

Стратегия за управление на държавния дълг

Март 2003

Съдържание

- I. Институционална структура и нормативна уредба
- II. Структура на дълга
 - Вътрешен дълг
 - Външен дълг
- III. Организация на управлението на дълга
- IV. Рискове, свързани със структурата на дълга
 - 1. Риск за рефинансиране
 - 2. Риск, свързан с размера на дълга
 - 3. Пазарен риск
 - 4. Ликвиден риск
 - 5. Риск, свързан с поемането на държавни гаранции
- V. Цели на управлението на дълга
 - 1. Поддържане на устойчив номинален размер на дълга, като постепенно се намалява съотношението му спрямо БВП
 - 2. Намаляване на риска за бюджета от обслужване на дълга
 - 2.1. Плавно постигане на балансирана лихвена структура
 - 2.2. Намаление на дела на дълга в щатски долари
 - 3. Увеличение на относителния дял на вътрешния дълг за сметка на намалено външно финансиране
 - 4. Плавно увеличение на дюрацията на дълга
 - 5. Намаляване на риска за рефинансиране чрез поддържане на равномерен погасителен профил
 - 6. Повишаване на координацията между функциите по управление на дълга и управление на активите на бюджета
 - 7. Поддържане на минимално ниво на издаваните държавни гаранции и на финансирането на инвестиционни проекти с държавни заеми
- VI. Мерки за изпълнение на целите на стратегията в средносрочен аспект
 - А. Плавно увеличение на дълга с фиксирани лихви до постигане на балансирана, рисково неутрална структура (45-50 %)
 - Б. Увеличаване на дела на дълга, деноминиран в лева и евро
 - В. Увеличаване на дела на вътрешния дълг за сметка на намалено външно финансиране
 - Г. Създаване на предпоставки за развитие на вторичен пазар
 - Д. Развитие на системите за провеждане на аукциони и регистрация на ДЦК
 - Е. Увеличаване на дела на емисиите за дребни инвеститори
 - Ж. Увеличаване на дела на пазарните инструменти за сметка на намаление на заемите от официални кредитори
 - З. Диверсификация на външните емисионни пазари и инвеститорската база
 - И. Поддържане на фискален резерв, покриващ минимум едногодишния размер на плащанията по дълга (около 1 млрд. евро)
 - К. Повишаване на координацията между управлението на дълга и активите във фискалния резерв

- Л. Въвеждане на репо-операции
- М. Използване на възможности за предварително изплащане на дълг
- Н. Поддържане на активен диалог с рейтинговите агенции
- О. Рестриктивен подход при финансирането на публични проекти с държавен дълг или с държавна гаранция
- П. Подпомагане развитието на паричен пазар
- Р. Насърчаване на емисии в лева на международни финансови институции
- С. Предприемане на активен и прагматичен подход за събиране на вземания по дългове от други държави и намаляване на нетния дълг

Индекс на графиките

- Графика 1. Плащания по вътрешния и външния държавен и държавногарантиран дълг
- Графика 2. Изменение на вътрешния държавен дълг
- Графика 3. Емисии на краткосрочни и дългосрочни ДЦК на първичен пазар
- Графика 4. Доходност на ДЦК на вторичен пазар към 21 февруари 2003
- Графика 5. Доходност на ДЦК на първичен пазар
- Графика 6. Структура на външния дълг по кредитори към 31 декември 2002
- Графика 7. Влияние на движението на валутните курсове и лихвените проценти върху плащанията по дълга (лихви и главници) през 2004 г.
- Графика 8. Влияние на движението на валутните курсове върху размера на държавния дълг (вътрешен и външен)
- Графика 9. Съотношение Държавен дълг/БВП
- Графика 10. Лихвени разходи по обслужване на дълга (в % от БВП*)
- Графика 11. Лихвена структура на държавния и държавногарантирания дълг (вътрешен и външен)
- Графика 12. Валутна структура на държавния и държавногарантирания дълг (вътрешен и външен)
- Графика 13. Структура на износа в оригинални валути
- Графика 14. Валутна структура на държавния и държавногарантирания дълг (вътрешен и външен)
- Графика 15. Дял на вътрешния дълг в общия размер на дълга
- Графика 16. Предложени от МФ и заявени от първичните дилъри количества за ДЦК на първичния пазар
- Графика 17. Активи на пенсионните дружества и застрахователните компании
- Графика 18. Плащания по вътрешния държавен дълг
- Графика 19. Среден матуритет на ДЦК в обращение, емитирани за финансиране дефицита
- Графика 20. Структура на дълга по видове инструменти към 31.12.2002 г.
- Графика 21. Нетен държавен дълг
- Графика 22. Размер на фискалния резерв
- Графика 23. История на кредитния рейтинг на България

Резюме

Стратегията за управление на държавния дълг е документ, който синтезира вижданията и намеренията на правителството за политиката по управление на дълга в средносрочен аспект. Тя се изготвя на основание Закона за държавния дълг и обхваща тригодишен период. Целта ѝ е да запознае публиката за насоките на развитие на този сектор и съответно на влиянието, което той ще окаже върху цялата икономика на страната.

Стратегията се състои от три основни части. Първата дава информация за настоящото състояние на институционалната структура, нормативната уредба, организацията на управлението и състоянието на дълга към края на 2002 година.

Втората част разглежда рисковете, предопределени от размера и структурата на дълга, и дефинира целите на политиката по управление, които следва да доведат до минимизиране на рисковете. Като основна цел е изведено осигуряването на безпрепятствено финансиране на бюджета и рефинансиране на дълга при минимално възможна цена в средно- и дългосрочен аспект и при оптимална степен на риск. Разгледани са и подцелите, които следва да доведат до реализирането на основната цел. При формулирането на целите са разгледани предпоставките, които ще подпомогнат постигането им, а също така и причините, които налагат съответните промени.

Третата част съдържа конкретните мерки, които правителството предвижда да предприеме за постигане на набеязаните цели. Те са определени в зависимост от състоянието и перспективите за развитие на различни сектори на икономиката и са обвързани макроикономическите прогнози в тригодишен хоризонт. Очертани са различни варианти на действие в зависимост от благоприятстващите фактори на вътрешните и международните пазари и фискалния сектор.

Материалът е подкрепен със сериозна по обем фактология и статистика, чиято цел е да представи фундамента на представените анализи и поставените задачи.

Стратегията ще бъде актуализирана ежегодно в съответствие с икономическото развитие, пазарните показатели и постигнатите резултати и ще бъде одобрявана от Министерския съвет заедно с тригодишната бюджетна прогноза.

Стратегията за управление на държавния дълг има за цел да очертае основните насоки и приоритети на дълговата политика в средносрочен аспект. Значителният размер на дълга и на разходите за неговото обслужване и рефинансиране оказват съществено влияние, както върху бюджета на страната, така и върху платежния баланс, банковата система и паричния пазар, поради което политиката по управлението им е изключително важна за поддържането на макроикономическата стабилност и доверието в системата на паричен съвет. Определянето на 2007 година като цел за присъединяване към Европейския съюз и съответно приемането на изискванията на валутния съюз поставя и нови изисквания към институционалната организация и инфраструктурата на вътрешния пазар. Настоящият материал обхваща периода 2003 – 2005 година на базата на бюджетната рамка и макроикономическите прогнози за развитие, като поставя и по-дългосрочни цели в контекста на икономическите процеси, свързани с присъединяването, както и с ангажиментите за изпълнение на критериите за членство.

I. Институционална структура и нормативна уредба

През 2002 година беше приет **Закон за държавния дълг**, с който беше обединена съществуващата нормативна уредба и беше създадена яснота по отношение на процедурите и правомощията при емитиране на дълг.

Министерският съвет е органът, който поема дълг от името на държавата и издава държавни гаранции в съответствие с изискванията на Конституцията. На министъра на финансите е делегирана отговорността по емитиране на държавни ценни книжа и договарянето и подписването на договори за държавни заеми и споразумения за издаване на държавни гаранции в рамките на лимитите поставени от Закона за държавния бюджет. Управлението и наблюдението на дълга се извършва от Министерство на финансите, като то предоставя и официалната информация. Агент по държавния и държавногарантирания дълг е БНБ, за която са предвидени задължения по поддържане на системи за регистрация и обслужване на дълга, организация и провеждане на аукциони на държавни ценни книжа, регистрация на сделките с държавни ценни книжа на вторичен пазар, участие в подбора на първични дилъри и други съвместно договорени дейности.

Законът поставя забрана за нарастването на съотношението на консолидирания държавен дълг (държавния дълг, дълга на общините и на социалноосигурителните фондове) спрямо БВП година, докато размерът му е над 60 %. Също така се въвеждат ежегодно определяни от Закона за държавния бюджет лимити за максималния размер на новия държавен и държавногарантиран дълг, който може да бъде поеман, и за максималния размер на държавния дълг към края на годината.

Дългът на общините, социалноосигурителните фондове, БНБ и други местни лица не е държавен и не поражда никакви задължения за държавата, освен в случаите, когато е издадена държавна гаранция.

Държавни гаранции се издават от Министерския съвет при спазване на изискванията на Конституцията за ратификация. Договарянето и подписването на гаранционни споразумения и гаранционни писма е делегирано на министъра на

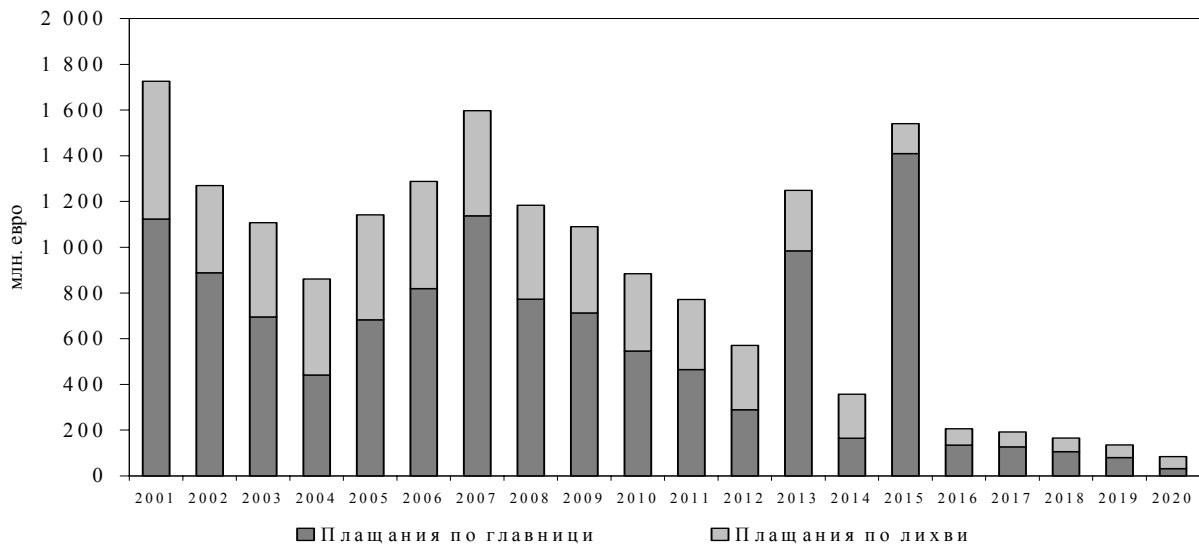
финансите. Проектите, които се финансират със заеми с държавна гаранция, се избират от Министерския съвет и списъкът им е част от закона за държавния бюджет за съответната година.

II. Структура на дълга

В края на 2002 г. държавният и държавногарантираният дълг е 9.3 млрд. евро. От него 88.4 % е външен и 11.6 % - вътрешен. Дългът представлява 56.0 % от БВП. Основната му част е деноминирана в чужда валута, като само 8.2 % е в лева. Останалата част е предимно в щатски долари (55-56 %, отчитайки доларовия компонент на дълга в СПТ), което е предопределено от заемната политика през 80-те и началото на 90-те години. С насочването на политическите и търговските приоритети към Европейския съюз постепенно беше увеличаван и дела на задълженията в евро. Към декември 2002 техният размер е 31.5 % (включително евровия компонент на дълга в СПТ). Лихвената структура на дълга също не е балансирана – 59.1 % са задължения, по които се плащат плаващи лихви. Дългът е относително добре разсрочен във времето - по голяма част от задълженията са с оригинален матуритет над 5 години. Плащанията са разпределени равномерно с изключение на годините 2007, 2013 и 2015 година, когато падежират емисии на евро- и глобални облигации.

Графика 1

Плащания по вътрешния и външния държавен и държавногарантиран дълг



Забележка: Прогнозите за плащанията са на база ратифицираните заеми към 31.12.2002 г.

