

Проект

СТРАТЕГИЯ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ 2018–2020



София, октомври 2017 г.

СЪДЪРЖАНИЕ

1. Перспективи за развитие на дълговото управление – основни допускания.....	4
2. Държавен и държавногарантиран дълг	7
2.1 Държавен дълг	7
2.2 Държавногарантиран дълг	9
3. Икономически перспективи за периода 2018–2020 г.	10
3.1 Развитие на националната икономика през 2017 г.	10
3.2 Очаквания за икономическото развитие през 2018–2020 г.	10
3.3 Рискове пред макроикономическата прогноза	12
4. Анализ на рисковете, свързани със структурата на държавния дълг	14
4.1 Риск от рефинансиране	15
4.2 Пазарен риск.....	15
4.3 Ликвиден риск	16
4.4 Риск, свързан с размера на дълга.....	17
4.5 Риск, свързан с условните задължения под формата на държавни гаранции.....	17
4.6 Оперативен риск	18
5. Цели на политиката по управление на държавния дълг.....	19
5.1 Подцел: Поддържане на контролирани темпове на изменение на параметрите на държавния дълг.....	19
5.2 Подцел: Обезпечаване на възможностите за пазарно-ориентирано дългово финансиране, гарантиращо устойчивостта на бюджета.	20
5.3 Подцел: Развитие и модернизация на пазара на ДЦК	21
6. Приложения	24
6.1 Приложение 1: Абревиатури и речник.....	24
6.2 Приложение 2: Законодателна рамка приложима за държавния дълг в Република България	27
6.3 Приложение 3: Актуални промени в нормативната база.....	31

Управлението на държавния дълг е цялостният процес, чиято координация се осъществява чрез 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 дейности, свързани с поемането на държавен дълг чрез емисии на ДЦК на местния и МКП, договори за ДЗ, в т.ч. съпътстващите процеса по емитирането на ценни книжа – избор на ПД на ДЦК, избор и назначаване на банки мениджъри и правни консултанти, всички действия по неговото обслужване и отчитане, извършване на различни финансови сделки и операции, целящи намаляване на рисковете, които произтичат от структурата на държавния дълг и оптимизиране обслужването на държавния дълг.

Стратегията за управление на държавния дълг за периода 2018–2020 г. се разработва от министъра на финансите на основание на чл. 16, ал. 1 от Закона за държавния дълг и чл. 77 а от Закона за публичните финанси, за периода на съответната СБП. Обект на Стратегията е държавният дълг – вътрешен и външен, поет по реда на Закона за държавния дълг. ■

1. ПЕРСПЕКТИВИ ЗА РАЗВИТИЕ НА ДЪЛГОВОТО УПРАВЛЕНИЕ – ОСНОВНИ ДОПУСКАНИЯ

База за разработване на СУДД за периода 2018–2020 г. е ЗДБРБ 2017 г., като са взети предвид и фискалните цели, политики, прогнози и допускания за следващите три години, залегнали при разработване на Актуализираната СБП за периода 2018–2020 г. и проекта на ЗДБРБ за 2018 г.

Политиката по управление на държавния дълг в средносрочен план ще бъде съобразена изцяло с основните правителствени приоритети, средносрочните икономически перспективи, както и с мерките за постигане на дефинираните стратегически цели на дълговото управление, при запазване устойчивостта на основните дългови параметри.

През периода 2018–2020 г. се предвижда дългово финансиране на бюджета под формата на ДЦК в рамките на около 1,0–1,2 млрд. лв. годишно, базирано на размера на падежиращия дълг в обращение (годишно от порядъка на 1,0 млрд. лв. до 1,6 млрд. лв.). Като основен източник за осигуряване на пазарно ориентирано финансиране през визирания период се извежда вътрешният дългов пазар. В допълнение към финансирането с ДЦК, през 2018–2020 г. са предвидени усвоявания на средства в размер на около 400 млн. лв. средно годишно по вече договорени ДЗ.

Табл. 1: Дълг и лихвени разходи – ключови параметри

Показател	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
	отчет	очаквано	прогноза	прогноза	прогноза
Държавен дълг					
Държавен дълг, млн. лв.	25 751.1	23 585.2	23 503.3	23 837.6	23 801.8
Държавен дълг/БВП, %	27.4%	23.7%	22.3%	21.3%	20.0%
Държавногарантиран дълг					
Държавногарантиран дълг, млн. лв.	1 673.4	2 049.8	2 421.2	2 292.4	2 047.2
Държавногарантиран дълг/БВП, %	1.8%	2.1%	2.3%	2.0%	1.7%
Дълг на сектор "Държавно управление"					
Дълг на сектор "Държавно управление", млн. лв	27 322.1	25 319.9	25 199.8	25 382.1	25 283.1
Дълг на сектор "Държавно управление"/БВП, %	29.0%	25.4%	23.9%	22.6%	21.2%
Разходи за обслужване на държавния дълг					
Лихвени разходи по дълга, млн. лв	692.7	792.9	684.3	705.7	723.3
Лихвени разходи по дълга/БВП, %	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
БВП, млн.лв. (есенна макроикономическа прогноза на МФ за периода 2017-2020 г.)	94 130	99 624	105 609	112 134	119 193

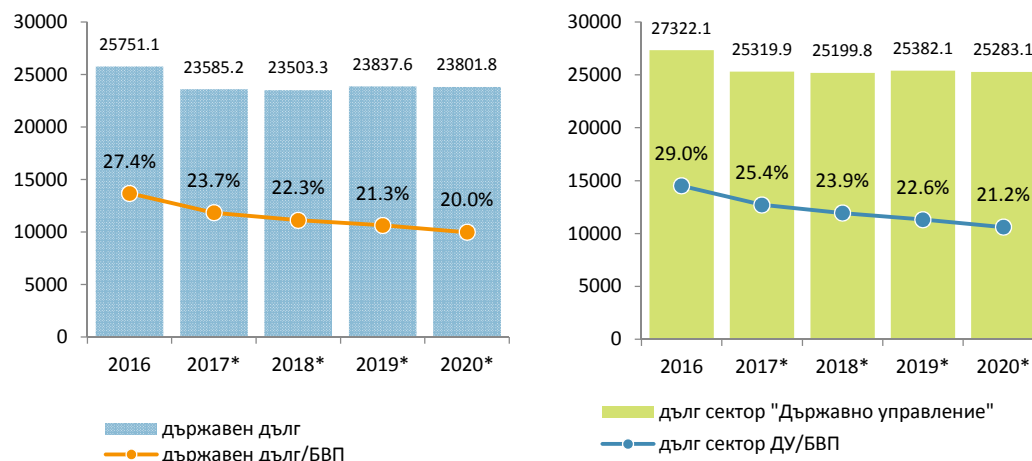
Източник: По прогноза на МФ

Съгласно заложените допускания и прогнозното нетно дългово финансиране през 2017 г. съотношението държавен дълг/БВП намалява до

23,7% (при 27,4% през 2016 г.). В номинално изражение размерът на държавния дълг нараства незначително през 2019 г. и 2020 г., което се очаква да бъде компенсирано от прогнозирания по-голям ръст на БВП. Стойността на съотношението дълг/БВП ще отбележи намаление от 22,3% в края на 2018 г. до 20,0% през 2020 г.

Фиг. 1: Размер на държавния дълг през 2016–2020 г.*

(млн. лв.)



* Данните са прогнозни (по оценка на МФ)

Източник: МФ

При извършения анализ на чувствителността се потвърдиха очакванията за слабо влияние върху дълговите задължения при сценарий за драстично изменение на валутните курсове и лихвени проценти. Бе установено, че за периода 2018–2020 г. увеличение на съотношенията BGN/USD и BGN/JPY с 20% ще предизвика минимално колебание в номиналното ниво на държавния дълг с ръст от около 0,1%. При тази хипотеза планираните амортизационни плащания по дълга реагират със средно за периода отклонение в размер от около 0,2% или средно по около 3 млн. лв. годишно. Паралелното изменение в нивата на 6M LIBOR-EUR, 6M LIBOR-USD, 6M EURIBOR и ОЛП при същите допускания за промяна – увеличение с 20%, резултира в несъществено нарастване (около 0.2%) на предвидените за периода 2018–2020 г. лихвени разходи по дълга. Регистрираното незначително влияние върху дълга, както и на средствата за неговото обслужване при заложените допускания за промяна на основните пазарни променливи не индикира сериозна зависимост на дълговия портфейл от въздействието на пазарните рискове.

Съотношението лихвени разходи/БВП през целия период 2018–2020 г. се запазва в границите под 1%.

Показателят „държавногарантиран дълг/БВП“ към 31 декември 2017 г. се очаква да отбележи увеличение спрямо 2016 г. от 1,8% до 2,1%, като в периода до 2020 г. намалява до равнище от 1,7%.

