

Magdalena Dynus

OBLIGACJE BRADY'EGO SPOSOBEM NA ROZWIĄZANIE KRYZYSU ZADŁUŻENIOWEGO KRAJÓW ROZWIJAJĄCYCH SIĘ

STRESZCZENIE

Plan Brady'ego nie zlikwidował wprawdzie problemu ogromnego obciążenia krajów rozwijających się zagranicznymi długami, umożliwił jednak części z nich stopniowo odzyskać status wiarygodnego dłużnika, przyciągnąć inwestorów i zdynamizować wzrost gospodarczy, pozwalając tym samym na dalsze zwiększanie przepływów kapitału zarówno do krajów dłużników, jak i do krajów wierzycieli. Jednak konieczna jest dalsza restrukturyzacja zagranicznych długów krajów rozwijających się, zwłaszcza tych najbardziej niebezpiecznych, zarówno z punktu widzenia dłużników, jak i wierzycieli, którzy przecież także mają interes w tym, by kraje rozwijające się przezwyciężyły bieżące problemy gospodarcze i przeciwdziałały kryzysom.

Niniejszy artykuł przybliży istotę obligacji Brady'ego jako głównego instrumentu, przy pomocy którego w latach 90. XX wieku dokonano restrukturyzacji zadłużenia zagranicznego największych dłużników wobec prywatnych banków.

BRADY BONDS AS A WAY TO FIND A SOLUTION TO A DEBT CRISIS OF DEVELOPING COUNTRIES

SUMMARY

The Brady plan didn't eliminate problem of the foreign debt burden of developing countries, but this debt relief helped them to restore investment and growth and to become a reliable debtor, that resulted in increase of capital flows to all parties – debtor-countries and creditor-countries. The external debt burden should be further reduced – especially the debt of the low-income countries. It's necessary not only for the sake of the debtors, but also for the sake of the creditors, who have an important long-run stake in allowing the developing countries to surmount the current crisis and to avoid them in the future.

This article presents the clue of the Brady bonds – one of the main financial instruments that were issued in the 1990s by middle-income developing countries as a result of restructuring of their defaulted commercial bank loans under the Brady Plan.

WPROWADZENIE

Kiedy z początkiem lat 80. XX wieku, wskutek splotu niekorzystnych wydarzeń w gospodarce światowej z lat 70. XX wieku, ale i błędów popełnionych w polityce wewnętrznej poszczególnych krajów, ujawnił się kryzys zadłużeniowy, nie przypuszczano, że będzie miał on aż tak ogromne konsekwencje dla całej gospodarki światowej. Dlatego gdy Meksyk (w 1982 roku), a za nim kolejne kraje Ameryki Łacińskiej ogłaszały niewypłacalność, Międzynarodowy Fundusz Walutowy sugerował powzięcie przez nie gospodarczych programów stabilizacyjnych oraz poprawiających konkurencyjność, których wsparciem miał być dalszy dopływ kapitału do tych krajów z międzynarodowych instytucji finansowych oraz prywatnych banków. To właśnie w dalszych pożyczkach upatrywano szans na rozwiązanie problemu zadłużenia krajów rozwijających się – miały one ułatwić realizację planów gospodarczych i odzyskanie zdolności do obsługi zagranicznych zobowiązań. Szybko jednak okazało się, że plan Bakera z 1985 roku (od nazwiska autora – ówczesnego amerykańskiego sekretarza skarbu Jamesa A. Bakera) nie odniesie zamierzonych skutków. Przede wszystkim odpływ netto kapitału z tych krajów i wysokie stopy procentowe, będące skutkiem realizacji doktryn monetarystycznych przez USA i inne rozwinięte kraje, a także opór polityczny i społeczny w realizacji programów stabilizacyjnych uniemożliwiały dynamiczny rozwój, poprawę konkurencyjności i w efekcie obsługę zagranicznych długów, której wielkość przerastała możliwości gospodarek rozwijających się. Dopiero wtedy zdano sobie sprawę ze skali zagrożenia dla gospodarki światowej, jakie niesie ze sobą ogromne zadłużenie zagraniczne krajów rozwijających się i że bez bardziej radykalnej pomocy ze strony krajów rozwiniętych nie uda się zapobiec globalnemu kryzysowi.

W marcu 1989 roku nowy sekretarz skarbu USA Nicholas Brady zaproponował największym dłużnikom radykalną restrukturyzację zadłużenia zagranicznego. Obejmowała ona redukcję długów, poprawę warunków ich spłaty – w szczególności znaczne wydłużenie terminu ich spłaty – i wreszcie konwersję pożyczek na papiery wartościowe, co jednak miało znaczenie głównie dla wierzycieli. Warunkiem skorzystania z planu Brady'ego była realizacja uzgodnionego z MFW programu stabilizacyjnego. Bez wątplenia dopiero te działania dały krajom rozwijającym się szansę na odbudowanie wiarygodności kredytowej i przyciągnięcie kapitału, bez czego niemożliwe było dynamizowanie rozwoju gospodarczego i poprawa zewnętrznej wypłacalności. Niestety, nie wszystkim gospodarkom udało się skorzystać z planu Brady'ego – nie były bowiem w stanie sprostać restrykcjom, które on narzucał¹. Chodzi tu przede

¹ W. Morawski, *Historia finansowa XX w. (1980–1989)*, „Gazeta Bankowa”, nr 24 (968), 11–17 czerwiec 2007 r.

wszystkim o najbardziej niebezpieczne kraje na świecie, głównie afrykańskie, których zadłużenie zagraniczne to wprawdzie najwyżej kilka miliardów USD, jednak w relacji do ich PKB jest ogromne, a co ważniejsze diametralnie inny jest tam wymiar problemu – w ich przypadku nie chodzi o to, że długi hamują rozwój gospodarczy, lecz o to, że utrudniają walkę z ubóstwem i uniemożliwiają zapewnienie minimalnego standardu życia ich mieszkańcom².

