

# Обзор на правителствения дълаз · 2005



Република България  
Министерство на финансите

**Обзор  
на правителствения  
дъдег • 2005**

София, 2006 г.

## Абревиатури и съкращения

АИАП	Агенция за икономически анализи и прогнози
БВП	брутен вътрешен продукт
БНБ	Българска народна банка
б.т.	базисна точка
Г-24	Групата на 24-те най-развити в индустриално отношение държави
ДЦК	държавни ценни книжа
ЕБВР	Европейска банка за възстановяване и развитие
ЕИБ	Европейска инвестиционна банка
ЕС	Европейски съюз
ЗУНК	Закон за уреждане на необслужваните кредити, договорени до 31 декември 1990 г.
ЗДБРБ	Закон за държавния бюджет на Република България
ЗДЗВСТБ	Закон за държавна защита на влогове и сметки в търговски банки
ИПЦ	индекс на потребителските цени
ЛИБОР	лондонски междубанков лихвен процент
МВФ	Международен валутен фонд
МФ	Министерство на финансите
НРС	наблюдение на работната сила
НСИ	Национален статистически институт
ОЛП	основен лихвен процент
ПЗР	преходни и заключителни разпоредби
пр.п.	процентен пункт
ПЧИ	преки чуждестранни инвестиции
СБ	Световна банка
СПТ	специални права на тираж
щ.д.	щатски долар
DISC	облигация с отстъпка
EMBI	Emerging Markets Bond Index
FLIRB	облигация с първоначално намалени лихви
FOB	Free on Board
IAB	облигация за неплатени лихви
JBIC	Japan Bank for International Cooperation
LEONIA	Lev OverNight Index Average, справочен индекс на сключените и изпълнени сделки с овърнайт депозити в български левове

© Министерство на финансите, 2006 г.

**ISBN-10: 954-91720-3-4**

**ISBN-13: 978-954-91720-3-7**

Дизайн, предпечатна подготовка, печат и подвързия: *Печатни издания на БНБ*

### За контакти:

Министерство на финансите

ул. „Г. С. Раковски“ № 102

1000 София

тел. 9859 24 97, 9859 24 52

интернет страница: [www.minfin.bg](http://www.minfin.bg)

## Съдържание

Макроикономическо развитие на България през 2005 г.	5
1. Икономически растеж, пазар на труда	6
2. Външен сектор (текуща сметка, финансова сметка)	8
Вътрешен дълг	11
1. Вътрешно финансиране	15
2. Обслужване на вътрешния дълг	20
Обзор на вторичния пазар на ДЦК	23
Външен дълг	29
1. Външно финансиране	34
2. Обслужване на външния дълг	36
Стратегия за управление на държавния дълг за периода 2006–2008 г.	39



**Макроикономическо  
развитие на България  
през 2005 г.**

## 1. Икономически растеж, пазар на труда

Реалният растеж на БВП през 2005 г. затвърждава тенденцията на устойчиво икономическо развитие след 1997 г. БВП нараства с 5.5% в реално изражение спрямо 2004 г., което нарежда България сред най-добре представилите се в това отношение страни. Инвестициите и потреблението са стимулирани от притока на чуждестранни капитали в банковата система, привлечени от нарастващото доверие в икономиката, както и от водената стабилна макроикономическа политика и след изборите в средата на годината.

От страна на търсенето най-висок растеж отбелязват брутообразуването на основен капитал и вносът на стоки и услуги – съответно 19% и 14.6%. Крайното потребление и инвестициите<sup>1</sup> допринасят най-много за общия растеж на БВП – съответно 5.9 и 5.5 процентни пункта. Ръстът на износа се ускори от 9.2% през първото тримесечие до 12% през второто тримесечие на годината. През третото тримесечие се наблюдава забавяне до 1.1% и ново възстановяване през четвъртото тримесечие до 8.9%. В резултат от тези промени кумулативният растеж за годината достига 7.2%, което е с 5.7 процентни пункта по-малко от същия период на 2004 г. Ръстът на износа е изпреварен от този на вноса, който се ускорява до 14.6% през 2005 г. спрямо предходната година и съответно приносът на нетния износ на стоки и услуги към общия растеж остава отново отрицателен.