Предварителните оценки за съотношението „консолидиран дълг на сектор „Държавно управление“ спрямо БВП“ показват, че през следващия тригодишен период (2018–2020 г.), този индикатор ще се запази на ниски нива, далеч под максимално допустимата референтна стойност на Маастрихтския критерий за конвергенция от 60%. По прогнозни данни през 2017 г. консолидираният дълг на сектор „Държавно управление“ представлява 25,4% от БВП при 29,0% в края на 2016 г. През 2018–2020 г. се планира стойността на показателя да се понижава през всяка една от разглежданите години, достигайки до ниво от около 21,2% в края на периода. Основен принос и компонент с най-голямо влияние върху дълга на сектора заема подсектор „Централно управление“ с дял от около 98,0%. ■

2. ДЪРЖАВЕН И ДЪРЖАВНОГАРАНТИРАН ДЪЛГ

2.1 Държавен дълг

Вследствие от изплащането през 2017 г. на голям обем ДЦК, емитирани на местния пазар и на МКП (в общ размер на около 2,7 млрд.лв.), отчетеното значително увеличение на държавния дълг в края на 2016 г. от 25,8 млрд.лв. частично се компенсира. Тези операции, в допълнение с регулярните погашения по държавните заеми, се очаква да доведат до спад в нивото на дълга към края на 2017 г. до около 23,6 млрд. лв. или под прага на предвиденото в ЗДБРБ 2017 г. дългово ограничение за максимален размер на държавния дълг в края на годината от 23,9 млрд. лв.

В структурата на държавния дълг към 31 декември 2017 г. относителният дял на външния държавен дълг намалява до 71,5%, за сметка на вътрешния, който достига дял от 28,5%, при съответно 73,9% и 26,1% през 2016 г.

Рисковете, произтичащи от промяна на основните пазарни променливи, са минимизирани, предвид запазването на преобладаващия дял на рисково неутралните валути (лева и евро) и фиксирани лихвени купони във валутната и лихвената структура на държавния дълг. Частта на дълга в евро и лева към 31 декември 2017 г. се очаква да се стабилизира на ниво от около 99,2%. Очертава се незначително нарастване на задълженията с фиксирани лихвени купони за сметка на тези с плаващи, което е в резултат на доминантното заемане на финансов ресурс при фиксирани лихвени проценти. Относителните им тегла в общия размер на държавния дълг в края на 2017 г. се очаква да възлязат съответно на 95,4% и 4,6%, при 95,0% и 5,0% през 2016 г.

Осъществените дългови операции през 2017 г. оказват промени и върху матуритетната структура на дълга (по остатъчен срок). Наблюдава се редуциране на матуритетния сегмент до 1 г. от 10,3% към 31 декември 2016 г. до ниво от 5,5% в края на 2017 г. Противоположна тенденция се отчита при дълга с остатъчен матуритет от 1 до 5 г. и от 5 до 10 г., чиито дялове, в резултат главно от пласираните през годината ДЦК на вътрешния пазар, позиционирани в средно – и дългосрочния сегмент, се предвижда в края на 2017 г. да се увеличат, достигайки до 25,2% и 44,9%.

Табл. 2: Основни показатели на държавния дълг

Показатели	31.12.2016 г.	30.09.2017 г.	31.12.2017 г.
	отчет	отчет	прогноза
Общо държавен дълг, млн. лв.	25 751.1	23 468.9	23 585.2
БВП, млн. лв.	94 129.9	99 623.9	99 623.9
Общо държавен дълг /БВП, (%)	27.4%	23.6%	23.7%
Вътрешен държавен дълг, млн. лв.	6 724.6	6 517.6	6 713.6
Външен държавен дълг, млн. лв.	19 026.5	16 951.3	16 871.7
Вътрешен държавен дълг/Общо държавен дълг (%)	26.1%	27.8%	28.5%
Външен държавен дълг/Общо държавен дълг (%)	73.9%	72.2%	71.5%
Лихвена структура на държавния дълг			
Дълг с фиксиран лихвен процент, млн. лв.	24 453.7	22 323.2	22 496.6
Дълг с променлив лихвен процент, млн. лв.	1 297.4	1 145.7	1 088.7
Дълг с фиксиран лихвен процент (%)	95.0%	95.1%	95.4%
Дълг с променлив лихвен процент (%)	5.0%	4.9%	4.6%
Валутна структура на държавния дълг			
Дълг в EUR, млн. лв.	20 423.7	18 359.1	18 263.0
Дълг в BGN, млн. лв.	5 121.4	4 952.0	5 146.5
Дълг в USD, млн. лв.	68.2	38.1	39.9
Дълг в други валути, млн. лв.	137.8	119.6	135.8
Дълг в EUR (%)	79.3%	78.2%	77.4%
Дълг в BGN (%)	19.9%	21.1%	21.8%
Дълг в USD (%)	0.3%	0.2%	0.2%
Дълг в други валути (%)	0.5%	0.5%	0.6%
Матуритетна структура на държавния дълг (по остатъчен срок)			
Дълг до 1 година включително, млн. лв.	2 645.7	1 118.2	1 304.9
Дълг над 1 до 5 години включително, млн. лв.	4 317.2	6 122.4	5 949.7
Дълг над 5 до 10 години включително, млн. лв.	10 842.5	10 273.5	10 593.6
Дълг над 10 години включително, млн. лв.	7 945.7	5 954.8	5 737.0
Дълг до 1 година включително (%)	10.3%	4.8%	5.5%
Дълг над 1 до 5 години включително (%)	16.8%	26.1%	25.2%
Дълг над 5 до 10 години включително (%)	42.1%	43.8%	44.9%
Дълг над 10 години включително (%)	30.9%	25.4%	24.3%
Среден остатъчен срок на държавния дълг (години)	7 г. 10 м. 3 д.	7 г. 11 м. 20 д.	7 г. 8 м. 23 д.

* БВП: 2016 г. – по данни на [НСИ](#); 2017 г. – съгласно есенната макроикономическа прогноза на МФ

Източник: МФ

През периода 2016–2017 г. емисиите ДЦК се запазват като доминантен източник на дългово финансиране, по-голямата част от които пласирани на МКП в рамките на основаната GMTN програма. Финансовият ресурс, генериран вследствие на пласираните книжа, е предназначен не само за покриване на предстоящите плащания по дълга, респ. финансиране на бюджета, но и за поддържане на ликвидната позиция на правителството. Останалата част от финансирането представлява усвоени средства по ДЗ, предназначени за подкрепа на инвестиционни проекти.

Емисионната активност на вътрешния пазар през първата половина на 2017 г. е ограничена в сравнение с предходните години поради комбинация

от фактори, включващи добрите показатели на изпълнение на бюджета и излизането на международните пазари през март 2016 г.

Среднопретегленият лихвен процент по вътрешния дълг през 2017 г. продължава да намалява, достигайки ниво от 3,37% при 3,62% за 2016 г., което ще окаже благоприятно влияние върху разходите за обслужване на дълга в средносрочен и дългосрочен аспект.

В сравнение с края на предходната година нивото на средния остатъчен срок на държавния дълг в края на 31 декември 2017 г. не индикира съществено отклонение, запазвайки се в рамките на около 7 г. 8 м. и 23 дни.

2.2 Държавногарантиран дълг

В края на 2017 г. се очаква тенденцията за увеличаване на ДГД в номинално изражение да продължи, достигайки до размер от 2 049,8 млн. лв., основно вследствие на планирани усвоявания по държавногарантираните заеми за частично финансиране на Националната програма за енергийна ефективност на многофамилните жилищни сгради. Като процент спрямо БВП през 2017 г. държавногарантираните задължения се очаква да достигнат до нива от 2,1%.

Основната част от държавните гаранции е формирана от външни заеми, предоставени от официални кредитори като МБВР, ЕБВР, БРСЕ, КФВ и др. Вътрешният ДГД се състои от държавните гаранции, издадени по реда на ЗКСД, който към 30 септември 2017 г. заема дял от около 3,4% в общия размер на ДГД.

През 2017 г. **няма издадени нови държавни гаранции** по външни кредитни споразумения.

Табл. 3: Размер и динамика на държавногарантирания дълг

Държавногарантиран дълг, млн.лв.	31.12.2016 г. отчет	30.09.2017 г. отчет	31.12.2017 г. прогноза
Вътрешен държавногарантиран дълг	65.5	66.6	70.0
1. Гаранции по Закона за кредитиране на студенти и докторанти	65.5	66.7	70.0
Външен държавногарантиран дълг	1 607.8	1 941.6	1 979.8
1. МБВР (Световна банка)	507.6	563.2	560.7
2. ЕИБ	2.7	2.9	5.7
3. ЕБВР	586.7	586.7	586.7
4. Други (ЕВРАТОМ, ЯБМС, БРСЕ и др.)	510.8	788.7	826.6
Общ размер на държавногарантирания дълг	1 673.4	2 010.3	2 049.8
Държавногарантиран дълг/БВП (%)	1.8%	2.0%	2.1%

Източник: МФ

3. ИКОНОМИЧЕСКИ ПЕРСПЕКТИВИ ЗА ПЕРИОДА 2018–2020 г.