Celem niniejszego opracowania jest przybliżenie istoty obligacji Brady'ego – głównego instrumentu, przy pomocy którego w latach 90. XX wieku dokonano restrukturyzacji zadłużenia zagranicznego największych dłużników wobec prywatnych banków. W artykule nakreślono okoliczności i cel ich emisji, omówiono główne rodzaje obligacji Brady'ego, a także zaprezentowano emisje dokonane przez poszczególnych dłużników. Na tym tle przeprowadzono analizę rynku obligacji Brady'ego od momentu ich emisji do dziś oraz dokładniej scharakteryzowano obligacje Brady'ego wyemitowane przez Polskę.

OBLIGACJE BRADY'EGO

Obligacje emitowane przez najbardziej zadłużone kraje rozwijające się w ramach restrukturyzacji ich zaległych zagranicznych zobowiązań wobec banków komercyjnych na zasadach zgodnych z planem Brady'ego otrzymały nazwę obligacji Brady'ego (*Brady bonds*)³. Są one rządowymi papierami wartościowymi emitowanymi każdorazowo po indywidualnych negocjacjach kraju dłużnika z jego wierzycielami, na warunkach ustalonych w toku tychże negocjacji. Dlatego też poszczególne obligacje Brady'ego różnią się terminami wykupu, charakterem i poziomem oprocentowania, zabezpieczeniem, walutą emisji, a także celem emisji (jako restrukturyzacja zaległych długów czy odsetek od nich) oraz stopniem ekwiwalentności w stosunku do zaległych zobowiązań. Emisja obligacji Brady'ego daje korzyści obu stronom – dłużnik uzyskuje przede wszystkim umorzenie części długu i odroczenie terminu jego spłaty, ale i często niższe oprocentowanie, wierzyciel z kolei dostaje szansę na odzyskanie choć części pożyczonego kapitału nawet zaraz. Otrzymując papiery wartościowe (obligacje Brady'ego) potwierdzające należności od danego dłużnika, może bowiem sprzedać je na rynku wtórnym i uwolnić zamrożone środki. Kraje rozwijające się, dokonując konwersji klasycznych pożyczek na obligacje, umożliwiły wierzycielom wcześniejsze odzyskanie części kapitału – zamieniły swoje nierynkowe długi na rynkowe, będące przedmiotem obrotu na coraz bardziej płynnym rynku międzynarodowych obligacji skarbowych.

² M. Dynus, *Globalny kryzys zadłużeniowy – analiza przyczynowo-skutkowa*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu” 2007, nr 8(8), s. 15–22.

³ International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues*, April 2007, s. 128.

Obligacje Brady'ego to przede wszystkim instrumenty bardzo długiego finansowania – głównie 30-letnie (*Par Bonds* i *Discount Bonds*), choć były też emisje krótsze – kilkunastoletnie. Wiele tych obligacji było denominowane w USD, jednak zdarzyły się też emisje w funtach brytyjskich, jenach japońskich, frankach szwajcarskich, dolarach kanadyjskich, ale także w markach niemieckich, frankach francuskich, guldenach holenderskich i lirach włoskich. Spora część obligacji typu Brady ma opcję *call*, dzięki czemu emitent ma prawo zażądać ich wykupu przed terminem. Są one sprzedawane w dużych pakietach – o wartości minimum 250 mln USD. Odsetki płacone są co pół roku.

ZABEZPIECZENIE EMISJI OBLIGACJI BRADY'EGO

Gros emisji obligacji Brady'ego jest zabezpieczone zerokuponowymi amerykańskimi obligacjami skarbowymi (tzw. *collateral*), które do czasu wykupu są deponowane w Rezerwie Federalnej (lub innymi papierami o podobnej jakości). Kraj dłużnik przed emisją zabezpieczonych obligacji Brady'ego musiał kupić obligacje rządu amerykańskiego o takim samym terminie wykupu – z uwagi na trudną sytuację finansową kraju – najczęściej za środki pożyczone z Międzynarodowego Funduszu Walutowego (IMF), Międzynarodowego Banku Odbudowy i Rozwoju (IBRD) czy – w przypadku krajów Ameryki Łacińskiej – z Międzyamerykańskiego Banku Rozwoju (IADB).

Niektóre obligacje Brady'ego mają również zabezpieczoną wypłatę kilku następnych płatności odsetkowych. Zabezpieczeniem może być depozyt gotówkowy (względnie wysokiej jakości instrumenty finansowe), odpowiadający najczęściej łącznej wysokości najbliższych 6-, 12- lub 18-miesięcznych należnych odsetek. Do czasu wypłaty odsetek środki te są inwestowane w bezpieczne instrumenty rynku pieniężnego (o ratingu minimum AA)⁴. W przypadku najpopularniejszych obligacji Brady'ego (typu *Par* i *Discount*) w miarę upływającego czasu zabezpieczane są sukcesywnie kolejne odsetki, aż do czasu wykupu obligacji. W przypadku np. obligacji FLIRB wypłata odsetek jest zabezpieczana tylko w pierwszych kilku latach (por. rodzaje obligacji).