Плащанията през 2013 и 2015 г. са между 1.2 и 1.5 млрд. евро. Това, като тежест на обслужване, съпоставена спрямо прогнозното БВП за съответните години, ще бъде значително по-ниско от размера през 2001 г., когато плащанията по дълга надминаха 1.5

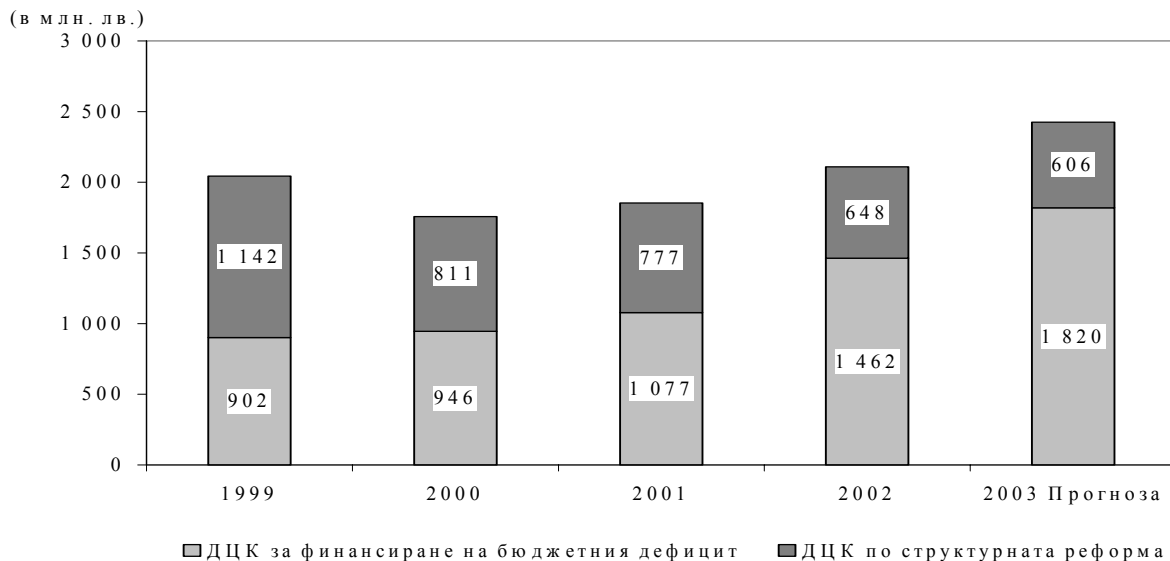
млрд. евро. Сегашната стойност (PV) на тези плащания е съответно 0.69 млрд. евро (дисконтирани с доходността по емисията в евро с падеж 2013 г. - 6.0 %) и 0.71 млрд. евро (дисконтирани с доходността по емисията в щатски долари с падеж 2015 г. - 6.6 %). Поради тази причина тези години не се приемат като проблематични от гледна точка на обслужване. Единствено 2007 остава период, сравнително натоварен откъм амортизационни плащания. От дължими около 1 млрд. евро погашения, 260 млн. са към МВФ, 250 млн. – по еврооблигационна емисия, 209 млн. – по брейди облигации, 260 млн. – към Световна банка, Европейски съюз, по държавни инвестиционни заеми и държавни гаранции и др. Този пик в плащанията може да бъде адресиран чрез активни мерки и използване на деривативи от страна на Министерство на финансите, а също така може да бъде пасивно рефинансиран в годините 2006 и 2007.

Вътрешен дълг

Вътрешният дълг е изцяло секюритизиран. Най-голяма част от държавните ценни книжа (ДЦК) са емитирани за финансиране на бюджетния дефицит – 69.2 %. Останалата част са емисии, предназначени за разрешаване на структурни проблеми в периода на прехода - за покриване на невъзвращаемите кредити на банките, отпускани на държавни предприятия до 1990 г., и за гарантиране на депозитите в обявените през периода 1996 – 1998 в несъстоятелност банки.

Графика 2

Изменение на вътрешния държавен дълг

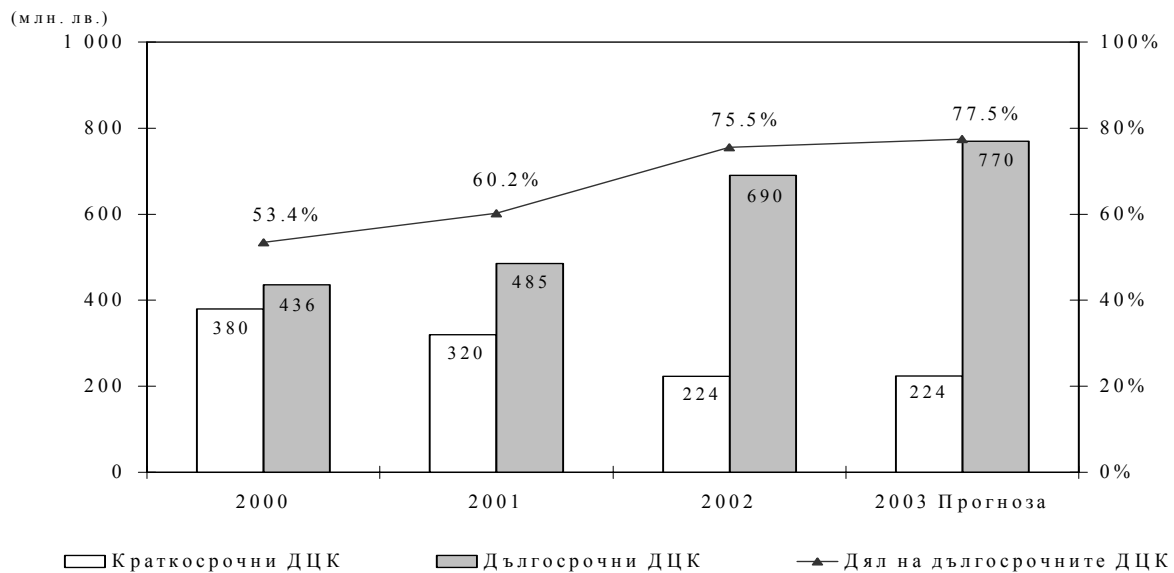


ДЦК за финансиране на дефицита се емитират на аукционен принцип основно в рамките на предварително публикуван календар. Той се представя пред публиката преди края годината и обхваща следващата финансова година. Предвидена е също и

възможност за извънредни емисии, които се обявяват с двуседмично предизвестие. През последните няколко години матуритетът на ДЦК значително се удължи в резултат на стабилната макро среда и банкова система, навлизането на пенсионните фондове с дългосрочни капитали и повишеното доверие от страна на външни и вътрешни инвеститори към политиката за управление на дълга на правителството. **Средният срок на ДЦК в обращение нарасна от 30 до 57 месеца** (графика 19), като същевременно кривата на доходността беше удължена от 5 на 10 години. **Забележителното в случая е, че въпреки увеличениния обем на емисиите и удължаването на матуритета, се постигна и чувствително намаление на реализираната на аукционите доходност** (графики 4 и 5).

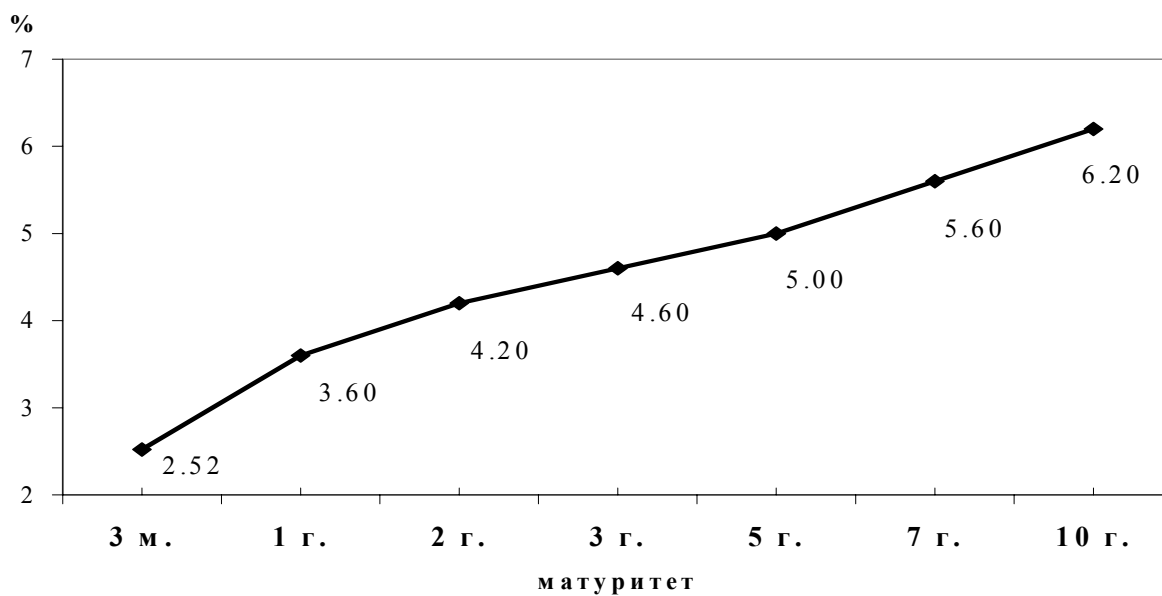
Графика 3

Емисии на краткосрочни и дългосрочни ДЦК на първичен пазар



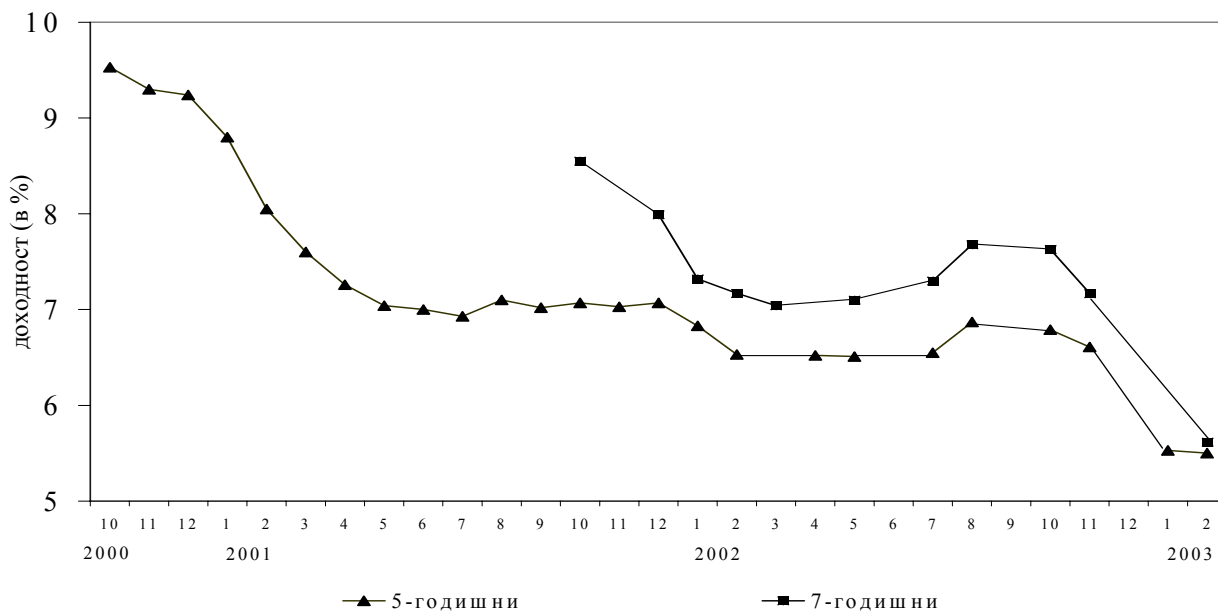
Графика 4

Доходност на ДЦК на вторичен пазар към 21 февруари 2003



Графика 5

Доходност на ДЦК на първичен пазар



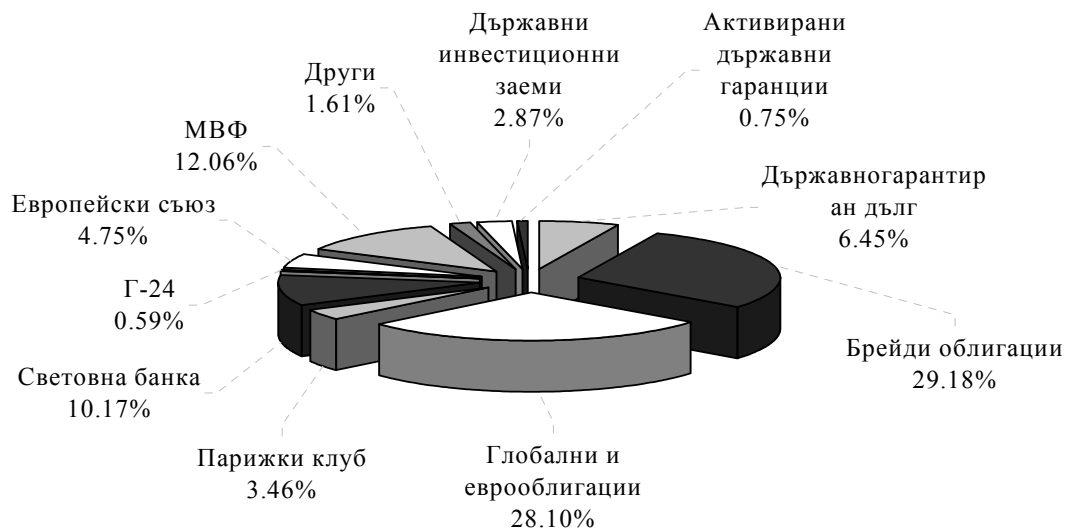
Първичният пазар се осъществява посредством система от първични дилъри. Те се избират за срок от шест месеца на базата на изпълнението на определени от Министерство на финансите и БНБ критерии, отразяващи финансовото състояние и активността на първичен и вторичен пазар на финансовите институции. Вторичният пазар е все още недостатъчно активен и развитието му е един от важните приоритети на Министерство на финансите.