### Структура на БВП

Реален растеж и принос на отделните компоненти по елементи на крайното използване

	2004 г.		2005 г.		2004 г.	2005 г.
	Реален растеж (%)	Принос в растежа* (пр.п.)	Реален растеж (%)	Принос в растежа* (пр.п.)	Процент от БВП* (текущи цени)	
Крайно потребление	5.1	4.5	6.8	5.9	86.8	88.6
Инвестиции в основен капитал	13.5	2.6	19.0	4.0	20.8	23.8
Износ на стоки и услуги	13.0	6.9	7.2	4.2	58.0	60.8
Внос на стоки и услуги	14.1	- 8.9	14.6	- 9.9	68.2	77.4
Брутен вътрешен продукт	5.7	5.7	5.5	5.5	100.0	100.0

\* Не са отразени приносът на измененията в запасите и статистическата грешка.

Източник: АИАП.

<sup>1</sup> Включително запасите.

От страна на предлагането най-висок растеж през 2005 г. реализира индустрията – 7.3%, но нейният принос към общия ръст на брутната добавена стойност (БДС) остава втори по големина, съответно с 2.2 процентни пункта. Междувременно, въпреки че най-големият икономически сектор – секторът на услугите, расте с по-бавни темпове – 6.6%, той допринася най-много за покачването на брутната добавена стойност – с 3.9 процентни пункта спрямо същия период на 2004 година.

### Развитие на заплатите

Според наблюдението на работната сила (НРС) средногодишният коефициент на икономическа активност<sup>2</sup> през 2005 г. е 62.1%, отбелязвайки слабо увеличение от 0.35 процентни пункта спрямо 2004 г. Това се дължи на нарастването на заетостта в страната с 2.4% на годишна база.

Стабилният икономически растеж през изминалите години създава добри предпоставки за намаляване на равнището на безработица в страната и през 2005 г. Съгласно НРС броят на безработните намалява с 16.4% спрямо 2004 г. и средногодишното равнище на безработица достига 10.1%, което представлява 1.9 процентни пункта по-малко от предходната година.

През 2005 г. средногодишната заплата е 163 евро (в т.ч. 203 евро в общественния сектор и 145 евро в частния сектор)<sup>3</sup>. Спрямо предходната година тази стойност нараства с 4% в реално изражение. Повишаването е съответно с 3.2% в общественния и с 6.1% в частния сектор.

### Инфлация

Измерената в края на 2005 г. инфлация възлиза на 6.5%. Приносът на административно определяните цени в общата инфлация е 1.3 процентни пункта. През 2005 г. факторите с най-силно влияние върху инфлацията са нарастването на цените на хранителните продукти след наводненията, рязкото покачване на цените на горивата, поскъпването на някои услуги, както и повишението на цените на парното отопление за домакинствата. Базисната инфлация (неконтролирани цени) през 2005 г. е 6.5% и така значително превишава равнището си спрямо 2004 г. – 1.6%. Нейният дял в общата инфлация е 5.2 процентни пункта. Основната причина за по-високата и положителна базисна инфлация е кумулативното повишение на цените на хранителните продукти през 2005 г. съответно с 6.8%.

<sup>2</sup> Лица на възраст между 15 и 64 години.

<sup>3</sup> Съгласно предварителни данни на НСИ.



Средногодишната инфлация през 2005 г. достигна 5%, най-вече поради нарастването на потребителските цени в края на 2004 г.

## Месечно изменение на ИПЦ, 2005 г.

I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
0.74	0.87	0.33	1.07	-0.48	-1.31	0.10	0.58	1.40	1.18	0.99	0.83

Източник: АИАП.

