



СТРАТЕГИЯ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ ЗА ПЕРИОДА 2012 – 2014 ГОДИНА

Република България, Министерство на финансите

Съдържание:

УВОД	3
I. Преглед на постигнатите резултати при изпълнение на Стратегията за управление на държавния дълг (СУДД) за периода 2009 – 2011 г.	5
1. Размер на държавния дълг и разходи за неговото обслужване.....	5
2. Структура и рискова експозиция на дълговия портфейл	14
3. Държавни гаранции.....	18
II. Обзор на макроикономическото състояние	19
1. Международно икономическо състояние	19
2. Макроикономически показатели на България	20
3. Бюджет.....	24
III. Анализ на риска	25
1. Рискове, генериирани от външната среда	26
2. Рискове, генериирани от структурата на дълга	28
IV. Основна цел и подцели на политиката по управление на държавния дълг през периода 2012-2014 г..	35
1. Запазване размера на дълга на разумни нива при затвърждаване позицията на Република България като стабилен емитент на дълг в региона и Европейския съюз. 35	35
2. Оптимизиране на разходите за обслужване на дълга	36
3. Обезпечаване на източниците за финансиране през периода 2012 – 2014 г.	38
4. Поддържане на добре функциониращ дългов пазар на ДЦК и диверсификация на инвеститорската база.....	42

УВОД

Управлението на държавния дълг е цялостният процес на създаване и изпълнение на стратегия за управление на държавния дълг, която определя подхода за постигане на целите, насочени към удовлетворяване на потребностите от дългово финансиране в допустимите съгласно чл. 5 от Закона за държавния дълг случаи, при отчитане влиянието и ограничителните условия на външната и вътрешната макроикономическа среда и потенциалните рискове. В неговия обхват попадат всички действия по поемането на държавен дълг чрез емисии на държавни ценни книжа на местния и международните капиталови пазари и чрез договори за държавни заеми, действията по неговото обслужване и отчитане както и тези, свързани с извършването на различни финансови сделки и операции, целящи намаляване на рисковете произтичащи от структурата на държавния дълг и оптимизиране обслужването на държавния дълг.

Документът синтезира основните принципи и насоки на политиката по управление на държавния дълг в средносрочен времеви интервал, описва индикативните мерки и използвания инструментариум за постигане на поставените стратегически цели, които позволяват провеждането на разумна и последователна политика за управление на държавния дълг. Публичното му оповестяване и достъпът до широката общественост, както и откритостта на процесите по управление на суверенните задължения са ключов фактор за осигуряване на прозрачност на управлението на държавния дълг и укрепване на взаимоотношенията с кредиторите, инвеститорите и агенциите за кредитен рейтинг.

Стратегията за управление на държавния дълг за периода 2012-2014 г. се разработва от министъра на финансите на основание на чл. 16 от Закона за държавния дълг и се приема от Министерския съвет. Стратегията се актуализира ежегодно и се внася за одобрение от Министерския съвет заедно с тригодишната бюджетна прогноза.

Обект на СУДД 2012-2014 г. е държавният дълг - вътрешен и външен, който представлява основна част от консолидирания държавен дълг, отписан съгласно методологията на Европейската система от сметки 95. Съгласно действащото законодателство в правомощията на министъра на финансите е управлението на държавния дълг. Останалите два компонента на консолидирания държавен дълг не са обект на настоящия стратегически документ. Представена е подробна информация за издадените държавни гаранции по заемни споразумения с оглед необходимостта от тяхното стриктно наблюдение поради значението им за устойчивостта на държавния дълг и бюджета.

В първата част на Стратегията се прави преглед на постигнатите резултати и изпълнението на целите, заложени в предходната Стратегия за управление на държавния дълг за периода 2009-2011 г. (СУДД 2009 – 2011 г.). Разглеждат се настъпилите промени в размера, структурата и разходите за обслужване на държавния дълг в следствие от провежданата през периода дългова политика при отчитане степента на постигане на заложените цели.

Втората част описва макроикономическата обстановка в България и чужбина през изминалия тригодишен период, очертава тенденциите и основните правителствени и бюджетни приоритети за следващия тригодишен период. Стратегията се базира на и е в съответствие с основните допускания, заложени в Закона за държавния бюджет на Република България за 2012 г. и макроикономическата рамка за 2013 - 2015 г.,

СТРАТЕГИЯ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ 2012 – 2014 Г.

разработена от Министерство на финансите и е в консистентна връзка с Конвергентната програма на Република България за 2012 – 2015 г.

В частта за управлението на риска са изведени потенциалните рискове, свързани с държавния дълг и е предоставена информация, даваща възможност за количественото им определяне. Идентифициран е начинът, по който отделните рискови показатели се променят при залагане на различна композиция на държавния дълг. На базата на допускания за промяна в нивата на валутните курсове и лихвени проценти е извършен анализ на чувствителността на дълга при отчитане на влиянието върху разходите за обслужването му.

Основните стратегически цели, които правителството си поставя през предстоящия тригодишен период са описани в четвъртата част. Направен е кратък преглед на мерките, които ще бъдат предприети за постигане на заложените през периода цели, в т.ч. описание на основните източници за финансиране, които се предвижда да бъдат използвани и на техните елементи.

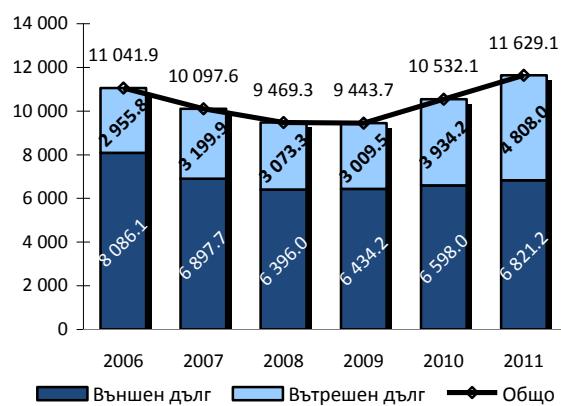
I. Преглед на постигнатите резултати при изпълнение на Стратегията за управление на държавния дълг (СУДД) за периода 2009 – 2011 г.

Провеждането на стабилна дългова политика в контекста на осигуряването на необходимите средства за финансиране на правителствените приоритети и рефинансиране на дълга в обращение при запазване нивото на държавния и държавногарантиран дълг на разумни нива и постигането на устойчива финансова позиция бяха основен приоритет през периода 2009 - 2011 г. Статута на Република България като бюджетно дисциплинирана страна със стабилни фискални показатели и ниският държавен дълг допринесоха за укрепване на доверието в страната. На фона на несигурността на международните капиталови пазари и нестихващите понижения на кредитните рейтинги на редица водещи икономики, през 2011 г. България получи признание за успехите си в областта на осъществяваната фискална политика чрез първото повишение на суворенен кредитен рейтинг на държава-членка на Европейския съюз от началото на дълговата криза.

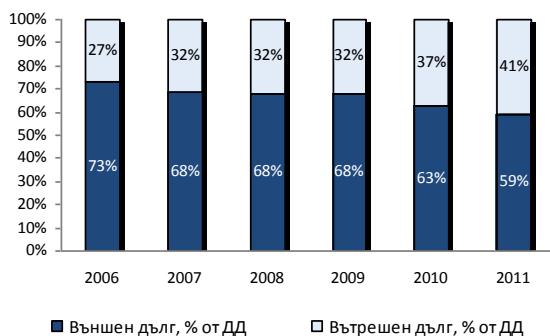
Предприетите действия и мерки за постигане на целите, поставени в Стратегията за управление на държавния дълг за 2009 – 2011 г. намират отражение в отчетеното в края на 2011 г. състояние на държавния и държавногарантиран дълг.

1. Размер на държавния дълг и разходи за неговото обслужване

Графика №1 Държавен дълг за периода 2006-2011 година (номинал, в млн. лева)



Графика №2 Структура на държавния дълг за периода 2006-2011 година



Към края на 2011 г. номиналният размер на държавния дълг възлиза на 11 629.1 млн. лева, като в рамките на разглеждания тригодишен период отбелязва увеличение с 2 159.9 млн. лева спрямо размерът отчетен в края на 2008 г. Нарастването на държавния дълг се дължи основно на повишението на вътрешния държавен дълг, чийто размер се увеличава през всяка една от визиралите години, достигайки в края 2011 г. до 41 % от държавния дълг. Външният държавен дълг, чийто относителен дял в структурата на държавния дълг е 59 % намалява с около 8.9 пр.п. в сравнение с края на 2008 г., въпреки увеличението му в абсолютна стойност от около 400 млн.лв.

Основният индикатор, определящ дълговата тежест, „държавен дълг/брутен вътрешен продукт“ в края на 2011 г. възлиза на 15.5 % и бележи увеличение с 1.8 процентни пункта спрямо отчетеното му ниво от 13.7 % в края на 2008 г. Независимо от регистрираното увеличение, този показател остава далеч под нивото от 25 %, определено в предходната СУДД за периода 2009-2011 г.

СТРАТЕГИЯ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ 2012 – 2014 Г.

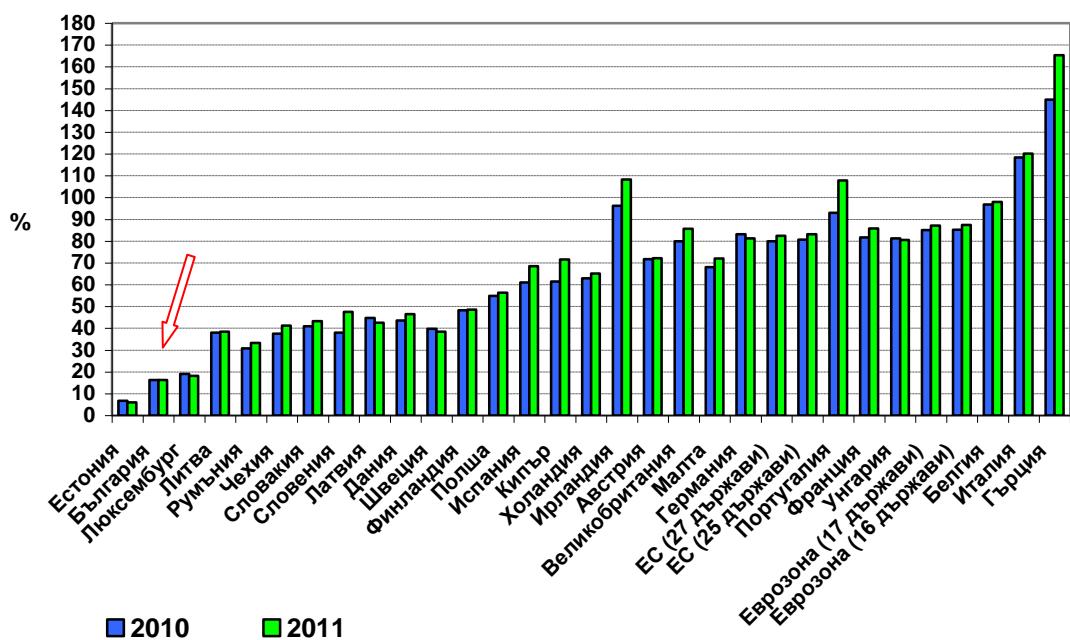
Графика № 3 Съотношение държавен дълг към БВП за периода 2006-2011 година



Като пряко следствие от световната икономическа криза, през последната година нивото на държавните дългове на Европейския съюз отбелязва значително увеличение. В тези условия за втора поредна година със стойност на показателя дълг¹/БВП от 16.3 % към края на 2011 г., България изпреварва всички страни членки на Европейския съюз с изключение на Естония. Тези данни са още едно сигурно доказателство за провежданата от правителството политика по управление на държавния дълг при ограничения далеч по-строги от налаганите изисквания към страните, членуващи в Еврозоната,

където средната стойност на съотношението дълг/ БВП в края на 2011 г. е 87.2 %. Постигнатите ниски нива на този показател през годините са значително под максимално допустимата референтна стойност съгласно Маастрихския критерий от 60 %.

Графика № 4 Съотношение държавен дълг към БВП за периода 2010-2011 година за страните-членки на ЕС, ECC'95



¹ Консолидирания държавен дълг, изчислен съгласно ръководството за държавния дефицит и дълг по Европейската система сметки 95 (ECC'95), представлява дълга на сектор „Държавно управление”, който се състои от дълга на подсекторите „Централно управление”, „Местно управление” и „Социално-осигурителни фондове” с изключение на онези задължения, чиито съответстващи финансови активи са притежание на сектора „Държавно управление”.

➤ **Вътрешен държавен дълг и основни тенденции в развитието на вътрешния пазар на ДЦК**

Нарастващото значение на държавните ценни книжа (ДЦК), емитирани на вътрешния пазар ги отклояват като основен компонент в структурата на държавния дълг, респективно като основен дългов инструмент, чрез който се финансират заемните нужди на държавата. Поддържайки едно от най-ниските съотношения дълг/БВП в Европа и овладявайки бюджетните дефицити, в условията на изключително рискова икономическа и финансова среда, България затвърди статута си на един от най-стабилните емитенти на дълг в региона. Повишеният международен престиж допринесе още повече за развитието на ефективна инвеститорска база в България, чрез привличането на нови дългосрочни инвеститори, което е изключително важно за страната.

Таблица № 1: Вътрешен държавен дълг за периода 2009-2011 г

Размер на вътрешния държавен дълг	към 31.12. 2009 г.		към 31.12. 2010 г.		към 31.12. 2011 г.	
	млн.лв.	%	млн.лв.	%	млн.лв.	%
1. Емисии на ДЦК	2 705.3	89.9%	3 652.4	92.8%	4 220.5	87.8%
2. ДЦК, емитирани за структурната реформа	304.1	10.1%	281.7	7.2%	252.5	5.3%
3. Вътрешни заеми	-	0.0%	-	0.0%	335.0	7.0%
Общо	3 009.5	100.0%	3 934.2	100.0%	4 808.0	100.0%

Номиналният размер на вътрешния държавен дълг в края на 2011 г. възлиза на 4 808 млн. лева. През предходния тригодишен период (2009-2011 г.) в структурата му не се наблюдават значителни промени. С най-голям дял към края на периода остават емисиите на ДЦК емитирани на аукционен принцип с 87.8 %, следвани от ДЦК, емитирани във връзка със структурната реформа – 5.3 %. В края на 2011 г. средната продължителност на емисиите ДЦК в обращение се увеличи, като достигна 5 години и 4 месеца в сравнение с края на 2008 г., когато е 3 години и 11 месеца. През отчетния период Министерството на финансите провеждаше разнообразна и пазарно-ориентирана емисионна политика, като се предлагаха ДЦК от целия спектър на дълговата крича, включително краткосрочни книжа и такива в евро с цел привличане на интереса на по-широк кръг инвеститори, с различни предпочитания и рисков профил. Всички пласирани книжа са с фиксиран лихвен купон. Общата номинална стойност на новоемитирани ДЦК е 3 121.2 млн. лева, от тях бонове с общ номинален размер от 235.9 млн.лева и облигации в размер на 2 885.2 млн.лева, разпределени в следните матуритетни сегменти по години:

СТРАТЕГИЯ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ 2012 – 2014 Г.

Таблица № 2: Новоемитирани емисии ДЦК през периода 2009-2011 г.

в млн. лева

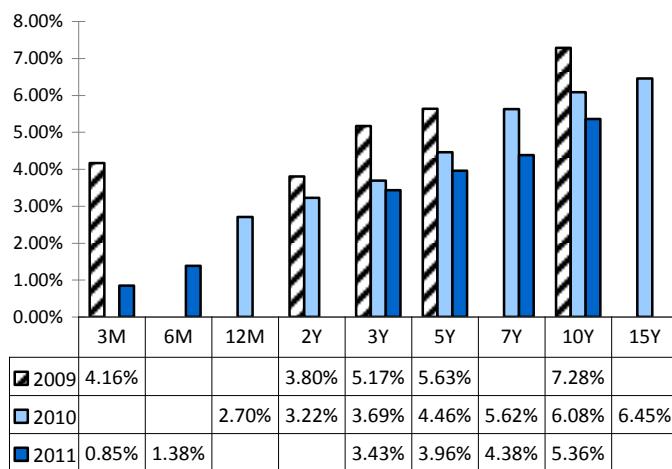
Емисия на ДЦК	валута на емисията	Номинална стойност на емитирани ДЦК			
		2009 г.	2010 г.	2011 г.	общо за периода 2009 г. - 2011 г.
Съкровищни бонове		43.24	150.81	41.80	235.85
3-месечни	BGN	43.24	-	15.00	58.24
6-месечни	BGN	-	-	26.80	26.80
1-годишни	BGN	-	150.81	-	150.81
Съкровищни облигации		445.50	603.11	800.73	1 849.34
3-годишни и 6 месеца	BGN	-	30.00	276.51	306.51
5-годишни	BGN	288.00	130.00	-	418.00
7-годишни	BGN	-	130.00	170.23	300.23
10-годишни	BGN	157.50	-	31.09	188.59
10 години и 6 месеца	BGN	-	313.11	322.90	636.01
<i>общ размер на емисията, деноминирани в BGN (Бонове и Облигации)</i>		488.74	753.92	842.53	2 085.20
Съкровищни облигации					-
3-годишни	EUR	-	-	-	-
2 - годишни и 6 месеца	EUR	-	296.36	-	296.36
5 - годишни	EUR	-	-	281.64	281.64
15 -годишни	EUR	-	457.87	-	457.87
<i>общ размер на емисията, деноминирани в EUR</i>		-	457.87	281.64	739.51
Общо емитирани ДЦК		488.74	1 211.79	1 124.17	2 824.70

Като част от про-активната политика по управление на държавния дълг, през изминалния период бяха приложени редица иновативни инструменти, в това число обратно изкупуване и замяна на ДЦК на аукционен принцип. Предприетите операции способстваха за подобряване на ликвидността на вътрешния дългов пазар и основно целяха изглеждане на погасителния профил на държавния дълг, респективно редуциране риска за рефинансиране на съверенния дългов портфейл, свързан с предстоящите пикови плащания по глобалните облигации през 2013 г. и 2015 г., както и спестяване на лихвени разходи.

