

Проект

# СТРАТЕГИЯ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ

2020–2022



София, октомври 2019 г.

# СЪДЪРЖАНИЕ

<b>1. Перспективи за развитие на дълговото управление – основни допускания .....</b>	<b>4</b>
<b>2. Държавен и държавногарантиран дълг .....</b>	<b>7</b>
2.1 Държавен дълг .....	7
2.2 Държавногарантиран дълг .....	9
<b>3. Икономически перспективи за периода 2020–2022 г. ....</b>	<b>10</b>
3.1 Развитие на националната икономика през 2019 г. ....	10
3.2 Очаквания за икономическото развитие през 2020–2022 г. ....	11
3.3 Рискове пред макроикономическата прогноза .....	12
<b>4. Анализ на рисковете, свързани със структурата на държавния дълг .....</b>	<b>14</b>
4.1 Риск от рефинансиране .....	15
4.2 Пазарен риск.....	16
4.3 Ликвиден риск .....	16
4.4 Риск, свързан с размера на дълга .....	17
4.5 Риск, свързан с условните задължения под формата на държавни гаранции .....	18
4.6 Оперативен риск .....	18
<b>5. Цели на политиката по управление на държавния дълг.....</b>	<b>19</b>
5.1 Подцел: Поддържане на устойчиви параметри на държавния дълг ..	19
5.2 Подцел: Обезпечаване на възможностите за пазарноориентирано дългово финансиране, гарантиращо устойчивостта на бюджета .....	20
5.3 Подцел: Развитие на вторичния пазар на ДЦК.....	22
<b>Абревиатури и речник.....</b>	<b>23</b>

**У**правлението 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.

Стратегията за управление на държавния дълг за периода 2020–2022 г. се разработва от министъра на финансите на основание на чл. 16, ал. 1 от Закона за държавния дълг и чл. 77 а от Закона за публичните финанси, за периода на съответната СБП. Обект на Стратегията е държавният дълг – вътрешен и външен, поет по реда на Закона за държавния дълг.



## 1. ПЕРСПЕКТИВИ ЗА РАЗВИТИЕ НА ДЪЛГОВОТО УПРАВЛЕНИЕ – ОСНОВНИ ДОПУСКАНИЯ

Стратегията за управление на държавния дълг за периода 2020–2022 г. е разработена на основата на ЗДБРБ за 2019 г., вземайки предвид фискалните цели, политики и допускания за следващите три години, залегнали при подготовката на проекта на актуализираната СБП за периода 2020–2022 г. и проекта на ЗДБРБ за 2020 г.

Стабилното ниво на фискалния резерв през 2019 г. и основните цели на фискалната политика за поддържане на близка до балансираната бюджетна позиция в средносрочен аспект, дават възможност за провеждане на политика по управление на държавния дълг с насочен приоритет върху устойчивостта на дълга.

Конкретните характеристики на новопоетия дълг ще бъдат съобразени с текущата пазарна конюнктура и профила на дълга в обращение, отчитайки възможностите за намаляване на риска за рефинансиране на държавния дълг. В унисон с прилаганите политики по управление на дълга на държавите от ЕС се планират мерки, насочени към плавно удължаване на средния остатъчен матуритет на дълга и постепенно изглаждане на матуритетната му структура. Дълговото финансиране на бюджета ще бъде обезпечено чрез предоставяне на високоликвидни, при подходящо съотношение доходност/риск дългови инструменти, позиционирани в различни матуритетни сегменти, както и посредством усвоявания по вече договорени държавни заеми, които са с целево предназначение за съфинансиране на проекти, изпълнявани със средства от ЕС. По отношение на финансирането на инвестиционни проекти и специфични програми с държавни и държавногарантирани заеми, ще се запази досега прилаганият консервативен подход.

В рамките на предстоящия период 2020–2022 г. е предвидена възможност за поемане на нов държавен дълг на пазара на ДЦК в обеми, превишаващи погашенията по дълга за същия период, с оглед акумулиране на средства във фискалния резерв. Целта е предварително да бъде набавен част от финансовия ресурс за предстоящия в началото на 2023 г. падеж на емитираните еврооблигации на МКП през 2016 г. с номинал от 1,1 млрд. евро (2,2 млрд. лв.). Натрупаният фискален резерв и очакванията за положително развитие на макроикономическата среда, би позволило провеждането на гъвкаво дългово управление, съобразено с конкретните пазарни условия при минимизиране на ликвидните рискове при изпълнението на бюджета и рефинансирането на дълга в обращение, в т.ч. гарантиране на възможно най-добрата цена за финансиране на държавата, респективно намаляване на разходите за обслужване на дълга в средносрочен аспект. Планирани са усвоявания по вече договорени държавни заеми в размер на 100,0 млн. евро (195,6 млн. лв.) годишно.

Табл. 1: Дълг и лихвени разходи – ключови параметри

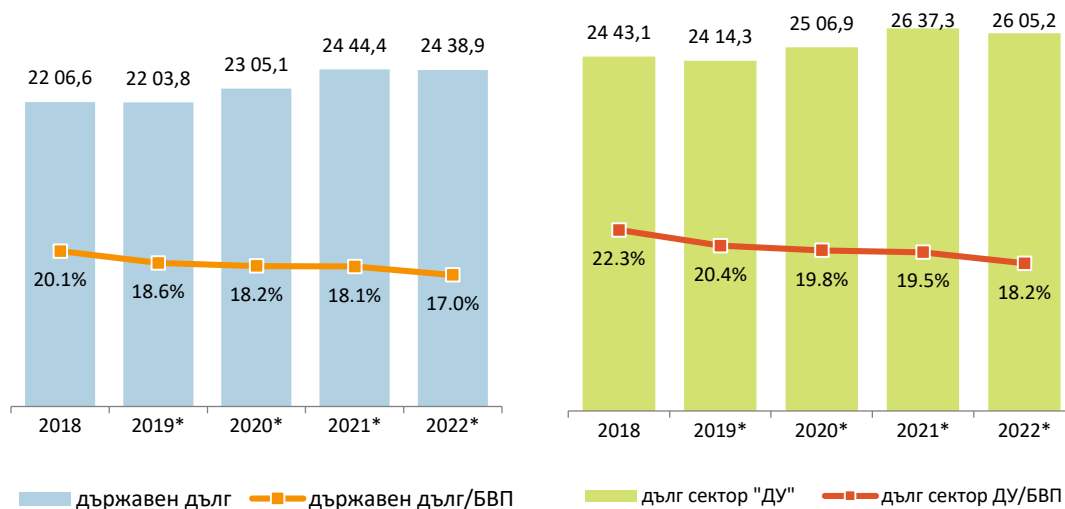
Показател	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
	отчет	очаквано изпълнение	проект	прогноза	прогноза
<b>Държавен дълг</b>					
Държавен дълг, млн. лв.	22 065,8	22 038,4	23 050,6	24 443,9	24 389,1
Държавен дълг/БВП (%)	20,1 %	18,6 %	18,2 %	18,1 %	17,0 %
<b>Държавногарантиран дълг</b>					
Държавногарантиран дълг, млн. лв.	1 876,6	1 759,4	1 807,0	1 730,5	1 449,7
Държавногарантиран дълг/БВП (%)	1,7 %	1,5 %	1,4 %	1,3 %	1,0 %
<b>Дълг на сектор "Държавно управление"</b>					
Дълг на сектор "Държавно управление", млн. лв.	24 430,8	24 143,0	25 069,1	26 373,0	26 052,2
Дълг на сектор "Държавно управление"/БВП (%)	22,3 %	20,4 %	19,8 %	19,5 %	18,2 %
<b>Разходи за обслужване на държавния дълг</b>					
Лихвени разходи по дълга, млн. лв.	649,8	608,4	621,6	641,5	720,1
Лихвени разходи по дълга/БВП (%)	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
<b>БВП, млн. лв.</b> (есенна макроикономическа прогноза на МФ 2019 г.)	109 694,8	118 624,6	126 769,1	134 915,2	143 355,4

