

ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ИЗПОЛЗВАНЕ НА ИНФЛАЦИОННО ИНДЕКСИРАН ДЪЛГ В ПРАКТИКАТА НА Р. БЪЛГАРИЯ

Докт. Владимир Черналиев

През последните няколко десетилетия пазарът на инфлационно индексирани държавни ценни книжа се развива с бързи темпове. Главен катализатор на този процес е по-голямата сигурност за кредиторите и гарантираната им защита от обезценяване на инвеститорския капитал вследствие на инфлационни процеси. От позицията на суверена, инфлационноиндексираният държавен дълг може да помогне за нарастване и задържане на инвеститорското доверие и същевременно да осигури защита от прекомерно нарастване на дълговата тежест.

Целта на тази разработка е да се определят потенциалните възможности за издаване на инфлационноиндексирани държавни дългове, както и свързаните с него ползи и рискове за суверена. Във връзка с това в разработката се прави обзор на добрите практики при емитирането на инфлационноиндексирани ДЦК. Логиката на изследването изисква да бъдат оценени ползите и рискове за българската държава и нейните кредитори в условията на издаване на подобен вид дълг.

Понятието „*инфлационноиндексирани държавни дългове*“ може да се дефинира като: *държавни ценни книжа, плащанията по които са обвързани с точно определен ценови индекс* – най-често индекса на потребителските цени (ИПЦ)¹. Взаимната връзка между доходността по ДЦК и националната инфлация осигурява на кредиторите и суверена защита от неочаквани промени в лихвените равнища, следствие от динамиката на ценовото равнище (У. Креймър, 2013).

Тук е мястото да се отбележи, че рисковете и ползите, породени от емисия на инфлационно индексирани инструменти не се изчерпват единствено с коректността на очакванията и прогнозите, свързани с националната паричната единица (инфлация, дефлация, девалвация). Важен момент е също така способността на националната икономика да генерира бюджетни излишъци (А. Мисале и Е. Бачиочи, 2005). В продължение на тази хипотеза, може да се постулира, че акумулацията на средства в хазната ще помогне за реимбурсиране на средства

¹ Всяка страна избира показателя, към който да индексирани държавният си дълг. В САЩ държавните ценни книжа се обвързват с Индекса на потребителските цени, във Великобритания – с Индекса на цените на дребно, а във Франция – с Индекса на потребителските цени, от който са изключени тютюневите изделия.

по дълга, ако инфлационната индексация е съобразена с макроикономическите особености на суверена. От тези позиции, включването на допълнителни променливи, с чиято помощ да бъде оценена способността на емитента да изплати задълженията си в бъдещ период, е напълно логично и препоръчително.

Капацитетът на икономиката да генерира средства за погасяване на държавните задължения не може да бъде изразен единствено с нарастването или спада на промишленото производство или да бъде обвързан единствено с динамиката на заетостта. С цел прецизиране на анализа е по-приемливо да се използва реалният темп на растеж на БВП на страната, защото индустриалното производство и заетостта не са единствените фактори, определящи размера на бюджетните постъпления. В подкрепа на това твърдение може да се отбележи, че производството в сферата на услугите на една страна също може да представлява акумулиращ средства фактор. Следвайки тази логика може да бъдат изведени основните параметри на инфлационноиндексирания държавен дълг:

- доходност по ДЦК (номинален лихвен процент);
- национална инфлация;
- темп на растеж на БВП.

Предимствата на инфлационноиндексирания държавни ценни книги за икономическите агенти се свързват с основните характеристики, които този тип дълг притежава:

- защита от амортизация на инвеститорския капитал;
- поддържане на ценова стабилност;
- намаляване на разходите по обслужване на дълга.

Индексираният държавен дълг гарантира *възвръщаемост на инвеститорския капитал*, като към номиналния лихвен процент се прибавя акумулираната инфлация за периода до изплащане на дълга. Това означава, че държавата се задължава да изплати договорената лихва по заетите средства и да прибави стойността на инфлацията, независимо от нейния размер. Следователно, инвеститорският капитал не се обезценява и получава договорната си доходност. Сред изследователите на проблематиката (М. Кумър и Ву Джейжун, 2010; С. Винбергер и А. Франс, 2012; Г. Росини и П. Зангиери, 2009) е широко прието, че чрез обвързването на дълга с националната инфлация, *стимулите на правителството да обезцени своята валута са минимизирани*. Тази хипотеза е валидна, защото при индексация на дълга, един инфлационноиндуциран процес ще увеличи общата сума на плащанията по държавния дълг. В продължение на тази логика, Дж. Гарсия и А. Ван Рикстел (2007) отбелязват, че издаването на обвързани с инфлацията ДЦК, служи като инструмент за насърчаване на ценовата стабилност. От позициите на практиката, подобна перспектива е добре

приета от институционални инвеститори като пенсионни фондове, защото те могат да осигурят покритие на своите дългосрочни пасиви, които са инфлационно чувствителни.