В резултат на провежданата гъвкава и адекватна на финансовата ситуация емисионна политика, като цел за изминалния тригодишен период, бяха отчетени следните положителни тенденции на местния пазар на държавен дълг:

- ◆ изграждане на високоликвидна бенчмарк дългова криза на доходност;

Графика № 5: Доходност на ДЦК, постигната на първичния пазар

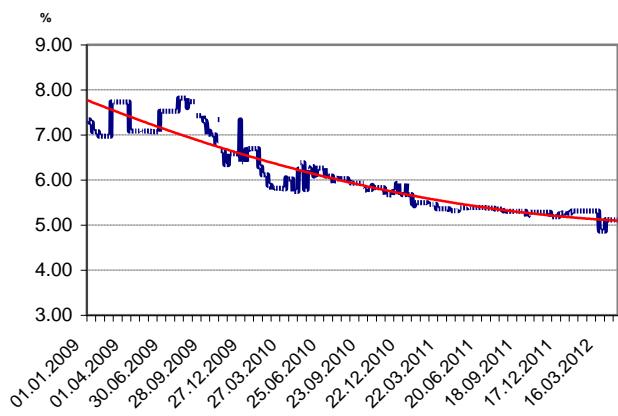


Активната емисионна политика на Министерството на финансите на първичен пазар, както в посока разнообразяване на валутната и на матуритетната структура, така и в контекста на наложената практика за преотваряне на емисии в обращение, спомогна за удовлетворяване на широк кръг инвеститори с различни инвестиционни цели и времеви хоризонти;

♦ **спад в доходността на първичния пазар;**

Кривата на доходността за тригодишния период е направила „parallel shift” към по-ниски нива на доходност. Средно претеглената доходност на еmitираните ДЦК за периода 01.01.2011 г. - 31.12.2011 г. е 4.21 %, като бележи сериозно намаление спрямо 2010 г. – 5.06 %, и съответно за 2009 г. – 5.66 %.;

Графика № 6: Дългосрочен лихвен процент за периода м.януари 2009 - м.март 2012 (Източник ЕЦБ)

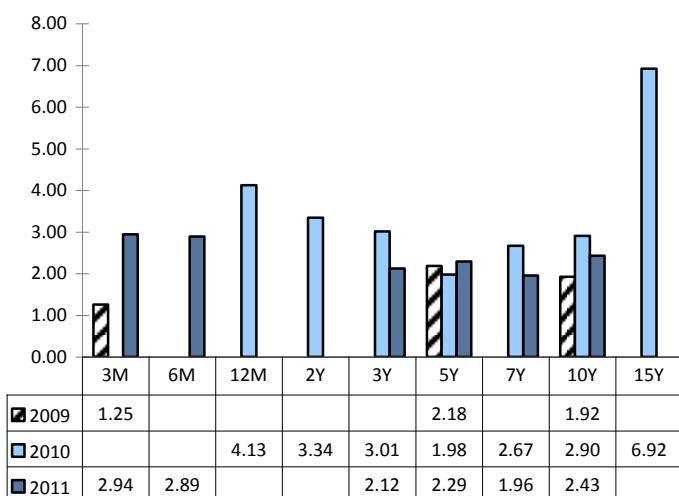


♦ **стабилност и развитие на дългосрочното търсене и предлагане;**

Дългосрочният лихвен процент за оценка степента на сближаване, който се изчислява на база доходността на бенчмарковите 10-годишни правителствени облигации на България се затвърди трайно под стойността на този показател на 11 държави-членки на Европейския съюз, като шест от тези държави са

членки на Еврозоната. По този Маастрихтски критерий за конвергентност, страната ни се движи в едни рамки с още две държави-членки на Икономическия и паричен съюз. През разглеждания период (2009-2011 г.) показателят бележи намаление, като от 7.33 % към края на 2008 г. спадна до 5.26 % към края на 2011 г. През месец март 2012 г. текущите стойности на този индикатор бележат рекордно ниски нива, като спаднаха под 5%.;

Графика № 7: Кофициенти на покритие – средно за периода 2009-2011



♦ **рекордни за българския пазар на ДЦК кофициенти на покритие, изразявачи се в нарастващо търсене на ДЦК и засилен инвеститорски интерес;**

През целия разглеждан период търсенето на ДЦК превишаваше предлагането средно над два пъти, като рекордния кофициент на покритие на осреднена база е 3.31 за 2010 г.;

♦ **изграждане на високоликвиден и ефективен вторичен пазар на ДЦК;**

Затвърждаване на статута на вторичния пазар на ДЦК, като най-ликвидния, ефективен и ефикасен финансов пазар в България. Вторичният пазар на ДЦК, особено в условията на криза, е съществено допълнение на междубанковия пазар по

СТРАТЕГИЯ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ 2012 – 2014 Г.

предоставянето на депозити и улесняването на пазарните участници в управлението на ликвидността им, като се намира в пряка връзка със стабилността на финансния пазар.

Таблица № 3 Брой и обем на сделките с ДЦК на вторичния пазар

	Брой сделки			Обем (млн. лв.)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Общо	8 999	14 957	15 013	40 293.1	76 115.3	77 557.9
1. Репо-сделки	4 391	7 733	8 858	25 407.5	46 061.4	54 865.1
2. Окончателни покупко-продажби	289	771	804	752.1	1 560.4	2 189.0
3. Сделки със и за сметка на клиенти	1 906	1 861	2 013	3 705.2	3 092.2	3 678.5
4. Блокиране/деблокиране на ДЦК:	2 413	4 592	3 338	10 428.3	25 401.3	16 825.3

Източник: БНБ.

Забележки:

- Обемът на сделките е по номинална стойност и включва ДЦК, емитирани по реда на Наредба № 5 на МФ и БНБ и структурната реформа, с и без движение по разплащащателните сметки в БНБ.
- Обемът и броят на репо-сделките включват обратните репо-сделки и тези, склучени през текущия ден.
- Левовата равностойност на сделките с ДЦК, деноминирани в чуждестранна валута, е изчислена по определения от БНБ обменен курс на съответната валута в деня на сделката.

♦ Повишение на кредитния рейтинг на България;

Независимата оценка на дългосрочната дългова стабилност затвърди статута на България като един от най-нискорисковите емитенти в региона.

Таблица № 4 Динамика на суверенния кредитен рейтинг за периода 01.01.2009-31.12.2011

Кредитна агенция	Дата	Рейтинг в чуждестранна валута		Перспектива	Рейтинг в местна валута		Перспектива
		Краткосрочен	Дългосрочен		Краткосрочен	Дългосрочен	
Moody's	20.03.2009		Baa3	Стабилна		Baa3	
Moody's	31.08.2010		Baa3	Положителна		Baa3	
Moody's	22.07.2011		Baa2	Стабилна		Baa2	
S&P	01.12.2009	A-3	BBB	Стабилна	A-3	BBB	Стабилна
S&P	17.12.2010	A-3	BBB	Стабилна	A-3	BBB	Стабилна
S&P	21.12.2011	A-3	BBB	Стабилна	A-3	BBB	Стабилна

Предвид динамиката в развитието на дълговите пазари и необходимостта от използване на широк кръг от инструменти с цел повишаване на ефективността от управлението на държавния дълг, Министерството на финансите продължи в тясна координация, активно и пълноценно да си сътрудничи с Българската народна банка (БНБ) в качеството ѝ на агент по дълга. В тази връзка и в отговор на отправените предложения от участниците на пазара на ДЦК към Министерството на финансите, БНБ започна реализацията на проект за участие на Системата за регистрация и сътвърдяване на ДЦК (BNBGSSS), като спомагателна система в TARGET 2-BNB. Двете институции работят съвместно по промяна на нормативната база, регламентираща търговията с ДЦК и по-специално на произтичащите от това изменения и допълнения в Наредба № 5 от 2007 г. за реда и условията за придобиване, регистриране, изплащане и търговия с държавни ценни книжа. Основните промени са насочени към по-детайлно регламентиране на видовете сделки с ДЦК на вторичния пазар по отношение на

сегрегацията на сделките в зависимост от това дали са с движение (DVP) или са без движение (FOP) по сметките за сътърмент на парични средства, което ще допринесе за осигуряване на прозрачност и ефективен контрол върху сделките с ДЦК на вторичния пазар. Постоянният обмен на информация между двете институции и поддържането на активен диалог с участниците на пазара на суверенен дълг обезпечава високото ниво на доверие и предвидимост на този така важен сегмент от финансовия пазар в страната.

➤ **Външен държавен дълг и външно заемане**

Размерът на външния държавен дълг към края на 2011 г. е 6 821.2 млн. лева, което представлява нарастване с 425.2 млн. лева в сравнение с края на 2008 г. Съотношението на външния дълг спрямо БВП за 2011 г. е 9.1 %.

Таблица № 5 Външен държавен дълг за периода 2009 – 2011 г.

Размер на външния държавен дълг	към 31.12. 2009 г.		към 31.12. 2010 г.		към 31.12. 2011 г.	
	млн.лв.	%	млн.лв.	%	млн.лв.	%
1. Облигации	3 082.7	47.9%	3 200.7	48.5%	3 242.9	47.5%
2. Държавни заеми, в т.ч.:	3 351.6	52.1%	3 397.3	51.5%	3 578.3	52.5%
Държавни инвестиционни заеми	1 509.7	23.5%	1 595.3	24.2%	1 734.9	25.4%
Общо	6 434.2	100.0%	6 598.0	100.0%	6 821.2	100.0%

В сравнение с предходния стратегически период (2006-2008 г.), през 2009 г. е отбелязано първото незначително повишение на външния държавен дълг от 0.6 %, последвано от 2.6 % и 3.5 % през 2010 г. и 2011 г.

В структурата на външния държавен дълг по кредитори и инструменти към края на 2011 г. основен дял заемат държавните заеми – 52.5 %, в т.ч. държавни инвестиционни заеми 25.4 %, следвани от глобалните облигации² - 47.5 %, държателите на повече от 50 % от които в края на 2011 г. са резиденти. Във валутната композиция на външния дълг преобладаващ е делът на дълга, деноминиран в евро - 70.9 %. Дългът, деноминиран в щатски долари заема 24.8 %, а този в японски йени и кувейтски динари 4.3 %. По отношение на лихвената структура превес имат задълженията с фиксиран лихвен процент (73.7 %), а поетите заеми с плаващ лихвен процент са 26.3 %. Поради отбелязаните исторически ниски лихвени нива в края на тригодишния период, средният лихвен процент на външния дълг достига 5.14 %, което представлява намаление с над 1 пр.п. в сравнение с края на 2008 г. Погасителният профил е добре балансиран с изключение на предстоящите падежи на глобалните облигации през 2013 г. и 2015 г. Средният остатъчен матуритет на външния дълг в края на 2011 г. отбелязва намаление с около 6 месеца в сравнение с края на 2008 г. до 7.9 години.

От така направената характеристика на външния дълг е видно, че той е изложен единствено на риск, произтичащ от концентрацията на плащанията по глобалните облигации през 2013 г. и 2015 г.

Реализираното през разглеждания период външно финансиране е предназначено основно за изпълнението на специфични програми и инвестиционни проекти в стратегически области от икономиката.

² Емитирани с цел замяна на Брейди облигациите през 2002 г.

В периода бяха усвоени два заема за развитие на политиките (SIR DPL II и SIR DPL III), които представляват част от серия държавни заеми за развитие на политиките в социалните сектори (образование, здравеопазване и социална защита), финансиирани от Международната банка за възстановяване и развитие (МБВР), на стойност от 490.9 млн.лева. Стаптира усвояването и на средства от Кредитното споразумение за структурен програмен заем (България, съфинансиране по Фондовете на ЕС 2007-2013 г.) между Република България и Европейската инвестиционна банка (ЕИБ). Общий размер на отпуснатите средства до края на 2011 г. по Кредитното споразумение възлиза на 263.6 млн. лева.

По държавните инвестиционни заеми през периода са използвани средства в размер на около 555 млн.лв., от които от ЕИБ около 424 млн.лв. по 7 заема, от МБВР – 125 млн.лв. по 6 заема и 6 млн.лв. от други кредитори (ЯБМС и KfW).

Със средства от заемите от ЕИБ се изпълняват 5 инвестиционни проекта – „Пречистване на отпадъчни води в басейна на р. Марица”, „Изграждане на нов граничен комбиниран (пътен и железопътен) мост на р. Дунав между градовете Видин (България) и Калафат (Румъния)” (финансиран с два заема), Реконструкция и модернизация на ж.п. линията Пловдив – Свиленград – турска- гръцка граница” (също финансиран с два заема), „Транзитни пътища V” и „Регионално и общинско водоснабдяване”, средствата от който са предназначени основно за съфинансиране на Интегрирания воден проект за гр. София.

Изпълнението на проект „Пречистване на отпадъчни води в басейна на р. Марица” приключи в края на 2011 г. Построени са три нови пречиствателни станции за отпадни води с вторично биологично пречистване и третично пречистване в Стара Загора, Хасково и Димитровград, а също е рехабилитирана и разширена канализационната мрежа на левия бряг на р. Марица в района на Димитровград.

В периода 2009 – 2011 г. по проект „Изграждане на нов граничен комбиниран (пътен и железопътен) мост на р. Дунав между градовете Видин (България) и Калафат (Румъния)” са изпълнени 72 % от работите по изграждането на моста и 89 % от работите по прилежащата инфраструктура в България. През 2012 г. предстои изграждането на ж.п. линията, пътното платно, електрификацията и другите системи по моста.

По проекта „Реконструкция и модернизация на железопътната линия Пловдив – Свиленград” са изпълнени строителните работи от с. Крумово до входа на гр. Димитровград, като са изградени около 50 км единична високоскоростна жп линия и 18 км. двоен високоскоростен железен път, 9 железопътни мостове, 3 железопътни подлеза, 4 нови тягови подстанции, положени са 58 км контактна мрежа. През 2012 г. остават за изпълнение дейностите в частта от проекта между входа на гр. Димитровград и гр. Свиленград и по отстраняване на констатирани забележки.

През 2010 – 2011 г. приключиха строително-монтажните работи на пет Лота от проекта „Транзитни пътища V” с обща дължина 333.3 км. Включени са участъците от първокласната републиканска мрежа Шипка - с. Шипка, Калофер - Казанлък, Шипка – Шейново – Дунавци и Мъглиж – Гурково и участъците от второкласната републиканска пътна мрежа с.Баня – автомагистрала Тракия, Русе – Силистра и Силистра – Добрич. През 2012 г. се очаква да бъдат завършени още 247.09 км. от Републиканската пътна мрежа.

По проект „Регионално и общинско водоснабдяване” (Интегриран воден проект за гр. София), са напълно завършени и въведени в експлоатация пречиствателните станции за отпадъчни води в Кубратово, Мала Църква и Пасарел, каналната помпена

станция в Нови Искър, ВиК мрежата на град София (Довеждащ канализационен колектор Банкя-Какач, Рилски водопровод и Ляв Владайски канализационен колектор, Десен перловски колектор, Десен слатински колектор, Десен Владайски колектор и водопровода по бул. Черни връх).

По линия на финансирането от МБВР през периода: (1) стартираха два държавни инвестиционни заема - за реализация на Проект за социално включване, насочен към подкрепа за ранно детско развитие с целева група деца от семейства с ниски доходи и такива в неравностойно положение и за изпълнение на проект за развитие на общинската инфраструктура, насочен към подобряване планирането на ВиК сектора и инвестиции в язовири; (2) продължи изпълнението на проект за рехабилитация на пътната инфраструктура и Втори проект за улесняване на търговията и транспорта и (3) приключиха съответно в средата на 2009 г. и средата на 2010 г. проект кадастрър и имотна регистрация и проект за социални инвестиции и насърчаване на заетостта.

Проектът за рехабилитация на пътната инфраструктура е насочен към ремонт на около 307 км участъци от пътища I, II и III клас, подобряване на институционалния капацитет на Агенция „Пътна инфраструктура“, Министерство на регионалното развитие и благоустройството и Министерство на транспорта, информационните технологии и съобщенията и разработване и осъществяване на пакет от мерки за подобряване на пътната безопасност. Основната цел на проекта е да се намалят разходите на пътния транспорт чрез подобряване на състоянието и качеството на пътната мрежа в страната по време на първите години от присъединяването ѝ към Европейския Съюз.

