

**БЪЛГАРСКАТА ФИСКАЛНА ПОЛИТИКА
И МЕЖДУНАРОДНИЯТ ПАЗАР
НА ДЪРЖАВНИ ЦЕННИ КНИЖА**

Вениамин Тодоров

**THE BULGARIAN FISCAL POLICY
AND THE INTERNATIONAL DEBT
SECURITIES MARKET**

Veniamin Todorov

Abstract

The paper studies the relation between the international government debt securities market (IGDSM) and the way the Bulgarian fiscal policy operates. The time period is from the 3rd quarter of 1994 to the 1st quarter of 2017. First, the connection between the fiscal stance, the budget deficit financing and the IGDSM is defined. Second, the participation of the Bulgarian government in the IGDSM is analyzed. Four strands of analysis define the framework of the study: 1) the amount of debt denominated in international securities; 2) the choice of market segment – the international money market or the international bond market; 3) the interest rate structure – the choice between fixed and floating interest rate instruments; 4) the currency structure – the choice of different currencies of denomination. The dynamics and trends are identified and characterized. Moreover, the different determinants that stand behind them are defined and analyzed.

Key words: *fiscal policy, international government debt securities market, budget deficit financing.*

Фискалната политика в България е обект на различни изследвания и засилен интерес в научната литература в последните две десетилетия. Един от анализирания аспекти е финансирането на бюджетните дефицити.

Важно значение в това отношение има управлението на българския държавен дълг чрез участието на правителството на международния пазар на държавни ценни книжа (ДЦК)¹. Обект на сделки

¹ Понятията „международен пазар на ДЦК“ и „пазар на международни ДЦК“ в настоящата публикация се използват като равнозначни.

на този пазар са дългови ценни книжа, емитирани от правителства в страна, различна от тази на емитента.

1. Възможности за финансиране на бюджетните дефицити в България

Ако бюджетните разходи в България (θ) превишават бюджетните приходи (γ), то съществуват пет основни варианта за покриване на разликата.

$$\theta - \gamma = \Delta\mu + \Delta\psi + \Delta\omega + \Delta\nu + \Delta\phi$$

Първият е да се промени паричното предлагане (μ). Увеличаването му би могло да осигури нужните средства на държавния сектор. Подобен вариант не се препоръчва поради силния инфлационен ефект². България има опит в това отношение. Финансовата криза от 1996-1997 г. до голяма степен е резултат от подобен тип финансиране на бюджетите. Това обаче не е началото на тази практика в страната. Димитрова (2011) например изследва периода от създаването на БНБ през 1879 г. до 1947 г., когато се осъществява национализацията на икономиката и се преминава към централно-планова система, при която не се реализира логиката на пазарната икономика (което важи и за отчитането на бюджетни дефицити и инфлация). На базата на различни изследователски подходи – исторически, статистически и иконометричен, тя доказва, че е имало фискално влияние върху паричната база, което чрез различни трансмисионни механизми се е пренесло и върху поведението на цените.

² Хиперинфлациите назад в историята са били резултат именно от монетизацията на бюджетните дефицити. Поради тази причина в редица страни има дори изрична формална забрана на подобни практики. Например в чл. 123 ал. 1 на Договора за функционирането на Европейския съюз е записано: „Забранява се предоставянето на овърдрафти или други видове кредитни улеснения от Европейската централна банка или централните банки на държавите-членки, наричани по-нататък „национални централни банки“, в полза на институциите, органите, службите или агенциите на Съюза, централното управление, регионалните, местни или други органи на публична власт, на други органи, регулирани от публичното право, или на публични предприятия на държавите-членки, както и закупуването пряко от тях на дългови инструменти от Европейската централна банка или от националните централни банки.“

Втори вариант е формирането и използването на резервен фонд (ψ). Средствата в него могат да се акумулират по различни начини: от бюджетни излишъци, приватизация и др. При наличието на дефицит фондът играе ролята на буфер и чрез него се осигурява финансово реализирането на бюджетните разходи, непокрити с приходи. В България такава роля играе фискалният резерв, който е част от баланса на БНБ.