3.1 Развитие на националната икономика през 2017 г.

През първото полугодие на 2017 г. реалният растеж на брутния вътрешен продукт възлезе на 3,7% на годишна база, с водещо влияние на вътрешното търсене. В съответствие с реалното нарастване на разполагаемия доход в страната, положителното развитие на пазара на труда и отчетените по-благоприятни оценки за доверието на потребителите, частното потребление се повиши с 4,7%. Публичното потребление също се характеризираше с възходящ темп на растеж (3,3%), подкрепено от увеличението на правителствените разходи за персонал и издръжка. Положителен принос беше отчетен и по линия на инвестициите в основен капитал. Те се повишиха с 3,4% в резултат от подобрението на частната инвестиционна активност, както и от забавянето на спада на правителствените капиталови разходи през текущия период. За разлика от 2016 г., приносът на нетния износ към растежа на икономиката отслабна и беше отрицателен, тъй като динамиката на износа се забави до 4,7%, докато по-високото вътрешно търсене допринесе за изпреварващо ускоряване на вноса до 7,6%.

Отчетените тенденции през първото полугодие ще се запазят до края на годината, като за цялата 2017 г. българската икономика се очаква да отбележи реален растеж от 4,0%, движена от вътрешното търсене и най-вече от крайното потребление (4,3%). По отношение на брутообразуването на основен капитал се очаква растеж от 3,4% с положителен принос както от публичните, така и от частните инвестиции. Външният сектор ще има нулев принос към растежа на БВП за 2017 г.

3.2 Очаквания за икономическото развитие през 2018–2020 г.

Икономическият растеж слабо ще се забави до 3,9% през 2018 г., под влияние на засилване на отрицателния принос на нетния износ (-0,5 пр.п.). От една страна, очакванията за ограничаване на външното търсене ще се отразят в по-нисък растеж на износа на стоки и услуги до 5,9%, при очакван ръст от 6,1% през 2017 г. От друга страна, растежът на вноса на стоки и услуги ще остане висок - на ниво от 7,1%, пряко повлиян от вътрешното търсене. През 2018 г. възходящата динамика при вътрешното търсене ще се запази, подкрепена от по-високите правителствени разходи и ускоряването на инвестициите до 4,3%.

За периода 2019–2020 г. се очаква ръстът на БВП да се запази на ниво от 3,9%. Вътрешното търсене ще остане водещо за повишението на БВП по линия както на потреблението, така и на инвестициите. В същото време, растежът на крайното потребление ще се забави към края на прогнозния период, поради по-ограниченото нарастване на публичното потребление, от една страна, и ограничаването на положителната динамика на пазара на труда в резултат от неблагоприятните демографски тенденции в страната – от друга. По-слабият ръст на потреблението ще се отрази в по-умерено нарастване на вноса, в резултат на което отрицателният принос на нетния износ ще се понижи до 0,3 пр.п.

Очакваното забавяне в икономическата активност на основните търговски партньори на страната през 2018 г. ще допринесе за отслабване в растежа на заетостта до около 0,6%. Тази тенденция ще продължи и през 2019 и 2020 г., поради негативното демографско развитие и съответното отражение върху предлагането на труд. Равнището на безработица ще продължи плавно да намалява и през 2020 г., като се очаква да достигне 5,6%. Към края на прогнозния хоризонт работната сила ще намалее, но коефициентът на икономическа активност на населението се очаква да запази тенденцията на нарастване, подкрепен от пенсионната реформа и структурните реформи на пазара на труда.

В съответствие с продължаващото търсене на труд в икономиката, ускорен растеж на производителността на труда и цените в страната, компенсацията на един нает ще се повиши до 6,6% през 2018 г. През 2019–2020 г. темпът на разглеждания показател ще остане висок, но се очаква слабо да се забави в съответствие с очакванията за по-ниско нарастване на заетостта в страната. В рамките на прогнозния период делът на труда в добавената стойност ще следва възходяща посока на развитие, което ще се отрази в умерено нарастване на номиналните разходи за труд на единица продукция със среден темп от около 2,8% на година.

Предвид очакванията за нарастване на международните цени на суровините, средногодишната инфлация през 2018 г. се очаква да бъде 1,4%. В периода 2019–2020 г. тя ще продължи да се ускорява в съответствие с допусканията за по-високи международни цени на петрола и неенергийните суровини, и нарастване на вътрешното търсене.

През 2018–2020 г. номиналният растеж на вноса ще се характеризира с изпреварващ темп спрямо този на износа, като излишъкът по текущата сметка се очаква да се свие до 4,1% от БВП в края на прогнозния период. Развитието на разглежданите показатели ще се обуславя от очакванията за ускорение на внесените обеми стоки, както и от лекото забавяне на износа на стоки, в резултат от забавяне на външното търсене в рамките на ЕС. Притокът на ПЧИ ще продължи постепенно да нараства, като темпът му на

изменение ще остане близък до номиналния ръст на БВП. В резултат входящите ПЧИ ще възлизат на около 2,1–2,2 % от БВП средногодишно за целия прогнозен период.

В периода 2018–2020 г., кредитирането за частния сектор ще продължи да се ускорява в синхрон с предвижданията за повишаване на икономическата активност в т.ч. потреблението на домакинствата и ускорението на растежа на инвестициите. Очакванията са в края на 2018 г. годишният ръст на вземанията от частния сектор да се ускори до 5,6%, а в края на прогнозния период до 6,7%, движен в по-голяма степен от ръста на вземанията от нефинансовите предприятия, който ще достигне 6,9% в края на 2020 г.

3.3 Рискове пред макроикономическата прогноза

Основните рискове пред прогнозата, които оказват влияние върху публичните финанси и нивото на държавния дълг, се свързват с несигурността за развитието на външната среда, динамиката на международните цени, както и неблагоприятните демографски тенденции в страната.

Настоящата прогноза следва сравнително консервативен сценарий, но повишеното геополитическо напрежение в някои основни търговски партньори на ЕС и несигурността относно начина, по който ще протекат преговорите и фактическото излизане на Обединеното кралство от ЕС, създават условия за забавяне на икономическата активност в основните търговски партньори на България. Реализирането на тези фактори не само ще ограничи растежа на българския износ, но също така може да доведе до понижаване на инвестиционната активност и потребителското доверие в страната. Те от своя страна са предпоставка за по-слаб ръст на икономиката, който би могъл да се отрази в по-ниски приходи за бюджета и увеличаване на бюджетния дефицит.

От гледна точка на оценяване на факторите на растежа, основен риск за прогнозата се явява предлагането на труд в икономиката. В условията на бързо изчерпване на потенциала за увеличение на заетите, демографското влияние би могло да доведе до спад на работната сила още през 2018 г., което да ограничи растежа на заетостта и оттам темпа на нарастване на икономиката. Това от своя страна предполага, че при ограничен принос от страна на фактора труд, един по-нисък темп на нарастване на производителността на труда спрямо очакванията също би могъл да бъде ограничаващ фактор пред потенциалния растеж в средносрочен и дългосрочен план. Подобна тенденция, съчетана с възходящата динамика на доходите, обусловена от недостатъчното предлагане на работна сила, ще окаже допълнителен натиск за нарастване на разходите за труд на единица продукция. Последното би могло да има благоприятен краткосрочен ефект

върху потреблението на домакинствата, но като цяло създава условия за дисбаланси и влияе негативно върху разходната конкурентоспособност на икономиката.

В тази връзка, промени в структурата и темпа на растеж на българската икономика биха имали съществено влияние върху възможностите за реализиране на заложените средносрочни фискални цели и параметри. Имайки предвид високия дял на косвените данъци в общите данъчни постъпления, евентуално влошаване в динамиката на вътрешното търсене и в частност на крайното потребление ще окажат значително въздействие върху приходната страна на бюджета.

Друг съществен фактор, оказващ влияние върху номиналните растежи на БВП и неговите компоненти, са международните цени. Настоящата прогноза е изготвена при допускане за леко покачване на цената на нефта в доларово изражение. Евентуално понижение на цената през 2018 г. обаче ще се отрази в по-ниска инфлация. Това от своя страна ще допринесе за по-ниски номинални растежи на БВП и неговите компоненти през 2018 г., като ефекти ще продължат да се наблюдават и през 2019 г. ■

4. АНАЛИЗ НА РИСКОВЕТЕ, СВЪРЗАНИ СЪС СТРУКТУРАТА НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ

Анализът на риска за периода от 2018 до 2020 г. не показва наличието на съществено отклонение в нивата на основните рискови параметри, запазващи се сходни с прогнозите, включени в Стратегията за управление на държавния дълг за периода 2017–2019 г. Актуалните стойности на анализирания измерители запазват дълговата структура устойчива на влиянието на риска и не предполагат портфейл, изложен на сътресения през следващия тригодишен период.