Вторият проект за улесняване на търговията и транспорта финансира подобрения в инфраструктурата и процедурите на външните граници на Република България като страна-членка на Европейския съюз. Основните инвестиции са насочени към доставка на оборудване за редица гранично контролно пропускателни пунктове (ГКПП), сред които Калотина, Капитан Андреево, портовете във Варна и Бургас, към реконструкция и модернизация на ГКПП Капитан Андреево и на някои по-малки гранични пунктове и към изграждане на подходен участък от автомагистрала Марица към ГКПП Капитан Андреево и съществуващата го инфраструктура.

Приключилите проекти кадастрър и имотна регистрация и за социални инвестиции и насърчаване на заетостта са насочени съответно към изграждане на единна национална система на кадастьра и поимотна система за вписвания и към създаването на социален капитал в малки и бедни общности и общини чрез безвъзмездно финансиране на микро-проекти за подобряване на инфраструктурата и малки инвестиции.

През 2010 г. беше подписано споразумение за държавен заем между Република България и Банка Кредитаншалт фюр Видерауфбау-Франкфурт на Майн (KfW) – Германия за финансиране на проект „Техническа инфраструктура 2010-2013 г.“. Заемът е пред назначен за укрепване на бреговата и пътна инфраструктура срещу свлачища и наводнения в районите на градовете Русе, Силистра и Поморие. До момента е избран консултант за Поморие и Силистра. Извършват се съгласувателни процедури с общините Русе, Силистра и Поморие и се изготвят необходимите съгласно Закона за устройство на територията документи за строителство.

➤ Разходи за обслужване на държавния дълг

Изплатените лихви за обслужване на държавния дълг през периода са в размер средно на около 500 млн. лв. годишно, като с най-голям дял са лихвените плащания по

облигациите, емитирани на международните капиталови пазари (МКП), средно 51.2% годишно, следвани от тези по ДЦК, емитирани на вътрешния пазар (средно 30.1% годишно) и лихвите по държавните заеми (средно 18.7% годишно).

Таблица № 6 Лихвени разходи за периода 2009 – 2011 г.

Размер на изплатените лихви	2009		2010		2011	
	млн.lv.	%	млн.lv.	%	млн.lv.	%
Външни лихви	358.33	71.8%	325.60	71.6%	335.83	66.3%
облигации, емитирани на МКП	249.16	49.9%	249.56	54.9%	247.43	48.8%
външни държавни заеми	109.17	21.9%	76.04	16.7%	88.40	17.4%
Вътрешни лихви	140.98	28.2%	129.37	28.4%	170.85	33.7%
лихви по ДЦК, емитирани на аукционен принцип	128.16	25.7%	125.49	27.6%	168.74	33.3%
лихви по ДЦК за структурна реформа	12.83	2.6%	3.87	0.9%	2.11	0.4%
Общо лихви по държавния дълг	499.31	100%	454.97	100%	506.68	100%

Съотношението на лихвените разходи към БВП и на разходите за лихви към данъчните приходи са широко използвани показатели, които дават възможност да бъде оценена както дълговата тежест, така и способността на държавата да посрещне предстоящите плащанията на дължимите лихви. В края на 2011 г. съотношението „лихвени разходи/БВП“ достига до около 0.7 %, т.е. значително под направените допускания за нивото му от 1.5 % в предходната СУДД 2009-2011 г. Показателят „лихвени разходи /данъчни приходи“ за 2009 – 2011 г. е в диапазона от 2.6 % до 2.7%, а този „лихвени разходи/бюджетни разходи“ варира между 1.9% и 2.1%.

Графика № 8: Съотношение лихвени разходи към БВП; лихвени разходи към бюджетни разходи и лихвени разходи към данъчни приходи за периода 2006-2011 г.



Въпреки регистрираното нарастване на държавния дълг, стойностите на визирните показатели се движат в тесни граници. С основен принос за ограничаване на разходите за лихви е провежданата консервативна политика при ново заемане на дълг и постигнатата устойчива структура на дълга, регистрираните исторически ниски равнища на лихвените проценти и достигнатите ниски нива на доходност при емисиите на ДЦК на вътрешния пазар.

2. Структура и рискова експозиция на дълговия портфейл

Провежданата през отчетния период политика по управление на държавния дълг следваше заложените стратегически цели в СУДД 2009-2011 г. и доведе до постигането на добре балансирана композиция на държавния дълг към края на 2011 г., в т.ч. по видове инструменти, валута, лихвени проценти и матуритет.

СТРАТЕГИЯ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ 2012 – 2014 Г.

Стойностите на използваните рискови показатели определят дълговия портфейл като изложен единствено на риск от рефинансиране, имайки предвид концентрацията на плащания в краткосрочен план през 2013 г. и 2015 г. по Глобалните облигации.

➤ Държавен дълг по видове инструменти

В следствие от провежданата през периода активна пазарно-ориентирана заемна политика, структурата на държавния дълг по видове инструменти към края на 2011 г. претърпява съществени промени в сравнение с края на 2008 г. Преобладаващ дял в общия обем на дълга в края на 2011 г. заемат ДЦК – 66.3 %, от които емитираните на вътрешния пазар са 38 % (4 473 млн. лева), а емитирани на международните пазари – 28 % (3 242.9 млн. лева). От 2008 г. до 2011 г. се наблюдава намаление на относителния дял на облигациите, емитирани на международните пазари. През 2010 г. и 2011 г. доминантен дял в структурата на държавния дълг заемат ДЦК, емитирани на вътрешния пазар. Промяната се дължи предимно на преориентирането на дълговата

Графика № 9: Държавен дълг по видове инструменти 2006-2011 г.

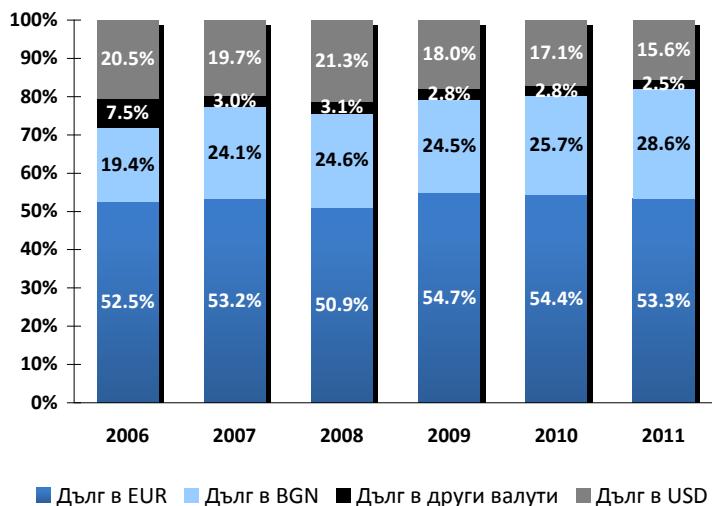


политика в посока на осигуряване на надеждно, своевременно и ефективно финансиране на бюджета чрез емисии на ДЦК на вътрешния пазар. Държавните заеми, в т.ч вътрешни и външни, представляват 34 % от държавния дълг. Важна част от външните държавни заеми са тези, предназначени за финансиране на инвестиционни проекти, като обема им възлиза на 1 734.8 млн. лева или 15 % от държавния дълг.

➤ Валутна структура на държавния дълг

Във валутната композиция на държавния дълг (графика № 10), се запазва наложилата се през последните години тенденция в посока увеличаване на дълга, деноминиран в лева и в евро (81.9 % към края на 2011 г., в т.ч. 28.6% в лева и 53.3% в евро), което кореспондира с дефинирания приоритет в предходния стратегически документ за поддържане на доминантен дял на държавния дълг, деноминиран в лева и в евро - над 75 %. За сравнение в края на 2008 г. този компонент представлява 75.5 % (в т.ч. 24.6% в лева и 50.9% в евро). Делът на дълга в щатски долари бележи намаление, като от 21.3 % в края на 2008 г. достига 15.6 % в края 2011 г. Положителните промени във валутната структура на държавния дълг са резултат от провежданата последователна политика на ново заемане, ориентирана основно към емитиране на ДЦК на местния пазар само в лева и в евро, договаряне на външни заеми в евро, както и в резултат на извършваните регулярни погашения на дълг.

Графика № 10: Валутна структура на държавния дълг



Валутната експозиция на държавния дълг и действащата система на валутен борд в страната, респективно фиксирането на лева към еврото, ограничават уязвимостта на дълга и въздействието върху неговото обслужване от колебанията на чуждестранните валути, като съответно подобряват рисковият му профил.

➤ Лихвенна структура на държавния дълг

През целия тригодишен период лихвената структура на държавния дълг се запази относително постоянна и е в съответствие с набелязаните в предходния стратегически документ цели за ограничаване на разходите за обслужване на държавния дълг посредством увеличение на частта на държавния дълг с фиксирани лихви над 70 %. В края на тригодишния период относителният дял на дълга с фиксирани лихви представлява около 82 % от общите държавни задължения, при 18 % на дълга с плаващи лихви. Основната част от дълга с променлив лихвен процент е обвързана с шестмесечния LIBOR (London Interbank Offered Rate) на еврото (15.4 % към края на 2011 г.), което съчетано с факта, че през разглеждания период този пазарен индикатор отбеляза исторически ниски стойности, съдейства за провеждането на ефективна разходна политика.

Графика № 11: Лихвенна структура на държавния дълг

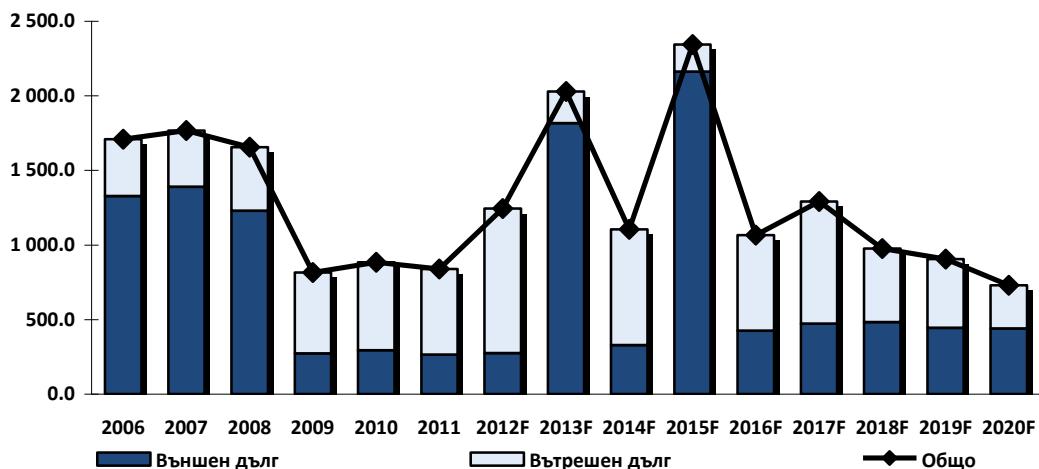


Постигнатите промени в лихвената структура на държавния дълг, предполагат **ниска уязвимост на дълговия профил от гледна точка на лихвен риск**, като същевременно се осигурява **подобра прогнозируемост** по отношение на разходите за обслужване на държавните задължения.

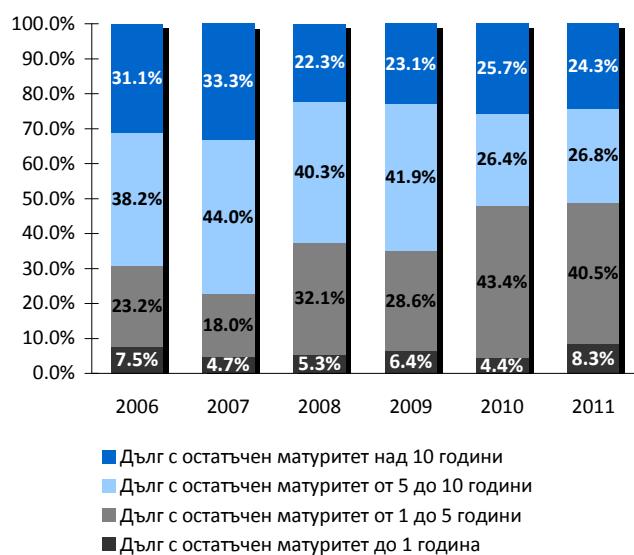
➤ **Погасителен и матуритетен профил на държавния дълг.**

Към края на 2011 г. държавният дълг е сравнително добре разсрочен във времето, с изключение на предстоящите пикови плащания по Глобалните облигации с падеж 2013 г. и 2015 г.

Графика № 12: Погасителен профил, млн.лв.



Графика № 13: Матуритетна структура



Оригиналният матуритет на държавния дълг през целия тригодишен период се запазва на ниво около 13 години, като в края на 2011 г. стойността му е малко над 12 години и 10 месеца.

Остатъчният срок на държавния дълг намалява от 7 години и 2 месеца до 6 години и 7 месеца. Основните причини за регистрирания спад са както естествената амортизация на държавни задължения, така и пласиранието на местния пазар ДЦК с по-кратък срок.

Индикаторът среден период до матуритета (ATM), показващ среднопретегленото време, необходимо за предоговаряне на дълговия портфейл бележи спад, спрямо нивото му от предходния период от 10.9 години в края на 2008 г. на 9.3 години в края на 2011 г. Съкращаването му предполага портфейл изложен в по-голяма степен на сътресения при рефинансиране в сравнение с края на 2008 г.

Делът на краткосрочния държавен дълг в края на 2011 г. достига 8.29 % от общия размер на държавния дълг, което сравнено с нивото му в края на 2008 г. е увеличение с около 3 пр.п. Относително ниското ниво на този показател на практика не индицира съществено влияние върху рисковия профил на държавния дълг.

3. Държавни гаранции

Към края на 2011 г. размерът на държавногарантирания дълг (ДГД) възлиза на 1.2 млрд. лв., основна част от който се формира от външен държавногарантиран дълг. Спрямо края на 2008 г. държавногарантирания дълг е намалял с 43.8 млн.lv. в номинално изражение. Съотношението „държавногарантиран дълг/БВП“ към края на визирания период е 1.6 %, което в сравнение с края на 2008 г. е намаление с 0.2 %. Относително ниските стойности на показателите съотношение ДГД към общия размер на държавния и държавногарантирания дълг (9.3 % към края на 2011 г.) и ДГД към БВП (1.6% към края на 2011 г.) са предпоставка за ниска уязвимост на дълговия портфейл от шокове, продуктувани от реализиране на условните задължения.

Към края на 2011 г. се обслужват общо 15 държавногарантирани заеми, разпределени основно между секторите транспорт (24.6 %) и енергетика (64.8 %). В структурата на държавногарантирания дълг по кредитори не се забелязват съществени промени. С най – голем дял остават групата „Други“ (международн финансова институции, в т.ч ЕВРОАТОМ, БРСЕ, ЯБМС и др.), следвани от Световната банка и ЕБВР.

Таблица № 7 Държавногарантиран дълг по кредитори, млн.лв.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Държавногарантиран дълг	1 078.0	1 069.8	1 240.6	1 197.2	1 246.1	1 197.2
I. Вътрешен държавногарантиран дълг	-	-	-	-	2.8	11.8
II. Външен държавногарантиран дълг	1 078.0	1 069.8	1 240.6	1 197.2	1 243.3	1 185.3
1. Световна банка	179.1	161.0	145.4	119.2	101.7	87.0
2. ЕИБ	13.7	11.6	9.5	7.4	5.7	4.5
3. ЕБВР	95.8	82.9	81.0	62.6	46.5	36.8
4. Други	789.4	814.3	1 004.7	1 008.0	1 089.4	1 057.0

Във валутната структура на държавногарантирания дълг доминантен дял имат задълженията в японски юани – 56.2 %, които съпоставени със същите задължения в края на 2008 г. се увеличават с 14 %. Делът на задълженията в щатски долари и в евро намаляват съответно до 3 % и до 39.8 % в края на 2011 г. В лихвената структура на държавногарантирания дълг, в сравнение с края на 2008 г. през целия отчетен период (2009-2011 г.) се наблюдава тенденция към увеличаване на дълга с фиксиран лихвен процент, достигайки до 63.2 %. Средният остатъчен матуритет на държавногарантирания дълг в края на 2011 г. е 10.3 години.

През разглеждания период **няма издадени нови държавни гаранции** по външни кредитни споразумения. В края на 2010 г. успешно стартира програмата за студентско кредитиране³, като към края на 2011 г. по нея са отпуснати средства в общ размер на около 12 млн. лв.

В периода от 2009 г. до 2011 г. частично бяха активирани издадените държавни гаранции по сключените от „БДЖ“ ЕАД кредитни споразумения с Международната банка за възстановяване и развитие (МБВР) и Европейската банка за възстановяване и развитие (ЕБВР), както и по склучено споразумение на Топлофикация Перник с МБВР.