Pamiętać jednak należy, że nie wszystkie obligacje Brady'ego są zabezpieczone. Żadne natomiast nie są gwarantowane przez rząd amerykański – są jedynie zabezpieczone jego papierami wartościowymi. Zdarzyło się już kilka przypadków niewywiązania się z terminowej wypłaty odsetek od obligacji Brady'ego. W związku z kryzysem finansowym, w który popadł Ekwador w 1999 roku, nie był on w stanie wypłacić należności odsetkowych przypadających jesienią tegoż roku (96 mln USD). Rok później z pomocą Międzynarodowego Funduszu Walutowego sfinalizował kolejną restrukturyzację swych zagranicznych długów – udało mu się uzyskać dalszą

⁴ Salomon Smith Barney, *A Primer on Brady Bonds*, 9 March 2000, s. 5.

redukcję zadłużenia oraz wydłużenie terminów spłaty (zarówno od Klubu Londyńskiego, jak i Paryskiego)⁵. W efekcie Ekwador wymienił obligacje Brady'ego na nowe obligacje, uzyskując jednocześnie od ich posiadaczy zgodę na redukcję zadłużenia aż o około 40%⁶ (dlatego w statystykach od końca 2000 roku Ekwador nie wykazuje już obligacji typu Brady – zostały one zamienione na instrument dłużny – por. tabela 3). Podobne problemy z obsługą obligacji Brady'ego miało w 2000 roku Wybrzeże Kości Słoniowej. W wyniku podjętych ponownych rozmów z wierzycielami udało mu się wynegocjować kolejną redukcję długów wobec Klubu Paryskiego i wydłużenie terminów ich spłaty, dzięki czemu istotnie obniżony został poziom krótko- i średnioterminowych zagranicznych zobowiązań. Kilka miesięcy później (jesienią 2000 roku) również Peru nie zapłaciło odsetek od swoich obligacji typu Brady⁷. Były to dobre lekcje dla inwestorów, przypominające o podwyższonym ryzyku tych instrumentów finansowych, których emitenci jeszcze tak niedawno ogłaszali przecież niewypłacalność.

RODZAJE OBLIGACJI BRADY'EGO

Generalnie wszystkie obligacje typu Brady podzielić można na dwie grupy: te które, zostały wyemitowane na pokrycie niespłaconych części pożyczek (długu podstawowego), oraz te, które odzwierciedlają zaległe zobowiązania z tytułu niepłaconych odsetek.

Większość (około 55%) wyemitowanych dotychczas obligacji Brady'ego na pokrycie zobowiązań z tytułu zaległych rat kapitałowych to tzw. obligacje parytetowe (*Par Bonds*) i dyskontowe (*Discount Bonds*) – por. tabela 2. Różnią się one między sobą przede wszystkim poziomem ekwiwalentności nominalu, wysokością odsetek i terminem wykupu – indywidualnie od wierzyciela zależało, który rodzaj obligacji wybrał z przygotowanej dla niego oferty. Z matematycznego punktu widzenia ich wartość w momencie składania oferty była taka sama – miały one taką samą wartość zaktualizowaną netto (NPV). Jednak ich rzeczywista wartość zdeterminowana była niepewnością związaną z długim horyzontem czasowym. Tak więc to głównie subiektywne oczekiwania co do kształtowania się przyszłych warunków decydowały o wyborze konkretnego rodzaju instrumentu.

Obligacje parytetowe (*Par Bonds*) to obligacje, których nominal odpowiada dokładnie kwocie wcześniejszego zadłużenia. Jest więc to instrument, który pozwala na pełną zamianę nierynkowych długów na rynkowe. Ich zaletą dla emitenta jest niskie oprocentowanie (niższe od rynkowego), zwłaszcza w pierwszych latach – np.

⁵ U.S. Department of State, *2000 Country Reports on Economic Policy and Trade Practices. Ecuador*, March 2001, s. 3–4.

⁶ S. Fischer, *Ecuador and the International Monetary Fund*, International Monetary Fund, 19 May 2000.

⁷ Moody's Investors Service, *Sovereign Default and Recovery Rates, 1983–2006*, June 2007, s. 16–17.

o połowę niższe oprocentowanie przez pierwsze 10 lat (por. dalej polskie *Par Bonds*). Obligacje typu *Par* są obligacjami o stałym, z góry ustalonym oprocentowaniu, podwyższanym jedynie do ustalonego poziomu po upływie okresu uprzywilejowania, np. 3% przez pierwsze 5 lat, przez kolejne 5 lat – 4%, a następnie, do wykupu – 5%. *Par bonds* są obligacjami zabezpieczonymi innymi instrumentami o bardzo wysokiej jakości. Mają także zabezpieczoną wypłatę kolejnych 2–3 płatności odsetkowych aż do czasu wykupu. Główną zaletą tego typu obligacji jest dalece odroczony termin spłaty zobowiązań i relatywnie niskie oprocentowanie.

Obligacje z dyskontem (*Discount Bonds*) to z kolei obligacje, których nominala opiewa tylko na część pierwotnego długu. Wielkość uzyskanej redukcji to efekt indywidualnych negocjacji między dłużnikiem a wierzycielami. Najczęściej dłużnikom udawało się uzyskać zmniejszenie długu o 35%, jednak np. Bułgaria i Wietnam otrzymały 50-procentową redukcję, a Polska, Panama, Peru i Ekwador o 45%, podczas gdy Wenezuela tylko o 30% (por. tabela 1). *Discount Bonds*, w przeciwieństwie do *Par Bonds*, były oprocentowane według normalnego rynkowego oprocentowania – wyższe oprocentowanie to premia dla wierzycieli za dokonaną redukcję długu.

Tabela 1. Stopień redukcji długu w przypadku emisji obligacji Brady'ego z dyskontem wybranych krajów

Kraj	Procent redukcji długu
Bułgaria	50%
Wietnam	50%
Ekwador	45%
Panama	45%
Peru	45%
Polska	45%
Argentyna	35%
Brazylia	35%
Dominikana	35%
Kostaryka	35%
Meksyk	35%
Wenezuela	30%

Źródło: I. Izvorski, *Brady Bonds and Default Probabilities*, IMF Working Paper, February 1998, s. 6 oraz J. Cardena, *The Latin American Debt Crisis (1980s)*, University of Minnesota, Spring 2008, s. 57.