Табл. 4: Индикатори за оценка на риска

Риск	Индикатор	2016 г.	2017 г.	2018 г.*	2019 г.*	2020 г.*
Риск за рефинансиране	Дълг до 1 г. (по остатъчен срок като дял от държавния дълг, %)	10.3	5.5	4.1	4.6	6.0
	Среден период до матуритета (години) – Average time to maturity (ATM)	7.4	7.2	7.0	6.5	6.1
Лихвен риск	Съотношение между дълг с фиксиран лихвен процент и дълг с плаващ лихвен процент (%)	95.0/5.0	95.4/4.6	96.2/3.8	97.1/2.9	97.7/2.3
	Среден период до следващо фиксиране на лихвените купони (години) – Average time to refixing (ATR)	7.3	7.2	6.9	6.5	6.1
	Продължителност (години) – Duration	6.8	6.9	6.6	6.2	5.8
Валутен риск	Съотношение между външен и вътрешен държавен дълг (%)	73.9/26.1	71.5/28.5	72.5/27.5	71.6/28.4	71.5/28.5
	Съотношение между дълга в рисково неутрални валути – лева и евро спрямо дял на дълга в други валути (% от общия размер на държавния дълг)	99.2/0.8	99.3/0.7	99.4/0.6	99.5/0.5	99.6/0.4
Ликвиден риск	Съотношение между дълг до 1 г. (по остатъчен срок) и данъчно-осигурителни приходи (%)	9.8	6.7	3.1	3.3	4.1
Риск, свързан с размера на дълга	Съотношение между консолидиран дълг на сектор "Държавно управление" и БВП (%)	29.0	25.4	23.9	22.6	21.2
	Съотношение между държавен дълг и БВП (%)	27.4	23.7	22.3	21.3	20.0
Риск, свързан с условните задължения	Съотношение между държавногарантиран дълг ** и държавен дълг (%)	6.5	8.7	10.3	9.6	8.6
	Съотношение между държавногарантиран дълг и БВП (%)	1.8	2.1	2.3	2.0	1.7
Оперативен риск	<ul style="list-style-type: none"> – изградена стабилна институционална структура за управление на държавния дълг, с ясно делегирани отговорности на персонала, която действа в рамките на Министерството на финансите; – поддържане на информационна система за анализ, прогнози и управление на държавния и държавногарантирания дълг – официален регистър за държавния и държавногарантирания дълг; – провеждане на политика за намаляване на оперативния риск чрез прилагане и спазване на вътрешни стандарти и системи за контрол; – подробно разписани правила и процедури за организация на дейността на структурното звено, отговорно за управление на държавния дълг. 					

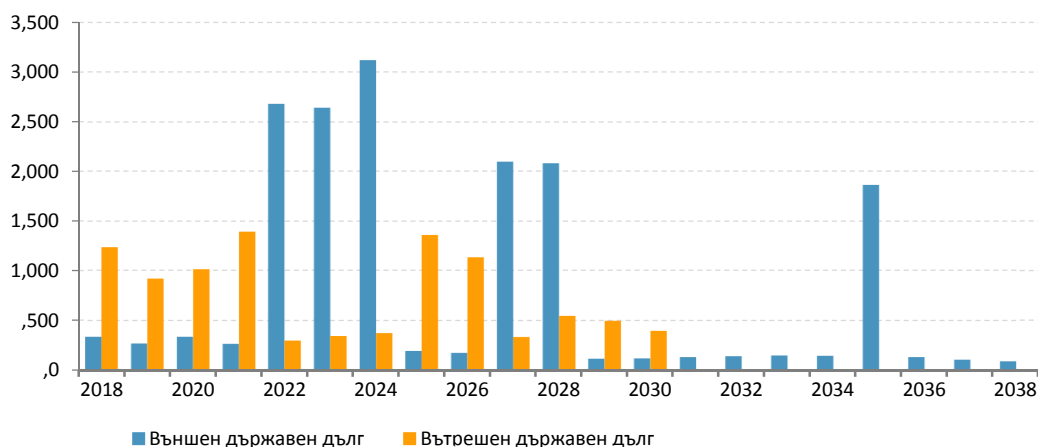
Забележки: * Данните са прогнозни. Взети са предвид прогнозите за финансирането съгласно актуализираната СБП 2018-2020; ** При изчисленията са взети предвид и прогнози за усояванията по държавногарантирани заеми на ФГВБ и ББР.

4.1 Риск от рефинансиране

Степента на риска от рефинансиране е отражение на времевото разпределение и размера на плащанията по главници в дълговия портфейл. На графиката по-долу е представен погасителният профил на държавния дълг, който показва концентрация на плащания в годините, когато се падежират облигациите, емитирани на МКП¹. Това предопределя прилагането на подходящ инструментариум за рефинансиране на дълга. За осигуряване на стабилитет по отношение на обслужването на държавния дълг, подчертан приоритет при определяне на новото заемно финансиране ще бъде доброто позициониране във времето на амортизационните плащания по държавния дълг.

Фиг. 2: Погасителният профил на държавния дълг *

(млн.лв.)



* Активен дълг към 30 септември 2017 г. и поет дълг в съответствие с разчетите в актуализираната СБП 2018–2020 г.

Източник: МФ

След падежа през месец юли 2017 г. на емисията еврооблигации, индикаторът дял на държавния дълг с остатъчен срок до 1 година в общия размер на държавния дълг в обращение отбелязва спад до 5,5% (при 10,3% през 2016 г.), достигайки в края на 2020 г. планирано ниво от 6,0%.

В периода 2018–2020 г. се очаква намаление на стойността на параметъра среден период до матуритета (Average time to maturity – ATM), като от 7,2 години през 2017 г. спада до 6,1 години в края на 2020 г.

4.2 Пазарен риск

Оценката на лихвената и валутната композиция на суверенните задължения към края на 2017 г. (задълженията в евро и лева представляват 99,3%, а

¹ Към настоящия момент в дълговото портфолио на Република България има шест емисии еврооблигации, пласирани на МКП.

дългът с фиксиран лихвен процент – 95,4%) обуславя слаба зависимост на дълга и разходите за неговото обслужване от изменението в стойностите на пазарните индикатори. През периода 2018–2020 г. очакванията са за запазване на неутралното влияние върху дълга на промените на лихвените проценти и валутните курсове предвид тенденцията за увеличаване на частта на дълга в евро и лева, както и на този, с фиксирани лихвени купони в структурата на дълга.

Съгласно допусканията в Актуализираната СБП за периода 2018–2020 г. се планира ново дългово финансиране под формата на емисии ДЦК, основно пласирани на вътрешния пазар и външни държавни заеми (ДЗ и ДИЗ), при преобладаващи фиксирани лихвени проценти и рисково неутрални валути. Подобен подход минимизира влиянието на пазарните рискове, респ. осигурява по-добра предвидимост по отношение на плащанията по обслужване на дълга.

Стойността на измерителя за среден период до промяната на лихвения процент на купоните по дълга – средното време за фиксиране на лихвените купони по дълга – Average time to refixing (ATR), за периода 2017–2020 г. предполага портфейл с относително нисък риск, като се очаква да бъде в рамките приблизително от 7,2 години до 6,1 години.

4.3 Ликвиден риск

В средносрочен план управлението на ликвидния риск и свеждането му до приемливи нива, в контекста на дълговото управление, изисква провеждането на емисионна политика, която се асоциира с възможностите за набавяне и осигуряване на необходимите ликвидни средства за покриване на краткосрочните задължения на правителството, в т. ч. рефинансиране на дълга в обращение. Това от своя страна пряко кореспондира с поддържането на стабилна ликвидна позиция на фискалния резерв², който към 31 август 2017 г. е 11,6 млрд. лв. и способства за минимизиране на ликвидните рискове, гарантирайки нормалното финансиране на бюджета. Данните от извършения анализ сочат, че след изплащането през м. юли 2017 г. на еврооблигационната емисия от 2012 г., степента на влияние на ликвидния риск регистрира спад. Показател за това е постепенното намаляване на нивото на съотношението „дълг до 1 година/данъчно-осигурителни приходи“ (измерител на ликвидния риск) от 6,7% през 2017 г. до 4,1% през 2020 г. В голяма степен влияние върху стойността на индикатора оказват прогнозите за постъпленията от данъци, които вследствие от положителната динамика на основните макроикономически показатели и предприетите мерки за повишаване на

² Обхватът на показателя фискален резерв е в съответствие с § 1, т. 41 от допълнителните разпоредби на Закона за публичните финанси.

събираемостта през периода 2018–2020 г. се очаква плавно да се увеличават.