## 2. Външен сектор (текуща сметка, финансова сметка)

Съгласно променената от БНБ методология през 2005 г. платежният баланс<sup>4</sup> на страната се влоши поради почти двойното увеличение спрямо 2004 г. на дефицита по текущата сметка, който достига 11.8% от БВП. Това развитие се дължи основно на нарастването на търговския дефицит – съответно с 1.4 млрд. евро, който достига 20.4% от БВП. Следва обаче да се отбележи, че високото равнище на търговския дефицит през 2005 г. се дължи на силния растеж на стойността на вноса поради рекордно високите равнища на световните цени на горивата, както и поради реструктурирането на вноса в полза на инвестиционните стоки. Последните нарастват с 31.2% през 2005 г. спрямо 2004 г. и възлизат на 27.6% от целия внос. В допълнение вносът на суровини и материали, насочени предимно за експортните индустрии, запазва своя най-голям дял от близо 36%. Неговото увеличение от 14.8% спрямо 2004 г. се реализира с по-бавни темпове в сравнение с ръста на вноса на инвестиционни стоки. В същото време ръстът на износа остава висок, като по този начин допълнително допринася за стабилното увеличаване на вноса на суровини и материали за експортните индустрии. От друга страна обаче, наблюдаваният ускоряващ се темп на нарастване на износа на инвестиционни стоки подчертава успешното реструктуриране на българската икономика към производство и износ на продукти с висока добавена стойност.

<sup>4</sup> Новата методология за оценка на платежния баланс, променена през март 2006 г. и прилагана от началото на 2006 г., довежда до значителни промени в данните за 2004 и 2005 г. Дефицитът по текущата сметка за изминалата година е намален с 632.4 млн. евро и според новите данни е 11.8% от БВП. Най-важните корекции са свързани с оценката на вноса по цени (FOB), приходите в разходите от товарен транспорт, потоците, дължащи се на неофициална заетост на българи в други страни. В същото време са направени ревизии на данните за 2004 г. за преките чуждестранни инвестиции и свързания с тях платен доход. Чрез въведените промени са разпределени 790.3 млн. евро от натрупаните за 2005 г. 1016.6 млн. евро грешки и пропуски.

Междувременно съществуващата в страната макроикономическа стабилност и привлекателността на българската икономика стимулира притока на чуждестранни капитали, като по този начин осигурява финансиране на увеличаващите се инвестиции. Само преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ) в България възлизат на 1.8 млрд. евро, което представлява 8.3% от БВП.

Финансовата сметка остава стабилна и покрива 114% от дефицита по текущата сметка. През 2005 г. общото салдо на платежния баланс достига 569.3 млн. евро, като по този начин осигурява възможност за нарастване на валутните резерви на БНБ съответно с 324.3 млн. евро. Това увеличение е достатъчно, за да осигури нарастване на паричната база и паричните агрегати в условията на паричен съвет. В този смисъл развитието на платежния баланс като цяло няма негативен ефект върху цялостното икономическо развитие.

### *Парична политика*

Към края на декември 2005 г. се наблюдава ръст на паричното предлагане, измерено чрез най-широкия паричен агрегат М3, който нараства в реално изражение с 16.3% на годишна база в края на декември 2005 г. В условията на функциониращия в страната паричен съвет паричното предлагане се определя предимно от задълбочаването на финансовото посредничество на банковия сектор, намиращо отражение в сравнително високия растеж на кредита за неправителствения сектор, регистриран в началото на 2005 г. Продължава ремонетизацията на националното стопанство, като отношението на паричния агрегат М3 към БВП достига 60.2% в края на декември 2005 г. Към края на 2004 г. неговата относителна стойност е 53.3%.

Регулативните мерки, приети от Българската народна банка през април 2005 г., постигат поставената цел за намаляване нарастването на банковия кредит. Вземанията от неправителствения сектор нарастват с 24.4% на годишна база в реално изражение и в края на декември 2005 г. възлизат на 44.5% от БВП. Същият показател, разглеждан за 2004 г., отчита ръст от 42.9% на годишна база, а към края на декември като съотношение спрямо БВП неговата стойност е 36.8%. В края на февруари 2006 г. нарастването на вземанията на годишна база намалява до 28.7%.