Външен дълг

Голяма част от външния дълг е формиран през 80-те години. Мораториумът върху обслужването му през 1990 година води до сключването на споразумения за реструктуриране на задълженията към Лондонския клуб (през 1994 г.), в резултат на което са емитирани Брейди облигации, и към Парижки клуб (през 1992-1994 г.). Останалата част от дълга са кредити от Световна банка, МВФ, Европейски съюз и други официални кредитори. През ноември 2001, след дългогодишна пауза, бяха емитирани петгодишни еврооблигации, като заявките на проведения аукцион превишаваха предложеното количество 4.5 пъти. През 2002 беше извършена частична замяна на брейди облигации с глобални. Към края на 2002 година 57.3 % от външния дълг е представен от търгуеми ценни книжа и 42.7 % от заеми.

Графика 6

Структура на външния дълг по кредитори към 31 декември 2002



Замяна на Брейди облигации с глобални

Замените на брейди с глобални облигации, извършени през април и октомври 2002 година, бяха проведени като част от общата стратегия за оптимизиране структурата на дълга. Към момента на двете транзакции бяха постигнати следните стратегически резултати:

- намаление на номиналния размер на външния дълг с 209 млн. щ.д.;
- удължаване на дюрацията на външния дълг, приблизително с 2.7 години, в резултат на емитирането на двете нови глобални емисии;
- спестявания на база нетна настояща стойност, в размер на около 110 млн. щ.д.;
- освобождаване на 360 млн. щ.д. обезпечение, благодарение на което бе увеличен размерът на фискалния резерв и избегната необходимостта от реализирането на нови емисии в сравнително неблагоприятна пазарна среда (каквато бе несигурността около развоя на президентските избори в Бразилия);
- значително подобрене на валутната структура на държавния дълг посредством увеличението на дела на задълженията, деноминирани в евро за сметка на тези в щатски долари (в рамките на 2002 година размерът на доларовите задължения намаля съответно с 13 процентни пункта до 50%, считано към края на годината);
- напредък по отношение изпълнението на една от дългосрочни цели при управлението на дълга, а именно ребалансиране на лихвената композиция в посока редуциране на плаващите лихви (делът им в края на 2002 година спадна до 59% от общия държавен дълг);
- ограничаване на риска от плащане на допълнителни лихви върху емисията DISC, обвързан с условието за засилване на икономическия растеж и запазване на реалния прираст на БВП над 4% след 2006 година;
- намаление на цената на новото финансиране на бюджета и на частния сектор чрез дългови емисии на международните и вътрешни капиталови пазари посредством трайно понижение на дългосрочната рискова премия на българския облигационен дълг с 2 до 4 процентни пункта в зависимост от матуритета;
- създаване на ликвидна крива на доходността от стандартни инструменти, търгувани на външните пазари;
- удължаване на кривата на доходността за рефинансиране в евро до 10 години и в щатски долари до 12 години;
- намаляване на зависимостта от официалните външни кредитори чрез осигуряване на безпрепятствен достъп до частните пазари на дълг.

III. Организация на управлението на дълга

В последните години управлението на дълга е съсредоточено в Министерство на финансите. През 1997 г. е създадена дирекция “Държавни и гарантирани от държавата дългове”, която се състои от три отдела:

“Вътрешен дълг” - организира емисионната дейност на вътрешния пазар, следи за обслужването на вътрешния дълг и наблюдава паричните пазари;

“Външен дълг” - следи за обслужването на външния дълг, подготвя емисиите на ценни книжа на международните пазари, наблюдава държавногарантирания дълг и дълга на общините;

“Анализи по дълга” – наблюдава състоянието и движението на дълга, извършва анализи, подготвя периодичните издания, свързани с държавния дълг, наблюдава международните пазари и подготвя статистическите данни за дълга.

Договарянето на заеми от международни финансови институции се извършва от дирекция “Външни финанси”. Това е и звеното, отговорно за събирането на просрочени вземания по дългове от трети страни.

Аукционите за продажба на ДЦК на вътрешния пазар се провеждат от БНБ на основата на съвместна наредба и сключен договор. Условиата на емисиите се обявяват предварително от Министерство на финансите.

Управлението на касовите наличности (фискалния резерв) се извършва съвместно от БНБ и Министерство на финансите при предварителни инструкции от Министерство на финансите.

От 1999 г. в Министерство на финансите се поддържа система за регистрация и анализ на държавния и държавногарантирания дълг. Системата дава възможност за наблюдение на дълга, за изчисление на дължимите суми за обслужване, за извършване на прогнози на паричните потоци и на дълга, както и за оценка на влиянието на промени във валутните курсове и лихвените проценти върху плащанията по дълга. Информацията може да се ползва в различни формати, в т.ч. и информация за структурата на дълга (матуритетна, валутна, лихвена и др.)

IV. Рискове, свързани със структурата на дълга

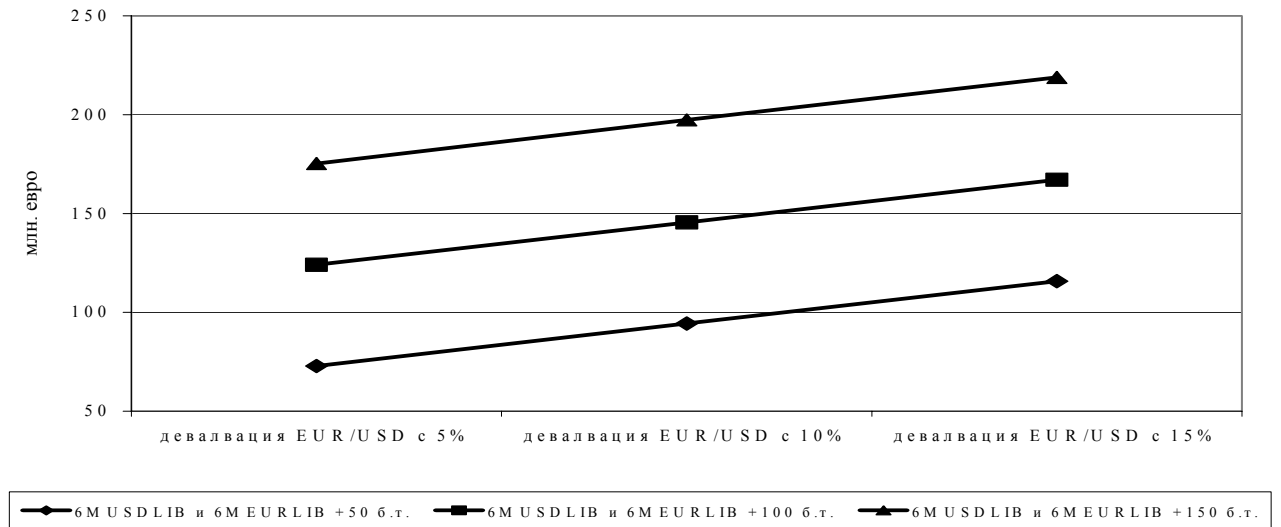
Дълговата тежест върху икономиката на страната може да бъде оценена по различни критерии. Съотношението на дълга към БВП е един от най-важните индикатори. Достигнатото в края на 2002 година ниво от 56 % вече може да бъде определено като приемливо от гледна точка на Маастрихските критерии и в сравнение с по-голяма част от европейските държави. За 2001 година усредненият показател за ЕС е 63 %, но по-голяма част от страните се движат в диапазона 40-57 %. В същото време обаче трябва да бъде отчетено, че рискът за рефинансиране на такъв размер на дълга в страните членки е значително по-нисък, тъй като те са с кредитни рейтинги от инвестиционен клас.

Като втори показател може да бъдат разгледани разходите за лихви по дълга като дял от БВП. През 2002 г. за България той е 2.3 %, а през следващите три години се

предвижда да се движат около 2.3 – 2.4 %. Тези нива обаче са зависими от движението на валутните курсове и лихвените проценти на международните пазари.

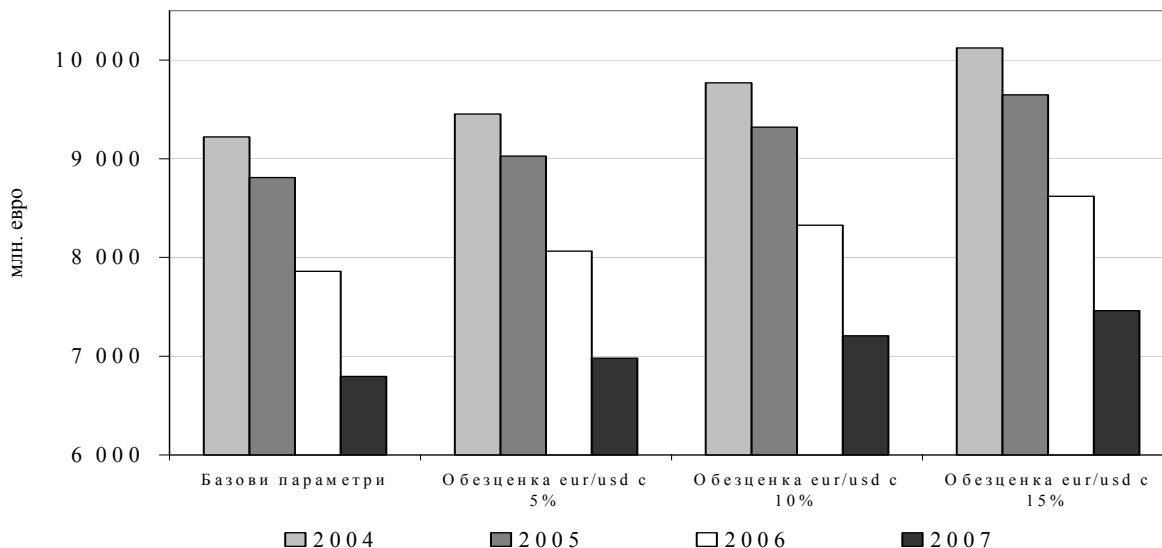
Графика 7

**Влияние на движението на валутните курсове и лихвените проценти
върху плащанията по дълга (лихви и главници) през 2004 г.**



Направените анализи за 2004 г. сочат, че при непроменена структура на дълга увеличение на шестмесечния LIBOR за щатски долар и за евро със 100 базисни точки води до увеличение на лихвените плащания с около 40-50 млн. евро. От друга страна 10 % обезценка на еврото спрямо долара води до около 540 млн. евро увеличение на номиналния размер на държавния дълг (вътрешен и външен), представен в евро, което е съответно 2.8 % от БВП.

**Влияние на движението на валутните курсове
върху размера на държавния дълг (вътрешен и външен)**



Изчисленията са направени на базата на дълга към 31.12.2002 г. без предвидени нови усвоявания

На базата на тези индикатори и структурата на дълга може да бъдат изведени няколко основни риска, които следва да се имат предвид при определянето на приоритетите при управлението на дълга.

1. Риск за рефинансиране

Рискът за рефинансиране е свързан с емитирането на дълг с цел покриване на погашенията по вече съществуващ дълг. Той се отнася, както до възможностите за акумулиране на необходимите средства, така и до цената на финансиране. Степента на риска е функция от времето разпределение и размера на плащанията по дълга.