4.4 Риск, свързан с размера на дълга

Предварителните оценки за съотношението консолидиран дълг на сектор „Държавно управление“ към БВП показват, че България ще запази водещата си позиция на ниски нива по този показател спрямо държавите-членки на ЕС и през следващия тригодишен период (2018–2020). Нивото на държавна задлъжнялост ще остане далеч под максимално допустимата референтна стойност на Маастрихтския критерий за конвергенция от 60%.

На база годишните данни, публикувани от Евростат през месец октомври 2017 г., съотношението консолидиран дълг на сектор „Държавно управление“ спрямо БВП към края на 2016 г. възлиза на 29,0% (при 26,0% през 2015 г.). Текущата стойност отрежда на Република България за поредна година трето място сред страните-членки на ЕС с най-ниска държавна задлъжнялост. След погасяване на падежиралите се през месец юли 2017 г. еврооблигации, по прогнозни данни, нивото на този показател се очаква да се понижава през всяка една година на периода 2017-2020 г. достигайки съответно до 25,4%³ през 2017 г., 23,9%³ през 2018 г., 22,6%³ през 2019 г. и 21,2%³ през 2020 г.

Основна и съществена част в общия размер на консолидирания дълг на сектор „Държавно управление“ се формира от държавния дълг, поет по реда на ЗДД, с дял от около 98 % към края на 2016 г. Прогнозните изчисления показват, че няма да настъпят съществени изменения в размера на държавния дълг в периода 2017–2020 г. Съотношението държавен дълг/прогнозен БВП следва тенденция на намаление през целия разглеждан период съответно от 23,7% през 2017 г. до 20,0% в края на 2020 г., независимо от факта, че в номинално изражение дългът остава в границите 23,6 – 23,8 млрд. лв. Слабото увеличение в абсолютна стойност на държавния дълг през последните две години от разглеждания период ще бъде компенсирано от прогнозите за по-голям ръст на БВП.

4.5 Риск, свързан с условните задължения под формата на държавни гаранции

Като пряко следствие от усвояванията по издадените през 2016 г. нови държавни гаранции по заемни споразумения, сключени от ФГВБ с ЕБВР и МБВР – (Проект за укрепване гарантирането на влоговете), от ББР с КФВ и БРСЕ за частично финансиране на Националната програма за енергийна ефективност на многофамилните жилищни сгради, както и в рамките на

³ Спрямо прогнозното ниво на БВП съгласно есенната прогноза от октомври 2017 г. на МФ

програмата за студентско кредитиране се предвижда ДГД да нараства, макар и с умерени темпове през 2017–2018 г., както в номинално изражение, така и като съотношение спрямо БВП. Като дял от БВП се очаква стойността на ДГД да достигне ниво от 2,3% в края на 2018 г. (при 2,1% в края на 2017 г.), а спрямо размера на държавния дълг до ниво от 10,3% (при 8,7% в края на 2017 г.). През 2020 г. се предвижда ДГД да отбележи спад до ниво от 1,7% от БВП и 8,6% от държавния дълг.

Подходът при одобряването на нови държавни гаранции ще се запази стриктно регулиран, подчинен на определени критерии и обвързан с оценка на риска за бюджета. Проследяването на текущото финансово състояние на бенефициентите, оценката на риска от материализация на съществуващите условни задължения, ежегодното определяне на ограничение за максимален размер на новите държавни гаранции, които могат да бъдат издадени през годината, както и провизиране в годишния ЗДБРБ на средства за покриване на риска от активиране на държавни гаранции спомага за лимитиране влиянието на риска и поддържането му на безопасно ниво.

4.6 Оперативен риск

През периода 2018–2020 г. усилията в това направление ще продължат да бъдат насочени към формата на организация на дейностите по управление и контрол на суверенните задължения, пряко свързани с прилагането на последователна и стандартизирана вътрешна система за контрол. Запазва се подходът за спазване на досега прилаганите законови разпоредби за финансово управление и контрол в публичния сектор, както и разработените в тази връзка правила и процедури за работа в звеното, отговорно за управление на дълга в МФ, с ясно систематизирани отговорности на служителите. Текущата поддръжка и усъвършенстването на функционалните възможности на създадения официален регистър на държавния и държавногарантирания дълг, софтуер – автоматизиращ процесите по обработка на данните, свързани с управлението на суверенните задължения, и осигуряващ качество и надеждност, ще окаже допълнително благоприятно влияние върху рисковия профил. ■

5. ЦЕЛИ НА ПОЛИТИКАТА ПО УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ

Основната цел на дълговото управление е осигуряване на необходимия ресурс за рефинансиране на дълга в обращение, при необходимост финансиране на държавния бюджет и обезпечаване стабилността на фискалния резерв при оптимално възможна цена и приемлива степен на риск.

5.1 Подцел: Поддържане на контролирани темпове на изменение на параметрите на държавния дълг

■ Мярка: Провеждане на политика по ново заемане съгласно законоустановените ред и процедури

В предстоящия тригодишен период политиката по ново заемане ще се осъществява при стриктното спазване на законоустановените ред и процедури. Новото дългово финансиране ще бъде адаптирано основно към нуждите от финансиране на бюджета с оглед осигуряване на средства за рефинансиране на дълга в обращение, съпътствано от извършване на комплексен анализ и оценка на подходящи дългови източници с оглед поддържане на стабилността на ключовите дългови показатели. Запазването на приоритетността за поемане на нов дълг в евро и лева, като основни заемни валути, и при фиксирани лихвени купони, се предопределя от необходимостта за поддържане на прогнозируемост по отношение на бюджетните разходи, респ. обвързаността на лева към еврото, в контекста на функциониращия в страната валутен борд.

Одобряването на нови инвестиционни проекти за финансиране с държавни и държавногарантирани заеми и в рамките на разглеждания период (2018–2020 г.) ще продължи да бъде рестриктивно, при последователно изпълнение на нормативно определените ред и условия, както и при открояване на приоритетни области за финансиране в съответствие със степента на готовност за реализация на проектите и бъдещото отражение на финансирането върху държавния бюджет. И през 2017 г. в рамките на проведената процедура по реда на Наредбата⁴ за 2018 г. не са одобрени нови инвестиционни проекти, за чието финансиране да се сключват

⁴ Наредба за условията, на които трябва да отговарят инвестиционните проекти, финансирани с държавни заеми, и проектите, кандидатстващи за финансиране с държавна гаранция, и за реда за тяхното разглеждане, приета с Постановление № 337 на Министерския съвет от 2015 г. (обн., ДВ, бр. 94 от 2015 г.).

договори за ДЗ и нови проекти, за които да се издава държавна гаранция по заеми за финансирането им.

■ Мярка: Поддържане нивото на държавния и държавногарантирания дълг в стойности, непревишаващи законово планираните ограничения и Маастрихтския критерий за съотношението дълг/БВП

Запазването на равнището на държавния дълг на устойчиво ниво се предвижда да бъде имплементирано в заложените в средносрочен план бюджетни цели и определените в годишните закони за държавния бюджет дългови ограничения. В условията на намаляваща потребност от дългово финансиране, планирана постепенна фискална консолидация и стабилен темп на растеж в края на 2018 г. се очаква реализиране на отрицателно нетно дългово финансиране, респ. държавният дълг да регистрира спад до размер от 23,5 млрд. лв. или 22,3% от прогнозното ниво на БВП. При намаляващо съотношение на държавния дълг спрямо прогнозния БВП през разглеждания период се предвижда към края на 2020 г. дългът да възлезе на около 23,8 млрд. лв. или 20,0 % от БВП.

5.2 Подцел: Обезпечаване на възможностите за пазарноориентирано дългово финансиране, гарантиращо устойчивостта на бюджета

■ Мярка: Провеждане на предсказуема и балансирана заемна политика чрез прилагане на аналитичен подход при избора на нови дългови инструменти

В условията на протичаща фискална консолидация и намаляващи нужди от заемно финансиране отсъствието на големи погашения по външния дълг извежда на преден план вътрешния дългов пазар като основен източник за дългово финансиране на правителството. Емисионната политика през периода 2018–2020 г. ще бъде съобразена от една страна с настъпващите падежи по ДЦК и необходимостта от предоставяне на нови бенчмаркови облигации за насърчаване на вторичния пазар, а от друга – с ликвидните нужди на бюджета и обезпечаване на адекватно равнище на фискалния резерв.

Изборът на матуритетната структура на новите дългови книжа ще бъде съобразен със съществуващия погасителен профил на държавния дълг, преобладаващите пазарни условия, инвеститорското търсене. През периода ще продължи предлагането на 10,5 годишни ДЦК в началото на емисионната година с цел наличие през цялата година на облигация, която да отговаря на изискванията за остатъчен матуритет за хармонизиран

дългосрочен лихвен процент за оценка степента на сближаване, който е един от Маастрихтските критерии за членство в еврозоната.