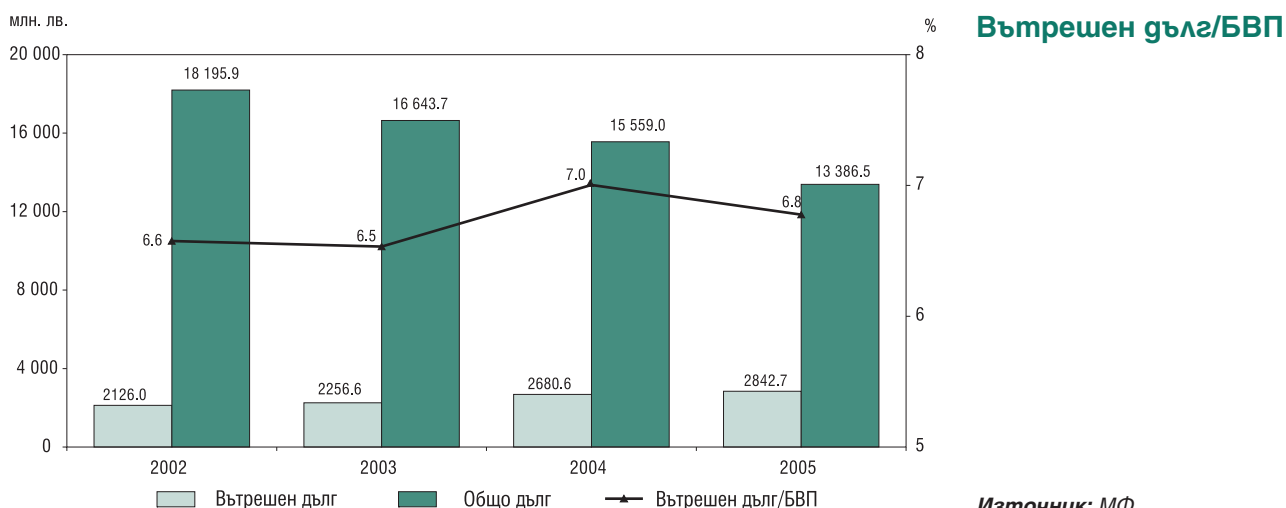
Въпреки че наблюдаваната в страната кредитна активност расте, делът на редовните кредити все още е стабилен. Средните лихви по вътрешните кредити леко спадат.

### *Фискална политика*

През 2005 г. фискалната политика е насочена към осигуряване на фискална стабилност чрез поддържане на строга бюджетна дисциплина, контрол върху нелихвените разходи и висока степен на консолидиране на бюджета. В края на 2005 г. консолидираната фискална програма реализира излишък, възлизащ на 3.2% от очаквания БВП при планиран бюджетен дефицит от 0.5% от БВП. Първичната фискална позиция през разглеждания период е рестриктивна, доколкото първичният фискален излишък нараства от 3.6% от БВП през 2004 г. до 4.9% от БВП през 2005 година.

