

СТРАТЕГИЯ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ 2022–2024



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 2022–2024 г.	11
3.1 Развитие на националната икономика през 2021 г.	11
3.2 Очаквания за икономическото развитие през 2022–2024 г.	12
3.3 Рискове пред макроикономическата прогноза	13
4. Анализ на рисковете, свързани със структурата на държавния дълг за периода 2022 – 2024 г.	15
4.1 Риск от рефинансиране	16
4.2 Пазарен риск.....	17
4.3 Ликвиден риск	18
4.4 Риск, свързан с размера на дълга	18
4.5 Риск, свързан с условните задължения под формата на държавни гаранции.....	19
4.6 Оперативен риск	20
5. Цели на политиката по управление на държавния дълг.....	21
5.1 Подцел: Поддържане на устойчиви параметри на държавния дълг .	21
5.2 Подцел: Обезпечаване на възможностите за пазарноориентирано дългово финансиране, гарантиращо устойчивостта на държавния бюджет	22
5.3 Подцел: Развитие на пазара на ДЦК.....	24
Абревиатури и речник.....	26

Управлението на държавния дълг е цялостният процес, чиято координация се осъществява чрез създаване и изпълнение на стратегия за управление на държавния дълг. Стратегическият документ определя подхода за постигане на целите, насочени към удовлетворяване на потребностите от дългово финансиране, при отчитане влиянието и ограничителните условия на външната и вътрешната макроикономическа среда и потенциалните рискове.

Предложената Стратегия за управление на държавния дълг за периода 2022–2024 г., е изготвена при използване на най-добрите международни практики и спазване на разпоредбите на чл. 16, ал. 1 от Закона за държавния дълг и чл. 77а от Закона за публичните финанси. 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

Стратегията за управление на държавния дълг за периода 2022 – 2024 г. е изготвена в съответствие с изпълнението на показателите на държавния бюджет за 2021 г. и на база допусканията при които са разработени законопроектът на държавния бюджет за 2022 г. и проектът на актуализираната СБП за периода 2022 – 2024 г. Всяко отклонение от планираните фискални перспективи, вкл. рисковете от динамиката на епидемичната обстановка както в страната, така и в глобален план, представлява потенциален риск пред изпълнението на предварително формулираната стратегия, с ефект както върху параметрите на държавния дълг, така и на възможностите за финансиране на планираните дефицити по държавния бюджет.

Тъй като до началото на бюджетната 2022 г. държавният бюджет не е приет от Народното събрание, на база на уредбата на чл. 87, ал. 2 от Закона за публичните финанси, през 2022 година (до приемането на закон за държавния бюджет) Министерският съвет ще може да поема държавен дълг единствено за рефинансиране на дълга в обращение и то до размера на годишните погашения по държавния дълг, поет до началото на 2022 година. Предвид законовата разпоредба новият дълг, който би могъл да бъде поет ще се равнява на общия размер на погашенията по държавния дълг през 2022 г., възлизащи на 3,0 млрд. лв., в т.ч. 2,4 млрд. лв. по еврооблигации, пласирани по GMTN програмата на Република България и 304 млн. лв. по ДЦК, емитирани на вътрешния пазар. Остатъкът от общия обем на погашенията представляват погашения по държавни заеми.

Концентрирането на емисионната активност в третото тримесечие на 2021 г., през което беше поето близо две трети от необходимото дългово финансиране с ДЦК, допринесе за повишаване на цената на дълговото финансиране. В следствие на това и силната волатилност на международните пазари, доходността по държавния дълг се върна на положителни нива. Увеличените обеми за финансиране през следващия тригодишен период предполагат ограничаване на капацитета на вътрешния пазар за абсорбиране на пълния обем от дългово финансиране, което ще доведе в средносрочен план до необходимост от допълване чрез заемане на външните пазари.

В периода 2022 - 2024 г. дълговото финансиране на държавния бюджет се планира да бъде обезпечено основно посредством пласиране на емисии на ДЦК, както на местния дългов пазар, така и на международните пазари, при допускане на приемливи граници и елементи на толеранс по отношение на рисковия

профил. Определянето на структурата на новопоетия дълг се предвижда да бъде съобразено с преобладаващите пазарни тенденции и инвеститорската база, отчитайки възможностите за намаляване на риска за рефинансиране на държавния дълг и минимизиране на ликвидните рискове за държавния бюджет.

В допълнение, към пазарно-ориентираното финансиране на държавния бюджет се предвижда законодателно да бъде обезпечена и възможност за поемането на нов външен държавен дълг чрез заеми по линия на финансови инструменти от ЕС и/или от международни финансови институции. По отношение на финансирането на нови инвестиционни проекти и специфични програми с държавни и държавногарантирани заеми, възприетият консервативен подход ще продължи да се прилага.

През периода 2022 – 2024 г. е предвидена възможност за поемане на нов държавен дълг в рамките на 7,3 млрд. лв. - 9,1 млрд. лв. годишно, като размерът на дълга в обращение, който следва да бъде рефинансиран, възлиза на 3,0 млрд. лв. – 3,5 млрд. лв. годишно.

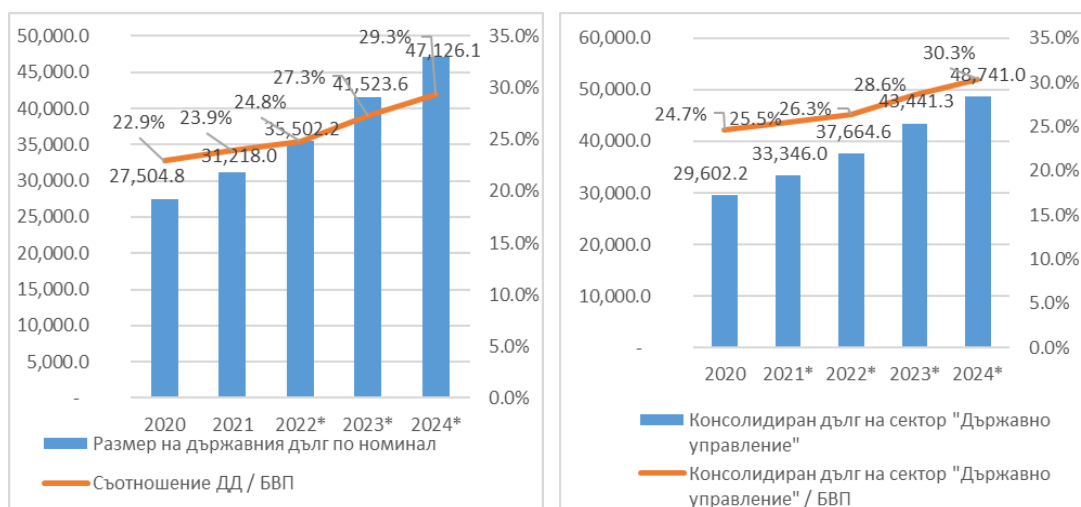
Табл. 1: Дълг и лихвени разходи – ключови параметри