Трета алтернатива е договарянето на заеми от търговски банки (ω). Исторически това е често използван от правителството в България вариант. По време на централно-плановата система кредитите от западния свят са предимно под тази форма.

Друга алтернатива е официалното финансиране (ν). То се състои в сключването на кредитни споразумения с международни финансови институции (МВФ, СБ и ЕБВР, ЕИБ и др.), други правителства, чужди централни банки и др. Българското правителство във времето е сключвало различни кредитни споразумения с подобни институции.

Петият вариант е най-прилаганият в съвременните условия – емитирането на ДЦК (φ). Именно тук се проявява ролята на международния пазар на ДЦК.

2. Финансиране на българския държавен бюджет чрез международни ДЦК

2.1. Методология

При централно-плановата система нуждата от допълнително финансиране от една страна е свързана със системата от връзки в Съвета за икономическа взаимопомощ, а от друга с договорирането на заеми от западния свят. Емитирането на международни ДЦК през това време не е предпочитана форма акумулиране на средства.

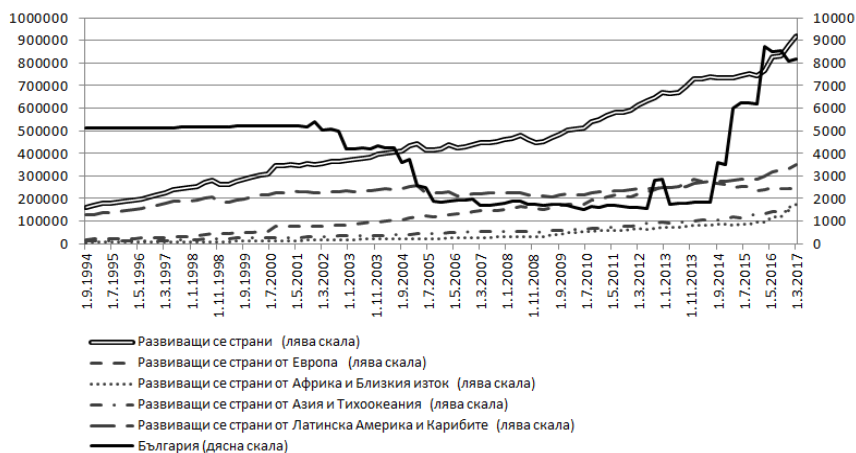
През втората половина на 80-те години на XX в. размерът на българския държавен дълг се увеличава прекомерно и през 1990 г. годишните погашения се оказват твърде големи. Правителството на Андрей Луканов обявява мораториум. През следващите години дългът е предоговорен и този към Лондонския клуб е оформен спрямо условията на плана Брейди. През 1994 г. са емитирани брейди облигации в три разновидности: FLIRB, DISC и IAB. Така българското правителство сериозно навлиза на международния пазар на ДЦК.

С оглед на посоченото разглежданият период започва от трето тримесечие на 1994 г. Данните, които се използват са на Банката за международни разплащания и са налице в сайта на институцията (www.bis.org). Стойностите са тримесечни, а динамичният ред се простира до първото тримесечие на 2017 г. Допълнителна информация е взета от Министерството на финансите на Република България чрез сайта на министерството (www.minfin.bg).

Анализът включва динамиката, характеристиките и детерминантите на дълга и ще се извърши в **четири направления**: 1) размер на дълга; 2) срочност на дълга (избор между международния паричен и облигационен пазар); 3) лихвена структура (избор между фиксирана и плаваща лихва); 4) валутна структура (избор между валути на деноминирание на дълга).

2.2. Размер на дълга

След постигането на нова договореност с Лондонския клуб дългът е редуциран от 8,16 млрд. щ. д. банкови заеми до 5,1 млрд. щ. д., емитирани като брейди облигации.



Източник: Банка за международни разплащания.