Както вече беше споменато, дългът на България е относително добре разсрочен и концентрация на плащания се наблюдава само в някои години. През 90-те години източници за рефинансиране на външния дълг бяха основно заеми от официални кредитори, а по вътрешния – емисии на ценни книжа на вътрешния пазар. Предвид значително подобрените икономически условия в последните пет години, и особено през последната година и половина, **в бъдеще заемната политика ще се ориентира все повече към капиталовите пазари и частните кредитори, т.е. към по-голям дял на секюритизирания дълг.** Това от своя страна налага да се обърне по-голямо внимание на планирането на финансовите нужди и съответното им финансиране, както и на **изграждането и разширяването на лоялна диверсифицирана база от институционални и частни инвеститори в български дълг.**

2. Риск, свързан с размера на дълга

Обикновено при оценката на този вид риск се определя дали размера на дълга може да създаде предпоставки за нарушаване на финансовата стабилност. Доколкото българският дълг в последните две десетилетия безспорно е на високо ниво, анализът на риска, свързан с размера на дълга, трябва да бъде насочен по-скоро към определянето на граници, към които следва той да се намалява. Съотношението дълг/БВП към 2002 година и тенденциите на сериозен спад през последните три години са положителен фактор. Планираните бюджетни дефицити под 1 % от БВП и целта за постигане на балансиран бюджет през 2005 г. също очертават благоприятна среда за намаление на дълга. Въпреки това, остава сериозен въпросът за финансиране на инвестиционни и социални проекти с държавни заеми, особено в контекста на поетите ангажименти по присъединяването към ЕС.

3. Пазарен риск

Пазарният риск е свързан с движението на валутните курсове и лихвените проценти на вътрешните и международните капиталови пазари. Структурата на българския дълг определя значителна зависимост от пазарните индикатори на обслужването на дълга и съответно на бюджетните разходи. Имайки предвид рестриktivната фискална политика и големият размер на разходите от бюджета, свързани със структурни промени, дълговата политика трябва да бъде насочена към намаляване на несигурността от валутните и лихвените колебания и постигане на по-добра предвидимост на лихвените плащания.

4. Ликвиден риск

Ликвидният риск се свързва с възможността за посрещане на краткосрочните задължения и разходи. С въвеждането на системата на паричен съвет в България беше взето решение за поддържане на определени нива на фискалния резерв с цел минимизиране на риска от невъзможност за финансиране на краткосрочни нужди. **Понастоящем като долен праг за неговия размер се приема сумата от едногодишното обслужване на дълга (около 1 млрд. евро).** На практика обаче нивата му са значително над минималните. Това от своя страна поставя въпроса за ефективното управление на касовите наличности с цел осигуряване на баланс между ликвидност и доходност за бюджета.

5. Риск, свързан с поемането на условни задължения

Размерът на държавногарантирания дълг към момента е около 4.4 % от държавния дълг. Затруднения достъп до капиталовите пазари и ниската рентабилност на проектите, реализирани в публичния сектор, оказват обаче все по-голям натиск за издаване на държавни гаранции. Този процес трябва да бъде стриктно регулиран, подчинен на определени критерии и обвързан с оценка на риска за бюджета.

Изброените рискове не представляват изчерпателен анализ на проблемите, свързани с дълга, но дават основа за формулиране на приоритетите при управлението му.

V. Цели на управлението на дълга

Основната цел на дълговата политика ще бъде осигуряването на безпрепятствено финансиране на бюджета и рефинансиране на дълга при минимално възможна цена в средно- и дългосрочен аспект и при оптимална степен на риск.

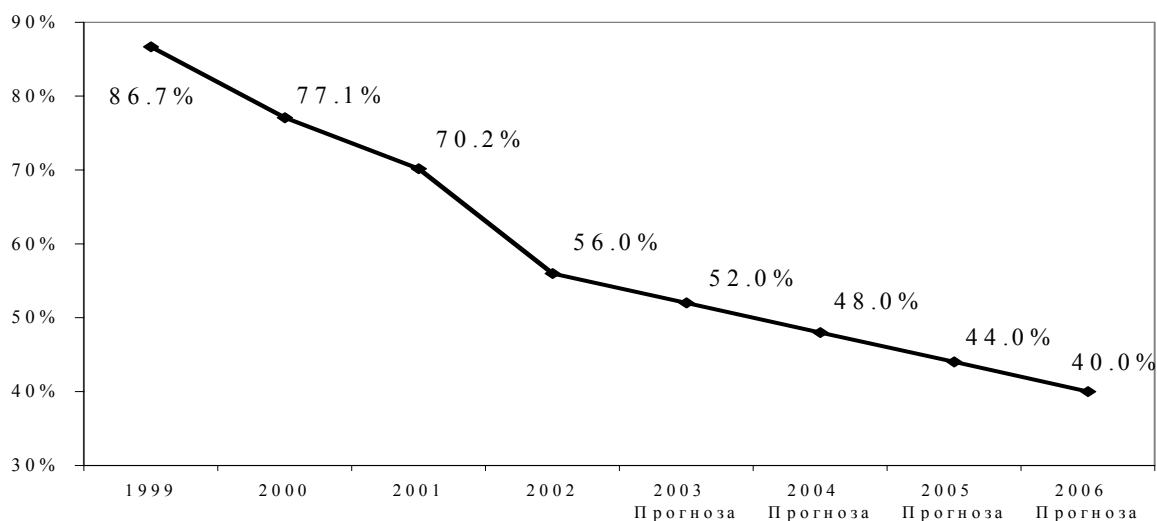
За постигането ѝ приоритет ще бъдат и следните подцели:

1. Поддържане на устойчив номинален размер на дълга, като постепенно се намалява съотношението му спрямо БВП.

Въпреки постигнатия огромен напредък в тази насока през последните няколко години, размерът на дълга остава доста висок. Обслужването му е между 860 и 1 600 млн. евро годишно през следващото десетилетие, което в условията на дефицит по текущата сметка изисква сериозен приток на външни капитали от преки чуждестранни инвестиции или пазарно рефинансиране. Предвид и намаляването на приходите от приватизация в близките няколко години, внимателната и сигурна заемна политика е изключително важна за макростабилността и доверието във валутния борд.

Графика 9

Съотношение Държавен дълг/БВП



Прогнозите са направени при следните допускания за годините 2004 - 2006: ръст на БВП 4.0 %; инфлация 3.5 %, форуърд валутен курс EUR/USD, устойчив номинален размер на дълга.

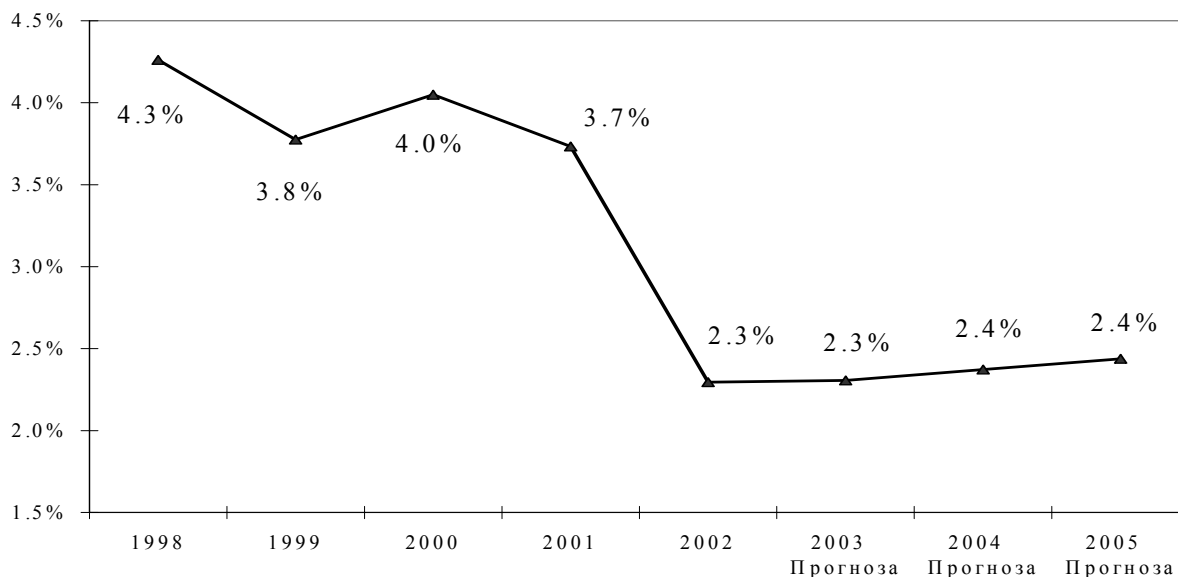
Брутният външен дълг като дял от БВП е най-силно зависим от валутните курсове (евро/долар) и от вътрешната инфлация. Шокове върху ръста на БВП, реалните лихвени проценти и бюджетните приходи оказват относително слабо влияние. При повечето сценарии обаче в средносрочен аспект съотношението дълг/БВП отбелязва намаление (Източник: IMF, Debt Sustainability Analysis, Second Review Under the Stand-By Arrangement). Тези връзки трябва да се вземат предвид при планирането и структурирането на бъдещите емисии на дълг.

2. Намаляване на риска за бюджета от обслужване на дълга

Лихвените разходи по дълга през следващите три години ще варират между 2.3 и 2.4 % от БВП, което е под нивото на страни със значително по-висок кредитен рейтинг и не представляват заплаха за бюджетния дефицит и рефинансирането на дълга. В тази връзка поддържането на първичен излишък от 1.8 – 2.4 % от БВП ще осигури финансова стабилност и ще спомогне за балансирането на бюджета в тригодишен период. Очакваното покачване на съотношението до 2.4 % се базира на пазарните данни от форуърдните криви. Намалението на лихвените разходи от 3.8 - 4.3 % при предишното правителство до 2.3 – 2.4 % се дължи, както на временния спад на нивата на LIBOR, така и най-вече на трайното понижаване на дългосрочната рискова премия върху български дълг и повишението на кредитния рейтинг.

Графика 10

Лихвени разходи по обслужване на дълга (в % от БВП*)



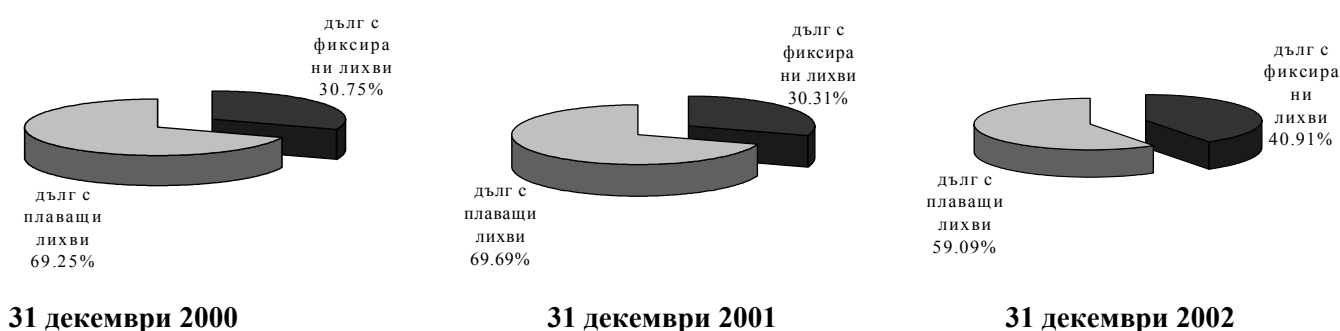
*Прогнозен размер съгласно тригодишната макроикономическа прогноза

2.1. Плавно постигане на балансирана лихвена структура

Структурата на дълга предполага сериозна зависимост на плащанията от международните лихвени проценти.