■ Мярка: Запазване на възможността за финансиране посредством Глобалната средносрочна програма за емитиране на дълг на международните капиталови пазари (GMTN програма) с цел осигуряване на максимална гъвкавост при избора на структурата на финансирането по отношение на пазари, матуритети и валути

В началото на 2015 г. беше основана Глобалната средносрочна програма на Република България за издаване на облигации на МКП. Програмата представлява стандартизиран за международната инвестиционна общност инструмент за емитиране на облигации, подчинени на английското право, регистрирани за търговия на Люксембургската фондова бора, с клиринг и сетълмент в Юроклиър и Клиърстрийм. Максималният обем на дълга, който може да бъде поет по нея е 8 млрд. евро, като до момента са емитирани еврооблигации със съвкупен номинален обем от 5,144 млрд. евро. Условие за поемането на дълг по програмата е наличието на разрешение за това в съответния годишен закон за държавния бюджет, където се определя и годишен лимит за издаване на книжа по програмата. Програмата осигурява възможност за гъвкавост при избиране на най-оптималната стратегия за реализиране на емисионната политика. Планираната фискална консолидация в средносрочен план и отсъствието на пикови плащания по държавния дълг през периода 2018–2020 г. не налагат използването на този инструмент за обезпечаване на необходимото дългово финансиране през следващите три години.

5.3 Подцел: Развитие и модернизация на пазара на ДЦК

■ Мярка: Предприемане на стъпки за стартиране на търговията на ДЦК на организирани места за търговия през 2016 и 2017 г.

С оглед посрещане на повишените европейски изисквания за прозрачност и ликвидност при търговията с финансови инструменти (MiFIDII/MiFIR и CRR/CRDIV), през 2016 г. беше извършен анализ на възможните варианти за избор на място за търговия от страна на създадена междуинституционална работна група с представители на МФ, БНБ и пазарните участници, вследствие на което бе взето решение през 2017 г. вторичната търговия на ДЦК да стартира едновременно на Системата E-Bond на Bloomberg – електронна функционалност за търговия на ценни книжа към платформата Bloomberg Professional, впоследствие МСТ и Българска фондова борса – София“ АД (БФБ) – на РП.

В тази връзка са и последващите изменения и допълнения в Наредба № 5 от 2007 г. за реда и условията за придобиване, регистриране, изплащане и търговия с държавни ценни книжа и изменения на Наредба № 15 от 2007 г. за контрол върху сделките с държавни ценни книжа, съответно обнародвани в „Държавен вестник“, бр. 29 от 2017 г.

На основание § 10 от заключителните разпоредби към Наредбата за изменение и допълнение на Наредба № 5 от 2007 г. за реда и условията за придобиване, регистриране, изплащане и търговия с държавни ценни книжа (ДВ, бр. 29 от 2017 г.) са одобрени Правила за търговия, приключване и мониторинг на сделки с ДЦК на системата E-Bond на Bloomberg от министъра на финансите и управителя на БНБ. На основание § 9 от заключителните разпоредби на изменителната наредба са одобрени Правила за допускане ДЦК на регулиран пазар, организиран от „Българска фондова борса – София“ АД и приключване на сделки с тях в БНБ, банки поддепозитари на ДЦК и „Централен депозитар“ АД“ от министъра на финансите и управителя на БНБ, в рамките на тяхната компетентност.

До края на 2017 г. се очаква окончателно да стартира вторичната търговия на ДЦК на МСТ и РП с оглед спазване изискванията на новите регулации в областта на финансовите услуги във връзка със суверенните облигации.

■ Мярка: Перспективи за развитието на вторичния пазар на ДЦК през 2018–2020 г.

Със създаването на организирано място за търговия на ДЦК в България се очаква реализиране и на допълнителни икономически положителни ефекти като насърчаване на прозрачността, изграждане на ликвидна бенчмарк крива на вторичния пазар, ограничаване на спекулативни практики, улесняване на достъпа на по-широк кръг инвеститори, включително чуждестранни, посредством свободно достъпни и справедливи цени, съответно по-голяма атрактивност на българските ДЦК, емитирани на вътрешния пазар за инвеститорите, насърчаване на по-нататъшната интеграция към единния европейски вътрешен пазар, вкл. в посока засилване интеграцията на чуждестранни инвеститори към местния пазар на суверенен дълг и пр. Повишаването на прозрачността на пазара на ДЦК е и от особено голямо значение, предвид качеството им на един от основните източници за финансиране на бюджета както и с оглед факта, че ДЦК, емитирани на вътрешния пазар, представляват и важен инвестиционен инструмент в дълговия портфейл на широк кръг банки и институционални инвеститори.

В този смисъл, през периода 2018–2020 г. се поставя необходимостта от предприемане на действия в правен, методологичен, пазарен и технологичен аспект в контекста на мониторинга върху пазара на ДЦК и оценката на представянето на първичните дилъри на ДЦК. Това предполага

извършване на задълбочен анализ на пазара на ДЦК, отчитайки новите регулации в областта на финансовите услуги, изготвяне на оценка на въздействието и промяна в методологията за оценка на представянето и избор на първичните дилъри на ДЦК, като основен икономически механизъм за настройка и регулиране на пазара и обезпечаване на техническата инфраструктура, при съобразяване с действащата следпазарна инфраструктура (Депозитара на ДЦК в БНБ) и пр.

Предвиждат се законодателни промени, не само с цел хармонизирането на българското законодателство с европейското, но и с цел моделиране на пазарната инфраструктура, посредством изграждане на механизми за постигане на стратегическите цели, поставени пред държавите членки за пруденциални изисквания към кредитните институции и инвестиционните посредници, както и осигуряване на подходящи правомощия, необходими на надзорните органи за изпълнение на техните функции.

Посоченото ще наложи и усъвършенстване на системата за първично дилърство в посока промяна на Критериите за избор на ПД с цел покриване от страна на ПД на изискванията за прозрачност и ликвидност на вторичен пазар на ДЦК и с оглед повишаване активността им, изразяваща се в засилване на ролята им за стимулиране на търговията с ДЦК. В средносрочен аспект се предвижда изграждане на интегрирана информационна система в МФ, чрез която ще се обезпечават мониторингът на вторичния пазар на ДЦК. ■

6. ПРИЛОЖЕНИЯ

6.1 Приложение 1: Абревиатури и речник

■ Използвани абревиатури

БВП	Брутен вътрешен продукт
БНБ	Българска народна банка
ББР	Българска банка за развитие
БРСЕ	Банка за развитие към Съвета на Европа
ДГД	Държавногарантиран дълг
ДЗ	Държавни заеми
ДИЗ	Държавни инвестиционни заеми
ДЦК	Държавни ценни книжа
ЕБВР	Европейска банка за възстановяване и развитие
ЕИБ	Европейска инвестиционна банка
ЕК	Европейска комисия
ЕС	Европейски съюз
ЕЦБ	Европейска централна банка
ЗДБРБ	Закон за държавния бюджет на Република България
ЗДД	Закон за държавния дълг
ЗПФИ	Закон за пазарите на финансови инструменти
КФВ	Кредитанщалт фюр Виедерауфбау (KfW)
КФП	Консолидирана фискална програма
МКП	Международни капиталови пазари
МФ	Министерство на финансите
МФИ	Международни финансови институции
МБВР	Международна банка за възстановяване и развитие
ПД	Първични дилъри
СБП	Средносрочна бюджетна прогноза
СУДД	Стратегия за управление на държавния дълг
ФГВБ	Фонд за гарантиране на влоговете в банките
ФР	Фискален резерв
GMTN програма	Глобална средносрочна програма за емитиране на дълг на международните капиталови пазари
МСТ	Многостранна система за търговия
ОТС	Извънборсов пазар
РП	Регулиран пазар
ОТФ	Организирана система за търговия