Фиг. 1. Държавен дълг на България и на развиващите се страни, емитиран и търгуван на международния пазар на ДЦК в периода от третото тримесечие на 1994 г. до първото тримесечие на 2017 г. (в млн. щ. д.)

Данните показват, че за разглеждания период финансирането чрез международни ДЦК играе важна роля за провеждането на фискалната политика в България.

По отношение на динамиката на дълга могат да се идентифицират **пет основни подпериода**.

Първият е от 1994 г. до 2001 г. През това време правителството навлиза на пазара. Дългът е под формата единствено на брейди облигации, като едва в края на подпериода, през 2001 г. е пласирана пилотна емисия еврооблигации – регистрирани на Люксембургската борса с матуритет пет години и три месеца и номинал от 250 млн. евро³. Размерът на дълга остава относително стабилен.

Вторият подпериод е от 2002 г. до 2005 г. Динамиката тук е различна, като се реализира сериозен спад. От 5,4 млрд. щ. д. в края на 2001 г. дългът се редуцира до 1,84 млрд. щ. д. в края на 2005 г.

Новата тенденция може да се обясни с две основни детерминанти.

Първата е целенасочените действия за намаляване на брейди задълженията – насока на дълговия мениджмънт, официално залегнала в стратегията по управлението на държавния дълг. Извършва се суап по дълга. Пласират се две нови емисии през 2002 г. под формата на глобални облигации с номинал 835,5 млн. евро⁴ и 511,5 млн. евро⁵. С приходите се изкупуват предсрочно голяма част от брейди облигациите. Новата посока в управлението на дълга продължава до края на подпериода, като от 2005 г. всички брейди облигации са изкупени и премахнати като форма на финансови задължения.

Втората детерминанта е рестриктивната фискална политика, провеждана през подпериода. Реализират се целенасочено бюджетни излишъци, част от които се използват за намаляване на задълженията.

Третият подпериод е от 2006 г. до второто тримесечие на 2012 г. Равнището на дълга остава относително стабилно. Излишъците в

³ Точната дата на емисията е 12.11.2001.

⁴ Точната дата на емисията е 10.4.2002.

⁵ Точната дата на емисията е 9.10.2002.

началото на подпериода помагат за финансирането на дефицитите след това. Това се осъществява чрез фискалния резерв, който има буферна роля. Икономиката навлиза в рецесия през 2009 г. и излиза от нея през следващата година. Причината е външното влияние на световната икономическа криза. Въпреки че държавният бюджет от суфицитен става дефицитен, правителството съумява да не увеличи значително държавните задължения и особено дългът на международния пазар на ДЦК.

Четвъртият подпериод започва от третото тримесечие на 2012 г. и се простира до първото тримесечие на 2016 г. Динамиката значително се променя. Налице е сериозно увеличаване на размера на дълга.

Дефицитите продължават и нуждата от ново финансиране нараства. От една страна правителството целенасочено съставя бюджетите с дефицит. От друга страна, някои специфични фактори стоят в основата на новата тенденция. Първо, на 15 януари 2013 г. и 15 януари 2015 г. е падежът на съответно първата и втората емисия глобални облигации от 2002 г. Необходими са нови средства с цел рефинансиране на задълженията и прехвърляне на тежестта върху бюджета за бъдещ период. Второ, негативната ситуация в банковия сектор продиктува нуждата от държавната подкрепа за стабилността ѝ. Фалитът на Корпоративна търговска банка и Търговска банка „Виктория“ ЕАД и значителното изтегляне на депозити от Първа инвестиционна банка принуждават правителството да се намеси, за да възстанови доверието към банките, за което е нужна допълнителна ликвидност.

С оглед на това са пласирани четири нови емисии еврооблигации: 3.7.2012 (950 млн. евро); 27.6.2014 (1,493 млрд. евро); 20.3.2015/14.11.2015 (3,15 млрд. евро); 15.3.2016 (1,994 млрд. евро).