Показател	2020 г.	2021	2022*	2023*	2024*
	отчет	отчет	проект	прогноза	прогноза
Държавен дълг					
Държавен дълг, млн. лв.	27,504.8	31,218.0	35,502.2	41,523.6	47,126.1
Държавен дълг/БВП (%)	22.9%	23.9%	24.8%	27.3%	29.3%
Държавногарантиран дълг					
Държавногарантиран дълг, млн. лв.	1,743.2	1,938.5	1,750.1	1,545.0	1,289.1
Държавногарантиран дълг/БВП (%)	1.5%	1.5%	1.2%	1.0%	0.8%
Дълг на сектор "Държавно управление"					
Дълг на сектор "Държавно управление", млн. лв.	29,602.2	33,346.0	37,664.6	43,441.3	48,741.0
Дълг на сектор "Държавно управление"/БВП (%)	24.7%	25.5%	26.3%	28.6%	30.3%
Разходи за обслужване на държавния дълг					
Лихвени разходи по дълга, млн. лв.	584.3	590.8	629.8	784.3	1,002.5
Лихвени разходи по дълга/БВП (%)	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%
БВП, млн. лв.	119,951.1	130,614.2	143,024.1	152,152.6	160,640.4

* по прогноза на Министерството на финансите

Източник: МФ

През 2021 г. съотношението на държавния дълг спрямо БВП достига до ниво от 23,9 % (при 22,9 % през 2020 г.). В периода 2022 – 2024 г., въз основа на допусканията и прогнозното дългово финансиране, размерът на държавния дълг в абсолютни стойности и съотношението му спрямо прогнозния БВП ще продължи да нараства от 24,8 % в края на 2022 г. (35,5 млрд. лв.) до 29,3 % през 2024 г. (47,1 млрд. лв.).

Фиг. 1: Размер на държавния дълг и дълга на сектор „Държавно управление“ за периода 2020 – 2024 г.

* по прогноза на Министерството на финансите

Източник: МФ

Динамиката на коефициентите на валутната и лихвена структура на дълга през 2022 - 2024 г. продължава да се променя в посока редуциране на дела на дълга, деноминиран във валути различни от лева и евро (JPY) от 0,2 % до 0,1 % и на частта на задълженията с плаващи лихвени купони – в диапазона между 0,9 % и 0,3 %. Практически, в края на периода около 99,9 % от задълженията ще бъдат в евро и в лева (съответно 66,3 % в евро и 33,6 % в лева), а тези с фиксирани лихви около 99,7 %, с реципрочно намаление на тези в други валути (JPY) и с плаващи лихви.

Въпреки очертаващите се перспективи относно темпа на изменение на държавния дълг и съпътстващите поемането на нов държавен дълг рискове, съотношението на лихвените разходи спрямо прогнозния БВП през целия тригодишен период ще се запази в рамките под 1,0 %, с което се избягва допълнително натоварване на държавния бюджет.

При съотношението „държавногарантиран дълг/БВП“ към 31 декември 2021 г. се очаква запазване на равнището на този индикатор спрямо 2020 г. в размер от 1,5 %, а в периода 2022 - 2024 г. да намалява през всяка една от разглежданите години до ниво от 0,8 % в края на 2024 г.

Към края на 2021 г. съотношението „дълг на сектор „Държавно управление“/БВП“ се очаква да отбележи ръст и да възлезе на ниво от 25,5 % (при 24,7 % в края на 2020 г.), като в тригодишна перспектива ще продължи да нараства, достигайки до около 30,3 % в края на 2024 г. Независимо от тези развития, прогнозните стойности на показателя се запазват под максимално допустимия референтен праг на Маастрихтския критерий за конвергенция от 60 %. ■

2. ДЪРЖАВЕН И ДЪРЖАВНОГАРАНТИРАН ДЪЛГ

2.1 Държавен дълг

Номиналният размер на държавния дълг към края на 2021 г. отбелязва значителен ръст до 31,2 млрд. лв., в сравнение с отчетеното към 31.12.2020 г. ниво от 27,5 млрд. лв. Стойността му е под прага на предвиденото в ЗДБРБ за 2021 г.¹ ограничение за максимален размер на държавния дълг в края на годината от 31,9 млрд. лв., а съотнесен спрямо БВП, общата дългова тежест достига до 23,9 % (при 22,9 % към 31.12.2020 г.). Най - висок принос за формираното номинално нарастване на дълга има полученото през годината ново вътрешно и външно финансиране, което надвишава размера на извършените погашения. Съответното разпределение между дела на външния и вътрешния държавен дълг към 31 декември 2021 г. е 72,3 % и 27,7 % (при 79,5 % и 20,5 % през 2020 г.).

Една от предварително заложените цели на заемната политика през 2021 г. бе осигуряването на пазарно ориентирано финансиране чрез провеждане на гъвкава и активна емисионна политика и диверсификация на вътрешните и външните дългови източници. За реализирането на поставената цел продължи политиката за приоритетно набиране на необходимото дългово финансиране за целите на държавния бюджет чрез активното участие на държавата като емитент на ДЦК, главно на вътрешния пазар и утвърждаване ролята на ДЦК като основен инструмент за финансиране на заемните нужди на държавата.

През 2021 г. в рамките на ограничението за поемане на нов държавен дълг в ЗДБРБ за 2021 г. от 4,5 млрд. лв. бяха пласирани ДЦК на вътрешния пазар с обща номинална стойност от 3,8 млрд. лв. (в т.ч. емисии със срочност 3 г. и 6 м., 5 г., 7 г. и 6 м., и 10 г. и 6 м., деноминирани в лева), предоставящи добри инвестиционни възможности на широк кръг участници на вътрешния пазар за суверенен дълг.

За емисията със срочност 3 г. и 6 м. се проведе един аукцион през месец ноември, на който бяха пласирани ДЦК на номинална стойност 500 млн. лв., при среднопретеглена доходност от 0,13 %.

Общият реализиран обем на 5-годишната емисия ДЦК от петте проведени аукциона до началото на месец ноември 2021 г. достигна 1,7 млрд. лв., при постигнатата среднопретеглена доходност от 0,02 %.

¹ с приетия от 46-тото Народно събрание ЗИД на ЗДБРБ за 2021 г. не се извършени промени по отношение на дълговите ограничения и параметрите по държавния дълг;

Емисията със срочност 7 г. и 6 м. беше пласирана на последния за 2021 г. аукцион, проведен в края на месец ноември. На аукциона бяха продадени ДЦК на стойност 500 млн. лв., с постигната среднопретеглена доходност 0,49 %.

Емисията със срочност 10 г. и 6 м. (референтна по отношение на показателя за оценка степента на конвергенция и един от Маастрихтските критерии), бе пласирана на три аукциона до края на месец октомври 2021 г., с общ обем на емитираните ДЦК в размер на 1,1 млрд. лв., при постигната среднопретеглена доходност за целя емитиран обем от 0,34 %.