Obligacje z dyskontem są oprocentowane według zmiennej stopy procentowej – w zdecydowanej mierze emisji stosowany jest 6-miesięczny LIBOR w USD plus 0,1825 punktu procentowego marży. Obligacje typu *Discount*, podobnie jak typu *Par*, są zabezpieczone amerykańskimi obligacjami skarbowymi. Z wyjątkiem polskich obligacji typu *Discount*, mają one również zabezpieczoną wypłatę odsetek za następne 2–3 okresy odsetkowe – do czasu ich wykupu – amerykańskimi papierami skarbowymi⁸.

Poza tymi dwoma typami obligacji, w odpowiedzi na własne potrzeby i wymogi wierzycieli, zaczęto tworzyć kolejne specyficzne instrumenty. Od poprzednich różnią się one przede wszystkim tym, że nie są zabezpieczone, przez co mają krótsze terminy wykupu – z reguły 15–20 lat. Ponadto (w przeciwieństwie do obligacji *Par* i *Discount*, które są wykupywane jednorazowo po upływie 30 lat) w ich przypadku po określonym, kilkuletnim okresie karencji następuje ich ratalny wykup (co pół roku, wraz z płatnościami odsetkowymi). Wśród bardziej popularnych instrumentów wyróżnić należy:

- *Debt Conversion Bond* (DCB) – rodzaj obligacji parytetowej – nominal obligacji odpowiada dokładnie kwocie zaległych pożyczek – w przypadku której wierzyciel zobowiązuje się do udzielenia dodatkowo nowej pożyczki pod emisję następnych obligacji (tzw. obligacji *New Money* – por. dalej). Dłużnik emituje więc dwa typy obligacji: Brady'ego – DCB – pod zaległe długi, oraz drugie – *New Money Bonds* – pod nowe, dzięki czemu zapewnia sobie dopływ nowego kapitału (dewiz) do kraju;
- *Front-Loaded Interest Reduction Bond* (FLIRB) – również odmiana obligacji parytetowej, charakteryzująca się bardzo niskim oprocentowaniem w pierwszych latach; po upływie określonego czasu oprocentowanie wzrasta do poziomu rynkowego. Jako jedyne wśród tych mniej popularnych obligacji mają zabezpieczoną wypłatę najbliższych dwu płatności odsetkowych przez pierwszych 5–6 lat (tylko odsetek, nie kapitału);
- *Capitalization Bond* (C-Bond) – rodzaj obligacji charakteryzujący się tym, że zgodnie z harmonogramem (co pół roku) wypłacana jest tylko część odsetek, pozostała ich część jest kapitalizowana, czyli powiększa z okresu na okres wartość całkowitego zobowiązania, a więc także podstawę naliczania następnych odsetek;
- *New Money Bonds* – obligacje emitowane w powiązaniu z emisją obligacji DCB, oczywiście po wcześniejszych ustaleniach z wierzycielem i na uzgodnionych z nim warunkach⁹.

⁸ I. Izvorski, op.cit., s. 5.

⁹ Salomon Smith Barney, op.cit., s. 6–7; J. Sachar Brauer, *Brady Bonds*, [w] F.J. Fabozzi, E. Pilarinu, *Investing in emerging fixed income markets*, John Wiley and Sons, 2003, s. 12.

Pozostałe rodzaje obligacji to obligacje wyemitowane pod zaległe zobowiązania odsetkowe. Przybierały one różne nazwy, nie różniąc się często niczym od siebie. Najbardziej popularne to *Past-Due Interest (PDI) Bonds* – obligacje z dyskontem, które pojawiały się także pod nazwą *Eligible Interest (EI) Bonds*, *Floating-Rate Bonds (FRB)*, *Interest Due and Unpaid (IDU) Bonds* czy *Interest Arrearage Bonds (IAB)*. Były to zazwyczaj niezabezpieczone obligacje o kilkunastoletnim terminie wykupu, o oprocentowaniu rynkowym (plus marża), wykupywane w ratach po kilkuletnim okresie karencji.

EMISJE OBLIGACJI BRADY’EGO KRAJÓW ROZWIJAJĄCYCH SIĘ

Meksyk i Kostaryka były pierwszymi krajami, które zawarły porozumienia ze swoimi wierzycielami i w ramach konwersji zadłużenia w 1990 roku wyemitowały obligacje Brady’ego. W ich ślady poszły wkrótce kolejne kraje Ameryki Łacińskiej – najwięksi dłużnicy: Argentyna i Brazylia, ale także Wenezuela, Ekwador, Peru, Panama, Urugwaj i Dominikana. Planem Brady’ego objęte zostały także kraje spoza regionu – jak Polska, Bułgaria, Filipiny, Nigeria czy Wybrzeże Kości Słoniowej oraz Jordania i Wietnam. W sumie było to 17 krajów, w tym 10 z Ameryki Łacińskiej – por. tabela 2.

Tabela 2. Wielkość i struktura obligacji Brady’ego wyemitowanych przez poszczególne kraje

	Obligacje typu par	Obligacje z dyskontem	Inne obligacje Brady’ego	Łączna wartość emisji obligacji Brady’ego	Odsetek wszystkich emisji obligacji Brady’ego	Data emisji i wykupu
w mld USD						
Ameryka Łacińska						
Argentyna	12,67	4,32	8,47	25,45	15,0	IV 93– –III 23
Brazylia	10,49	7,29	32,88	50,66	29,8	IV 94– –IV 24
Kostaryka	–	–	0,59	0,59	0,3	V 90– –V 15
Dominikana	–	0,33	0,19	0,52	0,3	VIII 94– –VIII 94
Ekwador	1,91	1,44	2,78	6,13	3,6	II 95– –II 25

Tabela 2. Cd.

