

## 5.2. Управление на БВР

### 5.2.1 Критерийна основа

Съществуват три йерархично подредени критерии при управлението на БВР:

1. Сигурност;
2. Ликвидност;
3. Доходност.

Най-важно изискване при управлението на БВР е сигурността на инвестициите. БВР са резерви тогава и само тогава, когато тяхното съществуване е реално, а не фиктивно. Инвестирането на БВР в несигурни финансови инструменти води до рискове от загуби, които показва практиката, могат да бъдат фатални. България изпадна в такава ситуация в първата половина на 90-те години, когато с част от НЗВР на страната (една трета) бяха рефинансирани ТБ с идея да се стимулира инвестиционната и икономическа активност. В резултат към средата на 1997 г. БНБ остана с несъбрани валутни кредити в размер на повече от 110 млрд. BGL (Фигура 25, 156 с.).

На второ място се следи критерият ликвидност. При всички случаи БНБ трябва да бъде в състояние без забавяне да изпълни разпореденията на правителството за извършване на определени плащания. В действителност БНБ е институцията, която пряко и непосредствено следи обслужването на БВД. В това отношение БНБ предварително е наясно с графика на големите плащания и своевременно ги планира и въпреки всичко тя трябва да има достатъчна ликвидност, за да реагира ефективно на всякакви възможни правителствени разпоредения.

БНБ трябва да се грижи и за необходимата ликвидност с оглед осигуряване на неограничена вътрешна конвертабилност на българския лев. Ако се окаже, че в конкретен момент БНБ не е в състояние да удовлетвори искане за преминаване от левова на EUR-позиция поради неосигурена ликвидност, може да се стигне до възникване и разпространение на слухове за валутни затруднения с всички нежелани за икономиката и обществото последствия.

Едва на трето място идва доходността от управлението на БВР. Доходността на инвестициите от БВР задължително е съобразена с първите два критерия. Това е причината, поради която тя може да се определи като умерена.

### 5.2.2. Минимизиране на риска

В условията на ПС е формирана система от правила, които следва да се съблюдават при управление на БВР с оглед намаляване на възможните риско-

ве.

● *Валутен риск*

Валутен риск се появява при неблагоприятно изменение на валутни курсове, в случай, че валутната структура на актива не съответства на валутната структура на пасива, както и при поддържане на актива в рисковни (нестабилни) валути. Поради фиксирания валутен курс между BGN, от една страна, и EUR, от друга, не съществува валутен риск от покриването на вътрешните левови парични агрегати с EUR в актива на баланса на управление „Емисионно“.

За елиминиране на валутния риск е съставен списък от валути, в които може да се поддържат НЗВР. За 2002 г. например средно 89% от НЗВР се поддържат в EUR и около 7% в USD. Останалата част е в СПТ (около 2% от НЗВР), CHF, GBR и JPY. Оценката на златните резерви формира по-малко от една десета от БВР.

Основно законово предписание е валутните съставки на актива (НЗВР) да съответстват плътно на валутните съставки на пасива (вътрешните парични агрегати, които трябва да бъдат покрити от БВР). Законът за БНБ изисква евентуалните отклонения на валутната структура на активите от валутната структура на пасивите да бъде в рамките на  $\pm 2\%$  за всеки отделен валутен елемент, т.е. откритата валутна позиция по отделни валути да бъде в рамките на  $\pm 2\%$ . По-късно (2005 г.) ограничението е отслабено, като изискването за допустимо отклонение от  $\pm 2\%$  се прехвърля от всяка отделно взета не-EUR валута към общо за всички не-EUR валути. Не е допустимо например, ако някой от вътрешните парични агрегати от пасива на баланса на управление „Емисионно“ притежава USD-компонент, БНБ да го превърне в резервна валута, която да стопанисва по този начин.

● *Държавен риск*

Държавният риск (*country risk*) е свързан с политическа, икономическа и всякаква друга несигурност в държавата, в която се инвестират средства от БВР.