Източник: По прогноза на МФ

При така очертаните допускания се очаква през 2019 г. съотношението на държавния дълг спрямо БВП да намалее до 18,6 % (при 20,1 % през 2018 г.). В периода 2020–2022 г. размерът на държавния дълг в абсолютни стойности ще нараства, но като съотношение спрямо прогнозния БВП ще отбележи спад от 18,2 % в края на 2020 г. до 17,0 % през 2022 г. Съотношението на дълга към БВП се очаква да бъде повлияно в резултат от прогнозите за растеж на номиналния БВП.

Фиг. 1: Размер на държавния дълг и дълга на сектор „Държавно управление“ за периода 2018–2022 г.

(млн. лв.)



\* Данните са прогнозни (по оценка на МФ)

Източник: МФ

Положителна динамика през периода 2019–2022 г. се наблюдава по отношение на валутната и лихвена структура на дълга, които продължават да се променят в посока редуциране влиянието на основните пазарни променливи върху размера на държавния дълг и разходите за неговото обслужване. Респективно, делът на дълга, деноминиран във валути, различни от лева и евро, се очаква да бъде в рамките на 0,5–0,3 %, а частта на задълженията с плаващи лихвени купони – в диапазона между 3,1–1,3 %.

Тенденциите за запазване на нискорискова структура на суверенните задължения, намират своето отражение в сравнително ниските разходи за обслужване на държавния дълг, които отнесени спрямо БВП през целия период 2020–2022 г. са под 1 %.

При съотношението „държавногарантиран дълг/БВП“ към 31 декември 2019 г. се очаква спад в нивото на този индикатор спрямо 2018 г. от 1,7 % до 1,5 %, който ще продължи през целия прогнозен период (2020–2022 г.).

Стойността на показателя дълг на сектор „Държавно управление“/БВП, очаквана към края на 2019 г. от 20,4 % (при 22,3 % в края на 2018 г.) се прогнозира да намалява в тригодишна перспектива, достигайки до ниво от около 18,2 % в края на 2022 г., далеч под максимално допустимия референтен праг на Маастрихтския критерий за конвергенция от 60 %. Водещо влияние върху дълга на сектора с дял от около 97,0 % има подсектор „Централно управление“, което е предпоставка за запазване доминантното му значение върху темпа на изменение на дълга на сектора и в бъдеще. ■

## 2. ДЪРЖАВЕН И ДЪРЖАВНОГАРАНТИРАН ДЪЛГ

### 2.1 Държавен дълг

Вследствие от поетия през 2019 г. нов държавен дълг, изплащането на ДЦК, емитирани на местния дългов пазар и извършените регулярни погашения по държавните заеми, се планира размерът на дълга към края на 2019 г. да достигне до 22,0 млрд. лв. (при 22,1 млрд. лв. към 31.12.2018 г.). Стойността е под прага на ограничението в ЗДБРБ за 2019 г. за максимален размер на държавния дълг в края на годината от 22,2 млрд. лв., а съотнесена спрямо БВП общата дългова тежест е 18,6 % (при 20,1 % към 31.12.2018 г.).

Съответното разпределение между дела на външния и вътрешния държавен дълг към 31 декември 2019 г. е 75,1 % и 24,9 % (при 75,3 % и 24,7 % през 2018 г.).

Подобрене се очаква да отбележат и другите индикатори, свързани със структурата на държавния дълг. Предвижда се нарастване на дълговите инструменти, деноминирани в евро и лева до ниво от около 99,5 % към 31 декември 2019 г. (при 99,4 % към 31.12.2018 г.) и на тези с фиксирани лихвени купони – 96,9 % за 2019 г. (при 96,1 % към 31.12.2018 г.) за сметка на намалението на тези в други валути и с плаващи лихви.

В матуритетната структура на дълга (по остатъчен срок) се наблюдава намаление при сегмента над 5 г. до 10 г. от 45,0 % към 31.12.2018 г. до ниво от 30,9 % в края на 2019 г. Противоположна тенденция се отчита при дълга с остатъчен матуритет до 1 г., над 1 до 5 г. и над 10 г., чиито дялове се предвижда в края на 2019 г. да нараснат, достигайки съответно до 5,0 %, 45,5 % и 18,5 %.

Провежданата последователна фискална политика и залегалата основна цел през последните години за постигане и поддържане на близка до балансирана бюджетна позиция, дадоха възможност емисионната политика да бъде съобразена както с конкретните пазарни условия, с оглед минимизиране на ликвидните рискове при изпълнението на бюджета, така и с необходимостта от дългово финансиране при запазване устойчивостта на основните дългови параметри. В условията на ниски лихви и в рамките на ограничението за поемане на нов държавен дълг в ЗДБРБ за 2019 г., в качеството си на емитент, МФ предложи за продажба две нови емисии дългосрочни ДЦК от отворен тип – 10,5 г. с падеж 2029 г. и 20 г. с падеж 2039 г., впоследствие преотваряни през годината. Емисията 20-годишни ДЦК представлява най-дългосрочната държавна облигация, пласирана на аукционен принцип на вътрешния пазар. При 10,5-годишните ДЦК постигнатата доходност<sup>1</sup> бе рекордно ниска за този матуритетен сегмент – 0,36 %. Проведени бяха общо 6 аукциона за пласмент на ДЦК на

<sup>1</sup> Среднопретеглена доходност



вътрешния пазар с обща номинална стойност от 969,8 млн. лв., в т.ч.: 10,5-годишна емисия с номинал 400,0 млн. лв. и 20-годишна емисия с номинал 569,8 млн. лв.