■ Речник

- Валутен риск** – Отнася се за уязвимостта на дълговия портфейл, амортизациите и разходите за обслужването му от обезценяване на стойността на националната валута. Промените в обменните курсове могат да окажат въздействие върху разходите за обслужване на дълга и оттам върху бюджета. Дългът, деноминиран в чуждестранна валута, води до волатилност на разходите за обслужване на дълга, измервани в национална валута;
- Лихвен риск** – Отнася се за уязвимостта на дълговия портфейл, както и разходите на държавния дълг от по-високи лихвени проценти на пазара в момента, в който дългът с променлив лихвен процент и падежиращият се дълг с фиксиран лихвен процент, се преоценяват. Промените на пазарните цени, които влияят върху разходите за обслужване на дълга, могат да предизвикат отклонения от заложения в държавния бюджет размер на разходите за обслужване на държавния дълг;
- Пазарен риск** – Риск, свързан с неочаквани промени в нивата на пазарни променливи като валутни курсове, лихвени проценти, цени на стоки, които влияят на разходите за обслужване на дълга.
- Ликвиден риск** – Определя се от нуждата от ликвидни средства за покриване на краткосрочни задължения и отчита вероятността от възникването на ликвидни затруднения за бюджета при покриване тези задължения. Представлява разновидност на риска за рефинансиране и е пряко свързан с пазарния риск;
- Риск за рефинансиране** – Свързан е основно с вероятността от неспособност за получаване на ново финансиране, когато дългът достигне матуритет (падежиращият се дълг да не може да се рефинансира), или от получаване на ново финансиране само на много висока цена. Измерва се от размера на дълга, който трябва да бъде рефинансиран през даден период (обикновено една година);
- Риск, свързан с размера на дълга** – Асоциира се с равнището на държавния дълг, което в определени случаи може да генерира значителни заплахи за финансовата стабилност на страната;
- Риск, свързан с условните задължения под формата на държавни гаранции** – Държавните гаранции оказват съществено въздействие върху устойчивостта на държавния дълг. Свързан е с опасността от реализиране на гаранциите във времето, поради което е важно да бъде отчетен потенциалният риск от тяхното активиране;
- Оперативен риск** – Идентифицира се преди всичко с формата на организация на дейностите по управление и контрол на държавните задължения;
- Дълг до 1 година (по остатъчен срок)** – Частта от дълга, която ще се падежира в срок до 1 година;
- Среден период до матуритета (АТМ)** – Средният период до матуритета, който е средно претеглена сума на погашенията според времето до матуритета им. Той не взема предвид плащанията на лихви, така че не предоставя информация за цялостния риск от обслужването на дълга за бюджета;

$$ATM = \sum_{t=0}^n \frac{t \cdot R_t}{Nom}$$

R_t : Погашения в момент t ;

t : Период до матуритета

Nom : номинална стойност на неизплатения дълг

n : Окончателен матуритет на дълга

Съотношение между дълга с фиксиран лихвен процент и дълга с плаващ лихвен процент – Показва експозицията на дълговия портфейл на лихвен риск;

Среден период до следващо фиксиране на лихвения процент на дълговия портфейл (ATR)

$$ATR = \sum_{t=0}^n \frac{t \cdot RF_t + t_0 \cdot RV}{Nom}$$

RF_t : Погашения в момент t , който се определя на базата на планираната дата на плащане като отношение на дните от крайната дата на справка към дните на годината, в която попада плащането;

RV : Дълг с плаващи лихвени проценти в момент t_0 ;

t : време до падежа: изчислява се на базата на действително планираната дата на плащане;

t_0 : време за промяна на лихвените проценти; за дълга с променлив лихвен процент е прието $t_0=0.5$;

Nom : номинална стойност на дълга (общ размер: дълг с фиксиран лихвен процент и дълг с променлив лихвен процент);

n : последен падеж на дълга; максимален срок, в който дългът за всички избрани кредитни инструменти се погасява напълно;

Измерването на риска не взема предвид паричните потоци на лихвените плащания;

Продължителност (Duration) – Използва се като единица мярка за средния период с фиксирана лихва, който показва колко бързо промените в лихвените проценти ще окажат влияние върху разходите по дълга. Кратък срок означава, че промените в лихвените проценти ще оказват влияние върху действителните разходи по дълга бързо, докато дълъг срок означава, че лихвеният процент няма да се променя дълъг период от време за голяма част от дълговия портфейл;

Погасителен профил – Погасителният профил на дълга представлява поредица от амортизационни плащания, които възникват в резултат на неизплатения дълг;

Съотношение на дълга в чуждестранна валута към общия дълг – Показател, допринасящ за определяне на валутния и ликвидния риск.

6.2 Приложение 2: Законодателна рамка, приложима за държавния дълг в Република България

■ Държавен дълг

Държавен и държавногарантиран дълг	Консолидиран дълг на сектор „Държавно управление“
<p>Конституция на Република България</p> <ul style="list-style-type: none"> чл. 84, т. 9 – Народното събрание дава съгласие за сключване на договори за държавни заеми чл. 85, ал. 1, т. 4, 5, 7 и 8 – Народното събрание ратифицира и денонсира със закон международните договори, които: <ul style="list-style-type: none"> съдържат финансови задължения за държавата; предвиждат участие на държавата в арбитражно или съдебно уреждане на международни спорове; се отнасят до действието на закона или изискват мерки от законодателен характер за тяхното изпълнение; изрично предвиждат ратификация. 	<p>Закон за публичните финанси</p> <ul style="list-style-type: none"> урежда бюджетната рамка, общото устройство и структурата на публичните финанси и включва, в т.ч. фискалните правила и ограничения (чл. 1, ал. 1, т. 3); регламентира фискалните правила и ограничения, които обхващат както показатели по националната методология – за бюджетното салдо и разходите по консолидираната фискална програма (на касова основа) и за държавния дълг, така и показатели за сектор „Държавно управление“ (за някои правила – и за съответните му подсектори) – за средносрочната бюджетна цел за структурния дефицит, за бюджетното салдо и за консолидирания дълг за сектор „Държавно управление“; включени са конкретни разпоредби за случаите на отклонение от целта/ограничението и съответните корективни механизми и мерки за връщане към целта или определеното с правилото ограничение; въвежда дефиниция за консолидирания дълг на сектор „Държавно управление“, унифицирана с изискванията на Регламент на Съвета (ЕО) № 479/2009 от 25 май 2009 г. за прилагане на Протокола за процедурата при прекомерен дефицит.
<p>Закон за държавния дълг</p> <ul style="list-style-type: none"> урежда реда за поемането на държавен дълг и за издаването на държавни гаранции, видовете дълг и агентството по държавния дълг (чл. 1); 	
<p>Закон за публичните финанси</p> <ul style="list-style-type: none"> дължимите суми за лихви и погашения по главниците по държавния дълг съставляват приоритетно задължение на държавния бюджет (чл. 38). 	

■ Дългови ограничения

Закон за публичните финанси

I. Ограничение за консолидирания дълг на сектор „Държавно управление“

Праг за консолидирания дълг на сектор "Държавно управление"/ БВП от 60%

- Номиналният размер на консолидирания дълг на сектор "Държавно управление" към края на всяка година не може да надвишава 60 на сто от brutния вътрешен продукт (чл. 29, ал. 1).
- Консолидираният дълг на сектор "Държавно управление" към края на всяка година като съотношение спрямо brutния вътрешен продукт не може да надвишава съотношението от предходната година, докато това съотношение е над 60 на сто (чл. 29, ал. 3).

II. Ограничения за максималния размер на държавния дълг – чл. 37, ал. 1, 2, 3 и 4

- (1) Със закона за държавния бюджет за съответната година се определят ограниченията за максималния размер на:
 1. новия държавен дълг, който може да бъде поет през годината, като се посочват поотделно максималните размери на поемането на дълг:
 - а) по Закона за държавния дълг;
 - б) чрез финансов лизинг и останалите форми на дълг съгласно Регламент на Съвета (ЕО) № 479/2009 от 25 май 2009 г. за прилагане на Протокола за процедурата при прекомерен дефицит, приложен към Договора за създаване на Европейската общност (ОВ, L 145/1 от 10 юни 2009 г.), с изключение на получените като обезпечения средства по чл. 152, ал. 5, 8 и 12, както и средствата по чл. 156 и чуждите средства;
 2. новите държавни гаранции по Закона за държавния дълг, които могат да бъдат поети през годината;
 3. държавния дълг към края на годината;
 4. други гаранции, за които това е предвидено в закон.
- (2) Със закона за държавния бюджет за съответната година може да се определят и ограничения за максималния размер на дълга на подсектор "Централно управление".
- (3) В закона за държавния бюджет за съответната година се включват и всички одобрени от Министерския съвет инвестиционни проекти и специфични програми съгласно Закона за държавния дълг, които ще се финансират с държавни или държавногарантирани заеми.
- (4) В закона за държавния бюджет за съответната година се включват и проекти, надвишаващи стойностен праг, определен с акт на Министерския съвет, които ще се финансират с финансов лизинг и други форми на държавен дълг извън тези по Закона за държавния дълг.

■ Корективни механизми

Закон за публичните финанси – чл. 29, ал. 2 и 4

- В случай на превишение на номиналния размер на консолидирания дълг на сектор „Държавно управление“ над 60 на сто от brutния вътрешен продукт в средносрочната бюджетна прогноза и в закона за държавния бюджет се предвиждат мерки за ежегодното му намаление в размер, не по-малко от 5 на сто от установеното превишение, до постигане на съотношението от 60 %.
- В случаите по ал. 2 в закона за държавния бюджет за съответната година може да се предвидят допълнителни ограничения за поемането на дълг от общините и социалноосигурителните фондове, включително по отделни общини и по социалноосигурителни фондове, както и от други субекти, попадащи в сектор "Държавно управление".