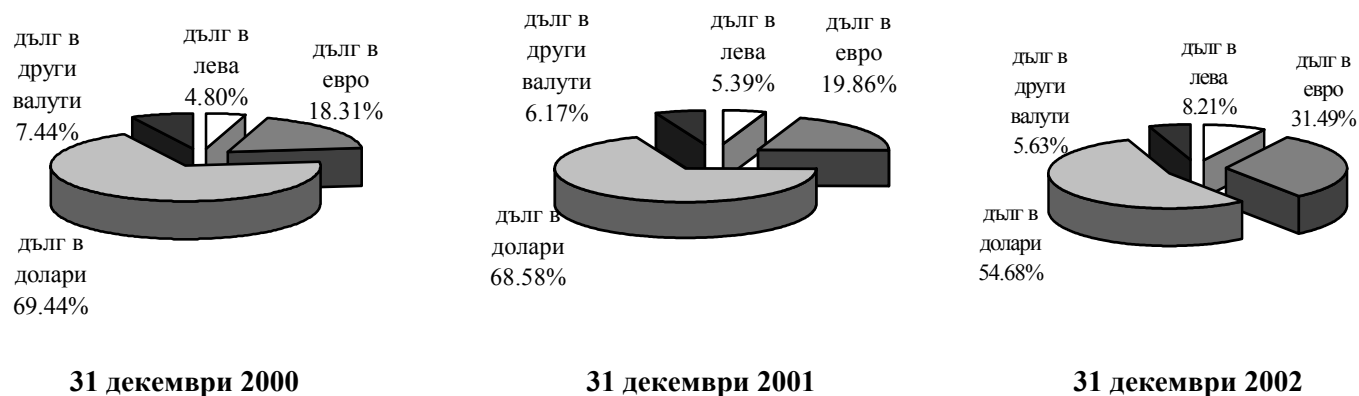
Графика 11

Лихвена структура на държавния и държавногарантирания дълг (вътрешен и външен)



Делът на дълга с плаващи лихвени купони е 59.1 %. При определянето на оптимално ниво, до което да бъде намален техният дял трябва да се имат предвид предимствата и недостатъците на зависимостта на обслужването на дълга от флукуациите на LIBOR. От една страна по-високият дял на фиксираните купони води до по-добра прогнозируемост на лихвените разходи и естествено до по-малка нужда от резервни фондове за покриване на валутни и лихвени флукуации. Като резултат се дава възможност за провеждане на по-ефективна разходна политика. От друга страна при отворени икономики, като българската, плаващите лихви играят ролята на естествен хедж (застраховка) срещу слаб растеж в САЩ и Еврозоната. Нисък растеж в икономиките на основните търговски партньори води до понижаване на референтните LIBOR за евро и щатски долар, което рефлектира в по-облекчени лихвени разходи за нашия бюджет. **Поради тези причини съотношението между плаващи и фиксирани лихви през следващите години е желателно да достигне и да се поддържа балансирано.**

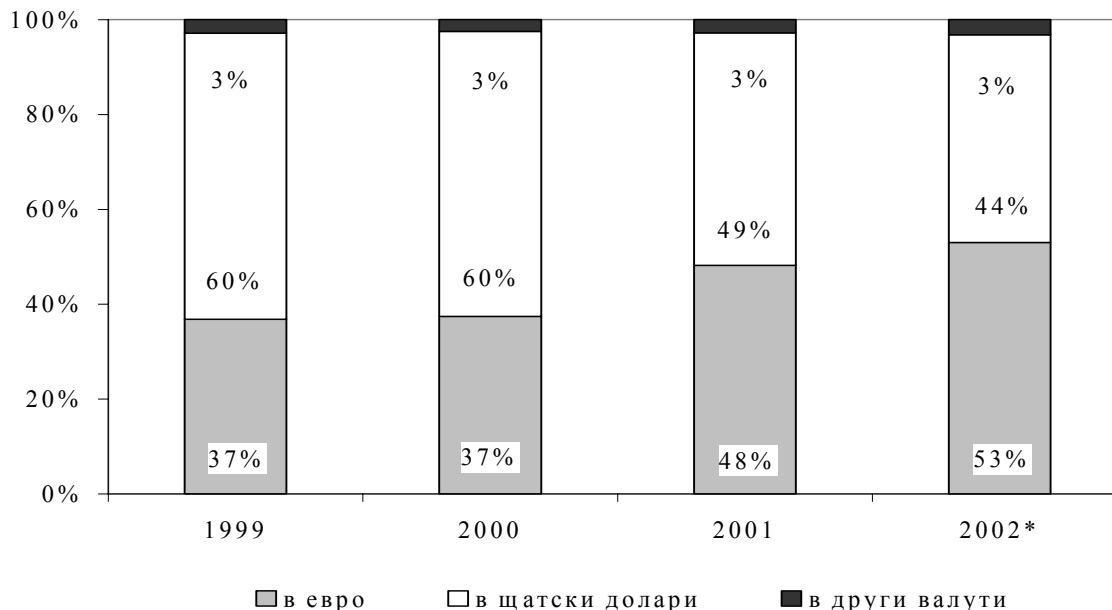
Валутна структура на държавния и държавногарантирания дълг (вътрешен и външен)



2.2. Намаление на дела на дълга в щатски долари

Валутната деноминация на дълга следва да се съобразява с няколко основни фактора - преди всичко с валутата на паричния съвет (евро), с предвидимостта на плащанията от гледна точка на бюджета и с паричните потоци от износа. През последното десетилетие структурата на износа значително се промени – от преобладаващи доларови постъпления към доминиращ дял на европейските валути. Отчитайки процеса на разширяване на Европейския съюз и нарастването на търговския обмен със страни-кандидатки (около 6 %) и членки на ЕС (около 53 %), **дългът в евро и лева би трябвало през следващите три до пет години да достигне до 65 - 70 % от общия дълг, а доларовия компонент (включително дела на долара в СПТ) да спадне до 25 – 30 %**. Такова валутно съотношение взема предвид обвързаността на паричния съвет към еврото и ще репликира експортните постъпления, което представлява естествен буфер срещу флуктуациите на курса долар/евро.

Структура на износа в оригинални валути



*Данните са към 30.09.2002 г.

Източник: БНБ

3. Увеличаване на относителния дял на вътрешния дълг за сметка на намалено външно финансиране

След финансовата криза от 1997 година управлението на вътрешния дълг беше насочено към намаляване на размера му, свеждане на доходността в приемливи граници, увеличаване на доверието и прогнозируемостта на политиката в тази област и удължаване матуритета на новоемитираните книжа. Проведените мерки, както и навлизането на нов тип инвеститори (пенсионните фондове) и високата ликвидност в банковата система вече дават възможност за увеличаване на нетната емисия на ДЦК, за сметка на намаляване на външното финансиране. Такава политика ще бъде в унисон и с постигнатото от страните-кандидатки за членство в ЕС от първата вълна, където делът на вътрешния дълг е 60-80 % (Чехия, Полша, Унгария) от общия им дълг и финансирането е преимуществено на местните пазари.

4. Плавно увеличение на дюрацията на дълга

Среднопретегленият срок (дюрацията) на дълга ще бъде увеличаван плавно до достигане на средните за ЕС нива от 5-5.5 години. Поставянето на такава цел е свързано с плановете за присъединяване към ЕС през 2007 г. В последващия период от 1-2 години, когато се очаква цената на финансиране на бюджета да е значително по-ниска, ще бъде съсредоточавана част от средносрочните плащания.

5. Намаляване на риска за рефинансиране чрез поддържане на равномерен погасителен профил

Значителният размер на плащанията по дълга изисква внимателно разпределение на падежите при нови заемания с оглед намаляване на риска за рефинансиране (графика 1). Възможността за използване на дългосрочни пазарни инструменти може да бъде използвано и за разсрочване на плащанията в години с по-слаба натовареност. Оптимизирането на матуритетната структура може да бъде обект и на активни операции.

6. Повишаване на координацията между функциите по управление на дълга и управление на активите на бюджета

Формирането на значителен фискален резерв през последните години изисква да бъде повишено вниманието към неговото управление. Усилията трябва да бъдат насочени към поддържането на оптимална ликвидност и доходност при ниска степен на риск.

7. Поддържане на минимално ниво на издаваните държавни гаранции и на финансирането на инвестиционни проекти с държавни заеми

Размерът на държавногарантирания дълг и на дълга за финансиране на инвестиционни проекти показва тенденция към увеличение, макар и с бавни темпове. Това създава рискове за бюджета, намаляването на които трябва да се търси в **дисинтермедиация на държавата и стимулиране на финансирането от страна на частния сектор** (public private partnership, пътни концесии и др.), където това е възможно.

В допълнение към изложените цели при управлението на дълга ще бъдат спазвани няколко **основни принципа**:

- провежданата политика ще бъде в съответствие със състоянието и прогнозите на макроикономическите параметри;
- управлението на дълга ще се подчинява изключително на пазарните принципи;
- взаимоотношенията с пазарните участници ще се осъществяват при максимална прозрачност и публичност на действията на Министерство на финансите.

VI. Мерки за изпълнение на целите на стратегията в средносрочен аспект

За постигането на дефинираните цели се предвижда в средносрочен план да бъдат предприети следните действия, като те, разбира се, бъдат съобразени и с променящата се среда:

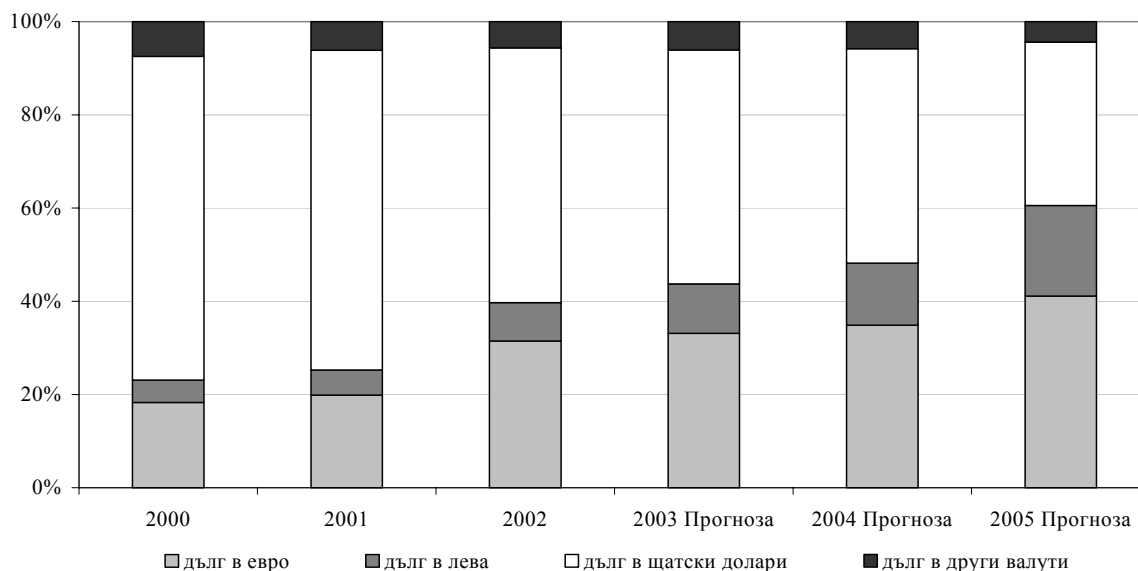
А. Плавно увеличение на дълга с фиксирани лихви до постигане на балансирана, рисково неутрална структура (45-50 %)

Промяната на лихвената структура може да бъде осъществена **пасивно** чрез заемната политика и чрез провеждане на **активни** операции. Тенденцията за финансиране на бюджета през следващите години е към постепенно изместване на заемите от официални кредитори от емисии ценни книжа на капиталовите пазари. Тези инструменти обикновено се издават с фиксирани купони, тъй като това е пазарен стандарт и имат за цел да покрият по-широка инвеститорска база. По този начин, чрез погасяване на дълг с плаващи лихви, който се рефинансира чрез секюритизиран дълг с фиксирани лихви, ще бъде променена лихвената структура, но в по-дългосрочен аспект. В допълнение към това може да бъдат използвани различни стандартни инструменти за намаляване на риска (лихвени суапове). **При подходящи условия, като значително повишаване на дългосрочните (10 годишни) лихвени проценти и лихвени суапове в референтните валути долар и евро, е възможно частично или цялостно да се суапират фиксирани купони на вече издадени еврооблигации обратно в плаващи с цел оптимизиране на лихвените разходи за бюджета и балансиране на лихвения риск.** Също така е препоръчително да се фиксират дългосрочните лихви (по 7 и 10 годишните книжа), когато те са на исторически ниски нива. Отклонение от максимум 10 % от поставената цел (рисково неутрална позиция от 50 % плаващи лихви) е допустимо в зависимост от пазарните условия.

Б. Увеличаване на дела на дълга, деноминиран в лева и евро.

Структурата на износа през последните три години сочи драстичен спад на постъпленията в долари за сметка на увеличаване на постъпленията в евро. През първите три тримесечия от 2002 г. евро компонентата достига до около 53 %, при 47 % доларов дял. Прогнозите за следващите 3-5 години сочат, че износът към Еврозоната (включително новите 10 членки) ще нарасне до 60-65 %. **При тези данни е желателно до 2005 година делът на доларовия дълг да спадне под 50 % с перспектива до 2009 да бъде около 30 %.**

**Валутна структура на държавния и държавногарантирания дълг
(вътрешен и външен)**

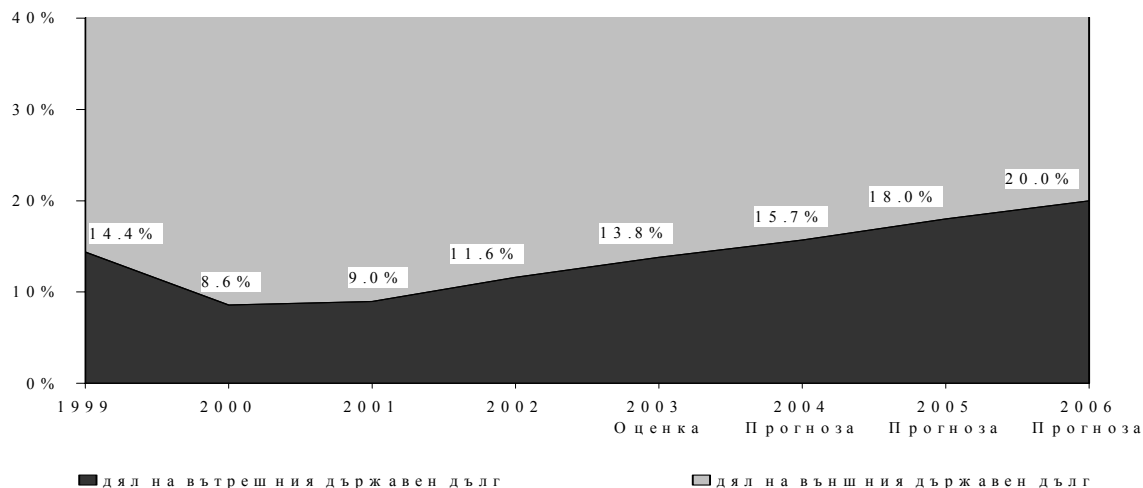


В средносрочен хоризонт тази цел ще бъде постигната **пасивно** чрез поемане на нов дълг основно в евро и лева. Ще бъдат продължени и тримесечно обявяваните замени на доларови ЗУНК облигации с деноминирани в евро. За избягване на текущите рискове от движението във валутните курсове може да бъдат използвани различни **активни** хеджингови техники (валутни суапове, опции, форуърди) с контрагенти първокласни финансови институции или официални кредитори. За целта е препоръчително да се възприеме пазарната практика за документация на ISDA (Международната асоциация на за суапове и деривативи) и първите транзакции може да бъдат направени с международни финансови институции (например Световна банка), които дават възможност за хеджиране на отпуснати от тях заеми.