С определена условност заради краткия брой тримесечия може да се дефинира пети подпериод от второто тримесечие на 2016 г. до първото тримесечие на 2017 г. В рамките на тази година нивото на дълга се стабилизира и остава относително постоянно при равнище над 8 млрд. щ. д. Нуждата от финансиране се покрива чрез емисии на ДЦК на вътрешния пазар.

Общата тенденция за развиващите се страни през разглеждания период е различна от тази на България. Държавният дълг емитиран и търгуван на пазара на международни ДЦК показва стабилна възходяща тенденция. Последното е валидно както за цялостния тренд, така и за отделните райони (Европа, Африка и Близкия изток, Азия и Тихоокеания, Латинска Америка и Карибите). Това потвърждава анализа по-горе. Пазарните тенденции за българския дълг не са резултат предимно от общите фактори за пазара, а са следствие най-вече от специфични детерминанти за страната и фискалната ѝ политика.

2.3. Международен паричен и облигационен пазар на ДЦК

Друг аспект е изборът между паричния и облигационния пазар на международни ДЦК. Данните показват, че предпочитанията на българското правителство е към средносрочното и дългосрочното финансиране. Участието е единствено на облигационния пазар.

Обяснението е в мениджмънта на ликвидността, залегнало в стратегията по управление на държавния дълг. Целта е да се избягва краткосрочно натоварване на бюджета. Стремешът е към равномерно разпределение на дълговото бреме, което да не измества в голяма степен другите видове публични разходи.

2.4. Лихвена структура

Лихвената структура претърпява сериозна промяна.

В началото на периода доминират плаващите лихви. Брейди облигациите са свързани с шестмесечния Libor в щ. д. плюс 13/16% фиксирана надбавка. Размерът на лихвата е обвързан с текущите пазарни условия.

Емитираните от 2001 г. нататък еврооблигации и глобални облигации са с фиксирана лихва. Така с хода на времето (след 2005 г. вече правителството няма брейди облигации) се преминава от плаваща към фиксирана лихва.

Основната причина за трансформацията е стремешът да се осигури предсказуемост на бъдещите парични потоци, което стана част от стратегията по управление на държавния дълг. Така тежестта за бюджета в бъдеще може да се планира и управлява по-лесно.

2.5. Валутна структура

Значително изменение има и при валутната структура.

В началото на периода дълговите инструменти са деноминирани в щ. д. Това е обичайна практика, когато става въпрос за брейди облигации. Освен това основната чуждестранна валута, с която се оперира в страната е именно американският долар.

Факторът, който води до промяна на валутната посока при дълговия мениджмънт, е въвеждането на паричен съвет в страната. Той се прилага като мярка за извеждане на страната от сериозната финансова криза и за стабилизиране на икономическото развитие. В сила е от 1 юли 1997 г. Резервната валута е еврото⁶. Освен това стратегията за излизане от валутния борд е присъединяването на страната към еврозоната. Фиксираният курс и перспективата еврото да бъде местна валута елиминират валутния риск⁷.

Всички емисии на еврооблигации и глобални облигации са деноминирани в евро. Изключение прави едва една емисия (през 2002 г.), която е в щатски долари, но в края на периода тя вече не е част от задълженията на правителството поради настъпилия падеж на 15 януари 2015 г. С оглед на това, че от 2005 г. всички брейди облигации са погасени, в последните три подпериода дългът е деноминиран почти изцяло в евро.

Заклучение

Анализът показва, че е налице пряка връзка между начина на провеждане на фискалната политика в България и международния пазар на държавни ценни книжа. Последният се налага с времето като значим канал за финансиране на бюджетните дефицити. В края на периода дългът под формата на международни ДЦК е 73,5% от външния дълг на правителството и 56% от общия държавен дълг.

⁶ С въвеждането на паричния съвет левът е фиксиран към германската марка, но още тогава е ясно, че еврото ще я замени. Това заляга и в Закона за БНБ – от 1999 г. с появата на еврото то става резервната валута.