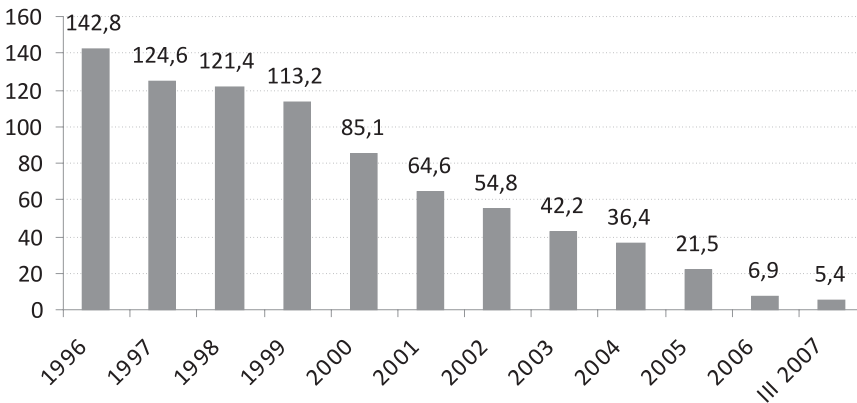
Meksyk	22,40	11,77	2,73	36,90	21,7	III 90– –III 20
Panama	0,26	0,045	2,92	3,22	1,9	V 96– –V 16
Peru	0,18	0,57	4,12	4,87	2,9	XI 96–bd
Urugwaj	0,53	–	0,54	1,07	0,6	XII 90– –XII 20
Wenezuela	7,33	1,27	9,95	18,55	10,9	XII 90– –III 20
Pozostałe kraje						
Bułgaria	–	1,85	3,28	5,13	3,0	VII 94– –VII 24
Wybrzeże Kości Słoniowej	–	0,07	1,26	1,33	0,8	III 98– –III 18
Jordania	0,49	0,16	0,09	0,74	0,4	XII 93– –XII 23
Nigeria	2,05	–	–	2,05	1,2	I 92– –XI 20
Filipiny	1,89	–	2,32	4,21	2,5	XII 92– –XII 17
Polska	0,90	2,99	4,02	7,90	4,7	X 94– –X 24
Wietnam	0,23	0,02	0,29	0,55	0,3	XII 97– –XII 27
Razem	61,34	32,11	76,43	169,87	100	
%	36,1	18,9	45,0	100		

Źródło: J. Sachar Brauer, op.cit., s. 8, I. Bustillo, H. Velloso, *Bond markets for Latin American debt in the 1990s*, United Nations Publication, No 12, Santiago, Chile, November 2000, s. 11 oraz L. Barbone, L. Forni, *Are Markets Learning? Behavior in the secondary market for Brady Bonds*, February 1997, s. 9.

Największym emitentem obligacji Brady'ego były: Brazylia – przypadło na nią prawie 30% wartości łącznej emisji tych instrumentów (ponad 50 mld USD), na drugim miejscu był Meksyk (prawie 37 mld USD), a na trzecim Argentyna (ponad 25 mld USD). Na tych trzech największych dłużników przypadło w sumie 2/3 całkowitej emisji obligacji Brady'ego – 148 mld USD spośród łącznej kwoty 170 mld USD, a na wszystkie 10 państw Ameryki Łacińskiej – 87,1%. Emisje krajów spoza regionu były istotnie mniejsze – łączna wartość obligacji Brady'ego wszystkich

siedmiu pozostałych krajów wyniosła niespełna 22 mld USD (co stanowiło raptem 13% całkowitej emisji), a więc ponad dwukrotnie mniej niż emisja samej Brazylii. Największym emitentem obligacji typu Brady spoza regionu Ameryki Łacińskiej była Polska, na którą przypadło 4,7% całkowitej emisji obligacji Brady'ego. Polska z emisją prawie 8 mld USD była piątym emitentem obligacji Brady'ego – po Brazylii, Meksyku, Argentynie, tuż za Wenezuelą (por. tabela 2).

Obligacje Brady'ego są swego rodzaju piętnem ciężącym na ich emitentach – przypominają na co dzień inwestorom na rynkach finansowych, że kraje te jeszcze niedawno nie wywiązywały się ze swoich zobowiązań. Ponadto oprocentowanie (zwłaszcza obligacji typu *Par*), które na początku lat 90. XX wieku wydawać się mogło korzystne, dekadę później już takie nie jest. W dobie powszechnej walki z inflacją poziom rynkowych stóp procentowych jest obecnie istotnie niższy, a kraje dłużnicy są dziś bardziej wiarygodni, nie muszą więc płacić aż tak wysokiej premii za ryzyko jak kiedyś. Nic więc dziwnego, że wszyscy emitenci starają się wykupować obligacje Brady'ego przed czasem.



Wykres 1. Wartość pozostających w obiegu obligacji Brady'ego (w mld USD)

Źródło: World Bank, *International debt securities. Brady Bonds*, DDP Quick Query, March 2008.

Mimo że większość wyemitowanych obligacji Brady'ego to obligacje o 30-letnim terminie wykupu, a od momentu ich emisji upłynęło zaledwie niewiele ponad 10 lat, to w obiegu pozostaje dziś raptem 3% wszystkich emisji. Na koniec marca 2007 roku na rynkach międzynarodowych znajdowało się już tylko 5,4 mld USD obligacji typu Brady spośród wszystkich wyemitowanych 170 mld USD. Największą podaż obligacji Brady'ego odnotowano w 1996 roku – ponad 140 mld USD; od tamtej pory ich liczba sukcesywnie maleje – por. wykres 1.

Meksyk był pierwszym krajem, który wykupił przed czasem wszystkie swoje obligacje Brady'ego (w czerwcu 2003 roku). W jego ślady poszły kolejne kraje – w 2005

roku zniknęły z rynków obligacje typu Brady Bułgarii i Jordanii, a w 2006 roku – Brazylii, Nigerii, Panamy i Wenezueli (por. tabela 3)¹⁰. W maju 2007 roku do grona tego dołączyły także Filipiny.