В. Увеличаване на дела на вътрешния дълг за сметка на намалено външно финансиране

Увеличението на дела на вътрешния дълг трябва да бъде осъществявано постепенно, съобразено с нуждите на бюджета, платежния баланс и финансовата система. На настоящия етап необходимостта за финансиране на бюджетния дефицит е минимална. Тригодишната бюджетна прогноза предвижда от 0.7 % дефицит през 2003 г. да се достигне до балансиран бюджет в тригодишна перспектива. През този период ще бъдат реализирани и приходи от приватизация, които ще покриват нуждите от средства за финансиране на дефицита. Това позволява прилагането на по-гъвкава емисионна политика, насочена главно към подобряване на структурата на дълга.

Дял на вътрешния дълг в общия размер на дълга



Състоянието на финансовата система в страната и перспективите за развитието ѝ през следващите години също дават основание да се предприемат действия за увеличаване на вътрешния дълг. След банковата криза от 1997 г. кредитната активност е все още ниска в сравнение със страните членки на ЕС, макар и да проявява стабилна тенденция към нарастване.

Активи на банковата система

в млн. лв

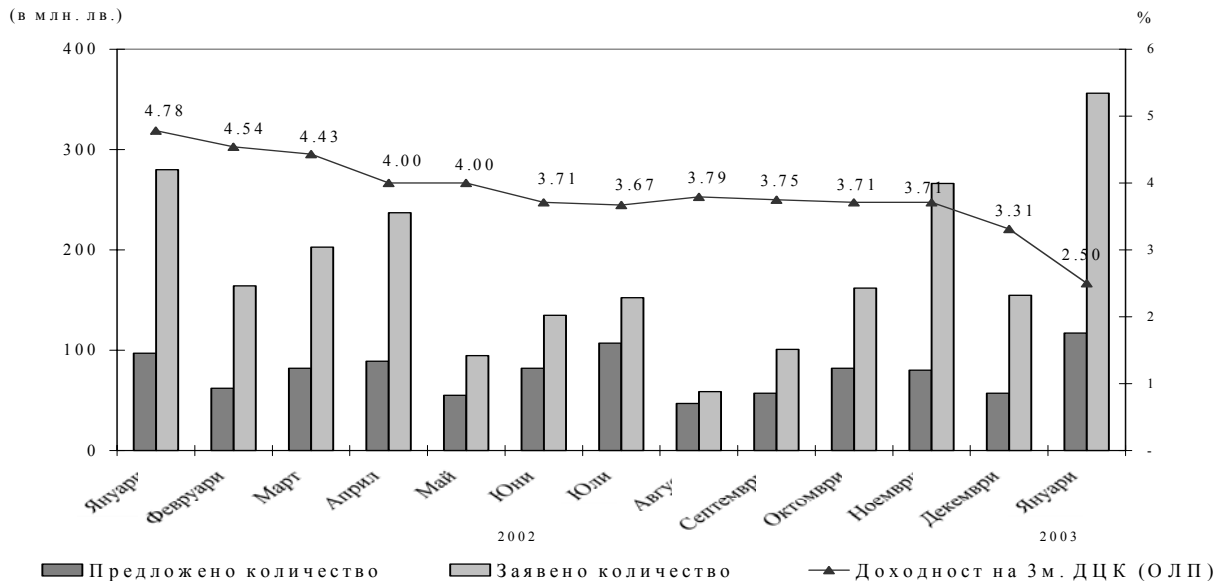
АКТИВИ	31.12.2001	Относителен дял (%)	31.12.2002	Относителен дял (%)
Парични средства в каса и по разплащателни сметки в БНБ	1 286.3	10.5	1 263.7	8.7
Вземания от банки и други финансови институции	4 065.5	33.3	3 514.4	24.1
Ценни книжа в оборотен портфейл	1 520.4	12.5	1 703.9	11.7
Ценни книжа в инвестиционен портфейл	518.4	4.2	1 113.4	7.6
Предоставени кредити	4 133.4	33.9	6 033.9	41.5
Активи за препродажба	14.7	0.1	12.8	0.1
Вземания по лихви и други активи	202.4	1.7	298.6	2.1
Дълготрайни активи	462.7	3.8	616.4	4.2
ОБЩО АКТИВИ	12 203.7	100.0	14 557.1	100.0

Банковата система е много добре капитализирана, ликвидността ѝ е доста висока, а финансовата интермедиация през последните две години рязко се повишава. Делът на депозитите в други финансови институции до голяма степен е предопределен от липсата на инвестиционни алтернативи – капиталовият пазар е сравнително слабо активен, а обемът на държавните ценни книжа е все още сравнително малък предвид нулевата нетна

емисия през първите три-четири години след въвеждането на системата на паричен съвет. Наблюдава се, както цялостно увеличение на активите на банковата система (с 18-20 % през последните 3 години), така и инвестициите в български държавни ценни книжа (115 % ръст в 2002 спрямо 2001 г.)

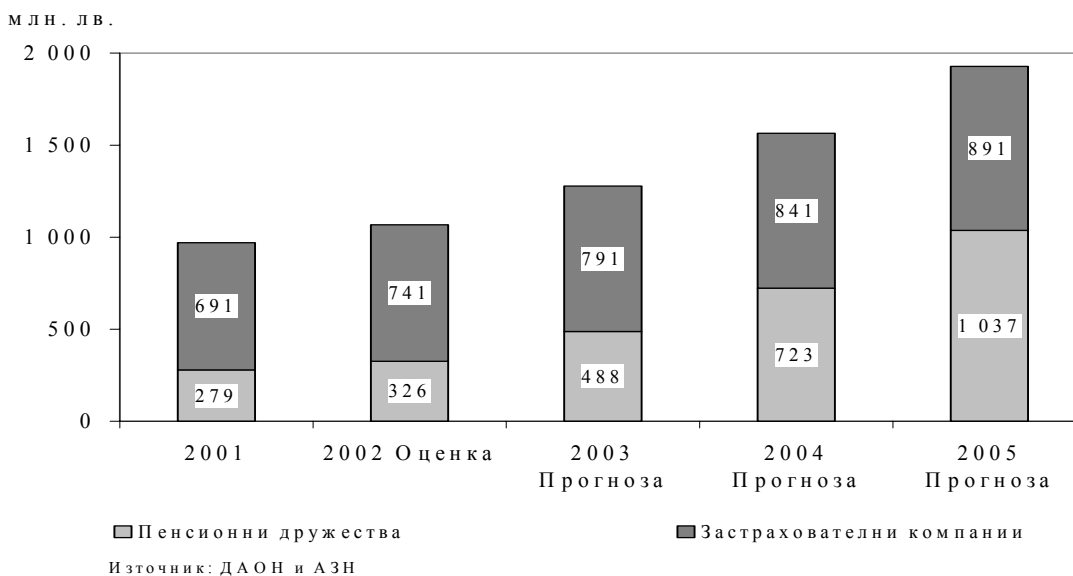
Графика 16

Предложени от МФ и заявени от първичните дилъри количества за ДЦК на първичния пазар



Със стартирането на пенсионната реформа се създадоха предпоставки за акумулиране на значителни средства в още един финансов сектор. По предварителни данни към края на 2002 г. активите на пенсионните фондове са 326 млн. лв., като се очаква да реализират ръст от около 45 % през всяка от следващите три години. Състоянието на застрахователния сектор също предполага годишно около 6-7 % увеличение на активите.

Активи на пенсионните дружества и застрахователните компании

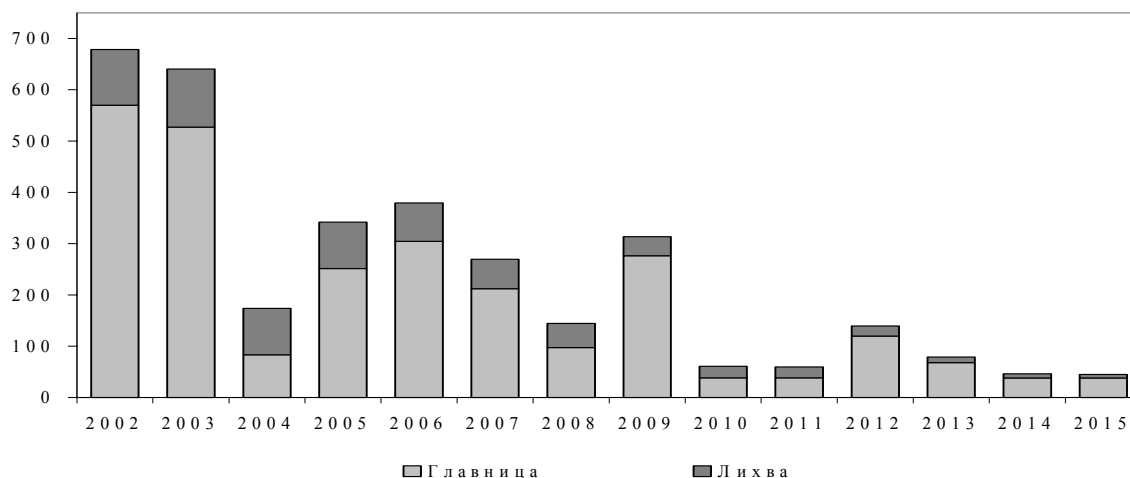


Намаления амортизационен график по вътрешния дълг от 2004 до 2007 г. е предпоставка за по-нататъшно ребалансиране в полза на вътрешния дълг (графика 18). През последните две години брутните емисии на ДЦК на вътрешния пазар бяха между 800 и 900 млн. лв. при положително нетно финансиране съответно 70 и 330 млн. лв. Тези фактори дават основание да се заключи, че **положителната вътрешна нетна емисия може да бъде 200 до 400 млн. лв. годишно за следващите 2-3 години** (това съответства на 350 до 800 млн. лв. брутна емисия, което е значително по-малко от последните две години) без това, при равни други условия, да доведе до нарастване на реализираната на аукционите доходност. Емитирането на първичен пазар ще бъде съобразявано с факторите, влияещи върху ликвидността – плащания от и към бюджета, сезонни дисбаланси, външни фактори и др. Инструментите ще бъдат структурирани според търсенето особено по отношение на матуритета и валутата (лева и евро).

При евентуално значително повишаване на доходността на ДЦК, породено от увеличените емисионни обеми, или наблюдавано изместване на частния сектор от кредитния пазар (crowding out) финансирането на бюджета може да бъде плавно измествано към външни източници.

Плащания по вътрешния държавен дълг

млн. лв.



Разширяването на вътрешната емисия на държавен дълг ще се осъществява при внимателно наблюдение на кредитната активност в банковата система и търсенето на кредитен ресурс от страна на частния сектор, за да се избегне изтласкване на частното финансиране от държавното (crowding out effect). Всъщност намаленото външно бюджетно финансиране и спада на рисковата премия създават благоприятни предпоставки за нарастване на външното финансиране на частния сектор (20 % ръст за 2002 спрямо 2001 г.) при значително намалени лихви и спредове.