³ Програмата се урежда чрез правната рамка на Закона за кредитиране на студенти и докторанти, имащ за цел създаването на условия за подобряване качеството на обучение и облекчаване на достъпа до висше образование в България. Основната цел на програмата е създаването на условия за свободно развитие на висшето образование, както и условия за достъп до висше образование чрез споделяне на финансовите отговорности между потребителите и държавата съгласно Закона за висшето образование.

СТРАТЕГИЯ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ 2012 – 2014 Г.

В държавния бюджет беше възстановена напълно сумата по платената през 2009 г. гаранция на Топлофикация Перник, а изплатените средства по държавногарантирани заеми на БДЖ ЕАД са възстановени частично.

За първи път от стартирането на програмата за студентско кредитиране, бе активиран и платен за сметка на държавния бюджет един заем в размер на около 5 хил.лв. Законът за кредитиране на студенти и докторанти⁴ предвижда държавата да заплаща непогасената част от общият размер на задължението (главници и лихви) по договора за кредит при: смърт на кредитополучателя; настъпване на трайна неработоспособност 70 или над 70 на сто за срок, по дълъг от 3 години от датата на инвалидизиране; и раждане или пълно осиновяване на второ или следващо дете в рамките на 5 години от изтичането на гратисния период.

Всички останали държавногарантирани заеми са обслужвани в съответствие с договорените срокове и погасителни схеми.

Таблица № 8 Основни показатели за Държавногарантирания дълг за периода 2006 – 2011 г.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Държавногарантиран дълг в млн.лв.	1 078.0	1 069.8	1 240.6	1 197.2	1 246.1	1 197.2
ДГД от общо дълг, %	8.9%	9.6%	11.6%	11.3%	10.6%	9.3%
ДГД към БВП, %	2.1%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.6%
ДГД в BGN, %	0	0	0	0	0.2%	1.0%
ДГД в USD, %	25.9%	20.3%	10.0%	6.5%	4.3%	3.0%
ДГД в EUR, %	55.9%	56.1%	47.8%	46.8%	41.8%	39.8%
ДГД в други валути, %	18.2%	23.6%	42.2%	46.7%	53.7%	56.2%
ДГД с фиксиран лихвен процент, %	33.7%	37.9%	49.5%	54.1%	60.6%	63.2%
ДГД с променлив лихвен процент, %	66.3%	62.1%	50.5%	45.9%	39.4%	36.8%
среден лихвен процент на ДГД	4.1%	4.6%	3.9%	2.2%	2.2%	2.5%
остатъчен срок на ДГД, в години	11.7	11.1	11.1	11.0	10.7	10.1

II. Обзор на макроикономическото състояние

1. Международно икономическо състояние

Разразилата се през 2008 г. финансова и икономическа криза придоби ново измерение в периода 2010 – 2011 г. Големите по размер фискални стимули за реалния сектор и спасителни планове на финансови институции доведоха до рязко нарастване на задължността на публичния сектор на редица страни от Европейския съюз. Слабото икономическо възстановяване в съчетание със значителните по обем дългове за рефинансиране, доведоха до възникване на дългова криза в периферията на Еврозоната, изразяваща се в ограничаване на достъпа до пазарите за финансиране на все така високите публични дефицити.

⁴ Обн., ДВ, бр. 69 от 5.08.2008 г., изм., бр. 12 от 13.02.2009 г., в сила от 1.01.2010 г., изм., бр. 32 от 28.04.2009 г., бр. 74 от 15.09.2009 г., в сила от 15.09.2009 г., изм. и доп., бр. 99 от 15.12.2009 г., в сила от 1.01.2010 г.

В отговор на тези тежки икономически проблеми, на ниво Европейски съюз и Европейска централна банка (ЕЦБ) бяха предприети решителни действия в три основни насоки:

- С цел преодоляване на недоверието на инвеститорите в дългови книжа, емитирани от силно задължени правителства от Еврозоната и осигуряване на финансиране на достъпна цена на финансовите институции, започна обсъждане за формиране на надправителствени институции с капацитет да заемат при по-благоприятни условия средства от финансовите пазари. Такива бяха създадените през 2010 г. – Европейски механизъм за финансова стабилност (EFSM) и постоянния Европейски механизъм за стабилност (ESM), който инкорпорира в себе си съществуващи в момента Европейски инструмент за финансова стабилност (EFSF).
- На ниво обща икономическа политика, като средство за разрешаване на тежкото наследство с бюджетните дефицити и дългово бреме, бе възприета политика за засилване на бюджетната дисциплина. Стъпка към въвеждането на по-строги фискални правила бе приемането от страна на 25 държави членки на Договора за стабилност, координация и управление в икономическия и паричен съюз. България прие Дял 3 от Договора, касаещ фискалната дисциплина на всички държави членки, изразена посредством ограничения на структурния баланс, средносрочната бюджетна цел, правителствените разходи и равнището на държавния дълг. В допълнение беше приет пакет от шест Регламента с оглед засилване и строгото съблюдаване на Пакта за стабилност и растеж.
- Сериозните заплахи, пред които се оказа финансата система в Еврозоната доведоха до активна намеса на ЕЦБ. Първо, слабият икономически растеж намали опасенията за висока инфляция в Еврозоната и даде възможност за две поредни понижения на основния лихвения процент за рефинансиране. В края на годината той бе на ниво от 1.0 %. Очакваното плавното възстановяване на икономическата активност ще задържи инфляцията, измерена чрез хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ) до 2.0 %, което ще гарантира ценовата стабилност в Еврозоната през 2012 г.

През декември 2011 г. и февруари 2012 г. ЕЦБ предприе и действия за вливане на ликвидност чрез т.н. програма „Операции за дългосрочно рефинансиране (LTRO)“ под формата на три - годишни заеми за редица европейски банки. Тази намеса оказа своя положителен ефект върху ликвидността на банковата система и доведе до спад по спредовете по облигациите на страни като Италия и Испания.

Предприетите мерки от страна на ЕЦБ и ЕС, в допълнение с успешното преструктуриране на дълга на Република Гърция към частните кредитори, посредством дългосрочна стратегия за свиване на дълга и дефицита и фундаментално преструктуриране на фискалния сектор, за да се премахнат възможностите за бъдещо генериране на дълг, доведоха до значително успокояване на финансовите пазари от средата на март 2012 г. Налице е преместване на фокуса на вниманието в обединена Европа от проблемите с дълговото бреме към връщане към икономически растеж.

2. Макроикономически показатели на България

Доколкото българската икономика е малка и отворена към влиянието на процесите от външния свят, развитието в Европа оказва своето въздействие върху развитието на макроикономическите показатели. Проблемите в Европа от втората половина на 2011 г. имаха своето отчетливо отражение.

2.1. Ръст на БВП

В условията на съпътстваща икономическа нестабилност, БВП⁵ на България през 2010 г. и 2011 г. успя да отбележи реален растеж на годишна база съответно от 0.4 % и 1.7 %. По отношение на компонентите за крайно използване, основен принос за растежа на БВП през 2011 г. имаше износът на стоки и услуги, макар и с по – нисък ръст (12.8%) в сравнение с 2010 г. Високите темпове на нарастване на износа в началото на 2011 г. допринесоха за запазване на приноса му в растежа на БВП, въпреки че изчерпването на базовия ефект от 2010 г. и влошаването на условията на външната среда от средата на 2011 г., са индикации за неговото забавяне. Тази динамика е видна от растежа на износа на стоки през месец декември, който се забави до 13 % на годишна база в номинално изражение. Износът през годината обуслови и ускоряването на растежа на вноса, който през 2011 г. достигна до 8.5 %. В същото време крайното потребление в страната се сви с 0.3 %. Инвестициите продължиха да оказват, макар и по-слабо, негативно влияние върху растежа на БВП като регистрираха спад от 1.6 %.

Доколкото потреблението заема около 76.2 % в структурата на БВП слабият му растеж ще продължи да оказва своето сдържащо въздействие върху ръста на БВП. Причини за това ще са запазване на очакванията за висока безработица и продължаващата консолидация в публичния сектор. С все още нисък обем на инвестициите и забавяне на износа поради очакваната лека рецесия в Еврозоната, ръстът на БВП на страната през 2012 г. не се очаква да надхвърли 1.4 %.

2.2. Инфлационни очаквания.

Инфлацията в края на календарната година (измерена чрез ХИПЦ) се забави до 2 % при стойност от 4.4 % в края на 2010 г. **Динамиката на цените в страната през 2011 г. до голяма степен бе отражение на колебанията в международните цени на храните и енергийните стоки.** Според последната прогноза на Министерството на финансите, в периода 2012 – 2014 г. се очаква ниска инфлация около 2.5 %, в края на всяка година. Основните рискове, свързани с прогнозата за инфлацията са динамиката на международните цени и темпа на икономически растеж в България. Ниската инфлация, очаквана през следващите години е предпоставка за едно по-устойчиво развитие на националната икономика.

Тези два макроикономически фактора – промяната в реалния БВП и инфлацията, заедно с фискалния фактор – нуждата на бюджета от финансиране, се явяват основни за промяната на номиналния размер на държавния дълг. Евентуалното забавяне на ръста на световната икономика може да доведе до по-лошо представяне на износа на страната, което да се отрази негативно върху общия растеж и данъчните приходи. Финансовата криза на международните пазари може да се отрази негативно върху приходната част на бюджета не само по линия на външното търсене, а и по линия на вътрешното търсене в България, тъй като нарастването на несигурността в икономиката би могло да доведе до задържане на спада в инвестициите и потреблението.

2.3. Банкова система⁶

Финансовият сектор остана стабилен през 2011 г., въпреки сътресенията във външната среда, влошаващите се перспективи пред икономическото развитие в Еврозоната и очакваните от международните институции негативни ефекти върху

⁵ При БВП за 2011 г. – 75265.3 млн. лева предварителни данни на НСИ от 06 март 2012 г

⁶ Източник на данни за банковата система - БНБ

българската икономика. Преобладаващият нисък рисков апетит на инвеститорите в международен мащаб забави притока на чуждестранни инвестиции в страната.

Банковата система, която доминира в местния финансов сектор, оперираше в условията на бавно възстановяване на икономическия растеж. Динамиката на пазара на труда и доходите не осигури достатъчна подкрепа на вътрешното търсене, така че това да доведе до по-високо платежоспособно търсене на заемни ресурси или до ограничаване на все още нарастващия дял на лошите кредити.

Като превенция и в отговор на несигурната икономическа среда продължават предпочтенията на икономическите агенти към увеличаване на своите спестявания, изключително под формата на банкови депозити. Привлечените в банковата система средства нараснаха на годишна база в края на декември 2011 г. с 4.3% и достигнаха 65.7 млрд. лв. В началото на 2012 г. тенденциите се запазват и към края на март привлечените средства нарастват с 5.2 % спрямо същия месец на предходната година. През 2011 г. кредитирането се характеризираше с относително слаб растеж от 4.1% към края на декември, когато брутните кредити (без тези за кредитни институции) достигнаха до 56 млрд. лв. Към края на март 2012 г. темпът на растеж на кредитите леко се забави до 3.7 %, което е нормално предвид по-слабата икономическа активност в началото на годината.

Силната волатилност на финансовите пазари и сравнително слабото развитие на останалите канали за финансово посредничество (значително по-нисък дял на балансовите активи на финансовите небанкови институции като процент от БВП на страната) не допринасят за създаването на сериозна алтернатива на банковите депозити към настоящия момент. Така привлечените от граждани и домакинства средства нараснаха през декември 2011 г. с 13.8 % на годишна база до 31.9 млрд. лв. (42.4 % от БВП), докато при институциите, различни от кредитни годишния темп на нарастване бе 11.3 % до 21.6 млрд. лв. (28.5 % от БВП). В края на март привлечените средства от домакинства и некредитни институции се увеличиха спрямо същия месец на предходната година съответно с 14.3 % и 7.3 %. Важно е да бъде отбелязана тенденцията на засилване на ролята на ресурса от вътрешни източници.

Значителните спестявания, привлечени от банките, им осигуриха сериозен финансов ресурс и допълнително усилиха ликвидната им позиция. Поради невъзможност в настоящата ситуация тези пари да се използват за финансиране на частния сектор под формата на кредити, банките се възползваха от възможността да изплатят значителни по размер външни задължения. Наличието на стабилни източници от вътрешния пазар и капитализиране на печалбите, заедно с политиката на БНБ за поддържане и укрепване на капиталовите и ликвидни буфери са факторите за стабилността на банковата система на страната.

Въпреки неблагоприятното влияние на редица фактори, благодарение на адекватното управление на балансите и паричните потоци, българската банкова система е сред най-добре капитализираните в Европейския съюз с добри позиции по отношение на ликвидност и рентабилност. Притокът на депозити при ниска цена и слабата кредитна дейност водят до повищена ликвидност на банковата система. Съотношението на ликвидните активи към сумата на пасивите в края на 2011 г. бе 25.53 % и продължи да се подобрява през настоящата година, достигайки в края на март 25.75 %. Кофициентът на обща капиталова адекватност достигна 17.52 % в края на март 2012 г., в т.ч. капиталовата адекватност на капитала от първи ред достигна 15.84%. Банковата система на България продължава да реализира положителна нетна печалба, която към декември 2011 г. е 474 млн. лв. През първо тримесечие на 2012 г. банките постигнаха нетен финансов резултат в размер на 175.7 млн. лв. Подобрен е

показателят възвръщаемост на активите (ROA) от 0.63 % в края на 2011 г. на 0.91 % в края на март.

2.4. Платежен баланс

Гореописаните тенденции, изразяващи се в ограничено потребление и увеличение на депозитите в банковата система допринесоха и за съществените изменения в динамиката на платежния баланс и неговите основни компоненти – текуща, капиталова и финансова сметка. Балансът на текущата и капиталовата сметка⁷ за периода януари-декември 2011 г. бе положителен и възлезе на 2.2 % от БВП, при регистриран дефицит от 0.2 % от БВП за 2010 г. Текущата сметка за цялата 2011 г. също бе положителна в размер на 0.9 % от БВП, отчитайки съществено подобрение в сравнение със същия период на 2010 г., когато бе регистриран дефицит от 1 % от БВП. Основен фактор за тази динамика бе по-ниският търговски дефицит (3 862.1 млн. лв.). Търговското салдо през 2011 г. е отрицателно с размер 5.1 % от БВП при отрицателно 7.7 % от БВП за 2010 г. Причина за това намаление е по-бързият растеж на износа в сравнение с растежа на вноса. Принос за положителната динамика на текущата сметка имаше и салдото по услугите (4 473.4 млн. лв.) и нетните постъпления от текущите трансфери (4.4 % от БВП). Единствената статия, която ограничи излишъка по текущата сметка бе Доход, с отрицателно салдо в размер на 3 215.4 млн. лв. или 4.3 % от БВП. Очакванията на Министерството на финансите за текущата сметка през периода 2012 – 2014 г. са за плавно преминаване от положително салдо (1.5 % от БВП за 2012 г.) към отрицателно салдо (-0.8 % от БВП за 2014 г.).

Отрицателният баланс по финансовата сметка за периода януари – декември 2011 г. бе в размер на 2 335.8 млн. лв., при дефицит от 1 366.2 млн. лв. през 2010 г. Въпреки че преките чуждестранни инвестиции в страната остават на значително по-ниски нива спрямо предкризисния период, през 2011 г. бе отчетено увеличение на годишна база до 2 623.2 млн. лв. или 3.5 % от БВП, спрямо 2 363.6 млн. лв. или 3.4 % за 2010 г. Преобладаващият нисък рисков апетит на инвеститорите в международен мащаб, заедно с изплащането на задължения от страната на местните дъщерни дружества към компаниите майки ограничи нетния поток на чуждестранни инвестиции в страната.

За динамиката на финансовата сметка допринесоха и изходящите финансови потоци свързани с :

- нарастване на „Други инвестиции – активи” с 1 546.6 млн. лв.;
- намаляване на „Портфейлни инвестиции – пасиви” с 612.9 млн. лв. през 2011 г. при намаление от 168.8 млн. лв. през 2010 г.
- намалението с 2 319 млн. лв. на задълженията към нерезиденти по „Други инвестиции – пасиви”.

2.5. Брутен външен дълг

Тенденциите в икономическото развитие на страната, видими от състоянието на банковата система и динамиката на платежния баланс, доведоха до съществен обрат в размера и тренда на брутния външен дълг на българската икономика. Според данните на БНБ, към края на 2011 г. външната задължнялост бе в размер на 92 % от БВП, отчитайки спад от 10.8 пр. п. спрямо 102.8 % от БВП за 2010 г. Най-сериозен принос за

⁷ Данни от БНБ – Платежен баланс януари – декември 2011 г., 15 март 2012

този спад има сектор „Банки”, чиито външни задължения намаляха с 1 224.2 млн. евро (2 394.3 млн. лв.) в сравнение с края на 2010 г. или с 4.3 пр.п. - от 19 % от БВП на 14.6 % от БВП за цялата 2011 г. В същата посока, но значително по-ниско като размер бе изменението на дълга на „Други сектори” и сектор „Държавно управление”(намаление съответно от 440 и 176 млн. лв). Като дял от БВП външните задължения на тези сектори бяха съответно 7.2 % и 31.6 %, спрямо 8 % и 34.4 % към края на 2010 г. Вътрешно фирмено кредитиране, което отразява задълженията на българските дъщерни дружества към компаниите майки–нерезиденти, също отбеляза спад от 249.6 млн. лв. или от 41.4 % от БВП през 2010 г. на 38.4 % от БВП през 2011 г.