Инфлационноиндексиранияте ценни книжа са важен инструмент на правителствения дългов мениджмънт. Те могат да служат за възстановяване и задържане на инвеститорското доверие, което има особено значение при определянето на бъдещите разходи по дълга. Ако доверието липсва и/или кредиторите очакват инфлация на националния пазар, това ще доведе до изискване за по-голяма рискова премия по ДЦК или до по-висок от очаквания лихвен процент на първичния пазар. При инфлационната индексация на дълга, рискът от значително нарастване на рисковата премия се минимизира. Следователно, *индексиранияте ценни книжа могат да намалят очакваните разходи по обслужването на дълга.*

Изложените по-горе ползи за кредиторите и суверена от емитирането и закупуването на обвързан спрямо инфлацията държавен дълг позволяват обобщение на най-важните предимства за икономическите агенти:

1. *Инвеститори:* възвръщаемостта на инвеститорския капитал е гарантирана, а амортизацията му е минимизирана. Последното е валидно за всяка икономическа обстановка, различна от суверен дефолт.
2. *Държава:* с помощта на инфлационноиндексирани ДЦК се ограничават правителствените стимули за намаляване на дълговата тежест чрез прибегване към инфлация и на тази база се осигурява задържане и нарастване на инвеститорския интерес. Доверието на кредиторите в емитента намалява разходите по обслужване на дълга, което се дължи на по-ниския номинален лихвен процент по индексиранияте ДЦК.

Обвързаният спрямо националната инфлация държавен дълг притежава значителни предимства, както е отбелязано по-горе, но предполага и рискове за емитента и неговите кредитори. Най-важните рискове за икономическите агенти се състоят в:

- възможност за дефлация;
- колебания в лихвения процент;
- нисък темп на растеж на БВП.

Дефлационните процеси в суверенната икономика намаляват очакваната възвръщаемост на инвеститорския капитал. Очакванията за подобни процеси могат да провокират бъдещите държатели на подобни финансови инструменти да поискат по-висока лихва по суверенните ценни книжа (*обратна конверсия*).

Колебанията в лихвените проценти, вследствие на изпълняваните от държавата фискална и парична политика, могат да доведат до извънредно високи

разходи за суверена. Провеждането на рестриктивна фискална политика неминуемо се свързва с повишаване на лихвените равнища. Следователно, ако държавата се стреми чрез данъчното облагане да акумулира достатъчно средства за изплащането на своя дълг, това ще доведе до нарастване на лихвените проценти и намаляване на инфлацията. В продължение на гореизложената логика следва да се отбележи, че инвеститорите ще изискат компенсация за амортизацията на капитала си, което може да тласне държавата към неизпълнение по дълговите си ангажименти.

Потенциалният риск за суверена и неговите кредитори се свързва и с реализацията на *по-нисък от очаквания реален темп на растеж на БВП*, което ще доведе до по-малко акумулирани средства в държавния бюджет от планираните. В подобна икономическа обстановка суверенът може да изпадне в дефолт, а инвеститорите да не получат очакваната доходност на капитала си.