Tabela 3. Wartość znajdujących się w obiegu obligacji Brady'ego (w mld USD, stan w końcu roku)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	III 07
Argentyna	23,1	20,8	17,9	16,7	10,8	6,8	6,8	6,8	5,5	0,5	0,5	0,5
Brazylia	43,9	35,5	36,0	31,9	25,3	19,2	18,2	16,1	14,4	6,9	0	0
Bułgaria	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	4,8	2,5	2,4	1,6	0	0	0
Dominikana	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Ekwador	6,0	5,8	5,8	5,8	0	0	0	0	0	0	0	0
Filipiny	2,3	2,2	2,2	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	0,4	0,4
Jordania	–	–	–	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0	0	0
Kostaryka	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1
Meksyk	25,5	23,9	24,1	23,6	16,1	7,4	5,6	0	0	0	0	0
Nigeria	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	1,4	1,4	1,4	1,4	0	0
Panama	3,3	2,1	2,0	1,9	1,7	1,5	1,0	0,9	0,5	0,4	0	0
Peru	4,9	4,1	4,1	3,7	3,7	3,7	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2	0,7
Polska	7,7	6,0	6,0	5,4	4,5	4,2	2,8	1,3	1,3	1,3	0,6	0,6
Urugwaj	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Wenezuela	17,2	12,2	11,4	10,4	9,6	8,7	8,0	5,3	4,2	4,4	0	0
Wietnam	–	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Wybrzeże Kości Słoniowej	–	2,5	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1
	142,8	124,6	121,4	113,2	85,1	64,6	54,8	42,2	36,4	21,5	6,9	5,4

Źródło: World Bank, *International debt securities. Brady Bonds*, DDP Quick Query, March 2008.

¹⁰ The World Bank, *Global Development Finance. The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries*, Washington 2007, s. 65–67.

POLSKIE OBLIGACJE BRADY'EGO

Polska, która w latach 70. XX wieku również wpadła w pułapkę zadłużenia zagranicznego, wyemitowała w 1994 roku w ramach jego restrukturyzacji obligacje Brady'ego o łącznej wartości 8 mld USD. Odpowiadały one 58% zobowiązań Polski wobec Klubu Londyńskiego, które wyceniono w sumie na 13,7 mld USD¹¹. Polska nie była wprawdzie jednym z największych emitentów obligacji Brady'ego, jak Brazylia, Meksyk czy Argentyna, jednak polskie emisje stanowiły prawie 5% wszystkich wyemitowanych obligacji Brady'ego.

Polska wyemitowała sześć rodzajów obligacji typu Brady, wszystkie denominowane w USD¹²:

- *Collateralized Discount Bonds* – 30-letnie obligacje z 45% dyskontem na zamianę długu o wartości 5,4 mld USD. Ich wartość nominalna wyniosła 2968,2 mln USD, a oprocentowanie oparte zostało na 6-miesięcznej stawce LIBOR w USD (plus marża 0,8125 punktu procentowego);
- *Collateralized Par Bonds* – 30-letnie obligacje parytetowe o wartości nominalnej 934,7 mln USD i rosnącym w kolejnych latach oprocentowaniu z 2,75% do 5,0% w skali roku;
- *Collateralized RSTA Bonds (Revolving Short Term Trade Agreement)* – 30-letnie obligacje parytetowe na zamianę zadłużenia z tytułu kredytów rewolwingowych o wartości nominalnej 894,4 mln USD i oprocentowaniu rosnącym w okresie spłaty od 2,75% do 5,0%.

Powyższe trzy rodzaje obligacji miały być wykupione jednorazowo po upływie 30 lat.

- Kolejnym rodzajem obligacji były obligacje DCB (*Debt Conversion Bonds*) – specjalny rodzaj obligacji, który umożliwiał jednocześnie pozyskanie nowych środków dzięki emisji tzw. *New Money*. Wartość nominalna polskich obligacji DCB wyniosła 393 mln USD. Były to obligacje 25-letnie z 14-letnim okresem karencji, po którym następować miał sukcesywny ich wykup (co pół roku, w 11 rosnących ratach). Oprocentowanie obligacji DCB wynosiło w pierwszym roku 4,5%, w następnych rosło do poziomu aż 7,5% od jedenastego roku.
- *New Money Bonds* zostały wyemitowane w powiązaniu z obligacjami DCB i umożliwiły pozyskanie nowego kapitału od wierzycieli. Były to 15-letnie obligacje o łącznym nominale 137,6 mln USD z 10-letnim okresem karencji, po którym co pół roku następować miał ich sukcesywny wykup (w 11 równych, półrocznych ratach). Ich oprocentowanie oparto na 6-miesięcznej stawce LIBOR plus marża 0,1825 punktu procentowego.

¹¹ B. Sokołowska, *Obciążenia polskiej gospodarki zadłużeniem zagranicznym, efekty negocjacji z Klubem Paryskim i Londyńskim*, Instytut Nauk Ekonomicznych PAN, Warszawa 1995, 12.