Г. Създаване на предпоставки за развитие на вторичен пазар

Развитието на вторичен пазар ще подпомогне постигането и на горната цел. По-активната търговия ще създаде по-голямо търсене, както от страна на финансовия сектор, така и от други инвеститори. Политиката на отрицателно външно финансиране и затвърждаването на стабилен и ликвиден вътрешен пазар с прозрачна емисионна политика, както и перспективите за присъединяване към ЕС би трябвало да върнат интереса на чуждите инвеститори към ДЦК. За постигането на тази цел се предвижда:

- да бъде стимулирана ликвидността на отделните емисии чрез увеличаване на обема им. За целта ще бъде намален броя на емисиите през годината, но за балансиране на предлагането на първичен пазар и търсенето те ще бъдат допълвани на няколко аукциона, като в зависимост от размера им това може да става и през период по-дълъг от една година. Желателно е обемът на индивидуалните емисии да надминава 100-150 млн. лв.;

- стари неликвидни левови емисии може да бъдат изкупувани обратно чрез обратни аукциони (reverse auctions), заменяни с нови или отваряни и допълвани;

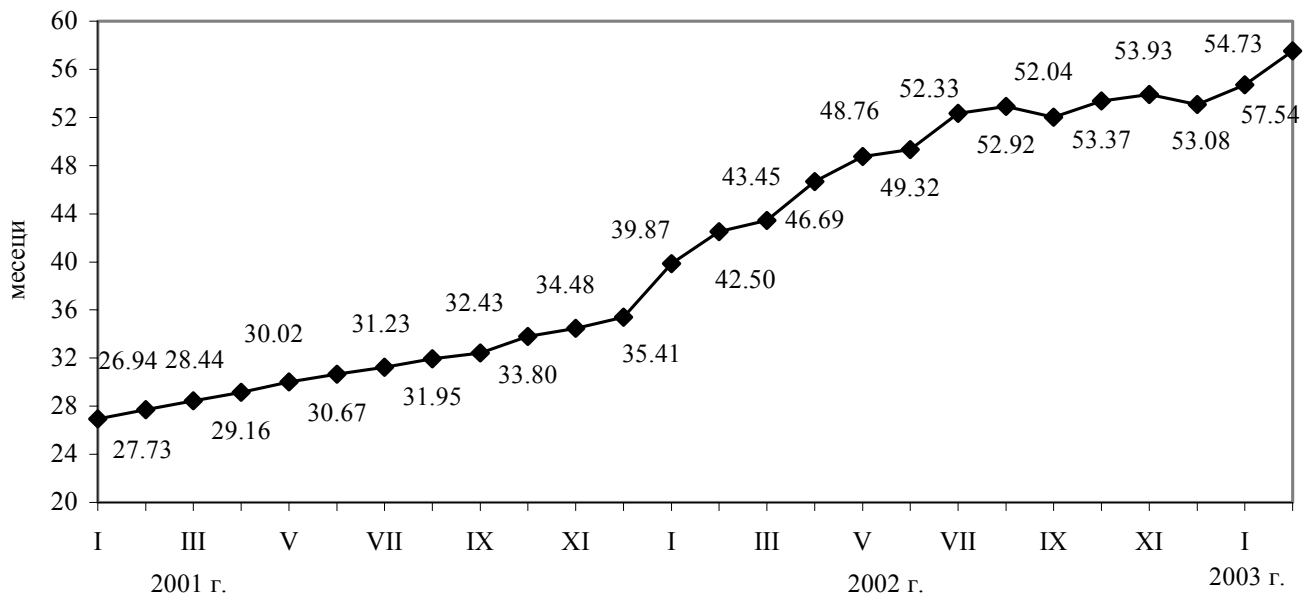
- с оглед съобразяване на вътрешния пазар с европейския и създаването на предпоставки за привличане на чуждестранни инвеститори, може да бъдат предлагани **ограничен брой дългосрочни емисии на ДЦК, деноминирани в евро**. При съобразяване на аукционите с вътрешните и външните условия такъв тип книжа ще бъдат посрещнати добре и от банковата система, която поддържа около 55 % от депозитите си във валута, половината от които в евро.

Първа емисия на ДЦК в евро на вътрешния пазар

На 18 февруари 2003 г. беше проведен първият аукцион за продажба на емисия ДЦК, деноминирани в евро и регистрирани на вътрешния пазар. Търговията им ще бъде извършвана в съответствие с изискванията на вътрешната нормативна уредба. Книжата са със срок 7 години и 3 месеца и с годишен лихвен купон от 5.75 %. Предложеното за продажба количество беше 25 до 50 млн. евро, като получените поръчки бяха за 139 млн. евро. Първата част от емисията беше реализирана при средна доходност от 5.58 %. Постигнатите резултати потвърждават наличието и на еуро свръхликвидност в банковата система и отварят нов важен сегмент за рефинансиране на местния пазар.

Графика 19

Среден матуритет на ДЦК в обращение, емитирани за финансиране дефицита



Д. Развитие на системите за провеждане на аукциони и регистрация на ДЦК

В краткосрочен план развитието на системите за регистрация и обслужване на вътрешния дълг в централната банка следва да осигури реализиране на стратегията на правителството в тази област чрез:

- Подобряване на комуникациите с участниците в пазара на ДЦК в съответствие с международните процедури и стандарти (внедряване на SWIFT и други алтернативни технически средства);

- Усъвършенстване на процеса за провеждане на аукционите така, че големия брой участници и поръчки да не затрудняват навременното обявяване на резултатите (за страните членки на ЕС резултатите се обявяват в рамките на 30 минути);

- Модернизация на електронната система за регистриране и обслужване на търговията с ДЦК посредством внедряване на изцяло автоматизирана обработка (Straight - through Processing) на сделките с ДЦК. Това ще осигури по-ефективно регулиране и контрол върху функционирането на вторичния пазар на ДЦК и повишаване на неговата ликвидност.

Във връзка с присъединяването на страната към ЕС в периода до 2007 г. е препоръчително постепенно да се въведат международните стандарти, свързани с регистрацията и сетълмента на сделките с ДЦК и прилагането на директивите на Европейския съвет - 98/26 за окончателния сетълмент и 2002/47 относно споразуменията за финансовите обезпечения.

Е. Увеличаване на дела на емисиите за дребни инвеститори

По-големият дял на дребни неинституционални инвеститори в ДЦК ще осигури стабилна и диверсифицирана инвеститорска база и ще окаже благоприятно влияние върху спестяванията. Ще бъде продължена практиката за предлагане на инструменти съобразени с нуждите на физически лица от гледна точка на матуритет, текущ доход, канали за продажба, осигуряване на възможност за обратно изкупуване при липсата на вторичен пазар. Желателно е да се постигне увеличение на реализираните обеми над сегашните нива от 15-20 млн. лв. годишно чрез разнообразяване на дистрибуцията и подобряване на маркетинга.

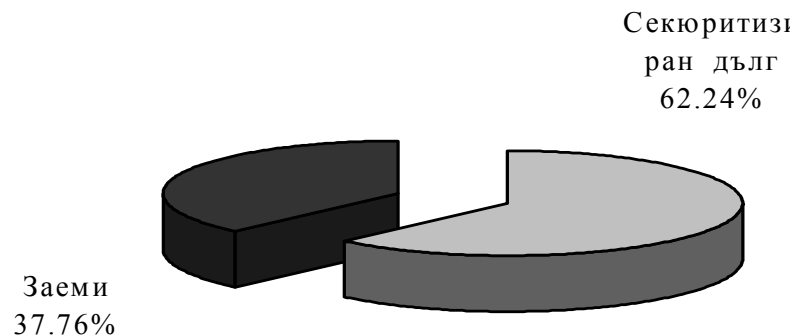
Ж. Увеличаване на дела на пазарните инструменти за сметка на намаление на заемите от официални кредитори

Подобряването на икономическата ситуация в страната и съответното повишение на кредитния рейтинг ще наложи и ще позволи постепенно преминаване към финансиране от частни кредитори. Това трябва да бъде направено на етап, на който няма да се отрази в значително увеличение цената на ресурса. През следващите няколко години нуждите от външно финансиране не са големи, поради което е възможно емисиите на международните пазари да бъдат съобразени с пазарните условия и да имат за цел осигуряването на по-широк достъп на страната до съответния тип инвеститори. **При достигането на кредитен рейтинг от инвестиционен клас се предвижда**

преобладаваща част от заемните ресурси да бъдат осигурявани чрез емисия на търгуеми инструменти. Предимствата на такъв дългов портфейл са няколко. На първо място чрез емисии може да бъдат реализирани по-големи обеми и процесът на заемане е по-бърз. Освен това възможностите за осъществяване на по-гъвкава политика ще нараснат, тъй като големият дял ценни книжа лесно и бързо може да бъде реструктуриран чрез пазарни операции, като обратно изкупуване, използване на суапове и др.

Графика 20

Структура на дълга по видове инструменти към 31.12.2002 г.



3. Диверсификация на външните емисионни пазари и инвеститорската база

Вследствие на двете замени на брейди облигации и емисията на еврооблигации България трайно се е утвърдила на американския и еврооблигационния пазар. За в бъдеще е желателно да се установи присъствие и на други пазари, които са слабо корелирани с Европа и САЩ. **Емитиране в Япония може да стане в подходящ момент при благоприятни условия за финансиране в японски йени или след повишаване на кредитния рейтинг от японски агенции до инвестиционен клас. Възможни са и емисии в британски паунди, поради високата ликвидност и ниската корелация с другите основни пазари.** Емисии в японски йени и британски паунди ще разширят инвеститорската база, което ще доведе и до трайно намаляване на емисионните разходи и доходността на ценните книжа. Впоследствие емисиите във валути, различни от еврото може да бъдат суапирани обратно в евро или за да се поддържат в оригинални валути с цел диверсификация на портфейла. **Главна емисионна валута обаче ще останат лева и еврото.**

И. Поддържане на фискален резерв, покриващ минимум едногодишния размер на плащанията по дълга (около 1 млрд. евро)

Поставянето на тази цел е свързано с няколко фактора. Високият номинален размер на дълга се приема от инвеститорите като рисков елемент за неговото обслужване и поддържането на резерв, който дава гаранции за извършване на плащанията в срок от минимум една година, е солидна предпоставка за намаляване на цената на финансиране. От друга страна обслужването на дълга се влияе значително от международните лихви и валутни курсове, което също налага поддържане на ликвидни активи за осигуряване на фискалната стабилност. Наличието на такъв ресурс ще позволи също така да се постига по-ниска цена на новото финансиране, тъй като заемането на средства няма да е строго определено във времето и може да се използват подходящи пазарни условия.

Размерът на фискалния резерв се предвижда да бъде поддържан над едногодишните плащания по дълга до достигането на инвестиционен клас рейтинг и присъединяване към ЕС, след което в зависимост от структурата на дълга и обслужването му може да бъде намаляван постепенно. Сегашните му нива и очаквания през годината среден размер от около 3.5 млрд. лв. покрива задълженията по главници по вътрешния и външния дълг за срок около 3 години.

Управление на фискалния резерв през 2002 година

През 2002 г. фискалният резерв нарасна от 2.4 до 4 млрд. лв., като в края на годината беше 3.3 млрд. лв. Това увеличение беше реализирано въпреки изплащането на 1.7 млрд. лв. главници през годината и се дължи на постъпления от приватизация (286.1 млн. лв.), освободено обезпечение по заменени брейди облигации (около 700 млн. лв.) и реализирана печалба от дългови операции (около 55 млн. лв.). Министерство на финансите поддържаше целенасочено средствата във фискалния резерв през цялата година преимуществено в лева и евро, което доведе до допълнителни печалби от около 470 млн. лв., поради обезценката на щатския долар.

Структура на фискалния резерв към 31.12.2002 г.*

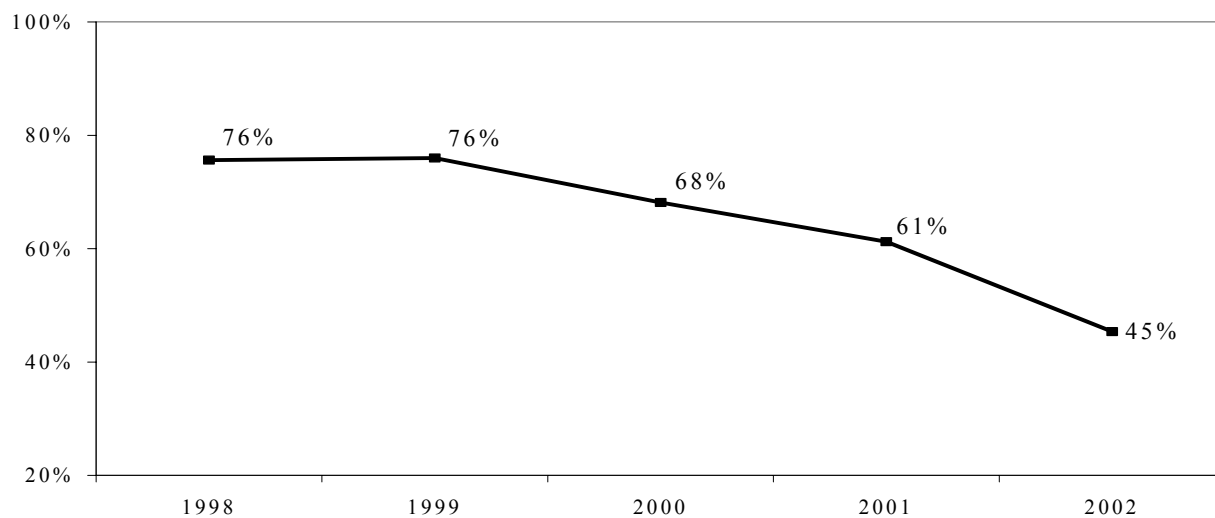
(в млн. лв.)