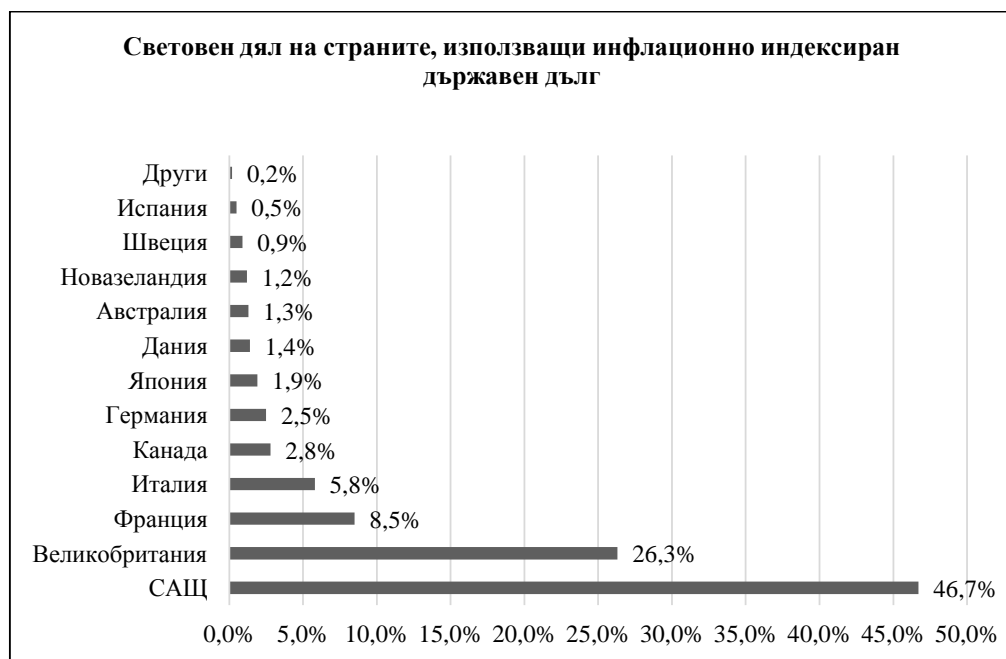
Основните недостатъци на инфлационноиндексирания държавен дълг за кредиторите и суверена са:

1. *Инвеститори*: От позициите на стопанската практика е невъзможно кредиторите да бъдат защитени от държавен дефолт. Следователно, точността на прогнозите за основните макроикономически променливи, от които зависи акумулацията на средства и способността на емитента да изплати в бъдеще лихвите и главницата по инфлационно индексирания дълг е основният риск за инвеститорите.
2. *Държава*: Реализация на по-нисък темп на растеж на БВП от очаквания, е основен риск за суверена. Лихвените плащания и/или реимбурсирането на дълга може да бъдат непосилни за държавния бюджет, ако не са акумулирани достатъчно средства. Емитирането на инфлационноиндексирани ценни книжа изисква прецизна оценка на пазарните рискове, инвеститорските очаквания и на макроикономическата среда. Тези фактори в голяма степен определят разходите по бъдещия дълг.

В стопанската история се срещат много случаи, които илюстрират ползите и рисковете, породени от инфлационноиндексирания дълг. Ако делът на тези ценни книги не бъде съобразен с икономическите особености на страната-емитент, то суверен дефолт е почти неизбежен. Един от най-ярките примери за рискована и не добре планирана инфлационна индексация на държавен дълг е извършена по време на Мексиканската криза от 1994 - 1995 г. (Д. Ледерман и др., 2005) В този период част от ДЦК, деноминирани в щатски долари, са индексирани спрямо националната инфлация, а паричната единица на Мексико е неочаквано девалвирана.

Страните, които използват инфлационноиндексирани ценни книжа, могат да се обединят в три основни групи (Дж. Гарсия и А. Ван Рикстел, 2007):

- Страни, които чрез инфлационната индексация се опитват да овладеят националната си инфлация: Чили през 1956 г., Бразилия през 1964 г., Колумбия през 1967 г. и Аржентина през 1973 г.
- Страни, които чрез издаването на инфлационноиндексирани дълг се стремят да увеличат инвеститорското доверие към себе си и декларират опитите на страната за намаляване на очакваната национална инфлация: Великобритания през 1981 г., Австралия през 1985 г., Швеция през 1994 г. и Нова Зеландия през 1995 г.
- Страни, използващи инфлационната индексация на ДЦК като защита от проявленията на дългосрочна инфлация, която ще повлияе върху благосъстоянието на населението (в повечето случаи проблемът се анализира в контекста на пенсионната система): Канада през 1991 г., САЩ през 1997 г. и Франция през 1998 г.



Източник: Standard Life Investments „Global Index Linked Bond Fund“, May 2015.

Забележка: Данните са актуални към м. май 2015 г.

Фиг. 1.

Особен интерес представляват *практиките при управлението на обвързани с инфлацията суверенни ценни книжа* на държави като САЩ, Великобритания, Франция и Германия (фиг. 1), които са емитенти на най-големия дял индексирани ДЦК. Тези страни са образец за това, как е възможно да се преодолеят недостатъците и да бъдат извлечени максимум ползи от обвързания спрямо инфлацията държавен дълг. Ключов момент при постигането на този резултат е прецизната оценка и прогноза за макроикономическата обстановка, инвеститорското доверие и пазарните очаквания.