Таблица 27

**Валутна структура на активите и пасивите  
на баланса на управление „Емисионно“, юни 2003 г. (проценти)**

Валуту	Активи	Пасиви
BGN		72.7
EUR	82.4	17.4
USD	6.6	7.7
XAU	8.1	
СПТ	1.5	0.4
CHF	1.5	1.7

Ако например отделни съставки на БВР се поддържат във вид на депозити или са инвестирани в търгуеми чуждестранни книжа в страна, която изпадне във финансова и/или икономическа криза (както и всякаква друга мащабна криза, вкл. военна), тогава е възможно част от БВР да бъде блокирана за определен период или (в най-лошия случай) дори загубена. Такава ситуация възникна на руския паричен пазар в края на ХХ в. и ако средства от НЗВР бяха инвестирани в руски ДЦК, България ще ще регистрира определени загуби на НЗВР. БВР губят част от стойността си и вътрешните парични агрегати остават без пълно валутно покритие.

Общоприета оценка за степента на държавния риск е приписваният на страната международен кредитен рейтинг. Международната финансова общност признава, приема и се съобразява с кредитните рейтинги, присъждани от определени световни кредитни рейтингови организации (напр. *Moody's*, *Standart&Poor's*, *Fitch IBCA* – т. 10.1, 329 с.). Величината на рейтинга е своеобразен измерител на държавния риск.

За елиминиране на държавния риск е съставен списък от държави, в които могат да се инвестират средства от валутния резерв. Допустимите за инвестиране държави трябва да притежават една от двете най-високи оценки на поне две световно признати кредитни рейтингови организации. Съблюдава се евристичното правило за 3А – най-високият кредитен рейтинг (практическо отсъствие на държавен риск), който се присъжда от рейтинговите агенции. Законът допуска поддържане на елементи от БВР само в страни, които притежават рейтинг ААА (3А) или АА (2А), присъден поне от две световно признати агенции.

Към началото на ХХI в. в света съществуват около 15 страни, отговарящи на горните изисквания. В рамките на тази група страни БНБ отделя 3–5 държави (основно Германия и САЩ), в които допуска инвестирането на средства от БВР.

#### • Кредитен риск

Кредитният риск е свързан с несигурност на финансовите инструменти, в които се инвестират средства от валутния резерв. Ако например се инвестира в определен вид ЦК, чийто емитент впоследствие претърпи трудности и неуспехи, то е възможно да се стигне до загуба на част от БВР.

Световните кредитни рейтингови организации приписват кредитен рейтинг на отделни емитенти. За елиминиране на кредитния риск са разработени правила за тълкуване на кредитните рейтинги на рейтинговите организации. Одобрен е също списък на рейтингови агенции, на които БНБ може да се позовава при оценката на кредитния риск.

В Таблица 28 е представена структурата на инвестициите на БНБ от БВР по ЦК в съответствие с приписания им кредитен рейтинг (*Standard & Poor's*).

Преобладаващата част (84% към края на 2004 г.) са в ЦК с най-висок кредитен рейтинг. В зависимост от конкретната ситуация на финансовите пазари е възможно допускането на определена диверсификация, която е следствие както от конкретни оценки за непосредствената перспектива, така и от наличните ЦК в обращение.

Все в посока към минимизиране и/или елиминиране на кредитния риск са и изискванията за недопускане на прекалено големи кредитни ангажменти към

Таблица 28

**Инвестирани средства от БВР в ЦК  
по кредитен рейтинг на емитента (хил. BGN)**

Кредитен рейтинг на емитента	2003	2004
AAA	5797	8093
AA+	1242	628
AA	1116	711
AA-	81	166
Общо	8236	9598

отделен вид експозиция, т.е. насочване на прекалено голям дял от БВР към инвестиране в отделен финансов инструмент. Формирани са правила за определяне на максималната кредитна експозиция на основата на кредитния рейтинг и за диверсификация на кредитните финансови инструменти.

● *Банков риск*

Банковият риск отразява възможността за поява на трудности в банките, в които се поддържат средства от БВР на страната. Той засяга само тази част от БВР, която се поддържа във вид на депозити и текущи сметки в чуждестранни банки.