Средният остатъчен срок на държавния дълг в края на 31 декември 2019 г. се запазва на нивото, отчетено и през 2018 г. – около 7 г.

**Табл. 2: Основни показатели на държавния дълг<sup>2</sup>**

Показатели	31.12.2018 г.	30.09.2019 г.	31.12.2019 г.
	отчет	отчет	очаквано изпълнение
<b>Общо държавен дълг, млн. лв.</b>	22 065,8	21 881,8	22 038,4
БВП, млн. лв.	109 694,8	118 624,6	118 624,6
<b>Общо държавен дълг /БВП, (%)</b>	20,1 %	18,4 %	18,6 %
Вътрешен държавен дълг, млн. лв.	5 454,1	5 410,3	5 479,5
Външен държавен дълг, млн. лв.	16 611,6	16 471,5	16 558,9
Вътрешен държавен дълг/Общо държавен дълг (%)	24,7 %	24,7 %	24,9 %
Външен държавен дълг/Общо държавен дълг (%)	75,3 %	75,3 %	75,1 %
<b>Лихвена структура на държавния дълг</b>			
Дълг с фиксиран лихвен процент, млн. лв.	21 208,3	21 129,1	21 358,1
Дълг с променлив лихвен процент, млн. лв.	857,4	752,7	680,2
Дълг с фиксиран лихвен процент (%)	96,1 %	96,6 %	96,9 %
Дълг с променлив лихвен процент (%)	3,9 %	3,4 %	3,1 %
<b>Валутна структура на държавния дълг</b>			
Дълг в EUR, млн. лв.	17 829,9	17 427,1	17 511,6
Дълг в BGN, млн. лв.	4 113,0	4 346,1	4 415,3
Дълг в USD, млн. лв.	16,1	-	-
Дълг в други валути, млн. лв.	106,8	108,6	111,5
Дълг в EUR (%)	80,8 %	79,6 %	79,5 %
Дълг в BGN (%)	18,6 %	19,9 %	20,0 %
Дълг в USD (%)	0,1 %	-	-
Дълг в други валути (%)	0,5 %	0,5 %	0,5 %
<b>Матуритетна структура на държавния дълг (по остатъчен срок)</b>			
Дълг до 1 година включително, млн. лв.	958,7	1 058,2	1 104,4
Дълг над 1 до 5 години включително, млн. лв.	7 655,1	10 143,5	10 027,3
Дълг над 5 до 10 години включително, млн. лв.	9 927,5	6 303,9	6 820,4
Дълг над 10 години включително, млн. лв.	3 524,4	4 376,2	4 086,3
Дълг до 1 година включително (%)	4,3 %	4,8 %	5,0 %
Дълг над 1 до 5 години включително (%)	34,7 %	46,4 %	45,5 %
Дълг над 5 до 10 години включително (%)	45,0 %	28,8 %	30,9 %
Дълг над 10 години включително (%)	16,0 %	20,0 %	18,5 %
<b>Среден остатъчен срок на държавния дълг (години)</b>	7 г. 2 м.	7 г. 2 м.	7 г. 0 м.

\* БВП: по данни от есенната макроикономическа прогноза на МФ, октомври 2019 г., <http://www.minfin.bg/bg/866>.

Източник: МФ

<sup>2</sup> Поради закръгление някои сумарни позиции в таблицата не се изчерпват от съставните им числа.



## 2.2 Държавногарантиран дълг

Към края на 2019 г. се предвижда минимално изменение в номиналния размер на ДГД до ниво от 1,8 млрд. лв. (при 1,9 млрд. лв. в края на 2018 г.), вследствие основно на извършените регулярни погашения по държавногарантираните заеми. По-голямата част от него се формира от външни държавногарантирани заеми, предоставени от официални кредитори като МБВР, 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 30 септември 2019 г. заема дял от около 3,7 % в общия размер на ДГД. Съпоставени с края на 2018 г., държавногарантираните задължения като процент от БВП през 2019 г. се редуцират от 1,7 % до 1,5 % г.

До края на 2019 г. се очаква заемното споразумение за финансирането на проекта „Междусистемна газова връзка Гърция – България“ в размер до валутната равностойност на 215 млн. лв. (109,9 млн. евро) от ЕИБ да се ратифицира от Народното събрание.

**Табл. 3: Размер и динамика на държавногарантирания дълг<sup>3</sup>**

Държавногарантиран дълг, млн. лв.	31.12.2018 г.	30.09.2019 г.	31.12.2019 г.
	отчет	отчет	очаквано изпълнение
Вътрешен държавногарантиран дълг	68,1	65,3	70,0
1. Гаранции по Закона за кредитиране на студенти и докторанти	68,1	65,3	70,0
Външен държавногарантиран дълг	1 808,6	1 698,1	1 689,4
1. МБВР (Световна банка)	594,6	592,0	589,4
2. ЕИБ	3,6	3,7	7,6
3. ЕБВР	586,7	586,7	586,7
4. Други (ЕВРАТОМ, ЯБМС, БРСЕ и др.)	623,6	515,6	505,7
<b>Общ размер на държавногарантирания дълг</b>	<b>1 876,6</b>	<b>1 763,4</b>	<b>1 759,4</b>
<b>Държавногарантиран дълг/БВП (%)</b>	<b>1,7 %</b>	<b>1,5 %</b>	<b>1,5 %</b>

Източник: МФ

<sup>3</sup> Поради закръгление някои сумарни позиции в таблицата не се изчерпват от съставните им числа.

## 3. ИКОНОМИЧЕСКИ ПЕРСПЕКТИВИ ЗА ПЕРИОДА 2020–2022 г.

### 3.1 Развитие на националната икономика през 2019 г.

България, както и други държави от Централна и Източна Европа, се отличава със стабилен икономически растеж, в сравнение със силното забавяне в икономическата активност през първата половина на 2019 г. за някои от големите държави в еврозоната. За първото полугодие на текущата година реалният растеж на БВП на България беше 4,1 %, спрямо съответния период на предходната година. По-високият растеж бе формиран през първото тримесечие, докато през второто реалното нарастване на БВП се забави, повлияно в голяма степен от спада на износа и намалението на запасите. Растежът на БВП се очаква да се забави през втората половина на годината, а за цялата 2019 г. се прогнозира растеж от 3,4 %. Частното потребление ще бъде основен двигател на растежа. Нарастването на инвестициите в основен капитал се очаква да остане сравнително ниско (1,9 %), тъй като несигурната външна среда ще се отрази в по-ниски частни инвестиции.