Логиката на този анализ изисква да се посочат и някои основни ползи и рискове за Р. България и нейните кредитори от използването на инфлационно-индексирани ценни книжа.



Източник: Standard Life Investments „Global Index Linked Bond Fund“, May 2015.

Забележка: Данните са актуални към м. Май 2015 г.

Фиг. 2.

В стопанската практика е установено, че инфлационно индексирани ценни книжа са най-често дългосрочни с матуритет до 10 години (фиг. 2).

За по-точен анализ на евентуалното емитиране на индексирани ценни книжа от страна на Р. България, в конкретиката на стопанската ѝ конюнктура, е приемливо да се използват някои от похватите на статистиката. Във връзка с

това, А. Мисале и Е. Бачиочи (2005) разработват „сигнализиращи“ показатели², които да бъдат използвани от икономическите агенти при сделки с инфлационноиндексирани ДЦК.

Основният показател за оценка на ползите и рисковете, носени в конкретна макроикономическа среда е ковариацията между реалния растеж на БВП и инфлацията, измерена чрез ИПЦ. С други думи, оценява се взаимната връзка между капацитета на икономиката да генерира бюджетни излишъци и разходите (инфлацията), респективно доходността, по инфлационноиндексирания държавен дълг. Претеглянето на предимствата и недостатъците за кредиторите и суверена са резултат от ковариация между двете макроикономически променливи:

$$\text{Covar}(R, \text{GDP}, \text{PCI inflation})$$

От позициите на теорията и практиката³, ковариацията може да приема положителна, отрицателна или нулева стойност, а тежестта на ползите и рисковете се оценява спрямо размера на ковариацията.

При положителни стойности на ковариацията между реален растеж на БВП и инфлация, измерена чрез ИПЦ, се приема, че ще бъдат правени по-малки лихвени плащания по инфлационноиндексирания държавен дълг. Следователно индексацията изпълнява защитна роля срещу проявленията на неочаквана инфлация в националната икономика, което при равни други условия, предпазва емитента от нарастване на дълговата тежест⁴. В този контекст, „високият реален икономически растеж облекчава външнодълговото натоварване на суверена“

² В литературата се разглеждат няколко фактора, определящи успешното емитиране на индексирани ДЦК, които представляват компилация от променливи. Пример за такива променливи са: индекс-фактор, номинален купон, цена на обратно изкупуване, натрупана лихва за периода, цена на сетълмента и т.н. Ковариацията между реален растеж на БВП и инфлация, измерена чрез ХИПЦ е един от малкото показатели, дискутирани в литературата, които оценява възможността на националната икономиката да акумулира средства за безпроблемно погасяване на лихвените плащания по индексирания дълг.

³ А. Мисале и Е. Бачиочи провеждат редица емпирични изследвания за страни като Белгия, Дания, Франция, Германия, Ирландия, Италия, Япония, Испания, Швеция, Великобритания и САЩ. От резултатите на своите проучвания, авторите определят границите на ковариацията между реален БВП и инфлацията, измерена чрез ИПЦ. От позициите на статистика *Covar(R, GDP, PCI inflation)* приема граници [-1;1], чрез които се изразява взаимната връзка между променливите. Благоприятни граници на ковариацията са (-0,3;0,3), които могат да се тълкуват като наличието на слаба връзка между икономически растеж и инфлация. Казано с други думи, икономическият растеж няма да е вследствие на инфлационни процеси в националната икономика.

⁴ Това твърдение е валидно за издаване на инфлационно индексирани дълг във валута, различна от националната. Необходимо е да се отбележи, че промяна във валутния курс, вследствие на обезценяване на суверенната разплащателна единица ще увеличи дълговата тежест.

(Минасян, Г., 2007). Необходимо е да се отбележи, че при положителна ковариация икономиката ще бъде в състояние да генерира бюджетни излишъци, които да улеснят изплащането на лихвата и главницата по дълга.

Отрицателните стойности на ковариацията се възприемат като превес на рисковете от емитирането на подобен дълг спрямо ползите, които икономическите агенти биха извлекли. Резултат под нулата ще означава, че икономиката не е в състояние да генерира излишъци. Следователно увеличението на дълговата тежест вследствие на инфлационни процеси, може да тласне суверена към неизпълнение на дълговите ангажменти. При подобни стойности на ковариацията издаването и покупката на инфлационноиндексирани ДЦК е икономически неоправдано.