За елиминиране на банковия риск е формиран лимит за отделна банкова експозиция при сročните кредити, както и списък на банки, в които могат да се поддържат авоари. Аналогично на ситуацията при кредитния риск и при третирането на банковия риск е препоръчителна диверсификацията на депозитите по линия на обслужващите банки.

● *Пазарен (лихвен) риск*

Пазарният риск отразява вероятността за промяна (неблагоприятна) на пазарната оценка на даден актив. Матуритетната структура на финансовите инструменти корелира основно с конкретния вид пазарен риск – при краткосрочните финансови инструменти пазарният риск (неблагоприятни колебания на пазарната оценка на актива) са по-малки, но и тяхната доходност е по-малка.

За елиминиране на пазарния (лихвен) риск е определена примерна матури-

тетна структура на портфейла, както и допустимо отклонение от нея. Разработен е репер (*benchmark*) като отправно начало и задължителен ориентир при формирането на структурата на портфейла.

Преобладаващата част от портфейла (половината за 2002 г.) е с краткосрочен матуритет – до една година. Останалата част се разпределя примерно равномерно в групите с матуритет 1–3 години, 3–5 години и 5–10 години.

- *Ликвиден риск*

Ликвидният риск е риск от недостиг на ликвидни средства в случай на необходимост от такива. В конкретния случай той има отношение към съотношението между двата основни елемента на НЗВР – „*Парични средства и предоставени депозити в чуждестранна валута*“ и „*Инвестиции в ценни книжа*“.

Съгласно инвестиционните ограничения за управление на БВР делът на „*Парични средства и предоставени депозити в чуждестранна валута*“ или кредитната (банкова) експозиция на БНБ не трябва да превишава 30% от общата сума на активите (без монетарното злато в трезорите на БНБ и чуждестранните банкноти и монети на каса)<sup>4</sup>, т.е. да бъде в рамките на 15–20% от БВР на страната.

Освен това за елиминиране на ликвидния риск са формирани изисквания към обема и качеството на ЦК, от една страна, и на депозитите, от друга, в които може да се инвестират средства от валутния резерв.

- *Операционен риск*

Операционният риск е потенциална опасност от човешка (брокерска) грешка при управлението на валутните резерви.

За елиминиране на операционния риск са съставени вътрешни правила за работа на ковчезничеството, както и за текущ контрол и регулярна отчетност.

### 5.2.3. Пътища за увеличаване на БВР

Могат да се формулират пет основни пътя за увеличаване на БВР на страната:

1. *Емитиране на нов външен дълг*

Този начин за попълване и увеличаване на БВР е краен, т.е. при условие, че не съществуват други източници на валутни приходи. През първата половина на 90-те години на ХХ в. това беше почти единствената възможност у нас – емитираше се нов външен дълг (основно от МВФ и официални кредитори) и той покриваше падежираните плащания при строг режим на валутни разходи. Новоемитираният дълг се стопанисва от БНБ, но при всички случаи разходите по поддържането на дълга превишават възможните приходи от ефективното му стопанисване. Ако икономиката не съумее да се стабилизира, неизбежно

настъпва конфликт при регулярното обслужване на външния дълг.