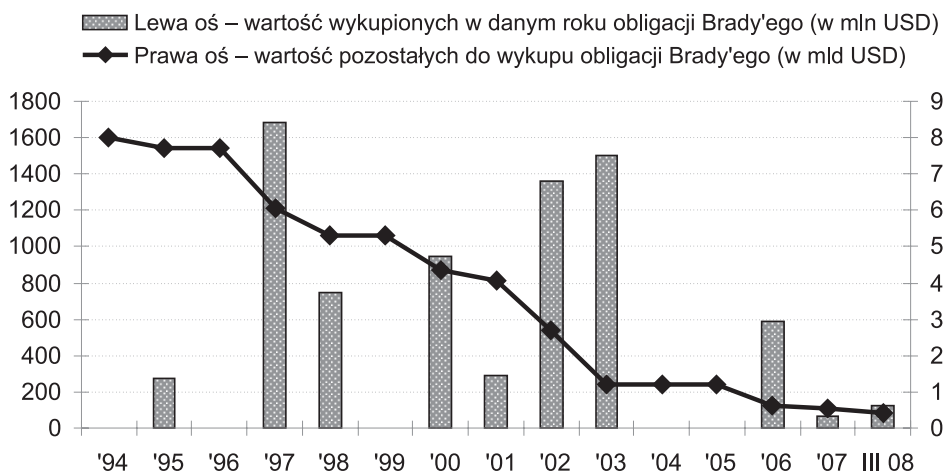
¹² Ministerstwo Finansów, *Aneks do raportu rocznego 2006. Dług publiczny*, s. 17; J. Nowakowski, *Zobowiązania Polski wobec Klubu Londyńskiego*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania SGH”, nr 4, Warszawa 1997, s. 130–131.

Wszystkie powyższe typy obligacji Brady'ego wyemitowane przez Polskę były zabezpieczone amerykańskimi zerokuponowymi obligacjami skarbowymi.

- O ile pierwsze 4 rodzaje obligacji były wyemitowane na zamianę długu podstawowego, a obligacje *New Money* dostarczały nowego kapitału, to ostatnie – PDI (*Past Due Interest*) Bonds – zostały wyemitowane na zamianę zaległych odsetek od długu podstawowego. Łączna wartość polskich obligacji PDI wyniosła 2673,6 mln USD. Miały one 20-letni termin wykupu i 7-letnią karencję, po upływie której co pół roku następował częściowy ich wykup (po kilka procent wartości rocznie, w 27 rosnących ratach). Ich oprocentowanie było początkowo dość niskie – wynosiło 3,25% rocznie, jednak w kolejnych latach rosło zgodnie z ustalonym harmonogramem do 7,0% w skali roku.

W wyniku przeprowadzonych dotąd (marzec 2008 roku) przez Ministerstwo Finansów operacji zarządzania długiem Skarbu Państwa Polska wykupiła przed terminem już 95% wszystkich obligacji typu Brady wyemitowanych w ramach realizacji porozumienia z Klubem Londyńskim. Kwota zadłużenia Polski z tego tytułu spadła z 8 mld USD na koniec 1994 roku do poziomu raptem 416,2 mln USD. Do wykupu pozostają wciąż dwa rodzaje obligacji – typu PAR o wartości nominalnej 268,5 mln USD oraz typu RSTA o wartości nominalnej 147,7 mln USD.

Ministerstwo Finansów od lat analizuje na bieżąco notowania polskich obligacji Brady'ego i jeśli tylko pojawia się pakiet z dobrą ceną, a budżet dysponuje wolnymi środkami dewizowymi, podejmowana jest decyzja o ich przedterminowym wykupie – por. wykres 2.



Wykres 2. Wartość wykupionych oraz pozostających do wykupu obligacji Brady'ego w latach 1994–2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie komunikatów Ministerstwa Finansów oraz Ministerstwo Finansów, *Dług publiczny. Raport roczny 2006*, s. 29.

Ostatnia operacja przedterminowego wykupu przez Polskę części obligacji Brady'ego odbyła się 17 marca 2008 roku, w ramach której wykupione zostały obligacje o łącznej wartości nominalnej 125,5 mln USD, w tym typu RSTA o wartości nominalnej 104,1 mln USD oraz typu PAR o wartości nominalnej 21,4 mln USD¹³.

Przedterminowy wykup obligacji typu Brady:

- poprawia wizerunek Polski na międzynarodowych rynkach finansowych,
- daje wymierne oszczędności w kosztach obsługi zadłużenia zagranicznego,
- oznacza ponadto uwolnienie aktywów Skarbu Państwa dzięki sprzedaży obligacji *collateral*, zabezpieczających umorzone obligacje Brady'ego,
- a więc jednocześnie powoduje spadek zadłużenia Skarbu Państwa i zmniejszenie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, dzięki wpływom ze sprzedaży *collateral*, ale i niższym kosztom obsługi długów¹⁴.

Całkowity wykup obligacji Brady'ego pozwoli zamknąć pewien etap w historii gospodarczej Polski i umacniać status solidnego dłużnika w oczach obecnych i potencjalnych inwestorów. Wyższa wiarygodność umożliwi gospodarce polskiej tańsze pozyskiwanie kapitału na rynkach zagranicznych, a w konsekwencji szybsze zmniejszanie dystansu, który dzieli nas od krajów wysoko rozwiniętych.

PODSUMOWANIE

Kraje rozwijające się stopniowo poprawiały strukturę swych zagranicznych długów i zastępowały obligacje Brady'ego obligacjami międzynarodowymi¹⁵ – por. tabela 4. Proces ten zaczął się już w drugiej połowie lat 90. XX wieku i w chwili obecnej – piętnaście lat po emisji obligacji Brady'ego – dobiegł w zasadzie końca. W 2007 roku wśród znajdujących się w obiegu skarbowych obligacji międzynarodowych wyemitowanych przez kraje rozwijające się obligacje Brady'ego stanowiły raptem 1%, podczas gdy jeszcze dekadę wcześniej było to ponad 83% (por. tabela 4). Od tamtego czasu spora część tych krajów uporządkowała swoje stosunki dłużnicze i znacznie poprawiła swą zdolność do obsługi zobowiązań, stając się wartościowymi i ważnymi graczami na międzynarodowych rynkach finansowych i w całej światowej gospodarce. To z pewnością najlepszy dowód na to, że plan Brady'ego pomógł części krajów rozwijających się podnieść się z kryzysu zadłużeniowego, w który popadły one w latach 70. i 80. XX wieku.