⁷ В някаква степен все пак той все още съществува, доколкото има някаква хипотетична вероятност за излизане от паричния съвет без страната да се включи в еврозоната.

Могат да се направят следните изводи за подпомагането на фискалната политика чрез международния пазар на ДЦК.

Първо, динамиката на дълга е различна от тази на държавния дълг на развиващите се страни. Това е валидно както за общата тенденция, така и за тенденцията по отделни региони (Европа, Африка и Близкия изток, Азия и Тихоокеания, Латинска Америка и Карибите).

Второ, могат да се идентифицират пет подпериода в рамките на цялостния разглеждан период, през които се наблюдава специфична динамиката на дълга.

Трето, предпочитанията на българското правителство е към средносрочното и дългосрочното финансиране, поради което участието е единствено на облигационния пазар.

Четвърто, дълговия мениджмънт по отношение на лихвената структура претърпява сериозно изменение. От инструменти с плаваща лихва правителството се насочва към такива с фиксирани лихвени плащания.

Пето, въвеждането на паричния съвет и перспективата за излизане чрез присъединяване към еврозоната са основната детерминанти по отношение на избора на валутата, в която да се деноминира дълга. Те предизвикват значителна промяна на посоката – предпочитания се изместват от щатския долар към еврото.

Използвана литература

1. ДИМИТРОВА, К. (2011). Монетизиране на фискалните дефицити в България: уроци от миналото. *Годишник на Софийския университет „Св. Климент Охридски“*, Стопански факултет, том 9, София, Унив. изд. „Св. Климент Охридски“.
2. МИНАСЯН, Г. (2005). Брейди одисеята на България. БНБ, Дискусионни материали No. 51.
3. ТОДОРОВ, В. (2010). Финансови кризи и странови риск на нововъзникващите пазари. *Годишник на ИУ-Варна*, Т. 82, Варна, Наука и икономика, с. 363-403.
4. ТОДОРОВ, В. (2013). Специфика на страновия риск на България в сравнение с останалите нововъзникващи пазари. Перспективи пред индустриалния бизнес, Варна, Ико-консулт, с. 79-83.

5. ALEXANDROV, S. (1995). Bulgarian Brady Bonds, Bank Review, Bulgarian National Bank, BNB Quarterly Journal, 1/1995.
6. BUDINA, N., AND T. MANTCHEV (2000a). Determinants of Bulgarian Brady Bond Prices: An Empirical Assessment. Policy Research Working Paper No. WPS 2277, The World Bank, Washington D.C.
7. BUDINA, N., T. MANCHEV (2000b). Fundamentals in Bulgarian Brady Bonds: Price Dynamics. Bulgarian National Bank, Discussion Paper No. 12.
8. IZVORSKI, IV. (1998). Brady Bonds and Default Probabilities. IMF Working Paper No. 98/16.
9. MINASSIAN, G. (2007). Conversion of Bulgarian Brady Bonds: Five Years After. *Economic Thought*, Yr. XXII, Issue No: 7, pp.3-26.
10. PIRIAN, A. (2003). Bulgarian Brady Bonds And The External Debt Swap Of Bulgaria. NISPAcee occasional papers. Vol. 4, No. 2, pp. 3-15.
11. SIEGFRIED, N., E. SIMEONOVA, C. VESPRO (2007). Choice of Currency in Bond Issuance and the International Role of Currencies. ECB, Working Paper No. 814.
12. STRAHILOV, K. (2006). The Determinants of Country Risk in Eastern European Countries. Evidence from Sovereign Bond Spreads. College of Europe, BEER Paper No. 8.
13. YORDANOV, V. (2012). The Bulgarian Foreign and Domestic Debt – A No-Arbitrage Macrofinancial View. William Davidson Institute Working Paper No. 1032.

За контакти:

Вениамин Павлов Тодоров
Икономически Университет – Варна
Катедра „Обща икономическа теория“
бул. "Княз Борис I" № 77
9002, Варна
България
vntodorov@ue-varna.bg