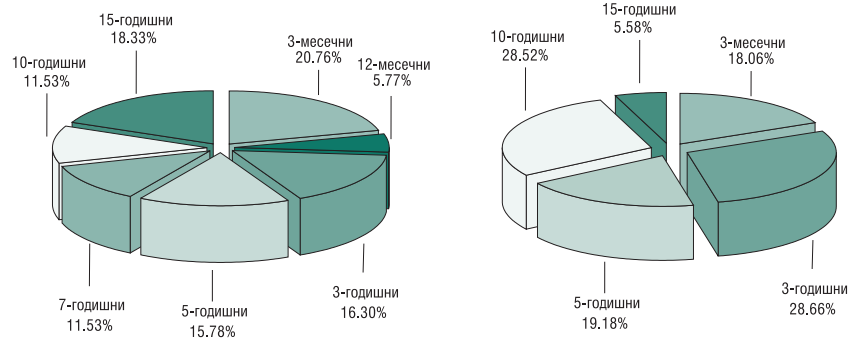
# Вътрешен дълг

Номиналният размер на вътрешния дълг в края на 2005 г. възлиза на 2842.7 млн. лв., от които 2375.1 млн. лв. е делът на емисиите на ДЦК и 467.7 млн. лв. – на ДЦК, емитирани за структурната реформа. Увеличението на дълга в абсолютна стойност спрямо 2004 г. е със 162.1 млн. лв., което се дължи на положителното нетно финансиране от емисии на ДЦК на вътрешния пазар. Отнесен към общия размер на дълга, делът на вътрешния дълг регистрира увеличение от близо 4 процентни пункта за периода декември 2004 г. – декември 2005 година.



Пазарната среда за емитиране на вътрешен дълг остава благоприятна и през 2005 г. при запазване интереса на участниците на пазара към ДЦК от всички матуритетни групи. Търсенето на ДЦК продължава да превишава предлагането, което рефлектира в постигане на сравнително високи коефициенти на покритие и леко понижаване на постигнатата на аукционите доходност. Това спомага за изпълнение на правителствената стратегия в областта на вътрешния дълг, изразяваща се в увеличаване на относителния му дял, приоритетно емитиране на средносрочни и дългосрочни ДЦК и удължаване на средната продължителност на емисиите в обращение. Средният първоначален матуритет на държавните ценни книжа, емитирани на аукционен принцип, нараства до 6 години и 11 месеца, което е с около пет месеца повече спрямо края на предходната година.

## Матуритетна структура на новоемитираните ДЦК

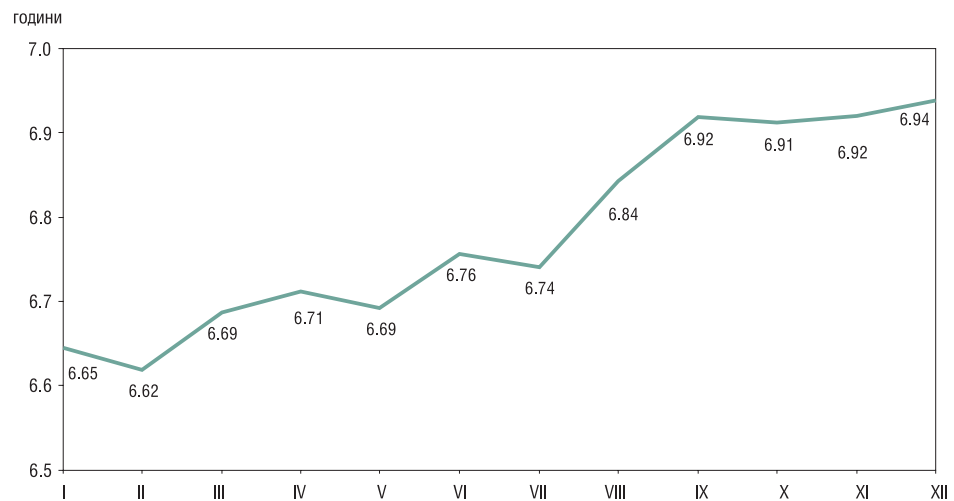


Източник: МФ.

2004 г.

2005 г.

## Средна продължителност на емисиите ДЦК в обращение в края на съответния месец

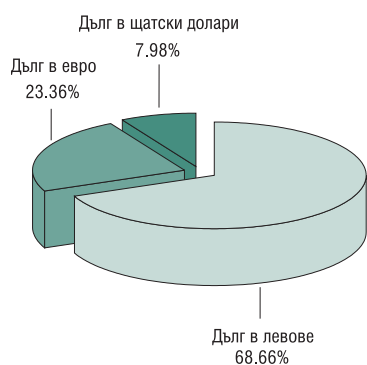


Източник: МФ.