## 2. Икономическа експанзия

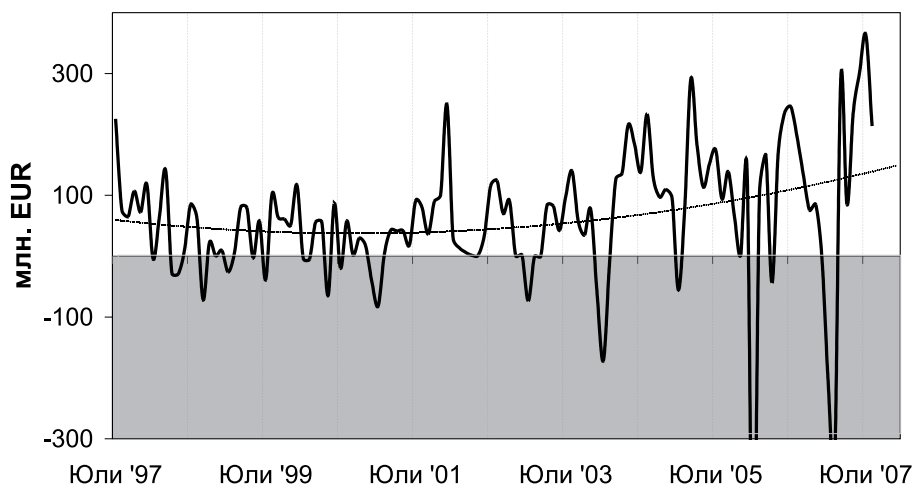
Икономическата експанзия в контекста на БВР може да се изрази в експортна експанзия, и/или приток на чуждестранни инвестиции. Икономическата логика на трансферирането на резултатите от икономическата експанзия в прираст на БВР при двата случая е напълно аналогична.

Експортната експанзия се свързва с повишаващи се валутни приходи от реализация на по-големи експортни обеми. Субектът, реализиращ експорта, увеличава своите собствени валутни постъпления, обслужвани от конкретна ТБ. По-големият експорт предполага производствена експанзия, т.е. разширяване на производството и извършване на по-високи разходи в абсолютни измерения най-вече в местна валута. Този вид плащания са възможни при преход от натрупани валутни авоари към левови позиции, който се извършва от обслужващата ТБ в нейна собствена операция с БНБ – единствената институция, която разполага с неограничени финансови ресурси в местна валута. По този канал натрупаните валутни средства в частна банкова сметка вследствие на експортна експанзия се пренасочват към БВР на страната.

Аналогичен е случаят и с повишаващия се приток на чуждестранни инвестиции. Инвеститорът открива своя собствена валутна сметка в обслужваща го ТБ и започва планирания инвестиционен процес. Всички разходи по строителството и заплащането на труда се правят в местна валута. Обслужващата ТБ извършва прехода от чуждестранна валута към местна валута във валутна опе-

Фигура 28

### БНБ: Нетни покупки на EUR



рация с БНБ и валутните ресурси преминават към БВР.

Към това перо се включват и всички видове заеми с конкретно инвестиционно предназначение от различни видове международни финансови организации (СБ), както и от официални правителствени агенции.

На Фигура 28 е представено нетното изкупуване на резервна валута от страна на БНБ на валутния пазар. След въвеждането на ПС БНБ реализира последователно чувствителни нетни покупки на валута. Съществуват безусловно отделни месеци, когато БНБ продава валута от НЗВР. Общо за шест години действие на ПС (юли '97 – юли '03) БНБ изкупува валута на стойност 5830 млн. DEM от вътрешния валутен пазар, т.е. около един млрд. DEM ежегодно. Това всъщност обяснява до голяма степен възходящия тренд на НЗВР (Фигура 26, 168 с.). Изкупуването става възможно благодарение на икономическата експанзия в страната (средногодишният темп на прираст на БВП за 1998–2002 г. е около 5% – Таблица 36, 226 с.), както и на повишаващото се доверие на населението и икономическите агенти в българския лев.

### *3. Приватизация*

Приватизацията е и може да бъде източник на преки валутни средства единствено ако се извършва срещу плащане в чуждестранна валута. Всякакъв вид продажба на активи, извършвана от правителството в местна валута, няма отношение към БВР. Приватизацията на мащабни местни предприятия (както ТБ, така и промишлени предприятия) е еднократен източник за попълване на БВР.

### *4. Дарения и помощи*

Този тип източник е свързан с конкретна безвъзмездна подкрепа главно от официални донори – правителствени агенции и международни организации. ЕС например притежава специална програма за безвъзмездно подпомагане на страните кандидатки.

### *5. Ефективно управление на валутните резерви*

Разумното и ефективно управление на БВР носи валутни приходи, които пряко се включват към общия обем БВР.