¹³ Ministerstwo Finansów, *Komunikat w sprawie przedterminowego wykupu obligacji Brady'ego*, 18 marca 2008 r.

¹⁴ Ministerstwo Finansów, *Komunikat w sprawie przedterminowego wykupu obligacji Brady'ego*, 17 września 2007 r.

¹⁵ Por. szerzej M. Dynus, *Obligacje międzynarodowe sposobem na finansowanie potrzeb pożyczkowych sektora publicznego*, artykuł napisany na międzynarodową konferencję naukową pt. „Nauka finansów publicznych – dotychczasowy dorobek, perspektywy rozwoju”, organizowaną przez UMCS, KUL i WSPiZ im. L. Koźmińskiego, Kazimierz 5–7 maja 2008 r.

Tabela 4. Wartość znajdujących się w obiegu skarbowych obligacji międzynarodowych krajów rozwijających się (w mld USD, stan na koniec roku)

	1997	2002	2007
Ameryka Łacińska i Karaiby	72,5	171,3	230,0
Europa	35,6	68,2	168,3
Azja i Pacyfik	35,0	33,3	52,7
Afryka i Środkowy Wschód	6,7	17,6	36,1
kraje rozwijające się	149,7	290,4	487,2
w tym: obligacje Brady'ego	124,6	54,8	5,4*

* Wartość obligacji Brady'ego na koniec marca 2007 r.

Źródło: BIS, *Quarterly Review. Statistical Annex*, March 2008, s. A89, BIS, *Quarterly Review. Statistical Annex*, June 2003, s. A85 oraz BIS, *Quarterly Review. Statistical Annex*, February 2000, s. 68.

Dochodowość skarbowych instrumentów krajów rozwijających się na rynkach międzynarodowych jest coraz niższa, ponoszą więc one coraz niższe koszty pozyskiwania kapitału. To w głównej mierze efekt sukcesywnej poprawy ich zdolności kredytowej i uzyskiwanych przez nie coraz lepszych ocen credit-ratingowych, ale także wykupu części publicznych długów, zwłaszcza źle kojarzących się obligacji Brady'ego, jak również ograniczania ekspansji fiskalnej, a tym samym wielkości skarbowych emisji netto¹⁶. A jest to w dużej mierze możliwe dzięki większym napływom kapitału zagranicznego do tych gospodarek, który zwiększając możliwości rozwojowe, przyczynia się do poprawy ich wiarygodności. To klasyczne sprzężenie zwrotne.

LITERATURA

- Barbone L., Forni L., *Are Markets Learning? Behavior in the secondary market for Brady Bonds*, February 1997.
- BIS, *Quarterly Review. Statistical Annex*, February 2000.
- BIS, *Quarterly Review. Statistical Annex*, June 2003.
- BIS, *Quarterly Review. Statistical Annex*, March 2008.
- Bustillo I., Velloso H., *Bond markets for Latin American debt in the 1990s*, United Nations Publication, No 12, Santiago, Chile, November 2000.
- Cardena J., *The Latin American Debt Crisis (1980s)*, University of Minnesota, Spring 2008.
- Dynus M., *Globalny kryzys zadłużeniowy – analiza przyczynowo-skutkowa*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu” 2007, nr 8(8).

¹⁶ International Monetary Fund, *Annual Report 2007. Making the Global Economy Work for All*, Washington 2007, s. 12.

- Dynus M., *Obligacje międzynarodowe sposobem na finansowanie potrzeb pożyczkowych sektora publicznego*, artykuł napisany na międzynarodową konferencję naukową pt. „Nauka finansów publicznych – dotychczasowy dorobek, perspektywy rozwoju”, organizowaną przez UMCS, KUL i WSPiZ im. L. Koźmińskiego, Kazimierz, 5–7 maja 2008 r.
- Fischer S., *Ecuador and the International Monetary Fund*, International Monetary Fund, 19 May 2000.
- International Monetary Fund, *Annual Report 2007. Making the Global Economy Work for All*, Washington 2007.
- International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues*, April 2007.
- Izvorski I., *Brady Bonds and Default Probabilities*, IMF Working Paper, February 1998.
- Ministerstwo Finansów, *Dług publiczny. Raport roczny 2006*.
- Ministerstwo Finansów, *Komunikat w sprawie przedterminowego wykupu obligacji Brady'ego*, 18 marca 2008 r.
- Ministerstwo Finansów, *Aneks do raportu rocznego 2006. Dług publiczny*.
- Ministerstwo Finansów, *Komunikat w sprawie przedterminowego wykupu obligacji Brady'ego*, 17 września 2007 r.
- Moody's Investors Service, *Sovereign Default and Recovery Rates, 1983–2006*, June 2007.
- Morawski W., *Historia finansowa XX w. (1980–1989)*, „Gazeta Bankowa”, nr 24 (968) 11–17 czerwca 2007 r.
- Nowakowski J., *Zobowiązania Polski wobec Klubu Londyńskiego*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania SGH”, nr 4, Warszawa 1997.
- Sachar Brauer J., *Brady Bonds*, [w] F.J. Fabozzi, E. Pilarinu, *Investing in emerging fixed income markets*, John Wiley and Sons, 2003.
- Salomon Smith Barney, *A Primer on Brady Bonds*, 9 March 2000.
- Sokołowska B., *Obciążenia polskiej gospodarki zadłużeniem zagranicznym, efekty negocjacji z Klubem Paryskim i Londyńskim*, Instytut Nauk Ekonomicznych PAN, Warszawa 1995.
- The World Bank, *Global Development Finance. The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries*, Washington 2007.
- U.S. Department of State, *2000 Country Reports on Economic Policy and Trade Practices. Ecuador*, March 2001.
- World Bank, *International debt securities. Brady Bonds*, DDP Quick Query, March 2008.