През първото полугодие на 2019 г. броят на заетите се увеличи, а нивото на безработица отбеляза исторически минимум. Безработицата се прогнозира да намалее до 4,4 % през 2019 г., а средният темп на нарастване на заетостта за цялата година да достигне 0,4 %. Растежът на компенсацията на един нает се прогнозира да възлезе на 8 % през 2019 г., подкрепен както от частния, така и от публичния сектор, в резултат от политиката за повишаване на доходите в сектори като образование и държавно управление.

За първите осем месеца на 2019 г. инфлацията беше по-висока от прогнозираната. В най-голяма степен това се дължеше на поскъпването при храните и услугите. Инфлацията в края на 2019 г. се прогнозира да бъде 2,8 %, а средногодишната – 2,5 %. Очаква се влиянието на енергийните стоки (пряко и косвено) върху инфлационните процеси в страната постепенно да намалява.

За периода януари - август 2019 г., положителното развитие при кредитите се запази, както при тези за нефинансови предприятия, така и за домакинства, при ускорен спад на лошите и реструктурирани кредити във всички сегменти на кредитния пазар и подобряване на качеството на балансите на банките. Прогнозира се годишното нарастване на вземанията от предприятия да бъде 5,9 %, а от домакинства – 9,8 % през 2019 г.

### 3.2 Очаквания за икономическото развитие през 2020–2022 г.

Растежът на БВП ще достигне 3,3 % през 2020 г., движен от вътрешното търсене. Крайното потребление ще нарасне с 5,2 %. Частните потребителски разходи ще запазят своя сравнително висок темп на растеж, но, в сравнение с предходната година, темпът леко ще се забави, поради по-ограничено нарастване на заетостта. Положително влияние върху потреблението ще има и от увеличените разходи за заплати в публичния сектор. Инвестициите в основен капитал ще нараснат с 3,9 %, подкрепени както от частните, така и от публичните инвестиции. Въпреки очакваното възстановяване на износа, по-високото вътрешно търсене ще се отрази в повишение на вноса и увеличение на отрицателния принос на нетния износ до 1,5 пр. п.

Икономическият растеж ще се запази на ниво от 3,3 % в периода 2021–2022 г. Вътрешното търсене ще остане водещо за растежа на БВП по линия както на потреблението, така и на инвестициите. Същевременно растежът на крайното потребление се очаква да се забави в края на прогнозния период в резултат на по-ниско публично потребление и забавяне на нарастването на частното потребление, в съответствие с изчерпване на възможностите за нарастване на заетостта. От друга страна, повишението на инвестициите ще се ускори, подкрепено най-вече от динамиката на публичните инвестиции. Очаква се негативният ефект върху БВП по линия на нетния износ да се забави до 0,8 пр. п. в края на прогнозния период.

През 2020 г. растежът на заетостта се очаква да отслабне до 0,2 % под влияние на ограниченията от страна на предлагането на труд. Те са обусловени както от устойчивата тенденция на намаление на населението в трудоспособна възраст, така и от бързото изчерпване на свободния трудов ресурс от безработни лица и лица извън работната сила (обезкуражени), които най-бързо биха могли да задоволят търсенето на труд. Коефициентът на безработица се очаква да забави темпа си на намаление и да достигне 4,1 % от работната сила. В периода 2021–2022 г. положителната динамика на заетостта се очаква да бъде преустановена, с тенденция към по-изразено намаление в края на прогнозния хоризонт. Коефициентът на безработица слабо ще се понижи до 4 % в края на прогнозния период.

През 2020 г. нарастването на компенсацията на един нает се очаква да се забави до 7,4 % под влияние на отслабването в положителната динамика на пазара на труда. Това ще е характерно преди всичко за частния сектор, където по-бавният темп на увеличение на доходите от труд се обуславя от очакваното забавяне в растежа на броя на наетите лица. С постепенното преустановяване на нарастването на заетостта, повишението на компенсацията на един нает ще продължи да се забавя и в периода 2021–2022 г., докато достигне около 6,7 % в края на прогнозния хоризонт.

За 2020 г. се прогнозира инфлация в края на годината от 2,3 %, а средногодишна – 2,1 %. Влиянието на международните цени на суровините, особено на суро-

вия нефт, като проинфлационен външен фактор, се очаква да бъде ограничено. Цените на храните ще продължат да нарастват, но с по-нисък темп. В следващите две години като цяло се очаква леко забавяне в стойностите на инфлация поради очакваните намаляващи равнища в международните цени на петрола и стабилизирането в цените при останалите суровини. Вътрешните фактори за инфлация се запазват, произтичащи от платежоспособното търсене на домакинствата, което е благоприятствано от нарастването на доходите, ниската безработица и растежа на кредитите.

Прогнозира се годишното нарастване на вземанията от предприятия да се ускорява в прогнозния хоризонт и да достигне 8,3 % в края на 2022 г. Кредитът за домакинствата ще забавя темпа си на повишение в синхрон с очакванията за забавяне на нарастването на компенсацията на един нает и поради постепенно забавяне на ръста на цените на жилищата в хоризонта на прогнозата. Това ще има ограничаващ ефект върху покупките на домакинствата за недвижими имоти с инвестиционна цел. Общо вземанията от домакинства ще се увеличат с 8,2 % на годишна база в края на прогнозния период.

### 3.3 Рискове пред макроикономическата прогноза

Нестабилната геополитическа среда и нарастващият протекционизъм постепенно започнаха да се отразяват върху икономическата активност както в развиващите се, така и в развитите страни. Основен риск пред прогнозата е влошаване на външната среда, което застрашава растежа на българския износ. В резултат на търговските ограничения, икономиката на Китай започна да забавя растежа си, което се отрази на редица страни, някои от които са основни търговски партньори на България. Рисковете от задълбочаване на рецесията в Турция остават.

Запазва се и несигурността относно начина, по който ще протече излизането на Обединеното кралство от ЕС, което също може да ограничи растежа на износа. При реализацията на тези рискове ще се увеличи отрицателният принос на нетния износ към нарастването на БВП, а излишъкът по текущата сметка ще намалее.