I. Текущи сметки и срочни депозити в БНБ	3 053.6
в лева	1 297.3
във валута	1 756.3
II. Текущи сметки и срочни депозити в търговски банки	282.1
в лева	31.8
във валута	250.3
Общо (I+II)	3 335.7

*Левовата равностойност е изчислена по програмните валутни курсове, договорени с МВФ (официалните валутни курсове на БНБ за 31.12.2001 г.)

Графика 21

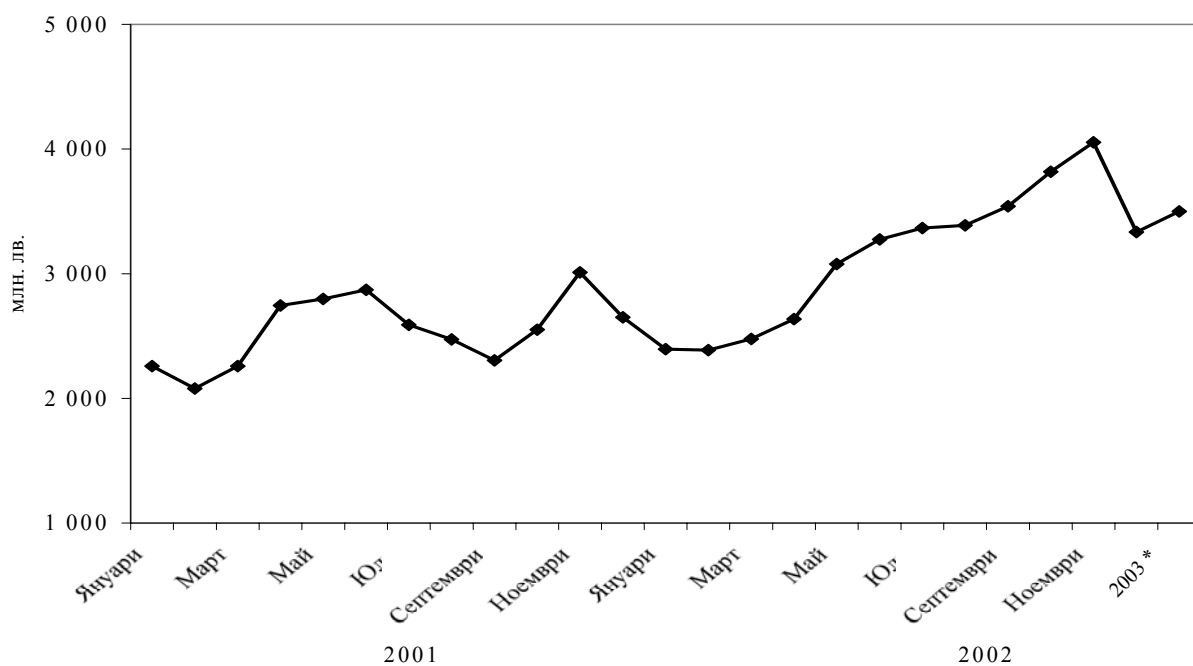
Нетен държавен дълг* (в % от БВП)



* Държавен и държавногарантиран дълг минус фискален резерв

Графика 22

Размер на фискалния резерв



* Прогнозен среден размер

За постигането на оптимални параметри на активите във фискалния резерв ще бъдат сключвани договори за управление на портфейли с наднационални финансови институции (Световна банка) и с БНБ. По този начин ще бъде използван капацитета на специализирани инвестиционни звена, а споразуменията може да бъдат за доверително или за съвместно управление. Активите, в които може да се инвестира ще бъдат строго ограничени от гледна точка на емитенти, кредитен рейтинг, ликвидност на емисиите, дюрация на портфейла. На този етап се предвижда Министерство на финансите да се придържа към ценни книжа на държави и наднационални компании (supranationals) с кредитен рейтинг над AA- и обем на емисиите над 1 млрд. евро при средна дюрация на портфейла около 4.5 години.

По-голяма част от фискалния резерв се предвижда да се инвестира в БНБ в краткосрочни депозити в лева и чрез БНБ в краткосрочни депозити в евро. Към момента Министерство на финансите поддържа изключително висока ликвидност чрез използване на стъпаловидни седмични депозити, които падежират и се реинвестират ежедневно.

Валутната композиция на фискалния резерв преобладаващо ще бъде поддържана в лева и евро, като другите валути може да заемат около 25-30 % в зависимост от валутната структура на задълженията. За хеджиране от валутния риск може да бъдат използвани опции и форуърд контракти с цел постигане на балансирано управление на активите и пасивите.

Размерът и валутната структура на фискалния резерв ще бъдат публикувани ежемесечно, което ще осигури по-голяма прозрачност на бюджета и ще подпомогне вземането на инвестиционни решения от финансовите институции.

К. Повишаване на координацията между управлението на дълга и активите във фискалния резерв

Поддържането на висок фискален резерв изисква повишаване на капацитета за неговото ефективно управление. Целта е да бъде реализирана максимална доходност при оптимална степен на риск и ликвидност. За постигането ѝ е необходимо да се създаде механизъм за координация между управлението на дълга и касовите потоци, което се предвижда да бъде направено чрез повишаване на капацитета за планиране.

Л. Въвеждане на репо-операции

За оптимизиране на приходите във фискалния резерв и за регулиране на евентуални краткосрочни дисбаланси в левовата ликвидност във финансовата система може да бъдат използвани прави и обратни репа с първокласни местни банки. Те може да бъдат извършвани от Министерство на финансите пряко или на аукционен принцип. Обемът на подобен род операции ще бъде ограничен до максимум 100 млн. лв. и те ще бъдат реализирани при стриктно съблюдаване на правилата на валутния борд и кредитната/рисквата експозиция на бюджета към отделните търговски банки. Въвеждането на този механизъм ще бъде извършвано в синхрон с ликвидното улеснение, което ще бъде предоставяно от БНБ в рамките на системата за брутен сетълмент в реално време (RTGS).

За оценка на ефектите при планиране на репо-операции ще бъдат провеждани консултации с БНБ.

М. Използване на възможности за предварително изплащане на дълг

При запазване на нисък бюджетен дефицит, реализиране на положителната емисия на вътрешен дълг за сметка на нетно отрицателно външно финансиране и поддържане на фискален резерв значително над минималните равнища може да бъдат търсени възможности за предварително погасяване на външен дълг към официални кредитори. Може да се изплащат задължения с кратък остатъчен срок или с падежи в натоварени откъм плащания години, а също и такива с висока цена на обслужване. В рамките на управлението на фискалния резерв ще бъде допускано инвестиране и в български ценни книжа (treasury stock), които при средносрочна финансова и макроикономическа сигурност може да бъдат използвани за намаление на дълга. Също така при благоприятни условия съществува възможност за предплащане на дълг по брейди облигации чрез използване на опцията за изкупуване по номинал на датата на всеки лихвен купон.

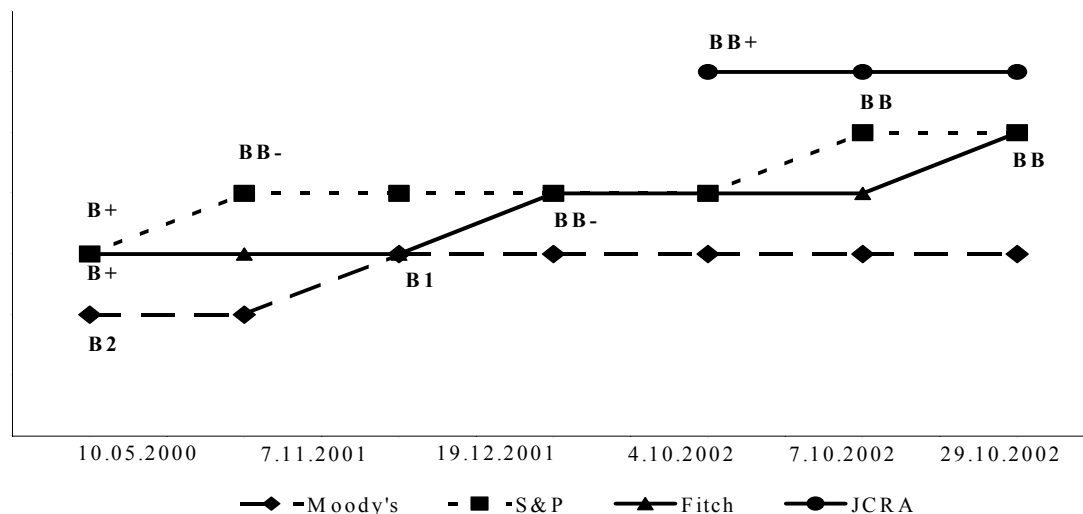
При вземането на решения ще се оценяват ефектите върху бюджета и бъдещата емисионна политика и платежния баланс. Обемът на тези операции ще бъде лимитиран като процент от фискалния резерв и ще бъде консултиран с БНБ.

Н. Поддържане на активен диалог с рейтинговите агенции

Контактите с агенциите за кредитен рейтинг ще бъдат приоритет. Ще бъде създадена организация за събиране и предоставяне на навременна и пълна информация за развитието на процесите в страната, както и за осъществяване на преки контакти, когато това е необходимо. Прозрачността, редовният обмен на данни и обективните подобрения в макросредата и дълговите съотношения се очаква да доведат до по-нататъшни повишения на кредитния рейтинг.

Графика 23

История на кредитния рейтинг на България



О. Рестриктивен подход при финансирането на публични проекти с държавен дълг или с държавна гаранция

С приемането на Закон за държавния дълг министърът на финансите беше единствено упълномощен да подписва договори за държавни заеми и държавни гаранции от името на правителството. Той задължително участва и в преговорите за сключване на такива споразумения. Тези разпоредби значително повишават координацията при дълговото финансиране на публични проекти, като дават възможности за съобразяване с цялостната дългова политика. В допълнение към това Министерският съвет прие наредба за условията, на които трябва да отговарят проектите, кандидатстващи за финансиране с държавни заеми и държавни гаранции. С нея се създава механизъм за одобрение на проектите, които ще бъдат финансирани чрез увеличаване държавния дълг, в съответствие с приоритетите на правителствената политика.

В рамките на тези процедури финансирането на публични проекти ще бъде съобразявано с възможностите на бюджета за поемане на нов дълг, перспективите за реализация на приходи, с които да бъде обслужван дълга и риска от активиране на държавни гаранции. Като цяло подходът ще бъде силно рестриктивен. Рентабилните проекти ще бъдат насочвани за финансиране от частни кредитори и без държавна гаранция, а при публичните проекти ще се търсят алтернативни източници – бюджетни средства, предприсъединителни програми и др.

П. Подпомагане развитието на паричен пазар

Министерство на финансите ще създава условия и ще оказва съдействие за утвърждаване на пазарни индикатори, различни от доходността по краткосрочни ДЦК, които да укрепват и развиват паричния пазар. През февруари 2003 година беше въведен индекс СОФИБОР, калкулиран от БНБ, който представлява фиксинг на котировките на необезпечени депозити в български левове, предлагани на българския междубанков пазар. Той се изготвя за срочности от 1 ден до 3 месеца и ще отразява по-реално лихвените нива на левовия паричен пазар и ще представлява по-добра референтна точка за банковата система.

Р. Насърчаване на емисии в лева на международни финансови институции

Ограничени по размер (до 100 млн. лв.) емисии на международни финансови институции (ЕИБ, ЕБВР, Световна банка), деноминирани в българска валута, ще способстват за утвърждаване на конвертируемостта на лева и за въвеждане на финансови иновации, като валутни и лихвени суапи в лева на българския паричен пазар. Такъв тип емисии ще могат да се търгуват и на външните пазари и може да повишат интереса на чужди инвеститори към левови активи.

С. Предприемане на активен и прагматичен подход за събиране на вземания по дългове от други държави и намаляване на нетния дълг

Събирането на вземания трябва да се ръководи от съображения за сегашна стойност на дълга, при липса на други първостепенни геополитически фактори. Някои от страните, от които България има вземания, са членове на инициативата на високозадлъжнелите бедни държави (НПС), които са постигнали опростяване изцяло или на голяма част от дълговете си при условията, наложени от Парижки клуб. Изпълнението им стриктно се наблюдава и от МВФ и Световна банка.

Тъй като България има значителен излишък от квотата си парникови газове (определени с наскоро ратифицирания у нас Kyoto Protocol), е възможно използването на иновативни подходи за монетизация на тези потенциални активи.