Спадът на външните задължения е отражение на слабата инвестиционна активност на фирмите от реалния сектор и наличието на свободен финансов ресурс, който се използва за изплащане на външни задължения. Очертаващото се плавно възстановяване на икономическата активност в страната през следващите няколко години създава предпоставки за пренасочване на финансовите потоци към инвестиции на вътрешния пазар. В случай, че се отвори потенциал за инвестиране, запазването на ликвидни финансови ресурси ще е от ключово значение за цялостната подкрепа на икономиката.

3. Бюджет

Фокусът през изтеклия тригодишен период беше и в средносрочен план продължава да бъде провеждане на благоразумна фискална политика, поддържане на макроикономическа стабилност и засилване на устойчивостта на българската икономика, което да позволи да бъдат неутрализирани в максимална степен вътрешните и външните дисбаланси.

През 2011 г. заложените в Закона за държавния бюджет на Република България (ЗДБРБ) цели на фискалната и бюджетната политика бяха насочени към реализиране на дефицит по консолидираната фискална програма от под 3% от БВП, съгласно изискванията на Пакта за стабилност и растеж, както и постигане на устойчиви публични финанси и балансирано бюджетно сaldo в средносрочен план.

Нормативните основи за провеждане на устойчива фискална политика, водеща към балансирана фискална позиция бяха заложени в средата на 2011 г. в „Пакт за финансова стабилност“. Пактът доведе до промени в Закона за устройството на държавния бюджет (ЗУДБ), в сила от 1 януари 2012 г., като бяха приети национални фискални правила, имащи за цел да осигурят дългосрочна фискална устойчивост и привеждат в действие рамката на Пакта. Промените предвиждат максималният размер на разходите по Консолидирана фискална програма (КФП) да е 40 % от прогнозния БВП, както и ограничение на дефицита по консолидириания бюджет до 2 % от БВП, с което се ограничава преразпределителната роля на държавата и се дава възможност за по-добро разпределение на разходите и провеждане на реформи за повишаване на тяхната ефективност и ефикасност. Целта на одобрените фискални правила е осигуряване на приемственост във фискалната политика и гарантиране спазването на чл. 126 от Договора за функционирането на Европейския съюз, по отношение на референтните стойности за бюджетния дефицит (3 % от БВП) и държавния дълг (60 % от БВП).

В следствие на последователната и целенасочена фискална консолидация, 2011 г. приключи със значително подобреие на бюджетната позиция, както на касова основа, така и оценена по методологията на ЕСС 95. Дефицитът на сектор „Държавно

управление“ за 2011 г. е в размер на 2.1 % от БВП, при 3.1 % за 2010 г.⁸. През 2011 г. България постигна допълнително фискално усилие в размер на 0.4 пр.п. от БВП спрямо заложената цел за годината в Конвергентната програма на Република България 2011-2014 г.

Законът за държавния бюджета на Република България за 2012 г. поставя като цел по отношение на дефицита по КФП постигането на 1.4% от БВП за 2012 г. на касова основа (1.6 % на начислена основа) и ограничение за минималния размер на фискалния резерв от 4.5 млрд.lv. към края на бюджетната година. Съгласно Конвергентната програма на Република България за 2012-2015 г. заложеният дефицит по КФП за 2013 г. е 1.3 % от БВП, за 2014 г. е 0.5 % до постигането на балансиран бюджет през 2015 г.

Актуализираната макроикономическа прогноза за следващия тригодишен период наложи стриктното следване на консервативна и дисциплинирана фискална политика при разработването на тригодишната бюджетна прогноза за периода 2013-2015 г., което намери израз в запазване на допусканията за развитието на основните хоризонтални политики спрямо приетите с предходните прогнози и продължаване изпълнението на мерките за свиване на дефицита по националния бюджет.

III. Анализ на риска

Провеждането на успешна политика по управление на държавния дълг се основава в голяма степен на извършването на задълбочен и изчерпателен анализ на рисковете, които могат да окажат влияние, както върху устойчивостта на дълга в условията на икономическа и дългова криза, така и върху дълговата тежест. Изборът на подходящи дългови инструменти и техните характеристики, в т.ч. матуритет, валута и лихвени проценти, позволява да се постигне смекчаване на неблагоприятното им въздействие върху бюджетните разходи.

Наблюдението и контрола върху рисковете е от особено значение за тяхното минимизиране. Оценката на риска за периода 2012-2014 г. е извършена при предвиждания за дългово финансиране, съответстващо на разчетите в тригодишната бюджетна прогноза за периода 2013 – 2015 г. и Закона за държавния бюджет на Република България за 2012 г. Предвидени са емисии на ДЦК на вътрешния и на международния пазари, както и външно финансиране под формата на усвоявания по държавни заеми (ДЗ) и държавни инвестиционни заеми (ДИЗ).

Описанието на рисковата експозиция е съпроводено от анализ на чувствителността на дълговото портфолио и на разходите за обслужване на държавния дълг към колебанията на валутните курсове и пазарните лихвени проценти. Посредством използване на подходящи рискови показатели се определя степента, в която дълговия портфейл е изложен на различните видове риск.

Анализът на риска е структуриран в две части. Първата разглежда рисковете, породени от външната среда, а втората - рисковете, свързани със структурата на дълговото портфолио.

⁸ Съгласно ЕС 95.

1. Рискове, генериирани от външната среда

Към настоящия момент при анализа на външната среда са налице два основни фактора, чиято динамика е във фокуса на инвеститори и политици. От една страна, забавеното икономическо развитие и опасността от нова рецесия на водещите икономически сили в света - най-вече Европейският съюз и Япония и забавяне темпа на растеж на бързо развиващите се икономики като тези на Китай, Индия и Бразилия. Очакванията на Европейската комисия (ЕК) от април 2012 г.⁹ са за леко свиване на БВП на еврозоната от 0.3%, а на ниво ЕС да остане на същите нива. От друга страна - това е инфлацията, породена от ръста на цените на енергийните суровини, а за ЕС и увеличението на косвените данъци.

1.1. Риск от забавен темп на икономическо развитие вследствие развитието на кризата със суверенните дългове в Еврозоната

През 2011 г. дълговата криза в Еврозоната достигна нова фаза, засягайки банковите институции и единната европейска валута и оказа своето негативно влияние върху очакванията на икономическите агенти за икономическото възстановяване на останалата част от света.

От една страна, провежданата рестриктивна фискална политика, водеща до висока безработица и ограничено потребление, повдигна въпроса за способността на редица европейски правителства да се върнат към по-бърз икономически растеж. Тези негативни перспективи и все още високи бюджетни дефицити доведоха до понижението на кредитните рейтинги на редица страни, преди всичко от периферията на Еврозоната от водещите кредитни рейтингови агенции. Несспособността да се осигури едновременно умерен икономически растеж и в същото време да се постигне намаление на фискалните дефицити, доведоха до въздържане на инвеститорите от вложения в ценни книжа /ЦК/ на силно задължнели страни от еврозоната. Това доведе до по-висока доходност при набирането на финансов ресурс.

Въпреки положителната икономическа конюнктура и твърдия политически ангажимент на правителствата от ЕС за справяне с бюджетните предизвикателства, дълговата криза, особено от края на 2011 г., оказва следните негативни въздействия при поемането на суверенен дълг:

- ◆ По-висока доходност при емитирането на ценни книжа с фиксиран доход**

В условията на икономическа нестабилност е налице пренасочване на инвеститорите към нискорискови инструменти на паричния пазар и дълговите пазари за ценни книжа, издадени от правителствата като САЩ, Япония и Германия. Тази закономерност се наблюдава, както при икономически сътресения, така и при политическа нестабилност в определени невралгични точки на света. За привличане на инвеститорския интерес, по-високо рисковите емитенти следва да предложат по-висока доходност. Коя от тези тенденции ще надделее, зависи от оценката на инвеститорите за текущото състояние на дълговите пазари и перспективите за световната икономика.

- ◆ Висока и засилена конкуренция за привличане на финансов ресурс от суверенни емитенти и финансиране от МКП**

Влошаване на икономическата обстановка би довело до неизпълнение на заложените цели за постигане на планираните бюджетни дефицити, респективно до

⁹ European Economic Forecast Spring 2012 - European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs

засилено заемане на финансови средства от МКП с оглед финансирането им. Независимо, че на дадени страни от еврозоната е отказан достъп до пазарно-ориентирано финансиране, то чрез функционирането на стабилизационните механизми (EFSM, EFSF и очакваното въвеждане на новия механизъм ESM от 2012 г.), съревнованието за финансови ресурси ще продължи да е високо. Наличието на висока конкуренция е допълнителен фактор емитентите, които са считани за по - рискови да се финансират на по-висока цена.

◆ Емитиране на дълг на различен от европейския капиталов пазар

Спекулациите около стабилността на публичните финанси на държавите от еврозоната и европейския банков сектор, би могло до доведе до фактическото затваряне на европейския дългов пазар - ситуация, която бе наблюдавана след оповестяване на финансовите проблеми на Гърция през 2010 г. Това би изправило емитентите пред невъзможност за осигуряване на необходимия финансов ресурс и би ги принудило да излязат на други капиталови пазари като заемат във валути, различни от своите предпочтания, с което биха поели допълнителен риск.

◆ Обезценка на еврото

Покачването стойността на щатския долар и японската ѹена, в качеството им на убежища при стрес на пазарите, би довело до нарастване на разходите за обслужване на дълговете, деноминирани в тези две валути. Поради факта, че американския финансов пазар е най - развит и с най - широката инвеститорска база, той се явява естествена алтернатива на европейския облигационен пазар.

Забавеният темп на икономическо развитие в следствие развитието на кризата със суверенните дългове в Еврозоната, с неговите различни проявления, поражда сериозен валутен и рисък за рефинансиране. По тази причина, страни от ЕС с кредитен рейтинг, сходен с този на България, които до средата на 2011 г. успяваха да се финансират на МКП в евро, през второто полугодие бяха принудени да се финансират при по-висока доходност, на различни от европейския пазари и във валута, различна от предпочтанията им.

1.2. Инфлационен рисък

През 2010 г. и 2011 г се отбелязва ръст на инфлацията, измерена чрез хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ), изчислен на средногодишна база, поради ръста на цените на сировините и възстановяването на запасите.

Реализиране на хипотезата за евентуален ръст на инфлацията в рамките на периода на СУДД би имало потенциален негативен ефект върху кредитополучателите в посока осъщяване на заемите, договорени с плаващ лихвен процент, чиято база е EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) или LIBOR (London Interbank Offered Rate). Към момента подобни очаквания са сравнително малко вероятни с оглед прогнозите за забавен икономически ръст, но тяхното съществуване не може да бъде пренебрегнато особено по отношение на влиянието на цената на енергийните сировини.

Очакванията за инфлацията в еврозоната и ЕС, съгласно последните прогнози на ЕК от април 2012 г. са през 2012 и 2013 г. годината да се задържи на ниво около 2.0 % за ЕС и за еврозоната.

2. Рискове, генерирали от структурата на дълга

2.1. Риск за рефинансиране

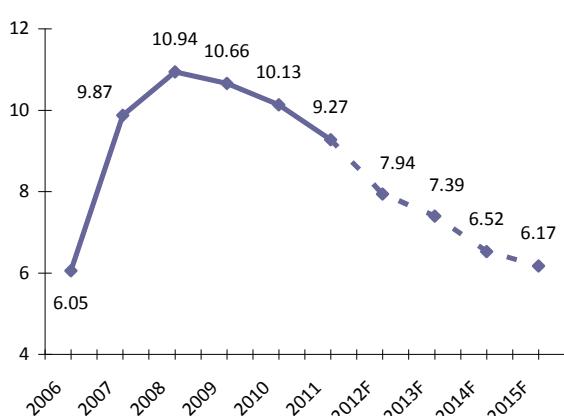
Рискът за рефинансиране е показател за опасността падежирация се дълг да не може да бъде рефинансиран или това да бъде осъществено при значително неблагоприятни условия. Важно е той да бъде разгледан отделно от лихвения риск, независимо от изключителното му фокусиране върху промените в лихвените проценти към момента на рефинансиране на дълга.

Погасителният профил на неизплатения държавен дълг е сред основните показатели, които се използват за измерване на експозицията на държавния дълг към риск за рефинансиране. Тъй като степента на риска е функция от времевото разпределение и размерът на плащанията по главници в дълговия портфейл, предстоящата висока концентрация на падежи в краткосрочен период оказва съществено влияние върху показателите за измерването му и засилва неговото значение за периода 2012-2014 г. Други използвани показатели, оказващи влияние върху риска от рефинансиране са: делът на краткосрочния държавен дълг в общия размер на държавния дълг и средният период до мaturитета (ATM), който е измерител за средното време необходимо за предоговарянето на дълговия портфейл.

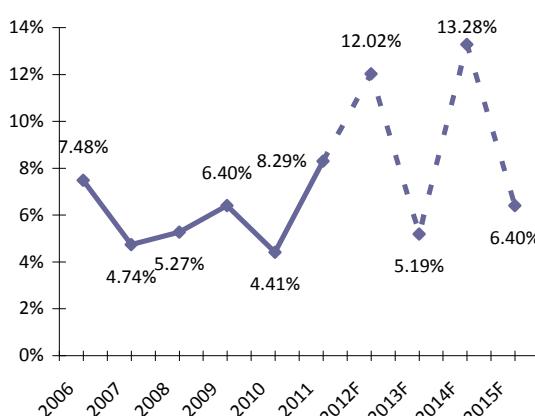
За намаляване въздействието на риска през целия предходен тригодишен период бяха предприети редица мерки, основно осъществени посредством провеждане на активни дългови операции на вътрешния пазар на ДЦК, в т.ч чрез внимателно разпределение на падежите на новоемитирани ДЦК така, че да не се увеличава допълнително концентрацията на падежи в пиковите 2013 и 2015 г. Ключов елемент за ограничаване на уязвимостта на дълга от този риск е договарянето на дългосрочни държавни заеми. Следваният подход повлия също така и за облекчаване на бюджетните разходи в пиковите за тях години.

На база на извършените изчисления, стойностите на индикатора ATM продължава да намалява и след 2011 г., като през разглеждания период (2012-2014 г.) се движат в границите между 7.9 години и 6.5 години. Намалението на този показател е индикация за необходимостта от по - често предоговаряне на дълга, resp. генерира по-голяма уязвимост на дълговия портфейл от риск за рефинансиране. Изчисленията на визирания индикатор са извършени единствено на база на предвиденото дългово финансиране за предстоящия тригодишен период и не отчитат тенденциите му за промяна, която ще настъпи в резултат от новото дългово финансиране в периода след 2014 г.

Графика № 14: Среден срок до падеж, в години



Графика № 15: Дял на краткосрочния държавен дълг



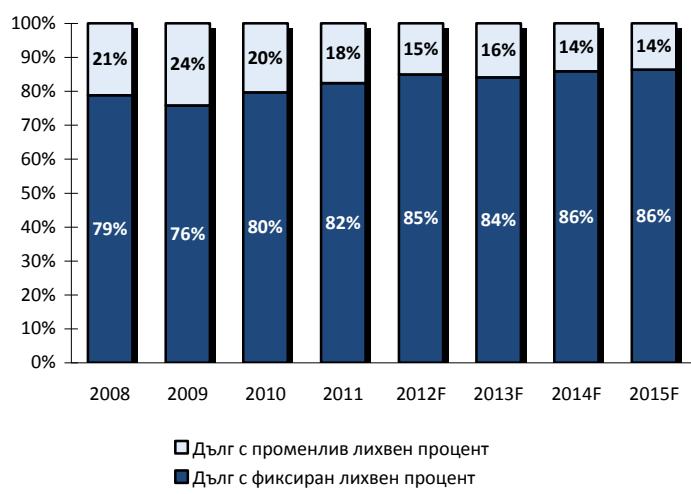
Делът на краткосрочния дълг в общия размер на държавния дълг през 2012 – 2014 г. нараства от 12.0 % през 2012 г. до 13.3 % в края на 2014 г. Основната причина за отбеляните повишения се дължи на предстоящите падежи на Глобалните облигации през 2013 и 2015 г., които попадат в обхвата на краткосрочния дълг към края на годината, предхождаща падежите. Обикновено краткосрочния дълг се смята за по-рисков от дългосрочния дълг, но поддържан в умерени нива не предполага сериозно излагане на рисък за рефинансиране.

Описаните по-горе резултати показват, че през следващия тригодишен период управлението на риска за рефинансиране ще бъде от първостепенно значение, което включва предприемане на **мерки, насочени към удължаване на матуритета на държавния дълг, изглеждане на погасителния профил, равномерно планиране на бъдещите плащания и избягване на концентрация на плащания в бъдеще**. Ключов компонент на политиката на всяка стратегия за намаляване на риска за рефинансиране в средносрочен план е **развитие на вътрешния пазар на ДЦК**, както и осъществяване на операции по обратно изкупуване и замяна на дълг.