В условията на влошаваща се външна среда, ограничаването на бюджетните приходи може да затрудни провеждането на планираните политики, чрез липса на достатъчен ресурс, което може да се отрази в негативна посока както на бюджетния резултат, така и на държавния дълг.

През последните три години, използвайки т.нар. „добри времена“, с по-висок от средния за ЕС икономически растеж, бяха реализирани фискални излишъци, което позволи значително намаление на държавния дълг. Рисковете пред дългосрочната устойчивост на публичните финанси се оценяват от МФ и от ЕК, като ниски, поради ниската държавна задлъжнялост. Това осигурява достатъчна стабилност и пространство за реакция при евентуални икономически сътресения. През следващите три години се очаква бюджетното салдо да бъде близко и око-

ло балансирано. Това отговаря на средносрочната бюджетна цел и е съобразено с очакваното развитие на икономиката – малко над потенциала. При краткосрочно забавяне на икономическото развитие на страната има достатъчен марж за осъществяване на планираните разходни политики. ■

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

Настоящият анализ на риска има за цел да представи основните резултати от провежданата през разглеждания период дългова политика и влиянието ѝ върху динамиката на измерваните рискови индикатори. Обхватът на представения анализ се фокусира върху оценката на ефекта от изменението на наблюдаваните променливи, като са взети предвид допусканията за ново дългово финансиране, съгласно проекта на актуализираната СБП за периода 2020–2022 г. и проекта на ЗДБРБ за 2020 г., разчетени в съответствие с макроикономическите и фискални прогнози.

В резултат от извършения анализ не се очакват потенциални негативни ефекти вследствие рисковете, свързани с размера и структурата на дълга. Основните заключения са разгледани по-долу:

**Табл. 4: Индикатори за оценка на риска**

Риск	Индикатор	2017 г. отчет	2019 г. очаквано изпълнение	2019 г. проект*	2020 г. прогноза *	2021 г. прогноза*
<b>Риск за рефинансиране</b>	Дълг до 1 г. (по остатъчен срок като дял от държавния дълг, %)	4,3%	5,0%	3,6%	11,3%	11,4%
	Среден период до матуритета (години) - Average time to maturity (ATM)	6,7	6,5	6,1	6,1	6,5
<b>Лихвен риск</b>	Съотношение между дълг с фиксиран лихвен процент и дълг с плаващ лихвен процент (%)	96,1/3,9 %	96,9/3,1 %	97,6/2,4 %	98,3/1,7 %	98,7/1,3 %
	Среден период до следващо фиксиране на лихвените купони (години) - Average time to refixing (ATR)	6,7	6,5	6,1	6,1	6,5
	Продължителност (години) - Duration	6,5	6,2	5,9	5,8	6,0
<b>Валутен риск</b>	Съотношение между външен и вътрешен държавен дълг (%)	75,3/24,7 %	75,1/24,9 %	71,2/28,8%	66,7/33,3 %	56,4/43,6 %
	Съотношение между дълга в рисково неутрални валути – лева и евро спрямо дял на дълга в други валути (% от общия размер на държавния дълг)	99,4/0,6 %	99,5/0,5 %	99,6/0,4 %	99,6/0,4 %	99,7/0,3 %
<b>Ликвиден риск</b>	Съотношение между дълг до 1 г. (по остатъчен срок) и данъчно-осигурителни приходи (%)	3,0 %	3,2 %	2,2 %	7,0 %	6,8 %
<b>Риск, свързан с размера на дълга</b>	Съотношение между консолидиран дълг на сектор "Държавно управление" и БВП (%)	22,3 %	20,4 %	19,8 %	19,5 %	18,2 %
	Съотношение между държавен дълг и БВП (%)	20,1 %	18,6 %	18,2 %	18,1 %	17,0 %
<b>Риск, свързан с условните задължения</b>	Съотношение между държавногарантиран дълг и държавен дълг (%)	8,5 %	8,0 %	7,8 %	7,1 %	5,9 %
	Съотношение между държавногарантиран дълг и БВП (%)	1,7 %	1,5 %	1,4 %	1,3 %	1,0 %
<b>Оперативен риск</b>	– 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.					

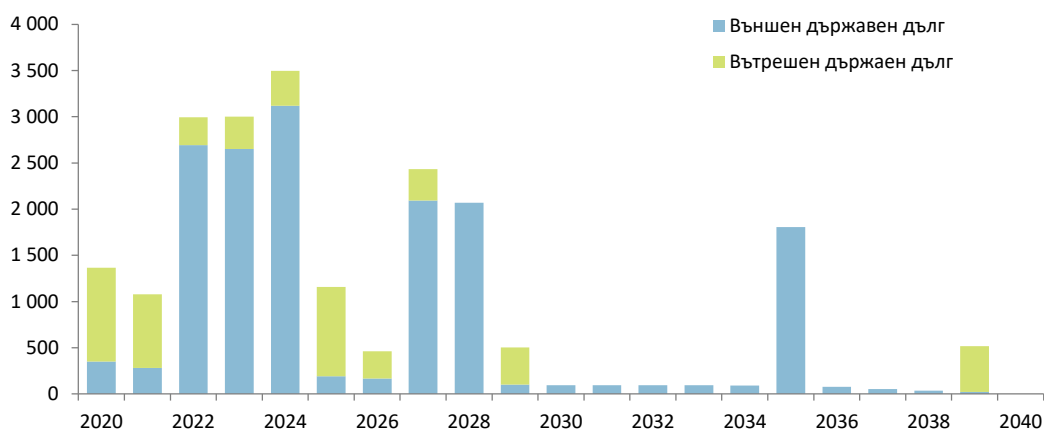
Заб.: \* Данните са прогнозни. Взети са предвид прогнозите за финансирането съгласно проекта на актуализираната СБП за периода 2020-2022 г.

## 4.1 Риск от рефинансиране

Погасителният профил на държавния дълг, представен на Фиг. 2 показва акумулиране на плащания в годините, когато се падежират облигациите, емитирани на МКП<sup>4</sup>. Това обстоятелство налага предприемането на мерки, главно насочени към подобряване профила на дълга, в т.ч. по-доброто позициониране на бъдещите амортизационни плащания и удължаване на матуритета му. Подобен ефект се планира в бъдеще да бъде постигнат чрез прилагането на по-гъвкава емисионна политика, с преимуществено заемане от местния дългов пазар на ДЦК, главно в национална валута, чрез предлагане на високоликвидни, при подходящо съотношение доходност/риск пазарно-ориентирани инструменти, позиционирани в различни матуритетни сегменти, без да се изключва и възможността за набиране на дългов ресурс на МКП..

**Фиг. 2: Погасителен профил на държавния дълг\***

(млн. лв.)