А. Мисале и Е. Бачиочи (2005) разглеждат и възможността за проявление на ползи за икономическите агенти при нулева стойност на ковариацията. Според авторите е напълно възможно инфлационната индексация да осигури защита срещу неочаквана инфлация при $Covar(R, GDP, PCI\ inflation) = 0$. В подкрепа на това твърдение, следва да се отбележи, че индексацията спрямо ИПЦ, може да предпази от прекомерното нарастване на съотношението Дълг/БВП при реализация на по-нисък от очаквания реален растеж на БВП.

Логично продължение на тази разработка е да се приложи подходът на А. Мисале и Е. Бачиочи за българската икономика. Разглежданият период е осемгодишен. Изборът на подобен времеви прозорец е предопределен от:

1. За целите на изследването се използват два симетрични времеви отрязъка, което улеснява анализа на данните.
2. Извършват се изчисления и анализ за периода 2011 – 2014 г., което може да се нарече „основа“ или „предпоставка“ в това изследване.
3. Извършват се изчисления и анализ на периода 2015 - 2018 г., който се основа на официални прогнози за макроикономическите показатели за нашата страна.

Таблица 1

**Реален растеж на БВП и инфлация, измерена чрез ХИПЦ
за Р. България**

Година	Реален растеж на БВП %	Инфлация, измерена чрез ХИПЦ %	Covar (R.GDP, PCI)	Var(PCI)
2011	2.00	4.20	0.000004125	0.0006276
2012	0.50	2.40		
2013	1.10	0.40		
2014	1.70	-1.60		

2015*	1.40	-0.60	0.0000307	0.0001569
2016*	1.70	1.80		
2017*	2.30	1.90		
2018*	2.10	2.00		

Източник: МФ, собствени изчисления

Забележка: *Макроикономическа прогноза⁵

Наличните данни и прогнози (табл. 1) за макроикономическите показатели за нашата страна могат да бъдат обобщени, както следва:

1. За периода 2011 - 2014 г. реалният растеж на БВП не проявява ясна тенденция. Прави впечатление обстоятелството, че отрязъкът от време се характеризира с намаляваща инфлация, а през 2014 г. се регистрира дефлация. Ковариацията между реален растеж на БВП и инфлация е с положителен знак и изразява слаба връзка между променливите.
2. За периода 2015 - 2018 г. се очаква реален растеж на БВП и нарастваща инфлация. Следва да се отбележи, че в този времеви отрязък ковариацията между реален растеж на БВП и инфлация е с положителен знак и изразява слаба връзка между променливите.

Въз основа на направените обобщения може да се посочат някои по-важни ползи и рискове за икономическите агенти от емитирането на инфлационноиндексиран държавен дълг:

1. В този анализ времевият отрязък 2011 - 2014 г. се разглежда като период, предхождащ евентуално издаване на индексирани ценни книги от страна на българското правителство. Характерното за този период е, че той оказва влияние върху действията на суверена и неговите кредитори в бъдещ период. Стойността на ковариацията и свързаните с нея променливи може да се интерпретират по следния начин:
 - От страна на кредитора: несигурност относно възвръщаемостта на капитала. Липсата на категорична тенденция в динамиката на растежа на БВП поставя под съмнение способността на националната икономика да акумулира необходимите средства за изплащане на лихвите по държавния дълг. В противовес на тази логика, положителната ковариация между реален растеж на БВП и инфлация ще бъде показателна за кредиторите в бъдещ период, когато оценяват риска за инвестициите си. Казано с други думи, искания за по-висока номинална лихва по индексирания дълг ще бъдат неоснователни.

⁵ За подробности вж. <http://www.minfin.bg/bg/page/866>

- От страна на суверена: може да се отбележи, че растежът на БВП ще бъде достатъчен да компенсира националната инфлация. Съществува опасност в държавния бюджет да не се акумулират достатъчно средства за лихвените плащания по индексирания дълг, което ще се дължи на липсата на определена динамика в реалния растеж на БВП. Следвайки тази логика, суверенът трябва да търси допълнителен ресурс за реимбурсиране на дълга си. Следователно, има опасност съотношението Дълг/БВП да нарасне.