Останалата част от полученото през 2021 г. финансиране представлява усвояване на средствата от заема², предоставен по линия на Европейския инструмент за временна подкрепа с цел смекчаване на рисковете от безработицата при извънредни обстоятелства вследствие на избухването на COVID-19 (SURE) (ОВ, L 159/1 от 20 май 2020 г.), в размер на 511,0 млн. евро или 999,4 млн. лв.

Вследствие от поетия през годината дълг средният остатъчен срок на държавния дълг в края на 31 декември 2021 г. се съкращава с близо 10 месеца, съпоставяйки го с нивото, отчетено през 2020 г. и достига до около 8 г. и 2 месеца.

При дълговите инструменти с фиксирани лихвени купони се отчита увеличение до 98,7 % за 2021 г. (при 98,1 % към 31.12.2020 г.) за сметка на намалението на дълговите инструменти с плаващи лихви (от 1,9 % в края на 2020 г. до 1,3 % в края на 2021 г.). Във валутната структура се запазва преобладаващият дял на задълженията, деноминирани в евро и лева с общ съвкупен дял от 99,8 % (при 99,7 % в края на 2020 г.), а тези в други валути намаляват до ниво от 0,2 % (при 0,3 % в края на 2020 г.).

В матуритетната структура на дълга (по остатъчен срок) към края на 2021 г. доминантна позиция заема дългът със срочност от 1 г. до 5 г. – 33,5 %, въпреки, че бележи намаление спрямо нивото от 39,2 % през 2020 г. Следва сегментът от 5 г. до 10 г., който нараства до 33,1 %, спрямо 31,2 % към края на предходната година. Значително нарастване се наблюдава и при дълга с остатъчен матуритет до 1 година – от 3 % към 31.12.2020 г. до 8,9 % към 31.12.2021 г., повлияно от настъпващия през 2022 г. падеж на еврооблигации, емитирани на МКП по GMTN програмата. При дълга с остатъчен матуритет над 10 г. се наблюдава противоположна тенденция - намалява до 24,5 % през 2021 г. от 26,6 % в края на предходната година.

² Споразумението за заем между Европейския съюз като заемодател и Република България като заемополучател, подписано за Европейската комисия на 11 декември 2020 г. и за Република България на 26 ноември 2020 г. и ратифицирано със закон от Народното събрание на 22.12.2020 г., обн., ДВ, бр.109/22.12.2020 г.

Табл. 2: Основни показатели на държавния дълг

Показатели	31.12.2020 г.	31.12.2021 г.
	отчет	отчет
Общо държавен дълг, млн. лв.	27,504.8	31,218.0
БВП, млн. лв.	119,951.1	130,614.2
Общо държавен дълг /БВП, (%)	22.9%	23.9%
Вътрешен държавен дълг, млн. лв.	5,643.6	8,637.1
Външен държавен дълг, млн. лв.	21,861.1	22,580.9
Вътрешен държавен дълг/Общо държавен дълг (%)	20.5%	27.7%
Външен държавен дълг/Общо държавен дълг (%)	79.5%	72.3%
Лихвена структура на държавния дълг		
Дълг с фиксиран лихвен процент, млн. лв.	26,973.9	30,810.7
Дълг с променлив лихвен процент, млн. лв.	530.9	407.3
Дълг с фиксиран лихвен процент (%)	98.1%	98.7%
Дълг с променлив лихвен процент (%)	1.9%	1.3%
Валутна структура на държавния дълг		
Дълг в EUR, млн. лв.	22,517.3	22,966.1
Дълг в BGN, млн. лв.	4,902.2	8,179.3
Дълг в USD, млн. лв.	-	-
Дълг в други валути, млн. лв.	85.3	72.6
Дълг в EUR (%)	81.9%	73.6%
Дълг в BGN (%)	17.8%	26.2%
Дълг в USD (%)	0.0%	0.0%
Дълг в други валути (%)	0.3%	0.2%
Матуритетна структура на държавния дълг (по остатъчен срок)		
Дълг до 1 година включително, млн. лв.	818.4	2,771.5
Дълг от 1 до 5 години включително, млн. лв.	10,785.0	10,476.3
Дълг от 5 до 10 години включително, млн. лв.	8,571.3	10,324.1
Дълг над 10 години включително, млн. лв.	7,330.1	7,646.1
Дълг до 1 година включително (%)	3.0%	8.9%
Дълг от 1 до 5 години включително (%)	39.2%	33.5%
Дълг от 5 до 10 години включително (%)	31.2%	33.1%
Дълг над 10 години включително (%)	26.6%	24.5%
Среден остатъчен срок на държавния дълг (години)	9 г.	8 г. и 2 м.

*БВП: Макроикономическа прогноза на Министерството на финансите, част от Актуализираната средносрочна бюджетна прогноза (АСБП) за периода 2022 – 2024 г. Източник: МФ

2.2 Държавногарантиран дълг

Към края на 2021 г. номиналният размер на държавногарантирания дълг (ДГД) нараства до ниво от 1,9 млрд. лв. (при 1,7 млрд. лв. в края на 2020 г.), вследствие

издадените държавни гаранции по линия на инструменти от ЕС. Като процент от БВП през 2021 г. държавногарантираните задължения се запазват на нивото от 2020 г. - 1,5 %.

По-голямата част от ДГД се формира от външни държавногарантирани заеми, предоставени основно от официални кредитори като МБВР, ЕИБ, ЕК, ЕБВР, БРСЕ, ЯБМС, КфВ и др. Вътрешният ДГД се състои от държавните гаранции, издадени по реда на Закона за кредитиране на студенти и докторанти, който към 31 декември 2021 г. заема незначителен дял от около 3,5 % в общия размер на ДГД.

Табл. 3: Размер и динамика на държавногарантирания дълг

Държавногарантиран дълг, млн. лв.	31.12.2020 г.	31.12.2021 г.
	отчет	отчет
Вътрешен държавногарантиран дълг	72.4	67.1
1.Гаранции по Закона за кредитиране на студенти и докторанти	72.4	67.1
Външен държавногарантиран дълг	1,670.9	1,871.3
1.МБВР /Световна банка/	586.7	586.7
2.ЕИБ	63.6	181.3
3.ЕБВР	586.7	586.7
4.Други (ЕВРАТОМ, ЯБМС, БРСЕ, ЕК и др.)	433.7	516.5
Общ размер на държавногарантирания дълг	1,743.2	1,938.5
Държавногарантиран дълг/БВП (%)	1.5%	1.5%

Източник: МФ

3. ИКОНОМИЧЕСКИ ПЕРСПЕКТИВИ ЗА ПЕРИОДА 2022–2024 г.

3.1 Развитие на националната икономика през 2021 г.

През 2021 г. се наблюдаваше възстановяване на световната икономика от кризата, причинена от пандемията от COVID-19. То протече различно в отделните икономически сектори. Активизирането на ваксинационния процес се отрази в облекчаване на ограниченията от второ тримесечие в много от развитите държави и съществено нарастване на БВП. Същевременно предлагането остана по-ниско от търсенето, проблемите по веригите на производство и доставки се изостриха, наблюдаваше се съществено нарастване на цените на суровините, което постепенно се прехвърли и върху цените за крайните потребители.