\* По дълга, поет към 30 септември 2019 г.

Източник: МФ

Наличието в структурата на дълга на плащания в по-големи обеми по настъпващите през 2022 г. и 2023 г. падежи на емисии еврооблигации, пласирани през 2015 г. и 2016 г. като част от основаната GMTN програма, оказват влияние и върху динамиката на другите два индикатори, отчитащи чувствителността на дълговото портфолио към риска за рефинансиране: „дял на държавния дълг с остатъчен срок до 1 година в общия размер на държавния дълг в обращение“ и среден период до матуритета (Average time to maturity – ATM).

С приближаване на предстоящите плащания по еврооблигационните емисии, се очаква покачване на дела на държавния дълг с остатъчен срок до 1 година в общия размер на държавния дълг в обращение на равнище от 4,3 % през 2018 г. до 11,3 % и 11,4 % през 2021 г. и 2022 г.

<sup>4</sup> Към настоящия момент в дълговото портфолио на Република България има шест емисии еврооблигации, пласирани на МКП – пет под GMTN програмата с падеж 2022 г., 2023 г., 2027 г., 2028 г. и 2035 г. и една със самостоятелна документация с падеж през 2024 г.



При стойността на параметъра среден период до матуритета се регистрира леко намаление от 6,7 години през 2018 г. до 6,1 години в края на 2021 г., като се предвижда в края на разглеждания период да достигне ниво от 6,5 години, индикирайки практическа неутралност на портфейла към този рисков показател.

## 4.2 Пазарен риск

Приоритетността на действията, насочени към минимизиране на рисковете, произтичащи от движението на лихвените проценти и валутните курсове през изминалите и в следващите години, предопределят положителни промени в дълговия портфейл, респ. слабата му зависимост от въздействието на пазарните рискове. Ефектът от тях се изразява в намеренията за плавно редуциране на съществуващия дисбаланс между вътрешен и външен дълг, като в края на 2022 г., делът на вътрешния дълг се очаква плавно да нарасне до 43,6 % от общия размер на държавния дълг в сравнение с края на 2018 г. (към 31.12.2018 г. - 24,7 %).

Към 31.12.2018 г. дълговият портфейл се характеризира с превес на дела на задълженията с фиксирани лихвени купони – 96,1 %, като тази тенденция се планира да се запази през целия разглеждан период 2019–2022 г. По отношение на валутната композиция на дълга, евровият и левов компонент остават преобладаващи през целия анализиран период, заемайки съвкупен дял от 99,7 % в края на 2022 г. Тук интерес представлява евентуалната промяна в стойностите на отделните сегменти (в евро и в лева), като в тригодишна перспектива се предвижда задълженията в лева да се увеличат до около 41,7 %, за сметка на тези, деноминирани в евро – 58,0 %. За сравнение в края на 2018 г. коефициентите на дълга, деноминиран в лева и на този, деноминиран в евро са съответно: 18,6 % и 80,8 %. Подобен профил ще се отрази позитивно в хода на изпълнение на поставената цел за поддържане разходите за обслужване на дълга на ниско ниво при приемлива степен на риск.

За периода 2018–2022 г. стойността на средното време за фиксиране на лихвените купони по дълга (Average time to refixing) не се очаква да претърпи съществени промени, движейки се в диапазона между 6,7 години и 6,5 години. Тази стойност на ATR показва, че по-голяма част от дълга е неутрална към промяната на лихвените купони в краткосрочен план и предполага пониска степен на риск.

## 4.3 Ликвиден риск

При оценка бъдещото влияние на ликвидния риск, респ. нуждата от ликвидни средства за покриване на краткосрочни задължения, в т.ч. рефинансиране на падежиращия се дълг, поддържането на стабилно ниво на фискалния резерв и залегналите основни цели на фискалната политика за пос-

тигане на устойчива тенденция на близка до балансирана бюджетна позиция в средносрочен хоризонт, създават добра основа за запазване на ликвидния риск на безопасно ниво. Тези очаквания позволяват по-гъвкаво планиране и управление на дълга в краткосрочен и средносрочен аспект, с акцент върху набавянето на финансов ресурс в обеми, превишаващи годишните погашения по дълга и акумулиране на средства във фискалния резерв с цел предварително осигуряване на част от средствата за предстоящото погашение на емитираните през 2016 г. еврооблигации с падеж 2023 г.

Същевременно, динамиката на съотношението „дълг до 1 година/данъчно-осигурителни приходи“ (измерител на ликвидния риск) в средносрочен план показва изменение в годините, предхождащи падежите на еврооблигационни емисии през 2022 г. и 2023 г., които попадат в обхвата на краткосрочния дълг към края на годината, запазвайки се на ниво от около 7,0 %. Тази величина на показателя допълнително се повлиява от прогнозите ръст на данъчните приходи в периода 2020–2022 г. и осигурява неутралност по отношение въздействието на ликвидния риск.

#### 4.4 Риск, свързан с размера на дълга

Оценката на дълговата тежест както на база настоящото ѝ състояние, така и на база допусканията за промяна, не дефинира рискове пред устойчивостта на държавната задлъжнялост. Към края на 2018 г. съотношението на дълга на сектор „Държавно управление“ спрямо БВП спада с 3 пр. п. от 25,3 % в края на 2017 г. до 22,3 %. Отчитаният размер на показателя е близо три пъти по-нисък от средния за ЕС, който към края на 2018 г. възлиза на 80,4 %, а текущата му стойност отрежда на Република България за поредна година водещо място сред държавите-членки на ЕС с ниска степен на държавна задлъжнялост. По предварителни очаквания, нивото на този параметър постепенно се понижава през всяка година от периода 2019–2022 г., достигайки съответно до 20,4 %<sup>5</sup> през 2019 г., 19,8 %<sup>3</sup> през 2020 г., 19,5 %<sup>3</sup> през 2021 г. и 18,2 %<sup>3</sup> през 2022 г.

Водещ принос върху темпа на изменение на дълга на сектора през следващия тригодишен период има подсектор „Централно управление“, а компонентът в него с най-висок дял представлява държавният дълг. Другите два подсектора „Местно управление“ и „Социалноосигурителни фондове“ имат почти неутрално въздействие върху общия размер на дълга. От тук произтича правопропорционалната връзка между провежданата политика по управление на държавния дълг и ръстът/спадът на консолидационните задължения.