2.2. Пазарен риск

Пазарният рисък се отнася до риска, който е резултат от промените на пазарните цени, като в частност за управлението на държавния дълг най-съществено влияние оказват промените в лихвените проценти и във валутните курсове. Тези промени влияят върху разходите за обслужване на дълга и могат да предизвикат отклонения от заложения в държавния бюджет размер на разходи за обслужване на държавния дълг. Предвид това е необходимо да се предприемат комплексни мерки и действия с цел минимизиране на негативния ефект от тези промени. Част от тези действия се изразяват в наблюдение, оценка и анализ на състоянието и перспективите за развитие на капиталовите и парични пазари на международно и национално ниво, моделиране на лихвената и валутната структура на държавния дълг така, че дълговото портфолио да не бъде силно изложено на негативното влияние на изменението на посочените пазарни индикатори (валутни курсове и лихвени проценти). Подобна форма на “защитеност”, предполага, както поддържане и увеличаване дела на дълга с фиксирани лихвени купони, така и на дълга, деноминиран в рисково-неутрални за българското правителство валути като лева и евро. За тази цел, през изминалия тригодишен период, емисионната политика на правителството беше насочена към заемане на средства основно в лева и евро и с фиксирани лихвени купони. Като резултат от провежданата благоразумна политика по управление на държавния дълг в края на 2011 г. дълга с фиксиран лихвен процент възлиза на 9 580.0 млн. лева, която сума представлява 82.4 % от цялото дългово портфолио, а делът на дълга, деноминиран в лева и евро достигна до 9 524.7 млн. лева, 82 % от целия държавен дълг. Подобен профил спомага за осигуряването на относително добра прогнозируемост на разходите за обслужване на държавния дълг.

Графика № 16: Лихвена структура



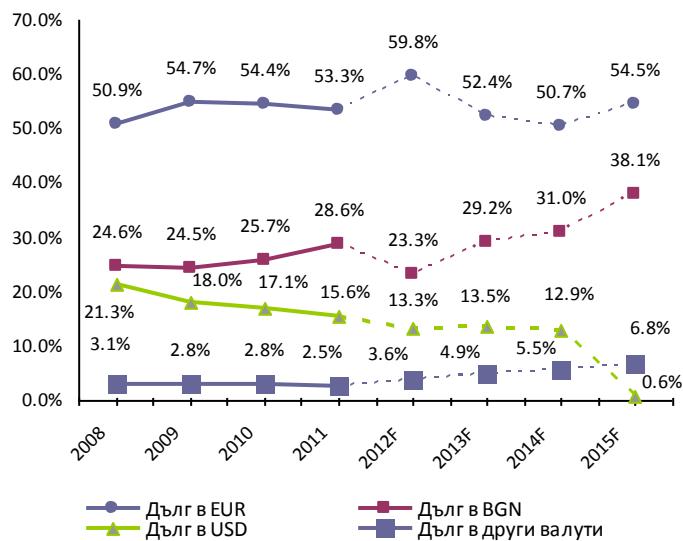
Измененията в лихвените проценти (лихвеният рискове) оказва влияние, както върху разходите за обслужване на текущия държавен дълг, така и върху цената на новопоетите държавни задължения. Влиянието на промените в нивата на лихвените проценти и валутните курсове върху размера на плащанията през следващия тригодишен период е обект на извършен анализ на чувствителността, резултатите от който са изложени по-долу.

Прогнозният размер на плащанията по външния държавен дълг през 2012 г. е около 838.8 млн. лв., в т.ч. главници в размер на около 350.1 млн. лв. и лихви в рамките на 488.7 млн. лв. Предвидените за 2012 г. плащания по вътрешния дълг са на стойност около 951.7 млн. лв., в т.ч. погашения около 735.1 млн. лв. и лихви около 216.6 млн. лв. От съществено значение за плащанията по държавния дълг през следващите три години са падежите на глобалните облигации през 2013 г. и 2015 г. Прогнозният размер на плащанията по държавния дълг през 2013 г. е около 3.0 млрд. лв., а през 2014 г. и 2015 г. съответно около 2.0 млрд. лв. и 3.3 млрд. лв.

В определени случаи, при наличието на относително големи лихвени плащания, съчетани със силна волатилност на лихвените проценти, лихвеният рискове може да се превърне в основен дестабилизиращ фактор за бюджета на правителството, предизвикан от значителни непредвидени повишения в лихвените плащания по държавния дълг. В лихвената експозиция на дълга към 31.12.2011 г. най-голям дял заемат разходите по поетите задължения, формирани на база шестмесечен LIBOR на еврото – 15.4 % (или 1789.8 млн. лева), което предопределя промяната на този пазарен индикатор като най-съществена за размера на лихвените плащания по дълга. При допускането за негово нарастване през следващите години с 2 пр.п., лихвените плащания по държавния дълг биха се повишили средно годишно с около 4.8 %.

Рискът, свързан с промените в лихвените проценти е с по-съществено влияние върху дълговото портфолио на суверена в сравнение с останалите разглеждани пазарни рискове. На второ място би могло да бъде посочен валутния рискове, свързан с движението на валутните курсове. В случай, че стойността на националната валута се понизи спрямо определена чужда валута, всички задължения деноминирани в тази валута ще нараснат в левово изражение.

Графика № 17: Валутна структура



Предвид факта, че малка част от държавния дълг на Република България е изложен на влиянието на валутния и лихвения рисков, то данните от анализа сочат относително слабо влияние на изменението на стойностите на обменния курс на щатския долар и на шестмесечния LIBOR за еврото върху разходите за обслужване на суверенния дълг. Увеличението на останалите променливи лихвени проценти (шестмесечния LIBOR за щ.д., шестмесечния EURIBOR), както и на различните от щ.д. валутни курсове спрямо лева има несъществено влияние. Въпреки това, при определяне на конкретните условия на новоемитиран дълг, тези съотношения ще продължат да бъдат внимателно наблюдавани и анализирани.

Значителното повишение в обменните курсове на чуждите валути, в които е деноминиран държавния дълг и невъзможността същото да бъде компенсирано от съответно нарастване на данъчните приходи (или намаление на разходите) би могло да окаже негативно влияние върху държавния бюджет.

2.3. Ликвиден риск

Ликвидният риск отчита вероятността от възникването на ликвидни затруднения за бюджета при покриване на краткосрочните задължения на правителството. По своята същност той е разновидност на риска за рефинансиране и е пряко свързан с пазарния рисков.

Управлението на ликвидния рисков предполага внимателно наблюдение и контролиране на размера на дълга и на разходите за неговото обслужване и рефинансиране, тъй като възникването на ликвидни затруднения оказва съществено влияние, както върху бюджета на страната, така и върху платежния баланс, ликвидността в банковата система и паричния пазар. Политиката по неговото управление е изключително важна за поддържането на макроикономическата стабилност на страната и доверието в системата на паричен съвет.

За периода 2012-2014 г. от съществено значение за бюджета ще бъдат рисковете, свързани с забавяне на икономическата активност, водещи до намаляване на приходите в бюджета. Основният акцент в политиката по управление на държавния дълг е свързан

Най-силно влияние върху разходите по обслужване на държавния дълг на Република България би оказало повишиението на стойностите на щатския долар (USD), тъй като към 31.12.2011 г., 1 812 млн. лева или 15.58 % от държавния дълг е зависим от промяната на съотношението EUR/USD, resp. BGN/USD. Увеличаване с 20 % на курса на щатския долар спрямо еврото, би увеличило разходите за лихви с 3.5 % средногодишно, а погашенията по главници ще нарастат с 0.3 %, което е несъществено спрямо общите плащания по дълга.

с погасяването на падежиращите се държавни облигации през януари 2013 г. и януари 2015 г. с оглед предотвратяването рискове, свързани с ликвидността на държавните финанси,. В тази връзка усилията трябва да бъдат насочени към задълбочено и внимателно разглеждане и прилагане на различните възможности за рефинансиране на падежиращия се държавен дълг и финансиране на консолидирания държавен бюджет.

В условията на действащ паричен съвет и глобална икономическа криза отговорното управление на суверенните задължения предполага необходимостта от обезпечаване на достъп до финансиране и затвърждаване доверието на местния и международния капиталови пазари.

При тези ограничения емисионната политика кореспондира пряко и поддържа, а в случай на необходимост и подпомага, ликвидността във финансовата система. Инвестиционният клас рейтинг на страната и макроикономическите фундаменти обезпечават възможностите ѝ за свободно пазарно-ориентирано финансиране, както на местния, така и на международните капиталови пазари.

Предприемането на навременни и адекватни на пазарната ситуация действия предвид предстоящите пикови плащания на емисиите глобални облигации през януари 2013 г. и 2015 г., ще обезпечи стабилна ликвидна позиция на фиска.

2.4. Риск, свързан с размера на дълга

Най-общо този вид риск се асоциира с равнището на държавния дълг, което в определени случаи може да генерира значителни заплахи за финансовата стабилност на страната. Не случайно разразилата се през последните години дългова криза в ЕС, породена от затрудненията на някои страни-членки при обслужване на натрупаните големи дългови експозиции, оказа неблагоприятни ефекти върху общата икономическа и финансова обстановка в съюза, resp. и в останалата част от света.

Важен индикатор за оценка на уязвимостта на финансовата позиция на правителството е показателят „държавен дълг/брутен вътрешен продукт“ (БВП). Съотношението между консолидирания държавен дълг¹⁰ и БВП не може да надвишава референтната стойност от 60 %, определена в Маастрихтските критерии за конвергентност, които страната ни трябва да спазва като член на ЕС. България запазва втората си позиция, след Естония с най-нисък относителен дял на консолидирания държавен дълг към БВП (16.3 %) измежду страните - членки на ЕС в края на 2011 г., независимо от регистрираното нарастване на дълга в номинално и относително изражение спрямо отчетеното му ниво в края на 2008 г.

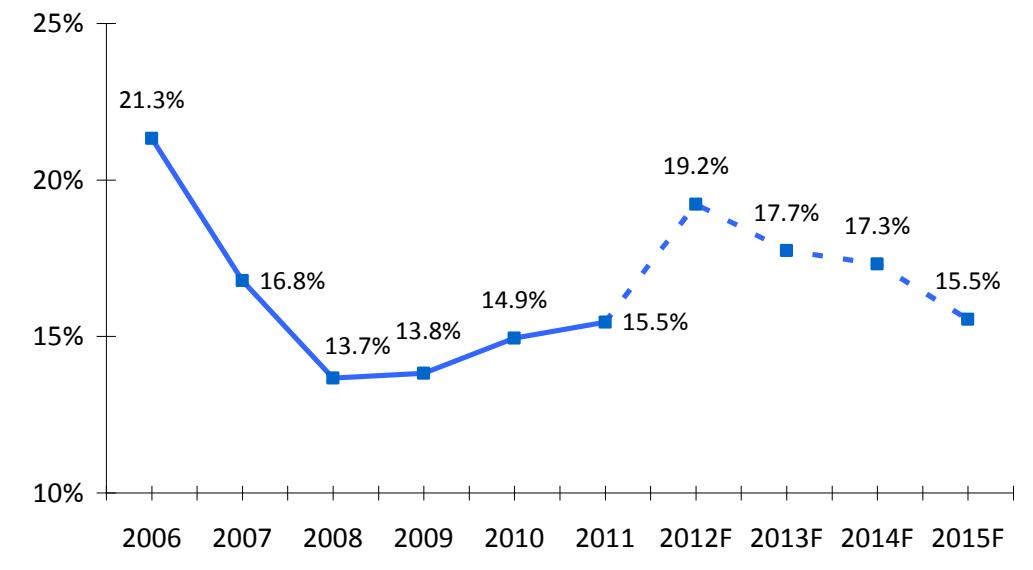
Отчетеното покачване се дължи основно на нарастването на държавния дълг, който е обект на анализ в настоящия стратегически документ и чиито контрол и управление попадат в правомощията на министъра на финансите. Към края на 2011 г. дялът на държавния дълг представлява около 93 % от общия размер на консолидирания държавен дълг и съответно е компонента с най-голяма тежест в неговата структура. Отчетената тенденция на нарастване на държавния дълг през периода 2009-2011 г. е резултат от провежданата политика за поемане на нови правителствени дългове, ориентирана към осигуряване на надеждно, своевременно и ефективно финансиране на бюджета и рефинансиране на дълга, при поддържане на стабилността на ключовите показатели, индикиращи фискалните тенденции.

¹⁰ В структурата на консолидирания държавен дълг се включва дълга на следните подсектори: Централно правителство“ (държавният дълг), социалноосигурителни фондове и общини.

СТРАТЕГИЯ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ 2012 – 2014 Г.

Прогнозните изчисления за съотношението на държавния дълг спрямо БВП през следващия тригодишен период показват увеличение на стойността му през 2012 г., а в последствие плавно да намалява през 2013 г. и 2014 г.

Графика № 18: Съотношение на държавен дълг към БВП от 2006-2015 г.



Като превантивна мярка за ограничаване на риска, свързан с размера на дълга в годишния закон за държавния бюджет се залагат лимити: (1) за максималният размер на държавния дълг към края на бюджетната година и (2) лимит за новия държавен дълг, който може да бъде поет през годината. Друг подход за въздействие, в случай на опасност от нарушаване на 60 процентното правило за съотношението „консолидиран държавен дълг/БВП“ е предвидената в нормативната уредба възможност, Министерският съвет да може да предложи в закона за държавния бюджет за съответната година ограничения за емисията на дълг на общините и на социалноосигурителните фондове.

Разумното управление на риска, породен от равнището на държавния дълг в средносрочен аспект е от решаващо значение и ще бъде концентрирано върху постигане на ниво и темп на нарастване на държавния дълг в рамките на устойчиви граници, при осъществяването на текущ мониторинг на размера и профила на дълга с цел избягване на негативно влияние от неконтролируемото му нарастване върху фискалната и макроикономическа стабилност на страната в бъдеще. Въздействие върху него ще окажат редица фактори, по - важни от които са: структурата на държавния дълг и погасителния му профил, движението на валутните курсове, избора и текущото адаптиране на най-подходяща стратегия за дългово заемане, която да бъде съобразена с потребностите от финансиране, планираните бюджетни дефицити и очакванията за растеж. Според прогнозите на Европейската комисия от месец април 2012 г., растежът на БВП за България за 2012 г. е положителен. Отчитайки размерът на държавния дълг, неговата валутна композиция и прогнозите за макроикономическото състояние на страната в предстоящия тригодишен период, може да бъде направен извода, че очакванията за равнището и темпа на нарастване на правителствената задолжност не биха могли да застрашат финансовата стабилност на страната.

2.5. Риск от активиране на условни задължения

Държавните гаранции оказват съществено въздействие върху устойчивостта на държавния дълг и са свързани с опасността същите да бъдат реализирани във времето, поради което е важно да бъде отчетен потенциалният риск от тяхното активиране. Намаляването на риска, свързан с условните задължения се извършва основно чрез укрепване на надзора и регулирането им и се ограничава посредством приемането на навременни и адекватни мерки.

Превенцията от влиянието на този риск се изразява преди всичко чрез внимателния подбор на проектите, които се финансираат с държавногарантирани заеми и ежегодното провизиране на средства в Закона за държавния бюджет на Република България за съответната година за покриване на риска от активиране на държавни гаранции. При избора на проектите, за които се издава държавна гаранция е важно да бъде извършен прецизен и комплексен анализ за очакваната им рентабилност, която да обезпечи и гарантира бъдещото погасяване на поетите кредитни ангажименти, ведно с оценка на възможностите на бюджета да поеме евентуалното изплащане на тези задължения, както и одобрението на проекти с икономически най-целесъобразни параметри.

За ограничаване на риска, от съществено значение ще бъде осъществяването на постоянен мониторинг на движението на държавногарантиранны кредити и изпълнението на проектите, както и текущото проследяване на финансовото състояние на кредитополучателите.

IV. Основна цел и подцели на политиката по управление на държавния дълг през периода 2012-2014 г.

Основната цел на политиката по управление на държавния дълг през периода 2012 – 2014 г. ще бъде насочена към осигуряване на необходимите средства за финансиране на държавния бюджет и рефинансиране на дълга в обращение при оптимални цена и степен на рисък.

Постигането на тази цел е обвързано с изпълнението на следните подцели:

1. Запазване размера на дълга на разумни нива при затвърждаване позицията на Република България като стабилен емитент на дълг в региона и Европейския съюз.

Политиката по управление на държавния дълг ще бъде насочена към укрепване на устойчивостта на дълга към вътрешни и външни сътресения и поддържане на размера му на разумни нива с цел гарантиране на макроикономическата стабилност на страната. Като резултат от непрекъснато променящите се условия на пазара и с цел покриване на нуждите от финансиране през следващите години се очаква размерът на държавния дълг в номинално изражение да нарастне, което е продиктувано от потребността да бъдат осигурени средства за рефинансиране на дълга в обращение и поддържане нивото на фискалния резерв в законово регламентирани рамки, определени с годишните закони за държавния бюджет на Република България.