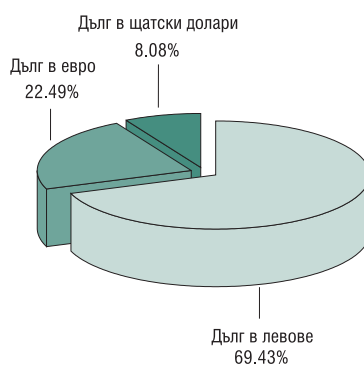
2005 г.

Валутната и лихвената композиция на вътрешния дълг претърпяват положителни промени, изразяващи се в увеличаване на относителния дял на левовия компонент и нарастване на задълженията с фиксирани лихвени купони. Стойността на дълга, деноминиран в левове, нараства и достига 69.4%. Това е следствие от емитирането на вътрешния пазар на емисии само в левове, както и на редовните амортизационни плащания по доларовия дълг и извършената замяна на облигации, емитирани за структурната реформа, от долари в евро.

## Обзор на правителствения дълг • 2005



31 декември 2004 г.

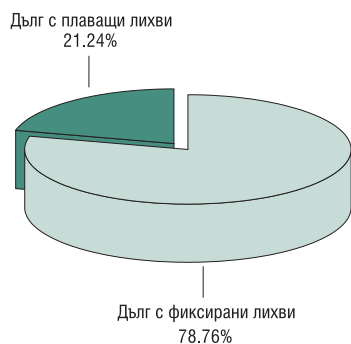


31 декември 2005 г.

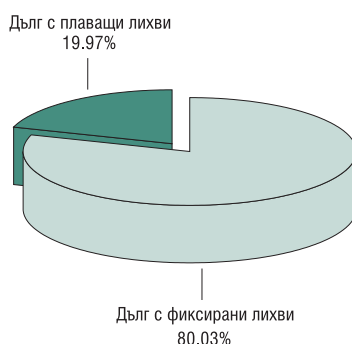
### Валутна структура на вътрешния дълг

Източник: МФ.

Лихвената структура отбелязва промени в посока на нарастване на дела на дълга с фиксирани лихвени купони. Той достига 80% при 78.8% в края на 2004 година.



31 декември 2004 г.



31 декември 2005 г.

### Лихвена структура на вътрешния дълг

Източник: МФ.