<sup>5</sup> Спрямо прогнозното ниво на БВП съгласно есенната макроикономическа прогноза на МФ, октомври 2019 г., <http://www.minfin.bg/bg/866>

Въз основа на прогнозите за новото дългово финансиране и основните фискални и макроикономически агрегати се наблюдава позитивна динамика на съотношението „държавен дълг/БВП“, което също следва тенденция на намаление през целия разглеждан период съответно от 18,6 % през 2019 г. до 17,0 % в края на 2022 г.

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

При настоящата дългова структура влиянието на риска, свързан с поемането на условни задължения е ограничено, предвид ниския относителен дял от 8,0 % на държавните гаранции в общия размер на държавния и държавно-гарантирания дълг към края на 2019 г. В рамките на предстоящия тригодишен период се планира нивото на този индикатор да отбележи намаление от 7,8 % през 2020 г. до 5,9 % в края на 2022 г. Към 31.12.2019 г. в номинално изражение ДГД бележи намаление от 1,9 млрд. лв. през 2018 г. до 1,8 млрд. лв. през 2019 г., в резултат основно от извършените регулярни погашения, а отнесен спрямо БВП съответно от 1,7 % до 1,5 %. Тази динамика се запазва и в следващите три години, достигайки до 1,4 млрд. лв. или около 1 % от БВП.

За намаляване на потенциални негативни ефекти, вследствие влиянието на този риск и съгласно изискванията на ЗПФ, ежегодно в ЗДБРБ се включват ограничения за максималния размер на новите държавни гаранции, които могат да бъдат издадени през съответната година. Отделно от това се предвижда запазване на установената практика за провизиране на средства за резерв за покриване на риска от активиране на държавни гаранции. С оглед превенция на риска се предвижда консервативен подход при селекцията на проектите, които се финансират с държавногарантирани заеми.

#### **4.6 Оперативен риск**

Спазването на досега прилаганите законови разпоредби за финансово управление и контрол в публичния сектор, както и разработените в тази връзка правила и процедури за работа в звеното, отговорно за управление на дълга в МФ, с ясно систематизирани отговорности на служителите в бъдеще, допринасят за минимизиране на оперативния риск. Допълнително, рисковият профил ще се подобрява в контекста на осигуряване на непрекъсната поддръжка и усъвършенстване на функционалните възможности на създадената информационна система за анализ, прогнози и управление на държавния дълг, автоматизираща процесите по обработка на данните, свързани с управлението на суверенните задължения и осигуряваща качество, надеждност и достоверност на генерираната информация. ■

## 5. ЦЕЛИ НА ПОЛИТИКАТА ПО УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ

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

### 5.1 Подцел: Поддържане на устойчиви параметри на държавния дълг

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

Отчитайки необходимостта от дългово финансиране, през следващите години управлението на дълга ще се придържа към спазване на законоустановените процедури при поемане на нов държавен дълг. Запазването на максимална гъвкавост при избора на структурата на финансирането предполага осъществяване на текущо наблюдение и анализ на възможните източници за финансиране, както и мониторинг на състоянието и тенденциите за развитие на местните и външните пазари. Изборът на нови заемни ангажименти, съпътстван от извършване на оценка на конкретните условия на финансиране е в унисон с целта за моделиране на добре структуриран дългов портфейл, удължаване на матуритетната му крива и намаляване влиянието на риска от рефинансиране. Предвижда се усилията да бъдат насочени основно към поемането на нов дълг на пазарен принцип при отчитане на конкретната специфика и ликвидност на дълговия пазар. Заедно с това се акцентира и върху постепенно увеличаване на относителния дял на вътрешния дълг за сметка на намалено външно финансиране, посредством прилагане на гъвкава емисионна политика. Определянето на характеристиките на заемния ресурс ще отчита ефектите от предприетата заемна стратегия върху основните рискови параметри, цената на заемния ресурс, както и необходимостта от по-рационално разпределяне на предстоящите падежи. В рамките на 2020–2022 г. се планира да се запази тенденцията за поемане на дългови инструменти с рисково-неутрален състав, основно композирани при фиксирани лихвени купони, в лева и в евро, придържайки се в рамките на заложените в бюджета референтни стойности за дълга. Този подход е в съчетание с необходимостта за поддържане на стабилност и прогнозируемост на разходите за обслужване на дълга. Ежегодно определяните дългови ограничения за максималния размер на новопоетия дълг, регламентирани

в ЗДБРБ, ще отразяват ангажиментите на емитента по отношение на обема на новото дългово финансиране.

Подборът на проекти с инвестиционна насоченост, кандидатстващи за финансиране с държавни и/или държавногарантирани заеми в бъдещите години отново ще се основава на ограничителен подход при съблюдаване на нормативно определения ред и условия.

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

Поддържането на ниско ниво на дълга, значително под максимално допустимата референтна стойност на дълговия критерий от Маастрихт, което да осигурява неговото дългосрочно изпълнение, представлява приоритет с първостепенно значение при провеждане на политиката по управление на суверенните задължения. Превантивното контролиране на неговото увеличение се осъществява чрез ежегодното определяне в ЗДБРБ на максимални стойности на държавния дълг към края на годината, на новия държавен дълг, който може да бъде поет в рамките на годината и по отношение на новите държавни гаранции, които могат да бъдат издадени през бюджетната година. Допълнителен положителен принос върху общата дългова тежест се очаква по линия на планирания през периода 2020-2022 г. стабилен темп на растеж на БВП (3,3 % годишно), запазване стремежа към близка до балансирана бюджетна позиция и дисциплинирана фискална политика. Тенденцията за понижаващо се ниво на показателя дълг/БВП в следващите години осигурява възможност за полагане на усилия в посока подобряване качествените характеристики на дълговия портфейл.

При представените по-горе данни за размер, структура и параметри на дълга, както и прогнозите за нивото и темпа му на изменение, не се очакват сериозни рискове по отношение на устойчивостта на дълга в средносрочен план.

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

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

В предстоящия тригодишен период, при спазване на ограниченията в ЗДБРБ за поемане на нов държавен дълг, основно с цел за рефинансиране на дълга в обращение, се планира да бъдат използвани главно емисии на ДЦК на местния пазар. Високите нива на ликвидност в банковата система, протича-

щата фискална консолидация и при очакваното запазване на текущите условия на ниски лихви, превръщат вътрешния дългов пазар в ефективен източник за осигуряване на дългово финансиране на бюджета. Емисионната политика през периода 2020–2022 г. ще цели обезпечаване при необходимост на текущите ликвидни нужди и рефинансиране на настъпващите падежи на облигации, в т.ч. предварително осигуряване на част от средствата с оглед предстоящите през 2022 г. и 2023 г. падежи на еврооблигации, пласирани под GMTN програмата на Република България.