Налага се заключението, че инвеститорският капитал може да не получи договорната си доходност, което ще се дължи на затруднения на емитента да акумулира средства за това. Необходимо е да се отбележи, че възможността за суверен дефолт не може да бъде изключена, но предвид ниската стойност на ковариацията за този период, той ще е частичен. Независимо от посоченото, разглежданият период (2011 - 2014 г.) се характеризира с положителна ковариация между растеж на БВП и инфлация. В този ред на мисли, стойност над нулата (в границите (0; 0,3)) ще окаже благоприятно влияние върху решенията на икономическите агенти през следващия времеви период. Като се има предвид посоченото, логично е инвеститорският интерес към индексирани ДЦК, издадени от българското правителство, да нарасне. Последното предполага по-ниска номинална лихва по тези дългови инструменти, респективно по-малки разходи, свързани с обслужването на дълга.

2. Времевият период 2015 - 2018 г. се разглежда в условностите на макроикономическата прогноза за българската икономика. Наличните данни позволяват да се изведат следните по-важни ползи и рискове:

- От страна на кредитора: очакваната динамика при растежа на БВП, в съчетание с растяща инфлация за периода няма да има за резултат непредвидено увеличение на лихвените плащания, дължащи се на инвеститорски искания за обезпечение на капитала. Изводът се подкрепя и от положителната ковариация между растеж на БВП и инфлация за периода.
- От страна на суверена: положителната ковариация дава основание на правителството да емитира инфлационноиндексирани държавен дълг в следващия четиригодишен период. Препоръката почива на хипотезата, че растежът на БВП и инфлацията за периода ще се движат в близки до очакваните граници. В този случай, суверенът няма да има затруднения с акумулацията на средства за покриване на лихвените плащания по индексирания държавен дълг.

Налага се заключението, че периодът 2015 - 2018 г. е подходящ за емитиране на инфлационноиндексирани държавен дълг от Р. България. Този извод се

основава на направения анализ на предходния (2011 - 2014 г.) и бъдещия (2015 - 2018 г.) времеви отрязъци. Направените тестове показват, че при реализация на само един процент реален растеж на БВП през всяка година (от четиригодишния прогнозен период) и движение на инфлацията около очакваната, ковариацията е равна на нула. Следователно, ако реализираният растеж на БВП бъде под очаквания, икономиката ще притежава необходимия капацитет да акумулира средства за лихвените плащания по индексирания дълг. Същевременно индексация в този времеви отрязък ще ограничи влиянието на инфлацията върху съотношението Дълг/БВП, т.е. евентуално обезценяване на националната парична единица няма да натовари суверена с допълнителна дългова тежест.

Резултатите от изследването аргументират извода, че през времевият отрязък 2015 - 2018 г. българското правителство може да издаде инфлационноиндексирания държавен дълг, без това да е проводник на процеси, подпомагащи нарастването на съотношението Дълг/БВП вследствие на инфлационни процеси.

Използвана литература

1. García, J., A. van Rixtel (2007) "Inflation linked bonds from a central bank perspective", ECB Occasional Paper Series, 62.
2. Krämer, W. (2013) "An Introduction to Inflation-Linked Bonds", Investment Research, Lazard Asset Management, Frankfurt.
3. Kumar, M.S., W. Jaejoon (2010) "Public Debt and Growth", Working Paper 10/174, Washington, International Monetary Fund.
4. Lederman D., W. Maloney, L. Serven (2005) "Lessons from NAFTA for Latin America and the Caribbean", The World Bank.
5. Missale, A., E. Bacchicocchi (2005) "Managing debt stability", Cesifo working paper NO. 1388.
6. Rossini, G., P. Zanghieri (2009) "Current account composition and sustainability of external debt", Applied Economics.
7. Wijnbergen, S., A. France (2012) "Assessing Debt Sustainability in a Stochastic Environment: 200 Years of Dutch Debt and Deficit Management", De Economist, 160:219–236.
8. Минасян, Г. (2007) „Външен дълг: теория, практика, управление“, Сиела, с. 155.
9. <http://www.bnb.bg/>
10. <http://www.minfin.bg/>
11. <http://www.nsi.bg/>
12. <http://www.standardlifeinvestments.com/>

POSSIBILITIES FOR USING INFLATION INDEXED DEBT IN THE PRACTICE OF REPUBLIC OF BULGARIA

Doctoral student Vladimir Chernaliev

Abstract

The interest in the inflation indexed national debt has risen in the past few decades. This is due to a number of advantages which this type of debt instrument possesses as compared to conventional securities. The advantages and the risks accompanying the indexation of GSs for the economic agents are significant and depend on the accuracy of macroeconomic forecasts. The aim of this study is to determine the possibilities for using inflation indexed national debt in the practice of Republic of Bulgaria.

Keywords: *national debt, indexation, GDP, inflation, covariance.*