Банки, инвестиции, пари“, № 2/2002.

**Годишен обзор на правителствения дълг 1999.** МФ, април 2000.

**Годишен обзор на правителствения дълг 2000.** МФ, 2001.

**Годишен обзор на правителствения дълг 2001–2002.** МФ, 2003.

**Доклад за извършен одит на възникването и управлението на гържавния дълг към 31.12.2003.** Сметна палата, 2004.

**Замяна на брейди еврооблигации.** МФ, септември 2002.

**Замяна на брейди облигации с нови глобални облигации** (Резултати от операцията). МФ, 28 март 2002.

**Замяна на брейди с еврооблигации.** МФ, март 2002.

**Иванов, М.** Политическите игри с външния дълг (български сюжети на стопански кризи и възход 1929-1934). Изд. „Златю Бояджиев“, София, 2001.

**Минасян, Г.** Външен дълг: Теория, практика, управление. Изд. „СIELA“, София, 2004.



- Обзор на правителствения гълг 2001–2002.** МФ, София, 2003.
- Орешарски, П.** Брейди-замяната е насочена към пазара. „*Банки, инвестиции, пари*“, № 2, 2002.
- Цонев, С.** (2005) Нови митове за външния гълг. В. „*Капитал*“, 25.06.2005.
- Veaugrand, P., B. Loko, M. Mlachila** (2002) The Choice Between External and Domestic Debt in Financing Budget Deficit: The Case of Central and West African Countries. *IMF WP/02/79*, May 2002.
- Bobeva, D. et al.** (1995) Bulgarian Foreign Debt Bonds in Privatization. „*Bank Review*“, BNB, N 3/1995.
- Bulow, J., K. Rogoff.** Cleaning up Third World Debt Without Getting Taken to the Cleaners. „*Journal of Economic Perspectives*“, vol. 4, No. 1, Winter 1990.
- Cline, W.** (1995) International Debt Reexamined. *IIE*, Washington DC.
- Economic Survey of Europe**, No. 1/2003. *UN*.
- 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 No. 8, September 2000.
- Houben, A.** Commercial Bank Debt Restructuring: The Experience of Bulgaria. *IMF PPAА/95/6*, April 1995.
- Izvorski, I.** Brady Bonds and Default Probabilities. *IMF WP/98/16*, February 1998.
- Kruger, M., M. Messmacher.** Sovereign Debt Defaults and Financing Needs. *IMF WP/04/53*, March 2004.
- Mandeng O.** Intercreditor Distribution in Sovereign Debt Restructuring. *IMF WP/04/183*, September 2004.
- Reinhart, C., K. Rogoff, M. Savastano.** Debt Intolerance. „*Brookings Papers on Economic Activity*“, N 1, 2003.
- Sachs, J., J. Morales** (1988) Bolivia: 1952–1986. *International Center for Economic Growth*, Country Studies Number 6.

## Абревиатури

БВД	Брутен външен дълг
БВП	Брутен вътрешен продукт
БВР	Брутни валутни резерви (международни валутни резерви)
БНБ	Българска народна банка
ДБ	Държавен бюджет
ДВД	Държавен външен дълг
ДЦК	Държавни ценни книжа
ЗДД	Закон за държавния дълг
МВФ	Международен валутен фонд
КВС	Клауза за възстановяване на стойността
ЛК	Лондонски клуб
МС	Министерски съвет
МФ	Министерство на финансите
НЗВР	Незлатни валутни резерви
ННС	Нетна настояща стойност
НС	Народно събрание
ПС	Паричен съвет
ФР	Фискален резерв
BGN	ISO код на българския лев след деноминацията от средата на 1999 г.
bpp	Basic Percentage Points
DISC	Collateralised Discount Bonds
ECB	European Central Bank
EUR	Евро, обща платежна единица на ЕС
FED	Federal Reserve (Централна банка на САЩ)
FLIRB	Front Loaded Interest Reduction Bonds
IAB	Interest Arrears Bonds
LIBOR	London Inter Bank Offered Rate
USD	Платежна парична единица на САЩ
UST	United State's Treasury

## ДИСКУСИОННИ МАТЕРИАЛИ

- DP/1/1998 Първата година на Паричния съвет в България  
Виктор Йоцов, Николай Неновски, Калин Христов, Ива Петрова,  
Борис Петров
- DP/2/1998 Финансова репресия и рაციониране на кредита в условията на  
паричен съвет в България  
Николай Неновски, Калин Христов
- DP/3/1999 Стимули за инвестициите в България: оценка на нетния ганъчен  
ефект върху държавния бюджет  
Добрислав Добрев, Бойко Ценов, Петър Добрев, Джон Ърст
- DP/4/1999 Два подхода към кризите на фиксираните курсове  
Николай Неновски, Калин Христов, Борис Петров
- DP/5/1999 Моделиране на паричния сектор в България, 1913–1945 г.  
Николай Неновски, Борис Петров
- DP/6/1999 Паричен съвет и финансови кризи – опитът на България  
Румен Аврамов
- DP/7/1999 The Bulgarian Financial Crisis of 1996–1997  
Zdravko Balyozov
- DP/8/1999 Икономическата философия на Фридрих Хайек (100 години от  
рождението му)  
Николай Неновски
- DP/9/1999 Паричният съвет в България: устройство, особености и  
управление на валутния резерв  
Добрислав Добрев
- DP/10/1999 Паричните режими и реалната икономика (Емпиричен тест преди  
и след въвеждането на паричен съвет в България)  
Николай Неновски, Калин Христов
- DP/11/2000 The Currency Board in Bulgaria: The First Two Years  
Jeffrey B. Miller
- DP/12/2000 Fundamentals in Bulgarian Brady Bonds: Price Dynamics  
Nina Budina, Tzvetan Manchev
- DP/13/2000 Изследване на парите в обращение след въвеждането на  
паричния съвет в България (транзакционно търсене,  
натрупване, скрита икономика)  
Николай Неновски, Калин Христов