Матуритетната структура на новите дългови книжа ще бъде адаптирана в зависимост от конкретните условия и необходимостта за удължаване на средния остатъчен матуритет на дълга. Сред базовите фактори при определяне параметрите на новите емисии са съществуващият погасителен профил на държавния дълг, преобладаващите пазарни условия и инвеститорското търсене. МФ като емитент възнамерява да предложи стандартизирани дългови инструменти с фиксиран лихвен процент, преимуществено в лева с оглед подобряване валутната структура на дълга.

**■ 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**

Емисиите на международните капиталови пазари ще продължат да бъдат обект на анализ и наблюдение като база за сравнение, както по отношение на ценовите равнища, така и в качеството им на източник на алтернативно на местния пазар или допълващо финансиране.

Основаната в началото на 2015 г. Глобална средносрочна програма на Република България за издаване на облигации на МКП представлява стандартизиран за международната инвестиционна общност инструмент за емитиране на облигации, подчинени на английското право, регистрирани за търговия на Люксембургската фондова бора, с клиринг и сетълмент в Юроклиър и Клиърстрийм. Максималният обем на дълга, който може да бъде поет по нея, е 8 млрд. евро, като до момента са емитирани еврооблигации със съвкупен номинален обем от 5,144 млрд. евро. 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 книгата, които могат да бъдат поети по програмата е 30 години, като 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 из-

бор на най-оптималната стратегия за реализиране на емисионната политика и по-ефективно управление на рисковия профил на държавния дълг.

### **5.3 Подцел: Развитие на вторичния пазар на ДЦК**

#### **■ Мярка: Предприемане на стъпки за разширяване обхвата на мониторинга на вторичния пазар на ДЦК и контрола върху системите за регистрацията на сделките с тях**

През 2019 г. продължи доизграждането на интегрираната информационна система за мониторинг на вторичния пазар на ДЦК (Система за мониторинг, анализ, регистрацията и търговията на ДЦК /СМАРТ), в съответствие с променящите се регулации в областта на суверенните облигации.

През периода 2020–2022 г. ще продължат действията по внедряването и усъвършенстването на визираната система, като в средносрочен план ще се оптимизират дейностите по мониторинга на пазара на ДЦК и контрола върху системите за регистрацията на сделките с тях.

При необходимост, с цел хармонизиране на българското законодателство с европейското и моделиране на пазарната инфраструктура на ДЦК, ще бъдат направени законодателни промени посредством изграждане на механизми за постигане на стратегическите цели, поставени пред държавите членки на ЕС в областта на пазарите на държавен дълг. ■



## АБРЕВИАТУРИ И РЕЧНИК

### Използвани абрeвиатури

БВП	Брутен вътрешен продукт
БНБ	Българска народна банка
ББР	Българска банка за развитие
БРСЕ	Банка за развитие към Съвета на Европа
ДГД	Държавногарантиран дълг
ДЗ	Държавни заеми
ДИЗ	Държавни инвестиционни заеми
ДЦК	Държавни ценни книжа
ЕБВР	Европейска банка за възстановяване и развитие
ЕИБ	Европейска инвестиционна банка
ЕК	Европейска комисия
ЕС	Европейски съюз
ЕЦБ	Европейска централна банка
ЗДБРБ	Закон за държавния бюджет на Република България
ЗДД	Закон за държавния дълг
ЗПФИ	Закон за пазарите на финансови инструменти
КфВ	Кредитанщалт фюр Виедерауфбау (KfW)
КФП	Консолидирана фискална програма
МКП	Международни капиталови пазари
МФ	Министерство на финансите
МФИ	Международни финансови институции
МБВР	Международна банка за възстановяване и развитие
ПД	Първични дилъри
СБП	Средносрочна бюджетна прогноза
СУДД	Стратегия за управление на държавния дълг
ФГВБ	Фонд за гарантиране на влоговете в банките
ФР	Фискален резерв
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 бюджета. Дългът, деноминиран в чуждестранна валута, води до волатилност на разходите за обслужване на дълга, измервани в национална валута;

**Лихвен риск** – Отнася се за уязвимостта на дълговия портфейл, както и разходите на държавния дълг от по-високи лихвени проценти на пазара в момента, в който дългът с променлив лихвен процент и падежиращият се дълг с фиксиран лихвен процент, се преоценяват. Промените на пазарните цени, които влияят върху разходите за обслужване на дълга, могат да предизвикат отклонения от заложения в държавния бюджет размер на разходите за обслужване на държавния дълг;

**Пазарен риск** – Риск, свързан с неочаквани промени в нивата на пазарни променливи като валутни курсове, лихвени проценти, цени на стоки, които влияят на разходите за обслужване на дълга.

**Ликвиден риск** – Определя се от нуждата от ликвидни средства за покриване на краткосрочни задължения и отчита вероятността от възникването на ликвидни затруднения за бюджета при покриване тези задължения. Представява разновидност на риска за рефинансиране и е пряко свързан с пазарния риск;

**Риск за рефинансиране** – Свързан е основно с вероятността от неспособност за получаване на ново финансиране, когато дългът достигне матуритет (падежиращият се дълг да не може да се рефинансира), или от получаване на ново финансиране само на много висока цена. Измерва се от размера на дълга, който трябва да бъде рефинансиран през даден период (обикновено една година);

**Риск, свързан с размера на дълга** – Асоциира се с равнището на държавния дълг, което в определени случаи може да генерира значителни заплахи за финансовата стабилност на страната;

**Риск, свързан с условните задължения под формата на държавни гаранции** – Държавните гаранции оказват съществено въздействие върху устойчивостта на държавния дълг. Свързан е с опасността от реализиране на гаранциите във времето, поради което е важно да бъде отчетен потенциалният риск от тяхното активиране;

**Оперативен риск** – Идентифицира се преди всичко с формата на организация на дейностите по управление и контрол на държавните задължения;

**Дълг до 1 година (по остатъчен срок)** – Частта от дълга, която ще се падежира в срок до 1 година;

**Среден период до матуритета (АТМ)** – Средният период до матуритета, който е средно претеглена сума на погашенията според времето до матуритета им. Той не взема предвид плащанията на лихви, така че не предоставя информация за цялостния риск от обслужването на дълга за бюджета;

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

$R_t$ : Погашения в момент  $t$ ;  
 $t$ : Период до матуритета  
 $Nom$ : номинална стойност на неизплатения дълг  
 $n$ : Окончателен матуритет на дълга

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

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

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

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

$RV$ : Дълг с плаващи лихвени проценти в момент  $t_0$ ;

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

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

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

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

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

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

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

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