С оглед затвърждаване позицията на Република България, като стабилен емитент на дълг в региона и ЕС и запазване доверието на инвеститорите през следващия тригодишен период ще бъдат предприети редица мерки, които имат за цел запазване на равнището на държавния дълг в разумни нискорискови граници, ниски граници далеч под горния праг на дълговия критерий за конвергентност.

Първата мярка е насочена към запазване на устойчивостта на държавния дълг и регулиране на неговото евентуално увеличение, както и ограничаване на възможностите за непредвидено натоварване на държавния бюджет с разходи за обслужването му, по линия на ежегодното определяне на лимити¹¹ за дълга в Закона за държавния бюджет на Република България .

Лимитът за максималния размер на новия държавен дълг, който може да бъде поет през годината включва в себе си всички възможни източници на дългово финансиране на бюджета, в т.ч. брутния размер на емисиите на ДЦК на вътрешния и международния пазар, както и разчети за средства от новодоговорени заеми. Друго ограничение е лимитът за максималния размер на държавния дълг към края на бюджетната година за определяне на границата, до която може да нараства държавния дълг през съответната година. Този лимит отразява нетното изменение на държавния дълг на базата на получените средства от емисии на ДЦК, усвояванията по държавни заеми и съответните погашения на дълга в обращение. Поетите под формата на държавногарантиран дълг условни задължения са важен фактор от гледна точка на риска, който генерират по отношение на бюджетните показатели, поради което всяка бюджетна година се определя и лимит за максималния размер на новите държавни гаранции, които могат да бъдат поети през годината.

¹¹ Съгласно чл. 8 от Закона за държавния дълг, Обн. ДВ. бр.93 от 1 Октомври 2002г., посл. изм. ДВ. бр.99 от 16 Декември 2011г

Втората мярка се основава на осъществяването на благоразумна политика по ново заемане при стриктното спазване на законоустановените процедури, позволяваща адаптиране на поемането на дълг към нуждите от финансиране и пазарната среда, чрез използването на различни инструменти.

Новото дългово финансиране от една страна служи за финансиране на бюджета, обезпечаване на необходимия ликвиден буфер и рефинансиране на дълга в обращение, а от друга страна се използва с инвестиционна насоченост. С оглед изпълнението на поставената цел през следващия тригодишен период се предвижда:

- одобряването на новото финансиране на инвестиционни проекти с държавни заеми и/или издаване на държавни гаранции, да се базира основно на целесъобразността и възможностите на проектите за генериране на икономически и социални ползи, както и на степента на готовност за реализация на проекта.
- заемането на средства от вътрешния пазар да се основава на задълбочен анализ на нуждите от финансиране и неговия ефект, както върху бюджетните и макроикономически показатели на страната, индикативните параметри на държавния дълг, така и на влиянието върху местния финансов пазар. Еmitираните обеми ДЦК ще бъдат ограничени до размера на необходимите средства за изпълнение на основната цел на дълговото финансиране (в т.ч. за финансиране на бюджета и рефинансиране на дълга)
- финансирането чрез облигации от МКП да бъде реализирано преди всичко с цел рефинансиране на падежиращ идентичен дълг, при стриктно спазване на законовите процедури, съгласно изискванията на Конституцията на Република България и Закона за държавния дълг. Сравнително големите обеми на емисиите, обусловени както от размерите на необходимото рефинансиране, така и от общоприетите правила на пазарите, ще доведе до еднократни увеличения на размера на дълга към края на годините, предшестващи падежите, което обаче след съответните падежи на облигациите ще бъде компенсирано и нивата на дълга ще се стабилизират.

Трета мярка е осигуряването на прозрачни и открити процедури, свързани с формиране и изпълнение на политиката по управление на държавния дълг. През визирания период ще бъде следван досега прилагания подход, който включва предварително анонсиране на емисионната политика на правителството и обявяване на индикативни тримесечни календари и месечен емисионен календар за предстоящите аукциони на ДЦК, чрез което ще бъде постигнато поддържане на стабилен, прозрачен и добре прогнозиран от страна на инвеститорите пазар на ДЦК. Информацията за предприемане и осъществяване на различни други операции по управление на дълга, насочени към оптимизиране размера и структурата на държавния дълг - предсрочно погасяване, обратно изкупуване, репо сделки и други финансови сделки ще бъде предоставяна своевременно. Различната по обхват и съдържание информация за държавния дълг, консолидирания държавен дълг и държавните гаранции, публикувана в месечни и годишни обзори за дълга, актуални новини в областта на държавния дълг, ще гарантират както извършването на адекватни оценки от страна на рейтинговите агенции и анализаторите за провежданата от правителството дългова политика, така и за вземане от страна на пазарните участници на информирани решения при инвестирането им в държавен дълг.

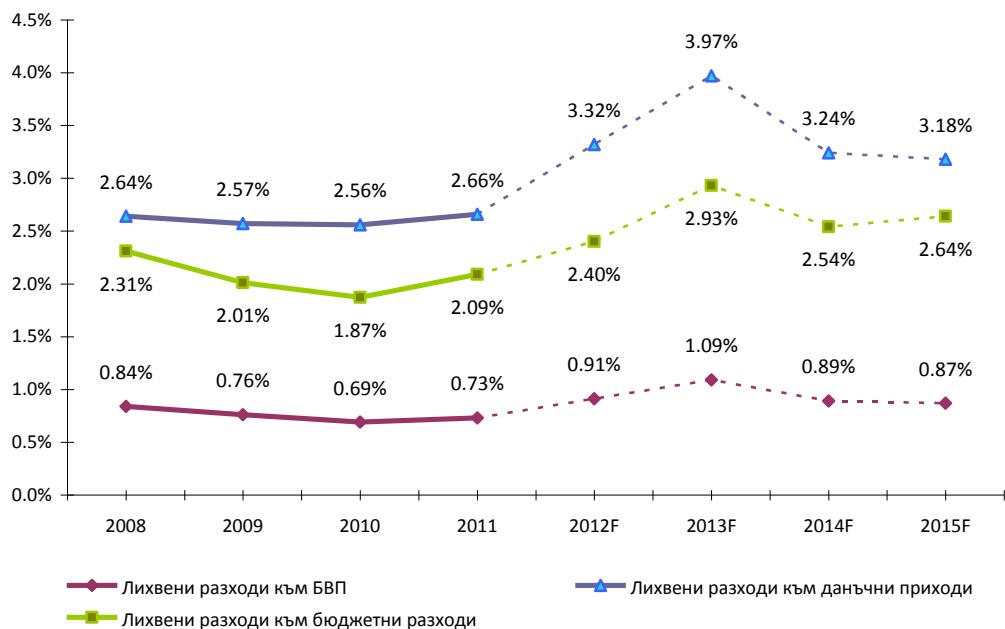
2. Оптимизиране на разходите за обслужване на дълга

Политика по управление на дълговия портфейл изиска осъществяването през 2012-2014 г. на ефективна разходна политика, гарантираща възможност за посрещане

СТРАТЕГИЯ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ 2012 – 2014 Г.

на планираните разходи, свързани с обслужването на държавния дълг. Размерът на потенциалните разходи, който зависи от нивото на държавна задължност, следва да се оцени и от гледна точка на тяхното въздействие върху държавния бюджет. Очакванията за бъдещите разходи по държавния дълг в средносрочен времеви хоризонт се базират на допусканията за основните фактори, влияещи върху техния размер в т.ч. размера на финансирането, цената на очакваното ново финансиране, погасителния профил на дълга, движението на лихвените проценти и валутните курсове. Прогнозните изчисления показват, че в рамките на разглеждана средносрочен период нивото на държавния дълг ще нараства в годините преди тези с голяма концентрация на плащания по дълга, което ще окаже въздействие и върху размера на дължимите лихвени плащания. През 2012 – 2014 г. се очаква те да бъдат в диапазона между 580 и 880 млн.lv., а като процент от БВП да се движат в границите между 0.9 % и 1.1 %.

Графика № 19: Съотношение лихвени разходи към БВП; лихвени разходи към бюджетни разходи и лихвени разходи към данъчни приходи – за периода 2008-2015 година



За реализиране на набелязаната под цел в предстоящия тригодишен период ще се съблюдава поддържането на добре балансирана структура на държавния дълг с цел ограничаване на бъдеща уязвимост на бюджета от драстично и неравномерно покачване на разходите, свързани с обслужването му. Предвижда се политиката по управление на държавния дълг да бъде насочена към използване на различни дългови инструменти за финансиране, чиито характеристики ще бъдат определяни при отчитане настоящата структура и погасителен профил на емисиите в обращение и стремежа за неговото плавно изглаждане. Възприетият подход в това отношение позволява внимателно/ефективно/ моделиране и поддържане на стабилна и балансирана структура на държавния дълг, с цел по-добра прогнозируемост по отношение на бюджетните разходи и намаляване на рисковете, свързани с тях.

Ключов елемент от политиката по поемане на нов държавен дълг (на пазарен принцип или чрез договаряне на държавни заеми от официални кредитори) за оптимизиране на разходите за обслужване ще бъде запазването на доминантния дял на дълга, деноминиран в лева и в евро и на този, с фиксирани лихвени проценти.

От друга страна, активното управление на дълга чрез прилагането на иновативни за вътрешния финансов пазар инструменти, като операции по обратно изкупуване и замяна на дълг, ще доведат до оптимизиране на дълговата структура, респ. на разходите, свързани с неговото обслужване. Посредством разнообразяване на инструментите за финансиране и предвиждането за емитиране на ДЦК с нестандартни и по-дългосрочни матуритети (с падежи, настъпващи в периоди, различни от пиковите 2013 г. и 2015 г.) ще се постигне удължаване на матуритетната крива на дълговия портфейл и недопускане на концентрация на големи по обем плащания, което е от ключово значение за минимизиране на рисковата експозиция на държавния дълг и ще допринесе за намаляване на риска от рефинансиране. Осигуряването на равномерно времево разпределение на предстоящите лихвени и амортизационни плащания по дълга ще позволи обслужване на държавния дълг, гарантиращо стабилни бюджетни показатели.

3. Обезпечаване на източниците за финансиране през периода 2012 – 2014 г.

За осигуряване на необходимите средства се предвижда максимална диверсификация при източниците на финансирането. Основните дългови инструменти, които се предвижда да бъдат използвани през следващия тригодишен период за покриване на бъдещите бюджетни дефицити, за посрещане на плащанията по главниците на Глобалните облигации и не на последно място за поддържане на адекватно равнище на фискалния резерв са доказали своята ефективност през годините. При вземането на решения за използване на конкретни характеристики на отделните инструменти ще бъдат извършвани задълбочени анализи и комплексна оценка при отчитане на тяхната спецификата и влияние. Сред потенциалните възможности за финансиране през следващите три години се идентифицират следните основни източници:

1.1. Емисии държавни ценни книжа

➤ Емисии ДЦК на вътрешния пазар

Провежданата през последните няколко години политика по управление на държавния дълг беше изцяло обвързана с необходимостта от осигуряване на стабилни източници за финансиране на бюджета и рефинансиране на държавния дълг. Това от своя страна наложи преориентирането на дълговата политика в посока на осигуряване на надеждно, своевременно и ефективно финансиране на бюджета чрез активното участие на държавата, като емитент на ДЦК. Основната цел на вътрешното дългово финансиране през последните години беше насочена към създаване на достатъчно сигурна и благоприятна среда за емитиране на местния пазар на ценни книжа, в т.ч. използване на пълния възможен инструментариум за насърчаване развитието на вътрешния пазар на ДЦК. Трайно наложилите се положителни тенденции в пазарната среда, сред които високата ликвидност на вътрешния пазар, засиления интерес към предлаганите емисии ДЦК от широк кръг инвеститори с различни предпочитания и рисков профил, понижаване на цената на финансиране и елиминиране на привлечени външни рискове, регистрирания спад в доходността на първичния пазар и отбелязаните рекордни за българския пазар на ДЦК коефициенти на покритие откроиха емисиите на

ДЦК като един от основните инструменти за финансиране на заемните нужди на държавата.

През следващия тригодишен период, Министерството на финансите ще продължи провеждането на активна и балансирана, но едновременно с това гъвкава и адекватна на пазарната среда емисионна политика, съблюдавайки и отчитайки в максимална степен пазарните тенденции и инвеститорски интереси, с цел насърчаване развитието на местния дългов пазар в най-широк смисъл. Министерство на финансите ще запази поведението си на предвидим еmitent, съпроводено от стремеж към провеждане на прозрачна емисионна политика с цел развитието на пазара и налагането на бенчмарковите ДЦК като инвестиционна алтернатива с оптимално съотношение доходност/риска и през следващите години. При определяне на конкретния тип финансов инструмент, ще се цели разширяване на пазара на ДЦК, посредством включване на инструменти с оптимални рискови характеристики. От друга страна изборът ще бъде съобразен със предпочитанията на участниците на вътрешния финансов пазар на ДЦК, които имат интерес към дългови инструменти, попадащи в различни матуритетни сегменти. Предвижда се предлаганите книжа да бъдат с фиксиран лихвен купон, с матуритети, покриващи широк диапазон от дълговата крива, деноминирани в евро и в лева, без да се игнорират и други по-широки възможности, при благоприятна пазарна конюнктура. През периода ще продължи предлагането на книжа със срочност 10 г. и 6 месеца с цел емисията да отговаря на изискванията за остатъчен матуритет за хармонизиран лихвен процент през съответната година, в която е емитирана. Досега прилаганият подход за въздържане от пускане на емисии в обръщение с падеж 2013 г. и 2015 г., когато се падежират Глобалните облигации на Република България ще бъде следван и в бъдеще. Това ще доведе до възможността за по равномерно планиране на разходите, свързани с обслужване на държавния дълг. Брутният годишен размер на емисиите е планиран да бъде в рамките от около 1.2 млрд. лв. през годините (2012 г. и 2014 г.) предшестващи погашенията по Глобалните облигации и към 1.0 млрд. лв. през 2013 г.

➤ **Емисии на външните капиталови пазари**

Другият източник за финансиране на бюджета и рефинансиране на дълга в обращение е емитирането на облигации на международните капиталови пазари. Наличието на висока концентрация на падежиращ се дълг и на рисък за рефинансиране през следващия тригодишен период (2012-2014 г.), налагат предвиждането и на този източник за финансиране, който в рамките на настоящата година е провизиран в Закона за държавния бюджет на Република България за 2012 г., с максимално допустим горен праг от 2 млрд. лв. или тяхната равностойност в друга валута.

Добрите фискални показатели на Република България и засиленият инвеститорски интерес към български ДЦК през последните години, както и благоприятната пазарна среда, постигната след осигуряването на висока ликвидност в европейската банкова система от страна на ЕЦБ, са предпоставка за предприемане на действия за излизане на външните пазари, след десет годишно отсъствие, с емисия на облигации, деноминирани в евро.

Изборът на валута на емисията се обуславя на първо място от действащата система на паричен съвет и фиксирането на курса на лева към еврото, с което се осигурява на практика отсъствие на рисък от промяна на валутните курсове, на второ място от по-ниските съпътстващи разходи предвид липсата на необходимост от допълнителни действия за хеджиране и на последно място от факта, че падежиращите се през 2013 г. глобални облигации са деноминирани в евро.

Реализирането на тази възможност ще осигури стабилност на публичните финанси и ще гарантира оптимален размер на фискалния резерв в края на 2012 г.¹², който би позволил безпроблемно посрещане на значителните по размер плащания по дълга в началото на 2013 г. Освен осигуряване на необходимия финансов ресурс, емитирането на книжа в евро с обем, близо до разрешения максимум в ЗДБРБ за 2012 г. ще създаде бенчмаркова облигация, която да служи за измерване на суверенния риск на международните пазари. Тъй като облигациите в евро са високоликвидни финансови активи, които могат да бъдат използвани като обезпечение пред Европейската централна банка при операции по предоставяне на ликвидност, би могъл да се разшири кръга от заинтересовани инвеститори, с което да се постигнат по-добри условия на емисията и съответно по-ниски разходи за обслужването ѝ.

Обичайно в годишните закони за държавния бюджет на Република България емисиите на външни облигации са използвани като средство, даващо възможност за осигуряване на нужното за правителствените дейности финансиране. В тази връзка и с оглед приемане на гъвкави действия при постигане на поставените бюджетни цели и през следващите години се предвижда запазването на тези опции в годишните бюджетни закони, като обемите на емисиите на МКП ще бъдат съобразени с конкретната икономическа и пазарна конюнктура.

1.2. Заеми от официални кредитори в лицето на Международни финансови институции (МФИ)

➤ Характеристика на основните параметри на заемите от МФИ

Заемите от официални кредитори представляват инструмент, използван основно за дългосрочно финансиране и предоставящ възможността на съответния заемополучател да избира и определя отделните параметри на финансиране като матуритет, грatisен период, лихвен процент и валута. Характерна особеност на тези заеми е, че получените от тях средства са предназначени за изпълнението на конкретни цели и проекти в различни приоритетни области на провежданата правителствена политика. При анализа на този източник трябва да се отчитат и допълнителните ползи, които той генерира, продуктувани от възможността за използване на експертизата на съответната кредитна институция, предназначена за разработването, реализацията и последващия контрол при изпълнението на проектите.