Растежът на БВП на България за 2021 г. се прогнозира да бъде 3,7 %. Нарастването на потреблението на домакинствата ще се забави през четвъртото тримесечие поради влошаването на епидемичната обстановка в страната, което започна от септември 2021 г., а при инвестициите в основен капитал се очаква спад за годината. Приносът на нетния износ към растежа на БВП ще е по-малко отрицателен спрямо този през 2020 г. Както износът, така и вносът на стоки се прогнозира да се възстановят до нивата си от 2019 г.

Оценката за броя на заетите в икономиката е да се запази почти на нивото си от 2020 г. (минимално увеличение от 0,1 %). Средногодишният коефициент на безработица се оценява на 5,4 %, а коефициентът на икономическа активност на населението ще се запази почти същия както през 2020 г. на ниво от 55,4 %. За 2021 г. номиналният растеж на компенсацията на един нает е оценен на 8,9 %.

В съответствие с очакванията за по-силно поскъпване на петрола и неенергийните суровини през 2021 г., инфлацията в България се очаква да достигне 6,7 % в края на годината, а средногодишната ѝ стойност да бъде 2,9 %.

Търговският дефицит се очаква да бъде 4,2 % от БВП през 2021 г., което ще е основен фактор за формиране на отрицателен баланс по текущата сметка в размер на 1 % от БВП. При услугите, с оглед значителния спад през 2020 г., ще има съществено повишение както на износа, така и на вноса, най-вече на транспортни услуги и пътувания. Излишъкът на статията услуги се прогнозира да се увеличи до 6 % от БВП.

През 2021 г. растежът на кредита за предприятия ще се ускори в синхрон с очакванията за подобряване на икономическата активност, но нарастването ще

бъде ограничено от очертаваща се слаба инвестиционна дейност в частния сектор. При домакинствата прогнозираното по-високо търсене на кредити се подкрепя от развитието на потреблението, строителството и пазара на жилища. Годишното нарастване на вземанията от предприятия се прогнозира да бъде около 4,2 %, а на вземанията от домакинствата – 12,6 %.

3.2 Очаквания за икономическото развитие през 2022 – 2024 г.

Растежът на БВП ще се ускори до 4,8 % през 2022 г., движен от инвестициите. Публичните инвестиции ще бъдат подкрепени от средствата по Националния план за възстановяване и устойчивост (НПВУ). Частното съфинансиране по линия на НПВУ ще стимулира и частните инвестиции. Те ще нарастват и поради подобрене на очакванията, свързани с намаление на несигурността сред икономическите агенти и повишеното търсене. В съответствие с очакваните по-умерени темпове на растеж на международната търговия и на икономическата активност в основните ни търговски партньори, растежът на износа на стоки ще се забави спрямо предходната година. Динамиката на вноса на стоки и услуги ще се определя от една страна от по-ограничения растеж на търсенето на суровини от експортно-ориентираните отрасли, наред с по-умереното нарастване на потреблението, и от друга – от същественото повишение на инвестициите. Отрицателният принос на нетния износ към нарастването на БВП ще се запази почти без изменение. През 2023 г. и 2024 г. растежът на икономиката ще се забави, съответно до 3,7 % и 3,4 %. Потреблението на домакинствата ще нараства подкрепено от намалението на безработицата, стабилния растеж на доходите и кредитите. Износът ще има по-нисък принос за реалното нарастване на БВП и през двете години, поради забавянето във външното търсене. Приносът на нетния износ към растежа на БВП ще остане отрицателен.

За 2022 г. се прогнозира относително висок ръст на броя на заетите от 1 %, който ще се обуславя едновременно от подобряването на епидемичната обстановка в света и в частност в България, както и на положителния ефект от първите финансови потоци по НПВУ. В резултат на положителната динамика на заетостта се очаква коефициентът на безработица за 2022 г. да намалее до 5 %, а икономическата активност на населението да се увеличи до 56,2 %. През периода 2023 – 2024 г. ръстът на заетостта ще се запази висок (в диапазона 0,8 % - 1,2 %), а коефициентът на безработица ще продължи тренда си на намаление, като се очаква да достигне средногодишна стойност от 4,3 % през 2024 г.

Средногодишното повишение на ХИПЦ през 2022 г. се прогнозира да бъде 5,6 %, а инфлацията в края на годината ще се забави до 3,1 %. В съответствие с пазарните очаквания, международната цена на петрола тип „Брент“ се очаква да се понижи с малко над 12 % в края на 2022 г., което ще доведе до поевтиняване на транспортните горива за съответния период. Приносът на базисните компоненти на ХИПЦ ще се засилва както поради нарастване на вътрешното търсене,

така и по линия на вторични ефекти от поскъпването на енергоносителите. През 2023 г. и 2024 г. енергийните стоки ще имат отрицателен принос поради очакваната низходяща динамика на международните цени. До края на прогнозния период приносът на компонентите на базисната инфлация ще бъде водещ за формиране на инфлацията в страната, но ще се забавя. Средногодишният темп на инфлация ще бъде 2,7 % през 2023 г. и 2,2 % през 2024 г.

През 2022 г. очакваното продължаващо нарастване на цените на повечето от международно търгуваните стоки ще подкрепи запазване на двуцифрени номинални растежи при търговията със стоки, въпреки по-умерените нараствания на изтъргуваните количества. Подкрепен от по-високата инвестиционна активност вносът ще продължи да изпреварва износа, което ще допринесе за нарастване на търговския дефицит до 6,2 % от БВП. През годината растежът на приходите от посещения на чуждестранни туристи ще се ускори, което ще е в основата на нарастването на излишъка при търговията с услуги (6,9 % от БВП). Дефицитът по текущата сметка ще остане почти непроменен (1,3 % от БВП). В периода 2023 – 2024 г. номиналният растеж на вноса на стоки ще продължи да изпреварва този на износа и да допринася за нарастване на търговския дефицит. Дефицитът по текущата сметка ще се повиши като отношение към БВП до 1,9 % и 2,5%, съответно през 2023 г. и 2024 г.

Растежът на кредита за домакинствата се прогнозира да се забави до 9,4% през 2022 г., отчитайки края на частния мораториум, очакванията за охлаждане на пазара на жилища, забавяне на нарастването на компенсациите на наетите и потребителските разходи. През периода 2023 - 2024 г. кредитът за домакинства ще продължи да нараства с относително висок, но забавящ се темп. Кредитът за нефинансови предприятия ще се ускори през 2022 г. и 2023 г. в синхрон с възстановяването на частните инвестиции, подкрепени и от НПВУ. Общо вземанията от частния сектор през 2022 г. ще се увеличат с 6,6 %, а през 2023 г. - с 6,8 %.