- DP/14/2000 **Макроикономическите модели на Международния валутен фонд и Световната банка (анализ на теоретичните подходи и оценка на ефективността от прилагането им в България)**  
Виктор Йоцов
- DP/15/2000 **Динамика на банковите резерви при паричен съвет**  
Борис Петров
- DP/16/2000 **Един възможен подход за изграждане на симулационен макроикономически модел на България**  
Виктор Йоцов
- DP/17/2001 **Надзор на консолидирана основа**  
Маргарита Пранджева
- DP/18/2001 **Ригидност (негъвкавост) на реалните работни заплати и избор на паричен режим**  
Николай Неновски, Дарина Колева
- DP/19/2001 **The Financial System in the Bulgarian Economy**  
Jeffrey Miller, Stefan Petranov
- DP/20/2002 **Forecasting Inflation via Electronic Markets Results from a Prototype Experiment**  
Michael Berlemann
- DP/21/2002 **Корпоративен имидж на търговските банки (1996–1997 г.)**  
Мирослав Неделчев
- DP/22/2002 **Fundamental Equilibrium Exchange Rates and Currency Boards: Evidence from Argentina and Estonia in the 90's**  
Kalin Hristov
- DP/23/2002 **Кредитна активност на търговските банки и рационаране на кредитния пазар в България**  
Калин Христов, Михаил Михайлов
- DP/24/2002 **Ефектът Balassa – Samuelson в България**  
Георги Чукалев
- DP/25/2002 **Пари и парични задължения: същност, уговаряне, изпълнение**  
Станислав Нацев, Начко Стайков, Филко Розов
- DP/26/2002 **Относно едностранната „евроизация“ на България**  
Иван Костов, Яна Костова
- DP/27/2002 **Shadowing the Euro: Bulgaria's Monetary Policy Five Years on**  
Martin Zaimov, Kalin Hristov

- DP/28/2002 **Improving Monetary Theory in Post-communist Countries – Looking Back to Cantillon**  
Nikolay Nenovsky
- DP/29/2003 **Дуална инфлация в условията на паричен съвет. Предизвикателства пред присъединяването на България към ЕС**  
Николай Неновски, Калина Димитрова
- DP/30/2003 **Exchange Rate Arrangements, Economic Policy and Inflation: Empirical Evidence for Latin America**  
Andreas Freytag
- DP/31/2003 **Inflation and the Bulgarian Currency Board**  
Stacie Beck, Jeffrey B. Miller, Mohsen Saad
- DP/32/2003 **Banks – Firms Nexus under the Currency Board: Empirical Evidence from Bulgaria**  
Nikolay Nenovsky, Evgeni Peev, Todor Yalamov
- DP/33/2003 **Моделиране на инфлацията в България**  
Калин Христов, Михаил Михайлов
- DP/34/2003 **Competitiveness of the Bulgarian Economy**  
Konstantin Pashev
- DP/35/2003 **Exploring the Currency Board Mechanics: a Basic Formal Model**  
Jean Baptiste Desquilbet, Nikolay Nenovsky
- DP/36/2003 **Съставен конюнктурен индикатор за българската промишленост**  
Цветан Цалински
- DP/37/2003 **The Demand for Euro Cash: A Theoretical Model and Monetary Policy Implications**  
Franz Seitz
- DP/38/2004 **Равнище на доверие във валутния режим в България през 1991–2003 г. Начален опит за калибрация**  
Георги Ганев
- DP/39/2004 **Credibility and Adjustment: Gold Standards Versus Currency Boards**  
Jean Baptiste Desquilbet, Nikolay Nenovsky
- DP/40/2004 **Паричният съвет: „The only game in town“**  
Калин Христов
- DP/41/2004 **The Relationship between Real Convergence and the Real Exchange Rate: the Case of Bulgaria**  
Mariella Nenova

- DP/42/2004 **Effective Taxation of Labor, Capital and Consumption in Bulgaria**  
Plamen Kaloyanchev
- DP/43/2004 **Платежният баланс на Царство България от 1911 г.**  
г-р Мартин Иванов
- DP/44/2005 **Beliefs about Exchange-rate Stability: Survey Evidence from the Currency Board in Bulgaria**  
Neven T. Valev, John A. Carlson
- DP/45/2005 **Възможности за съставяне и използване на баланс на паричния оборот**  
Методи Христов
- DP/46/2005 **The Microeconomic Impact of Financial Crises: The Case of Bulgaria**  
Jonathon Adams-Kane, Jamus Jerome Lim
- DP/47/2005 **Лихвените спредове на търговските банки в България**  
Михаил Михайлов
- DP/48/2005 **Измерване на общата факторна производителност: счетоводство на икономическия растеж за България**  
Калоян Ганев
- DP/49/2005 **Опит за измерване на съществената инфлация в България**  
Калина Димитрова
- DP/50/2005 **Икономически и паричен съюз на хоризонта**  
Д-р Цветан Манчев, Минчо Карабастев