Предвид особеностите на тези инструменти, през следващия тригодишен период, финансирането от МФИ ще има допълващ характер и ще бъде предназначено основно за подпомагане на правителството при осъществяване на реформи и политики в ключови области на икономиката, както и за изпълнението на важни инвестиционни проекти и специфични програми в приоритетни области.

➤ Перспективи за сътрудничество с Международни финансови институции в периода 2012-2014 г.

МФИ имат съществена роля за икономическото развитие на страната, чрез оказване на адекватна финансова и техническа помощ. През следващите години се предвижда запазване на ползотворното сътрудничество с тях, което ще бъде насочено основно към финансиране на проекти в частния сектор и подпомагане на страната при ефективното усвояване на средствата от ЕС. Предвижда се ползването на заемно финансиране от МФИ да бъде сведено до изпълнението на вече стартирани проекти и програми, както и за осъществяване на нови структуроопределящи проекти.

¹² Минималния размер на фискалния резерв съгласно §7 от ПЗР на ЗДБРБ за 2012 г. е 4.5 млрд.лв.

Взаимоотношенията с Международния валутен фонд (МВФ) запазват съществуващия диалог, в посока използване от страна на Република България на техническата експертиза, при необходимост, и в бъдеще ще се развиват по смисъла на общото сътрудничество на институцията със страните, с които няма програми за изпълнение. Правителството няма планове за сключване на споразумение с международната институция, което е гарантирано от водената благоразумна фискална политика и поддържането на стабилна макроикономическа среда.

България, като акционер в четири от организацията от Групата на Световната банка участва в органите на управление на Международната банка за възстановяване и развитие, Международната финансова корпорация, Агенцията за многостренно гарантиране на инвестициите и Международния център за уреждане на инвестиционни спорове – управителните/административни съвети и бордовете на директорите, които разглеждат въпроси, свързани с провежданите от тези институции политики.

През месец май 2011 г. Бордът на изпълнителните директори на Световната банка одобри Стратегия за партньорство на Международната банка за възстановяване и развитие (МБВР) и Международната финансова корпорация с Република България за периода 2011 – 2013 г. Основните възможни области на взаимодействие са образование, публични финанси и конкурентоспособност, публична администрация, регуляторна бизнес – среда, иновации, социално включване, зелен растеж и действия в областта на климат, транспорт и воден сектор. Стратегията предвижда прехвърляне на акцента на взаимоотношенията с МБВР от финансирането към използване на експертизата и глобалните опит и знания на международната финансова институция основно по линия на сключния през м.януари 2012 г. Меморандум за разбирателство между правителството на Република България и Световната банка за партньорство и оказване на техническа подкрепа във връзка с изпълнението на Структурните инструменти на ЕС. В индикативния план на Банката за предоставяне на заемно финансиране са включени операции единствено за железопътния сектор чрез поредица от три заема за развитие на политиките (DPL), в размер на по 80 млн.евро и един държавногарантиран инвестиционен заем в подкрепа поддръжката на железопътната инфраструктура, в размер на 70 млн.евро. Ще продължи изпълнението на проекти по вече сключени държавни инвестиционни заеми с МБВР в областта на инфраструктурата и социалната сфера.

България, като съакционер в ЕИБ участва активно в работата на органите за управление на Банката – Съвет на гувернъорите и Съвет на директорите – които съблюдават за изпълнението на политиките и целите на Банката. Към настоящия момент Европейската инвестиционна банка (ЕИБ) е важен партньор на страната при осигуряване на проектно финансиране и подпомагане при усвояване на средства от Структурните и Кохезионния фондове на ЕС. Сътрудничеството включва както предоставяне на структурни програмни заеми, така и на техническа помощ, по силата на подписания през м.януари 2012 г. Меморандум за разбирателство между правителството на Република България и ЕИБ за оказване на подкрепа при изпълнението на проекти. Обект на анализ през следващия стратегически период ще представляват и новите финансови инструменти на ЕИБ, комбиниращи средствата от фондовете на ЕС и заеми от банката, с цел покриване на приоритетните цели на стратегия „Европа 2020“. При необходимост би могло да се предприемат действия за договаряне на нов структурен заем.

Ключовите приоритети за дейността на Европейската банка за възстановяване и развитие (ЕБВР) в България са очертани в Стратегията на ЕБВР за България за следващия тригодишен период 2012-2015 г. (одобрена от Съвета на директорите на 8 ноември 2011 г.). В нея се предвижда подкрепа за преструктуриране на енергийния

сектор, в областта на енергийната ефективност, за увеличаване на експортния капацитет и конкурентноспособността на българските производители, както и възможност за проекти в областта на инфраструктурата и финансовия сектор чрез отпускане на кредитни линии за енергийна ефективност, малки и средни предприятия и лизингови услуги.

Дейността на Банката за развитие на Съвета на Европа (БРСЕ) е насочена основно към осигуряване на финансиране на социални проекти, с цел укрепване на социалното сближаване в Европа. Основните сфери на сътрудничеството с институцията са в областта на здравеопазването, опазването на околната среда, създаването и запазването на работни места, подпомагане на слабо развитите региони и социалната интеграция. Сътрудничеството включва и предоставянето на финансов ресурс на търговски банки, предназначен за финансиране на проекти, свързани със създаването и запазването на работни места в малките и средните предприятия в Република България.

В стратегията на Черноморската банка за търговия и развитие (ЧБТР) за периода 2011-2014 г. за Република България се предвижда осигуряване на финансиране между 40 и 50 млн. евро годишно за частния сектор. Очаква се портфейлът на банката в страната да бъде удвоен до 2014 г. ЧБТР приоритетно ще осигурява финансиране в следните сектори: енергетика (с особен акцент върху проекти за повишаване на енергийната ефективност), пътната инфраструктура, управлението на отпадъците, развитието на малките и средните предприятия, както и развитието на културния туризъм. В следващия тригодишен период ЧБТР ще съредоточи усилията си върху осигуряването на подкрепа за изпълнението на програмата и приоритетите на правителството и ще разшири финансовите си програми в полза на малки и средни предприятия.

Взаимоотношенията с Японската банка за международно сътрудничество (ЯБМС) в предстоящия тригодишен период, се предвижда да бъдат по линия на вече подписаните заемни споразумения и изпълнение на стартирани проекти, съредоточени основно в транспортния и енергийния сектори.

4. Поддържане на добре функциониращ дългов пазар на ДЦК и диверсификация на инвеститорската база

4.1. Институционална структура и развитие на пазарните инфраструктури

В контекста на инвеститорската база, пазарът на ДЦК условно е сегментиран на два целеви пазара - от една страна банкови и небанкови финансови институции, и от друга - нефинансови институции - други юридически лица, и физически лица. Министерство на финансите ще продължи да насочва усилията си в посока търсене на възможности за непрекъснато разширяване на инвеститорската база. Отправна точка ще бъде постигнатия до този момент изключително позитивен резултат, сочещ, че освен традиционно силното присъствие на търговските банки се наблюдава тенденция за засилване на присъствието и на институционалните инвеститори - пенсионни фондове, застрахователни дружества, инвестиционни посредници и договорни фондове. Основните фактори за засиленото присъствие на пазара на държавен дълг на големи институционални инвеститори е нарастването на активите на пенсионните фондове и динамичното развитие на застрахователния сектор в България.

От гледна точка нивата на структуриране на пазара на ДЦК, е необходимо да се отбележи, че търговията с ДЦК се опосредства от първичните дилъри. Въвеждането на системата за първично дилърство в България, на базата на професионалния опит на

банки и финансова институции в областта на суверенния дълг и в частност - осигуряване на дистрибуцията на този дълг, и динамичното й развитие и модернизиране през последните години, поставя България на едно ниво със системите от първични дилъри на държави, където функционират едни от най-развитите финансови пазари в света. Системата от първично дилърство в България е водещо звено в развитието на вътрешния пазар на ДЦК. Обективните количествени и качествени критерии, на базата на които се избират първични дилъри на ДЦК в България, гарантират безпроблемен достъп до него за всеки един инвеститор.

Следвайки добрите практики в световен мащаб, Министерството на финансите ще продължи своята политика в посока усъвършенстване, както на прилаганата система на първично дилърство, така и на самата инфраструктура на вътрешния пазар на държавен дълг. Наред с развитието на първичен пазар на ДЦК, усилията на МФ, като емитент на ДЦК, ще бъдат насочени и към усъвършенстване на пазарните инфраструктури, обслужващи търговията с ДЦК.

Един от стратегическите приоритети на емитента за периода 2012 г. - 2014 г. ще бъде привличането на по-широк кръг инвеститори към българския пазар на дълг. Тази цел ще бъде обезпечена от една страна с разнообразяване на матуритетните и валутните характеристики на ДЦК, а от друга с търсене на подходи за предоставяне на лесен и бърз достъп на чуждестранни инвеститори до пазарните инфраструктури, обслужващи пазара на ДЦК, при съблюдаване на най-високи изисквания за защита правата на собственост на отделните категории инвеститори в ДЦК и международни стандарти в областта на сътърмънт системите на ценни книжа.

Министерството на финансите, в качеството си на емитент и участник на финансовия пазар, ще гарантира създаването на всички условия за поддържане на конкурентоспособна пазарна среда, стимулираща дейността на участниците на финансовия пазар и съдействаща за още по-ефективен и прозрачен пазар, чрез предоставяне на широки инвестиционни възможности за пазарните участници, както и базови индикатор по основните бенчмарк мaturитети за измерване на промените в доходността на останалите инструменти на финансовия пазар.

Във връзка с твърдо заявлената воля на емитента за провеждане на пазарноориентирана емисионна политика и максимална прозрачност по отношение на механизма за вземане на решения, свързани с развитието на пазара на държавни ценни книжа, МФ регулярно ще продължи да поддържа както формална, така и неформална комуникация с участниците на пазара на ДЦК. Първичните дилъри на ДЦК са квалифицирани участници на първичния дългов пазар и важни настърчни страни/партньори на МФ в хода на ефективното дистрибутиране на вътрешен държавен дълг, както и последващото му управление. Съществено предизвикателство както пред МФ, така и пред всички пазарни участници ще бъде намирането на оптимален вариант за конвергенция на българския пазар на ДЦК към набиращите все по-голяма скорост интеграционни процеси на консолидация и окрупняването на пазарните (trading) и следпазарните (post-trading) инфраструктури на развитите капиталови пазари в Европа.

Стабилният и успешен единен европейски пазар изисква не само съобразяването с общото европейско законодателство в областта, но и с останалите институционални и чисто пазарни тенденции. Българската пазарна инфраструктура, обслужваща търговията с държавни ценни книжа, е необходимо да насочи своето развитие към технологична и оперативна интеграция в международна/европейска структура на депозитари, като предварителна стъпка на интеграция към паневропейските платежни платформи за сътърмънт на парични средства и ценни книжа.

За постигане на по-висока степен на хармонизация в сферата на пост-трейдинг, през периода на стратегията ще продължат усилията на МФ, съвместно с БНБ, в качеството и на оператор на системата за сътърмант, по реализацията на бизнес процесите, при който операциите с ДЦК, деноминирани в евро с плащане в евро на първичния и вторичния пазар, се извършват на принципа „Доставка срещу плащане“, като паричният сътърмант се осъществява по сметки в TARGET 2 на участниците в системата за сътърмант на държавни ценни книжа (BNBGSSS). Предприетите действия ще обезпечат и достигането на пълно съответствие с препоръките към системите за сътърмант на ценни книжа, разработени от Комитета по платежни и сътърмант системи (CPSS) и Техническия комитет на Международната организация на комисиите по ценни книжа (IOSCO), препоръките на Комитета на европейските регулатори на ценни книжа/Европейската система на централни банки (CESR/ESCB), както и стандартите на ЕЦБ за използването на системите за сътърмант на ценни книжа в ЕС в кредитните операции на Европейската система на централни банки (ЕСЦБ). Паралелно с техническата реализация на проекта ще бъдат предприети и съответните изменения и допълнения в нормативната уредба, регламентираща пазара на ДЦК.

С оглед интегрирането на чуждестранните инвеститори към българската депозитарна структура, обслужваща търговията с държавни ценни книжа, обект на особен акцент се предвижда да бъдат дейностите, свързани с улесняване на регистрацията и търговията с ДЦК, в контекста на трансгранични взаимоотношения между поддепозитарите на ДЦК и чуждестранни юридически лица, които притежават ДЦК на свое име, но за чужда сметка, включително в качеството им на попечители. Основен мотив за това е, че пазарът на ДЦК е основният канал на навлизане на портфейлни инвестиции в страната. Необходима предпоставка за това е стабилността на банковия сектор, който ще играе ролята на посредник и попечител за чуждестранните инвеститори.

4.2. Провеждане на пазарноориентирана емисионна политика, чрез разнообразяване на матуритетните и валутните характеристики на новоемитирани ДЦК

Управление на държавния дълг в съвременните условия изисква един по-диференциран подход към потенциалните инвеститори, основан на различните интереси и рискови профили на тези инвеститори към ДЦК, относно тяхната срочност, степен на ликвиден и инфлационен риск, както и риска от просрочване или непогасяване на задълженията. Развитието на пазара на ДЦК е особено важно в условията на затвърждаване на статута им, като един от основните източници за финансиране на заемните нужди на държавата. В тази ситуация изграждането на високоликвидна бенчмарк крива, чрез диверсификацията на предлаганите дългови инструменти и разнообразяването на техните характеристики с цел насочването към инвеститори с различни стратегии за управление на портфейли, е от първостепенно значение за емитента. Диверсификацията на дълговите инструменти е в унисон с целта за насырячаване на развитието на ефективен вторичен пазар, което от своя страна изисква големи обеми от високостандартизираны държавни ценни книжа. Друга водеща характеристика, на която емитента ще заложи е поддържането на тяхната конкурентноспособност спрямо други инвестиционни направления, а именно: висока сигурност, оптимално съотношение доходност/рисък и висока ликвидност. Ефективното задоволяване на потребностите на инвеститорите, чрез реализиране на конкурентните предимства на ДЦК е най-рационалният път за постигане на целите на управление на дълга, в условията на съвременните финансови пазари.

Нормативни актове и други документи

- Закон за държавния дълг;
- Закон за държавния бюджет на Република България за съответната година;
- Закон за устройството на държавния бюджет;
- Закон за общинския дълг;
- Закон за Българската народна банка;
- Закон за уреждане на необслужваните кредити, договорени до 31 декември 1990 г.;
- Закон за кредитните институции;
- Закон за публичното предлагане на ценни книжа;
- Закон за пазарите на финансово инструменти;
- Закон за финансовото управление и контрол в публичния сектор;
- Нормативни актове, регламентиращи възможността за издаване на държавни гаранции за обезпечаване на финансово задължения на трети лица, като напр.: Закон за Българската банка за развитие, Закон за гарантиране на влоговете в банките, Кодекс за застраховането, Закон за експортното застраховане, Закон за кредитиране на студенти и докторанти;
- Регламенти на Европейския съюз в областта на финансовите услуги и пазари;
- Регламенти на Европейския съюз в областта на държавната финансова статистика;
- Постановление на Министерския съвет за изпълнението на държавния бюджет на Република България за съответната година;
- Наредба № 5 от 2007 г. за реда и условията за придобиване, регистриране, изплащане и търговия с държавни ценни книжа;
- Наредба № 15 от 2007 г. за контрол върху сделките с държавни ценни книжа;
- Наредба № 31 от 2007 г. за сътърмант на държавни ценни книжа;
- Наредба за реда за използване на държавните дългосрочни облигации, емитирани по Закона за уреждане на необслужваните кредити, договорени до 31 декември 1990 г., за погасяване на задълженията към държавата, възникнали по реда на същия закон, приета с Постановление № 22 на Министерския съвет от 1995 г.;
- Наредба за условията, на които трябва да отговарят инвестиционните проекти, финансиирани с държавни заеми, и проектите, кандидатстващи за финансиране с държавна гаранция, и за реда за тяхното разглеждане, приета с Постановление № 28 на Министерския съвет от 2003 г.;
- Наредба № 9 от 2003 г. за реда, начина и сроковете за предоставяне на информация за състоянието и движението на дълга на общините и социално-осигурителните фондове;
- Наредба № Н-19 от 2006 г. за определяне обхвата на информацията, която всички общини са длъжни да водят, съхраняват и предоставят на Министерството на финансите за поетия от тях дълг в съответствие с изискванията на Европейския съюз и на българското законодателство за отчетността, статистиката и бюджетирането на публичния сектор, както и за реда, начина и сроковете за отчитането и предоставянето й.;
- Указания за изпълнението на държавния бюджет за 2012 г.

СТРАТЕГИЯ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ 2012 – 2014 Г.

- Решение № 298 на Министерския съвет от 2012 г. за одобряване на основните допускания и на бюджетната прогноза за периода 2013-2015 г. и за приемане на разходните тавани по първостепенни разпоредители с бюджетни кредити, без по общини, за периода 2013-2015 г.
- Конвергентна програма на Република България 2012-2015 г.