3.3 Рискове пред макроикономическата прогноза

Представената прогноза е зависима от развитието на епидемичната обстановка както в страната, така и в световен план. Реализацията на прогнозата е силно зависима от появата и разпространението на новите варианти на вируса и степента, в която здравната ситуация, респ. мерките за справяне с епидемията, се отразяват върху икономиката. При налагането на стриктни и продължителни мерки срещу разпространението на COVID-19 е възможно да се наблюдава послаба от очакваната икономическа активност през първата половина на 2022 г. Различна от очакваната динамика на стабилизиране на здравната ситуация може да доведе до съществени отклонения в прогнозата през целия прогнозен хоризонт.

Продължаване на проблемите по каналите за доставка и през 2022 г. могат да се отразят в отлагане на поръчките за следващи периоди или дори в трайно понижаване на външното търсене. Това ще има отрицателно въздействие основно върху експортно ориентиранияте отрасли.

Рисковете пред прогнозата за инфлацията през 2022 г. са свързани най-вече с реализацията на допусканията за динамиката на международните цени, като се засилват тези във възходяща посока за продължаващо поскъпване на всички основни групи суровини.

Възможно е нарастване на инфлацията, което ще ограничи реалния растеж на доходите, да доведе до по-голямо от очакваното забавяне в растежа на потреблението на домакинствата през 2022 г. Високата несигурност би могла да доведе и до отлагане на възстановяването на частните инвестиции. Риск в периода 2022 – 2024 г. е и реализирането на инвестициите по линия на проектите по НПВУ и на проектите, финансирани по Многогодишната финансова рамка на ЕС. Забавяне в стартирането на проектите по НПВУ би се отразило отрицателно на растежа на БВП за 2022 г.

4. АНАЛИЗ НА РИСКОВЕТЕ, СВЪРЗАНИ СЪС СТРУКТУРАТА НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ ЗА ПЕРИОДА 2022 – 2024 Г.

Степента на влиянието на отделните рискове върху профила и параметрите на държавния дълг е оценена чрез извършения анализ на риска. Резултатите от проведеня анализ, разгледани по-долу, отразяват ефектите върху характеристиките на държавния дълг при допусканията за ново дългово финансиране, предвидени при изготвянето на проекта на ЗДБРБ за 2022 г. и на АСБП за периода 2022 - 2024 г. Динамиката на наблюдаваните показатели се предопределя от основните фискални параметри и показатели на рамката на държавния бюджет, както и влиянието на текущите макроикономически прогнози. Оценката на изменението на дълговите индикатори представлява своеобразен ориентир при определяне на границите на допустимата експозиция на дълга и цели да бъдат минимизирани рисковете, които дълговата структура генерира.

Табл. 4: Индикатори за оценка на риска

Риск	Индикатор	2020 г. - отчет	2021 г. - отчет	2022 г. - проект	2023г.- прогноза*	2024 г. - прогноза*
Риск за рефинансиране	Дълг до 1 г. (по остатъчен срок като дял от държавния дълг, %)	3,0%	8,9%	7,9%	8,0%	5,5%
	Среден период до матуритета (години) - Average time to maturity (ATM)	8,6	8,0	8,6	9,7	10,2
Лихвен риск	Съотношение между дълг с фиксиран лихвен процент и дълг с плаващ лихвен процент (%)	98,1% / 1,9%	98,7% / 1,3%	99,1% / 0,9%	99,5% / 0,5%	99,7% / 0,3%
	Среден период до следващо фиксиране на лихвените купони (години) - Average time to refixing (ATR)	8,6	8,0	8,6	9,7	10,3
	Продължителност (години) - Duration	7,6	7,3	7,7	8,5	8,9
Валутен риск	Съотношение между външен и вътрешен държавен дълг (%)	79,5% / 20,5%	72,3% / 27,7%	68,1% / 31,9%	66,3% / 33,7%	65,4% / 34,6%
	Съотношение между дълга в рисковено неутрални валути - лева и евро спрямо дял на дълга в други валути (% от общия размер на държавния дълг)	99,7% / 0,3%	99,8% / 0,2%	99,8% / 0,2%	99,8% / 0,2%	99,9% / 0,1%
Ликвиден риск	Съотношение между дълг до 1 г. (по остатъчен срок) и данъчно-осигурителни приходи (%)	2,3%	7,0%	6,2%	7,0%	5,2%
Риск, свързан с размера на дълга	Съотношение между консолидиран дълг на сектор "Държавно управление" и БВП (%)	24,7%	25,5%	26,3%	28,6%	30,3%
	Съотношение между държавен дълг и БВП (%)	22,9%	23,9%	24,8%	27,3%	29,3%
Риск, свързан с условните задължения	Съотношение между държавногарантиран дълг * и държавен дълг (%)	6,3%	6,2%	4,9%	3,7%	2,7%
	Съотношение между държавногарантиран дълг и БВП (%)	1,5%	1,5%	1,2%	1,0%	0,8%
Оперативен риск	- 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.					

Забележка: *Данните са прогнозни. Взети са предвид допусканията за ново дългово финансиране, заложили при изготвяне на разчетите по проекта на ЗДБРБ за 2022 г. и проекта на АСБП 2022-2024.

Източник: МФ

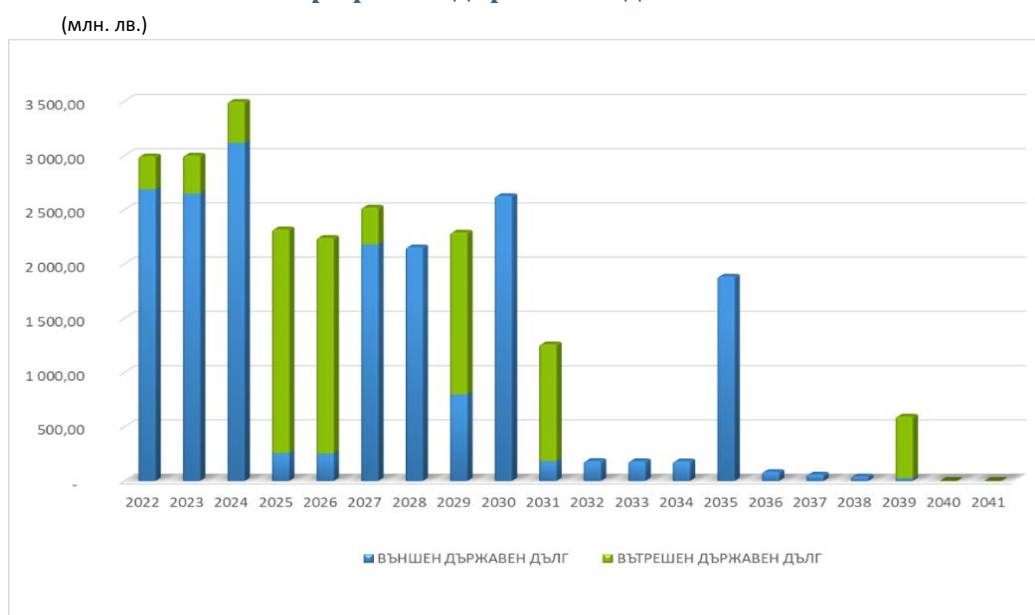
4.1 Риск от рефинансиране

Степента на влиянието на риска от рефинансиране е функция от времевото разпределение и размера на настъпващите плащания по дълга, в пряка зависимост както от възможностите за акумулиране на необходимите средства за покриване им, така и от цената на финансиране.