■ Обхват на държавния дълг и консолидирания дълг на сектор „Държавно управление“

Държавен дълг	Дълг на сектор „Държавно управление“
1) Обхват на дълга	
<p>Закон за държавния дълг</p> <ul style="list-style-type: none"> Всички финансови задължения, поети от името и за сметка на държавата при спазване изискванията на Конституцията, съставляват държавния дълг и представляват задължение на държавата (чл. 2) <p>Закон за публичните финанси</p> <ul style="list-style-type: none"> "Държавен дълг" е дългът по Закона за държавния дълг и останалите форми на дълг съгласно Регламент на Съвета (ЕО) № 479/2009 от 25 май 2009 г. за прилагане на Протокола за процедурата при прекомерен дефицит, приложен към Договора за създаване на Европейската общност, който се поема и изплаща от централния бюджет и от лицата, чиито бюджети са част от държавния бюджет, включително чрез сметките им за средствата от Европейския съюз (§ 1, т. 15 от допълнителните разпоредби) 	<p>Закон за публичните финанси</p> <ul style="list-style-type: none"> "Консолидиран дълг на сектор "Държавно управление" е дългът на сектор "Държавно управление" съгласно изискванията на Регламент на Съвета (ЕО) № 479/2009 от 25 май 2009 г. за прилагане на Протокола за процедурата при прекомерен дефицит, приложен към Договора за създаване на Европейската общност. "Дълг на подсектор "Местно управление" е общинският дълг и дългът на всички лица, които попадат в подсектор "Местно управление", съгласно Регламент на Съвета (ЕО) № 479/2009 от 25 май 2009 г. за прилагане на Протокола за процедурата при прекомерен дефицит, приложен към Договора за създаване на Европейската общност. "Дълг на подсектор "Централно управление" е дългът на подсектор "Централно управление" съгласно Регламент на Съвета (ЕО) № 479/2009 от 25 май 2009 г. за прилагане на Протокола за процедурата при прекомерен дефицит, приложен към Договора за създаване на Европейската общност. "Дълг на социалноосигурителните фондове" е дългът на подсектор "Социалноосигурителни фондове" съгласно Регламент на Съвета (ЕО) № 479/2009 от 25 май 2009 г. за прилагане на Протокола за процедурата при прекомерен дефицит, приложен към Договора за създаване на Европейската общност. (§ 1, т. 12, 13 и 14 от допълнителните разпоредби)
2) Инструменти, формиращи дълга	
<p>Държавен дълг по Закона за държавния дълг (чл. 4 и 5)</p> <ul style="list-style-type: none"> Поемането на държавен дълг се извършва чрез: <ul style="list-style-type: none"> емисии на държавни ценни книжа; договори за държавни заеми. Държавен дълг може да се поема в следните случаи: <ul style="list-style-type: none"> за финансиране на бюджетния дефицит; за финансиране на инвестиционни проекти и специфични програми, когато са одобрени от Народното събрание; 	<p>Консолидиран дълг на сектор „Държавно управление“</p> <ul style="list-style-type: none"> емисии на държавни ценни книжа; договори за държавни заеми; финансов лизинг; други форми на дълг съгласно Регламент на Съвета (ЕО) № 479/2009 от 25 май 2009 г. за прилагане на Протокола за процедурата при прекомерен дефицит, приложен към Договора за създаване на Европейската общност (ОВ, L 145/1 от 10 юни 2009 г.),

- за рефинансиране на държавния дълг в обращение на датата на падежа или преди тази дата;
- за осигуряване на плащанията по изискуеми държавни гаранции;
- за подкрепа на платежния баланс на страната;
- за финансиране на проекти чрез финансови инструменти по смисъла на чл. 2, т. 11 от Регламент 1303/2013 на Европейския парламент и на Съвета от 17 декември 2013 година за определяне на общоприложими разпоредби за Европейския фонд за регионално развитие, Европейския социален фонд, Кохезионния фонд, Европейския земеделски фонд за развитие на селските райони и Европейския фонд за морско дело и рибарство и за определяне на общи разпоредби за Европейския фонд за регионално развитие, Европейския социален фонд, Кохезионния фонд и Европейския фонд за морско дело и рибарство, и за отмяна на Регламент (ЕО) № 1083/2006 на Съвета (ОВ, L 347/320 от 20 декември 2013), от финансови посредници, избрани от "Фонд мениджър на финансови инструменти в България" ЕАД въз основа на открита, прозрачна, пропорционална и недискриминационна процедура.

(цесии, факторинг и пр.).

Държавен дълг по Закона за публичните финанси (§ 1, т. 15 от допълнителните разпоредби)

- "Държавен дълг" е дългът по Закона за държавния дълг и останалите форми на дълг съгласно Регламент на Съвета (ЕО) № 479/2009 от 25 май 2009 г. за прилагане на Протокола за процедурата при прекомерен дефицит, приложен към Договора за създаване на Европейската общност, който се поема и изплаща от централния бюджет и от лицата, чиито бюджети са част от държавния бюджет, включително чрез сметките им за средствата от Европейския съюз.

6.3 Приложение 3: АКТУАЛНИ ПРОМЕНИ В НОРМАТИВНАТА БАЗА

Наредба за изменение и допълнение на Наредба № 5 от 2007 г. за реда и условията за придобиване, регистриране, изплащане и търговия с държавни ценни книжа (обн., ДВ, бр. 29 от 2017 г.)

- На 7 април 2017 г. в „Държавен вестник“ е обнародвана Наредба за изменение и допълнение на Наредба № 5 от 2007 г. за реда и условията за придобиване, регистриране, изплащане и търговия с държавни ценни книжа.
- На база на чл. 36, ал. 1 от ЗДД, съдържащ законова делегация за издаване на Наредба № 5 от 2007 г. за реда и условията за придобиване, регистриране, изплащане и търговия с държавни ценни книжа (Наредба № 5 от 2007 г.), разпоредбите на посочения подзаконов нормативен акт намират приложение по отношение на регистрацията на сделките с ДЦК, сключени на РП и МСТ. Извън обхвата на Наредба № 5 от 2007 г. остава търговията с ДЦК на РП и МСТ, която се регламентира от ЗПФИ и актовете по прилагането му.
- Допълнителните промени в Наредба № 5 от 2007 г. са направени с цел в обхвата ѝ да бъде включено изискването за лиценз на централните депозитари във връзка с прилагането на Регламент (ЕС) № 909 от 2014 на Европейския парламент и Съвета от 23 юли 2014 година за подобряване на сетълмента на ценни книжа в Европейския съюз и за централните депозитари на ценни книжа, както и за изменение на директиви 98/26/ЕО и 2014/65/ЕС и Регламент (ЕС) №236 /2012.
- Създаден е нов раздел I „Общи положения“ в глава трета с досегашните членове 16 и 16а и нов чл. 16б, който урежда сделките с ДЦК, сключени чрез електронна платформа за търговия, което дава възможност за стартиране на търговията с ДЦК на системата E-Bond, представляваща електронна функционалност за търговия на ценни книжа към платформата Bloomberg Professional.
- В § 1 от допълнителната разпоредба с т. 11 е дадена дефиниция на понятието „платформа за търговия“.
- С § 9 и § 10 от заключителните разпоредби е предвидено министърът на финансите и управителят на БНБ да одобряват правила за допускането до търговия и приключването на сделките с ДЦК, сключени на РП и МСТ, както и правилата по чл.16б за търговия на на ДЦК на електронна платформа, което е необходимо за стартирането на търговията на ДЦК на организирани места за търговия.

Наредба за изменение на Наредба № 15 от 2007 г. за контрол върху сделките с държавни ценни книжа (обн., ДВ, бр. 29 от 2017 г.)

- На 7 април 2017 г. в „Държавен вестник“ е обнародвана Наредба за изменение на Наредба № 15 от 2007 г. за контрол върху сделките с държавни ценни книжа.
- Целта на направените промени в Наредба № 15 от 2007 г. за контрол върху сделките с държавни ценни книжа (Наредбата № 15 от 2007 г.) е разширяване на обхвата на подзаконовия нормативен акт, като същият ще се прилага и по отношение на контрола върху системите за регистрация и сетълмент на сделките с ДЦК, сключени на РП или МСТ. В тази връзка са и направените изменения, с които се разграничават сделките и операциите, извършвани на първичен пазар, от регистрацията на сделки на вторичен пазар, включително и такива, сключени на РП и МСТ.
- Прецизирани са и текстовете на чл. 2 и чл. 3 от Наредба № 15 от 2007 г., в които е направено допълнение, че регулирането и контролът по наредбата включват не само регулирането и контрола върху сделки с ДЦК на първичен пазар, но и регулирането и контрола върху регистрацията на сделките с ДЦК на вторичния пазар. Измененията в Наредба № 15 от 2007 г. не дерогират правомощията на Комисията за финансов надзор по отношение на търговията, извършвана на РП и МСТ с ДЦК.