През тригодишния период 2022 - 2024 г. амортизационният профил на държавния дълг се характеризира с настъпващи падежи на облигациите, емитирани на МКП³, главно пласирани като част от основаната Глобална програма за емитиране на дълг на МКП. Размерът на предстоящите през този период погашения по еврооблигациите се движи в порядъка на 2,4 млрд. лв. – 2,9 млрд. лв. годишно, а общият съвкупен обем на погашенията по държавния дълг, съответно в диапазона между 3,0 млрд. лв. и 3,5 млрд. лв. годишно.

Наличието в структурата на дълга на предстоящи падежи в големи обеми е основният фактор при формиране на заемната стратегия за набавяне на необходимия финансов ресурс за рефинансиране на дълга в обращение. На тази основа се планира преобладаващата част от необходимите дългови ресурси да бъде осигурена чрез пазарно-ориентирани търгуеми инструменти, както на местния, така и на международните капиталови пазари, позиционирани в различни матуритетни сегменти, в т.ч. разнообразяване на предлаганите инструменти при отчитане на съпътстващите ги рискове. Важен приоритет, допълващ тези мерки е недопускане на допълнително концентриране на плащания в годините с натоварен погасителен профил.

Фиг. 2: Погасителен профил на държавния дълг*



* По активния дълг, поет към 31 декември 2021 г.

Източник: МФ

³ Към настоящия момент в дълговото портфолио на Република България има осем емисии еврооблигации, пласирани на МКП – седем под GMTN програмата с падеж 2022 г., 2023 г., 2027 г., 2028 г., 2030 г., 2035 г. и 2050 г., както и една със самостоятелна документация с падеж през 2024 г.

С приближаването на предстоящите погашения по еврооблигационните емисии се наблюдава нарастване на дела на държавния дълг с остатъчен срок до 1 година към общия размер на държавния дълг в обращение до ниво от 8,9 % през 2021 г., а през периода 2022 - 2024 г. намалява, като се движи в граници между 8,0 % и 5,5 %.

Прогнозните стойности на параметъра среден период до матуритета (АТМ) показват удължаване на неговата стойност от 8 години през 2021 г. до около 10 години в края на 2024 г. Тези очаквания също са поставени в зависимост от оставащото време до падеж и сумата от амортизационните плащания, като удължаването на матуритета на дълга съдейства за ограничаване и намаляване влиянието на риска за рефинансиране.

4.2 Пазарен риск

За целия разглеждан период в дълговия портфейл доминантна част представляват инструментите, деноминирани в рисково неутрални валути (евро и лева) и тези с фиксирани лихвени проценти.

Прогнозните данни от извършения анализ показват, че делът на дълга, деноминиран във валути различни от еврото и лева, спада от 0,2 % в края на 2021 г. до 0,1 % в края на 2024 г. Паралелно с това, частта на дълга с фиксирани лихви се покачва до 99,7 % в края на 2024 г. (при 98,7 % към 31.12.2021 г.). Съответно, коефициентите на дълга в лева и евро и на този с плаващи лихвени купони към 31.12.2024 г. представляват 99,9 % и 0,3 % (при 99,8 % и 1,3 % в края на 2021 г.).

При така очертаната валутна и лихвена структура на дълговите задължения, практически при сценарий за евентуални драстични промени в нивата на валутните курсове и лихвени проценти, същите не биха довели до изменение както в номиналната стойност на дълга, така и в планирания финансов ресурс за неговото обслужване и не индикира сериозна зависимост на дълговия портфейл от въздействието на пазарните рискове. Същевременно по този начин се осигурява по-добра прогнозируемост по отношение на разходите за обслужване на държавните задължения и облекчава натиска върху държавния бюджет.

През периода 2021 – 2024 г. стойността на индикатора „средно време за фиксиране на лихвените купони по дълга“ (Average time to refixing) се увеличава с около две години, като в края на прогнозния период 2024 г. нивото му регистрира стойност от около 10 години. Очакванията за по-висока стойност на АТМ показват неутралитет на голяма част от дълга по отношение на промяната на лихвените купони в краткосрочен план и предполага по-ниска уязвимост на риск.

4.3 Ликвиден риск

Ликвидният риск се асоциира с вероятността от възникването на ликвидни затруднения за държавния бюджет при покриване на краткосрочните задължения на правителството. Сред факторите, които оказват влияние върху него през периода на действие на стратегията са несигурността, свързана с разпространението на COVID-19, степента на възстановяване на икономическата активност в Европа и в света, както и основните рискове пред развитието на българската икономика. Отчитайки тези развития, за реализиране на поставените цели на управлението на дълга в средносрочен период е необходимо координирането им с общите фискални цели на правителството. В резултат на това, основният фокус на дълговото управление е насочен към обезпечаване на средствата в обеми, необходими за рефинансиране на падежиращия се дълг и финансиране на планираните дефицити по държавния бюджет.

При съотношението „дълг до 1 година/данъчно-осигурителни приходи“, измерител на ликвидния риск, в средносрочен план не се очакват съществени колебания. В периода 2021 - 2024 г. индикаторът се намалява, като се движи в диапазона между 7,0 % – 5,2 %. Влияние върху показателят оказват основно предстоящите падежи на еврооблигационните емисии.

4.4 Риск, свързан с размера на дълга

Дългогодишната фискална дисциплина и ниската дългова тежест на страната ни в ЕС представляват добра изходна основа и осигуряват фискално пространство в бъдеще. В резултат от идентифицираните през периода 2022 - 2024 г. потребности от набавяне на значително финансиране от дългови източници, размерът на дълга следва устойчива тенденция на увеличение, както като номинална величина, така и като съотношение към БВП.

Общата дългова тежест на сектор „Държавно управление“, съотнесена спрямо БВП се прогнозира да регистрира нарастване до ниво от 25,5 % през 2021 г. (при 24,7 % в края на 2020 г.). Предварителните очаквания сочат, че стойността на индикатора ще продължи да нараства през всяка година от периода 2022–2024 г., достигайки съответно до 26,3 %⁴ през 2022 г., 28,6 %³ през 2023 г. и 30,3 %³ през 2024 г. Предварителните стойности за изменение на параметъра се запазват под пределната горна граница на дълговото правило от 60 %, поради което рисковете пред устойчивостта на дълга остават ниски.

Върху прогнозите за нарастването на консолидираните задължения водещо влияние оказва темпът на изменение на държавния дълг, компонентът в дълга на сектора с най-висок дял, който отбелязва сходен ръст. Съотношението „държавен дълг/БВП“ през разглеждания период от 24,8 % през 2022 г.

⁴ Спрямо прогнозното ниво на БВП съгласно макроикономическа прогноза на Министерството на финансите, част от Актуализираната средносрочна бюджетна прогноза за периода 2022 – 2024 г.

достига до 29,3 % в края на 2024 г. И през следващия тригодишен период, неутрално върху дълга на сектор „Държавно управление“ се запазва въздействието на другите два подсектора „Местно управление“ и „Социалноосигурителни фондове“.

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

Прогнозните изчисления показват ниски нива на основните показатели, които измерват влиянието на риска, свързан с държавните гаранции. Очакват се положителни ефекти както по линия съотношението на държавногарантирания дълг към общия размер на държавния дълг, така и отнесен спрямо БВП.

Относителният дял на държавните гаранции в общия размер на държавния дълг към края на 2021 г. представлява 6,2 %, като в рамките на предстоящия тригодишен период се предвижда постепенно да продължи да намалява от 4,9 % през 2022 г. до 2,7 % в края на 2024 г.

Към края на 2021 г. в номинално изражение ДГД леко се покачва до 1,9 млрд. лв. в сравнение с нивото, отчетено през предходната година от 1,7 млрд. лв., а спрямо БВП се стабилизира в рамките на 1,5 %. През 2022-2024 г., ДГД постепенно намалява до 1,3 млрд. лв. в края на 2024 г. или под 1 % от БВП (0,8 % през 2024 г.). Подходът при одобряването на нови държавни гаранции ще се запази стриктно регулиран, подчинен на нормативно определени правила и критерии, и ще бъде обвързан с оценка на риска за държавния бюджет.

При оценка на бъдещото влияние на риска и с цел предотвратяване на потенциални негативни ефекти от него ще продължи да се отчита както необходимостта от поемането на нови държавни гаранции за подкрепа на приоритетни области, в т.ч. и такива произтичащи от международни задължения на Република България и инициативи предприети в рамките на Европейския съюз, така и потенциалните възможности за реализиране на риска от активиране на вече издадени държавни гаранции. Запазва се установената практика в рамките на годишния закон за държавния бюджет да се определят ограничения за максималния размер на новите държавни гаранции, които могат да бъдат издадени през съответната година и да се планират средства за покриване на риска от активиране на държавни гаранции. Този подход е превенция срещу възможни ликвидни затруднения за държавния бюджет при реализиране на сценарий за материализиране на условните задължения. Към момента задълженията, обезпечени с държавни гаранции, се обслужват регулярно и в съответствие с поетите договорености, като предвидените в държавния бюджет средства за покриване на риска от активиране на държавни гаранции не са използвани.

4.6 Оперативен риск

Минимизирането на оперативния риск е тясно свързано с формата на организация на дейностите по управление на държавния дълг. Понастоящем същите са структурирани в рамките на едно административно звено при спазване на широко приложими принципи и надеждни практики за прилагане на системите за мониторинг и контрол. В рамките на разработените правила и вътрешни процедури за работа в звеното, отговорно за управлението на дълга, ясно са систематизирани отговорностите на служителите, което в бъдеще гарантира минимизиране влиянието на оперативния риск. Спазването и прилагането на тези законови разпоредби и регламентирани изисквания, подобряват рисковия профил. Посредством непрекъснатата поддръжка и усъвършенстване на функционалните възможности на създадената информационна система за анализ, прогнози и управление на държавния дълг (официален регистър на държавния и държавногарантирания дълг по чл. 38 от ЗДД), автоматизираща процесите по обработка на данните, свързани с управлението на суверенните задължения, се гарантират качество, надеждност и достоверност на генерираната информация. Стриктното придържане към установените в тази област правила и процедури ще продължи да влияе в положителна посока върху рисковия профил. ■

5. ЦЕЛИ НА ПОЛИТИКАТА ПО УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ

Основната цел на дълговото управление е осигуряване на необходимите средства за рефинансиране на дълга в обращение и финансиране на планирания дефицит по държавния бюджет

5.1 Подцел: Поддържане на устойчиви параметри на държавния дълг

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

Политиката по управление на държавния дълг за периода 2022 - 2024 г. ще бъде насочена основно към навременно обезпечаване на необходимите средства за финансиране на държавния бюджет, както и за покриване на настъпващите в значителни обеми падежи по дълга в обращение. Поемането на нов държавен дълг ще се извършва при спазване на вече утвърдените практики и законоустановени процедури. Ежегодното определяне на ограничения за максималния размер на дълга, който може да бъде поет през годината, регламентирани чрез годишния закон за държавния бюджет отразяват ангажиментите на емитента по отношение обема и възможните източници на новото дългово финансиране.

Изборът на нови заемни ангажименти и определянето на източниците на финансиране ще бъде съпътстван както от анализ на преобладаващите пазарни условия и цената на финансиране, така и от оценка на възможностите, които предоставят заемното финансиране по линия на инструменти на ЕС и/или международни финансови институции. Този подход гарантира оптимален избор при осигуряване на необходимите средства от дългови източници, минимизиране на ликвидните рискове при изпълнението на държавния бюджет и рисковете за рефинансиране на държавния дълг при запазване устойчивостта на основните дългови параметри.

С оглед осигуряване на стабилност и предвидимост на разходите за обслужване на държавния дълг ще се запази тенденцията за поемане на дълг, деноминиран в лева и в евро и при фиксирани лихвени купони, без да се изключват другите възможни алтернативи.

В следващите години политиката при издаването на нови държавни гаранции и при финансирането на инвестиционни проекти с държавни заеми ще бъде рестриктивна, стриктно регулирана, подчинена на нормативно определените критерии и обвързана с рисковете за държавния бюджет.

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

Завишените потребности от осигуряване на ново дългово финансиране в големи обеми, пряко обвързани с провежданата бюджетна политика и нуждата от средства за финансиране на правителствените нужди, в т.ч. на мерките за преодоляване на последиците от продължаващата пандемия от COVID-19 са определящ фактор за динамиката в нивото на държавния дълг през следващите години. Планираното на тази основа значително по обем дългово финансиране ще окаже влияние в посока нарастване на дълга в средносрочен план. Това от своя страна налага усилията да бъдат насочени към непрекъснат текущ мониторинг на размера и профила на дълга с оглед превенция от влошаване на параметрите и устойчивостта му, както същевременно гарантира спазването на законово регламентирания дългови ограничения. Независимо от очакваното увеличение на дълга обаче се предвижда нивото на консолидираните задължения да остане под максимално допустимата референтна стойност на дълговия критерий от Маастрихт от 60 %. За постигането на тези цели допълнително ще допринесат определяните в годишните закони за държавния бюджет ограничения за максимални стойности на държавния дълг към края на годината, максималният размер на новия държавен дълг, който може да бъде поет в рамките на годината и на новите държавни гаранции, които могат да бъдат издадени през бюджетната година.

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

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

В периода 2022 - 2024 г., заемната политика ще продължи да бъде гъвкава, в т.ч. посредством разнообразяване на предлаганите инструменти и насочена към обезпечаване на достъп до дълговите пазари за набирането на необходимото дългово финансиране.

При спазване на предвидените в годишния закон за държавния бюджет дългови ограничения за поемане на нов държавен дълг, основно с цел за рефинансиране на дълга в обращение и обезпечаване на финансов ресурс за покриване на планираните дефицити по държавния бюджет, в резултат от негативното влияние на епидемията от COVID-19 върху икономическата и социалната сфера се предвижда да бъдат използвани както емисии на ДЦК на местния пазар, така и облигации на МКП, които представляват обективен и международно търгуем еталон за оценка на страната. Високите нива на ликвидност при пазарните участници и достъпът до широк кръг от инвеститори, проявяващи силен интерес към придобиването на български суверенен дълг, превръщат пазарно ориентираното финансиране в ефективен и основен източник за осигуряване на дългово финансиране на държавния бюджет. С оглед ефективното текущо управление на бюджетните касови потоци и ликвидността на публичните финанси се запазва възможността за предлагане на краткосрочни емисии на ДЦК, които се емитират и падежират в рамките на съответната бюджетна година и не натоварват плащанията по държавния дълг през следващите години.

Определянето на параметрите на новите емисии ще се базира на погасителния профил на държавния дълг, преобладаващите пазарни условия и инвеститорското търсене. Ще се предлагат стандартизирани дългови инструменти при фиксиран лихвен процент, в лева и в евро като основни заемни валути.

■ 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

Глобалната средносрочна програма на Република България за издаване на облигации на МКП е създадена в началото на 2015 г. с ратифицираните от Народното събрание със закон (ДВ, бр. 16 от 2015 г.) договор за дилърство, договор за агентство и акт за поемане на задължения (обнародвани в ДВ, бр. 25 от 2015 г.). Тя представлява стандартизиран за международната инвестиционна общност инструмент за емитиране на облигации, подчинени на английското право, регистрирани за търговия на Люксембургската фондова борса, с клиринг и сетълмент в Юроклиър и Клиърстрийм. Посредством основаната програма държавата има възможност за пласиране на облигации както на европейския, така и на американския пазар, използване на различни алтернативи при избора на инструменти, валути, срочности, публичен или частен пласмент и подходящ времеви период за излизане на външните пазари.

Максималният съвкупен номинален обем на облигациите, които могат да бъдат издадени в изпълнение на средносрочната програма за емитиране на

дълг на МКП (лимит на програмата), беше увеличен от 8 млрд. евро на 10 млрд. евро с извършената актуализация на ЗДБРБ за 2020 г.

До началото на октомври по програмата са емитирани еврооблигации със съвкупен номинален обем от 7,644 млрд. евро или остатъкът по програмата възлиза на 2,356 млн. евро. Предвид очакванията за завишено дългово финансиране през периода 2022 - 2024 г. и с оглед гъвкавост при избор на инструмент за финансиране, се налага да бъде актуализиран максималният съвкупен номинален обем на облигациите (от 10 млрд. евро на 12 млрд. евро), които могат да бъдат издадени в изпълнение на средносрочната програма. Конкретният лимит за издаване на облигации по средносрочната програма за всяка година ще бъде в рамките на дълговите ограничения, предвидени в съответния годишен ЗДБРБ. Максималната срочност на книжата, които могат да бъдат поети по програмата, е 30 години, като за първи път през септември 2020 г., успешно беше реализирана емисия с такъв матуритет при изключително изгодни за емитента условия. Резултатите от извършената трансакция като коефициент на покритие и доходност категорично затвърдиха позициите на Република България като стабилен емитент на МКП с устойчиви макроикономически фундаменти.

Конкретният матуритет и обем на всеки транш се определят по време на т.нар. маркетингов процес, през който емитентът се представя на съответната инвестиционна общност и са съобразени с погасителния профил на държавния дълг. Наличието на правна рамка за издаване на серия от траншове на МКП предоставя възможност за гъвкавост при избор на най-оптималната стратегия за реализиране на емисионната политика и по-ефективно управление на рисковия профил на държавния дълг.

5.3 Подцел: Развитие на пазара на ДЦК

■ **Мярка: Предприемане на стъпки за разширяване обхвата на мониторинга на вторичния пазар на ДЦК и въвеждане на системата за маркет-мейкърство**

В началото на 2021 г. бе създаден Комитет на първичните дилъри (ПД) на ДЦК (Комитета), между министъра на финансите и ПД на ДЦК, каквато е и утвърдената практика в държавите-членки (ДЧ) на Европейския съюз (ЕС). Комитетът има съвещателни функции и служи за взаимен обмен на информация и препоръки между емитента и ПД на ДЦК. В края на 2021 г., със Заповед № ЗМФ-1358 от 31.12.2021 г., бяха утвърдени Критериите за избор на ПД на ДЦК, като бяха добавени качествени критерии, включително определяне на задължения за котировки на ПД на ДЦК (маркет-мейкърство) на съответните места за търговия, с цел синхронизиране с установените добри практики във

всички ДЧ на ЕС. В допълнение, от началото на 2022 г. се използва и технически способ, посредством който е автоматизиран процесът по отчитане на данните за маркет-мейкърството.

В края на февруари 2021 г., стартира същинската дейност на процеса по изграждане на интегрирана информационна система - „Система за мониторинг, анализ, регистрация и търговия на ДЦК“ (СМАРТ) като в рамките на годината бяха завършени три от модулите „Приложно администриране“, „Входящи данни“ и „Регистър на късите продажби“, а до края на 2022 г. ще бъдат разработени и другите два модула „Статична информация“ и „Динамична информация“.

Паралелно с това, МФ предприе законодателна инициатива в посока обезпечаване на процеса по предоставяне на информация от страна на Комисията за финансов надзор към МФ с оглед прилагане на Регламент (ЕС) № 236/2012 на Европейския Парламент и на Съвета от 14 март 2012 година относно късите продажби и някои аспекти на суапите за кредитно неизпълнение, във връзка с чл. 17а, ал. 1 от Закона за държавния дълг. Законовите промени ще бъдат реализирани през 2022 г., а впоследствие се предвижда да се обезпечи и автоматизиран обмен на информация между двете институции, чрез изграждане на сигурни механизми, технологично обезпечени от двете институции.

Ще продължат усилията за отчитане на националните особености и постигане на положителни икономически ефекти при интеграцията на вътрешния пазар на суверенен дълг към единния европейски пазар, включително обслужващата го пазарна инфраструктура, посредством нормативни и инфраструктурни изменения с оглед насърчаване на интеграцията на чуждестранните инвеститори, към местния пазар на суверенен дълг, включително и в контекста на бъдещото присъединяване към еврозоната. ■

АБРЕВИАТУРИ И РЕЧНИК

■ Използвани аббревиатури

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
КфВ	Кредитанщалт фюр Виедерауфбау (KfW)
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
ФГВБ	Фонд за гарантиране на влоговете в банките
ЯБМС	Японска банка за международно сътрудничество
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 държавния бюджет. 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 държавния бюджет 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 (ATM) – 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 държавния бюджет;

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

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.