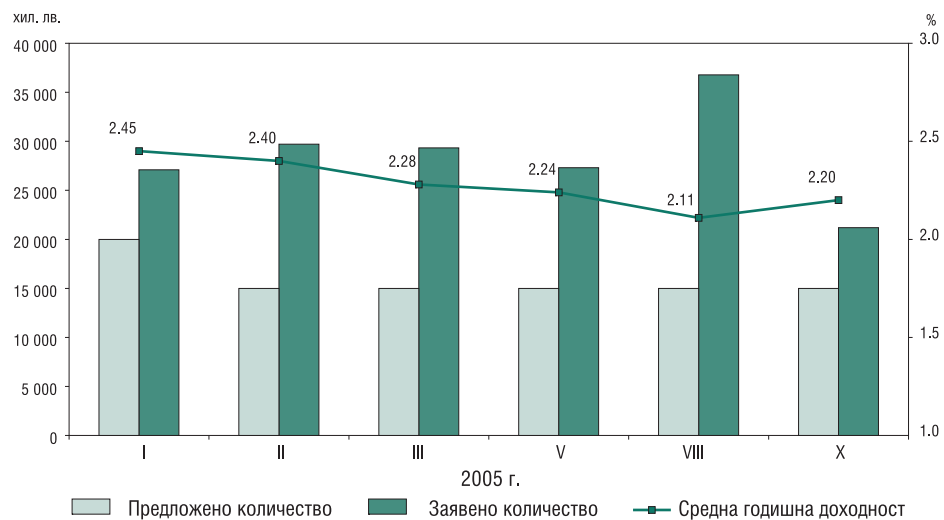
## 1. Вътрешно финансиране

Емитираните държавни ценни книжа на вътрешния пазар през 2005 г. са в размер на 526 млн. лв. От тях 524.3 млн. лв. са емитирани на аукционен принцип, а останалото количество са ценни книжа, пласирани пряко на индивидуални инвеститори – физически лица. Общият размер на ново-емитираните ДЦК в сравнение с 2004 г. е по-нисък, което произтича от по-малкото количество на емитираните краткосрочни ДЦК през 2005 г. Регистрираното при тях намаление от 167.8 млн. лв. е свързано с промяна в методиката за определяне на ОЛП. От 1 февруари 2005 г. размерът на ОЛП е равен на средноаритметичната величина от стойностите на индекса LEONIA за работните дни на предходния месец, което довежда до отпадане на необходимостта от ежемесечно предлагане на 3-месечни ДЦК, чиято доходност бе база за определяне на ОЛП.

### Емисии на съкровищни бонове

През 2005 г. Министерството на финансите провежда шест аукциона на 3-месечни ДЦК, на които са емитирани книжа с обща номинална стойност 95 млн. лв. Най-ниска средна годишна доходност е достигната на аукциона през август – 2.1%, а най-висока през януари – 2.5%. Предложеното количество на тримесечните бонове възлиза на 95 млн. лв. при заявени на аукционите количества за 171.4 млн. лв. Среднопретегленият коефициент на покритие на реализираните през годината емисии възлиза на 1.80.

### Емисии на тримесечни ДЦК



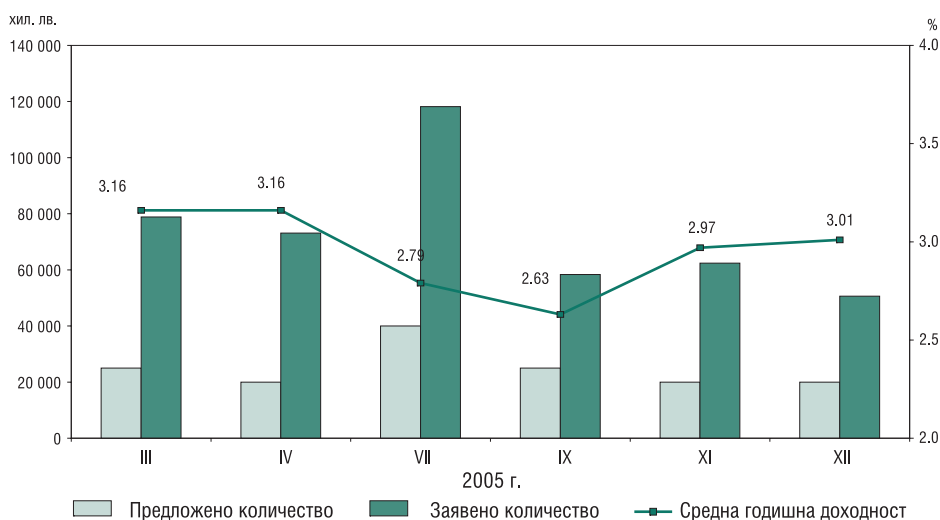
Източник: МФ.



## Емисии на съкровищни облигации

Емитираните през годината средносрочни и дългосрочни облигации възлизат на 429.3 млн. лв. (без предназначенияте за индивидуални инвеститори). Обемът е формиран както от новоемитираните съкровищни облигации с матуритет 3, 5 и 10 години, деноминирани в левове, така и от поредното (четвърто) отваряне на емисията в евро с матуритет 14 години и 11 месеца. За всяка една от посочените емисии търсенето многократно е надхвърляло предлаганото количество, поради което е постигнато понижаване на реализираната на аукционите доходност. Най-голям дял от новоемитираните през годината съкровищни облигации заемат тези с тригодишен матуритет, следвани от десетгодишните и петгодишните книжа.

През 2005 г. са проведени шест аукциона за продажба на тригодишни облигации. Общото предложено количество за годината е в размер на 150 млн. лв. Най-голям интерес към тези книжа е регистриран при третото им отваряне през юли. Срещу предложеното тогава количество от 40 млн. лв. са заявени 118.2 млн. лв. През годината се запазва тенденцията към увеличаване на среднопретегления коефициент на покритие от 2.86 през 2004 г. на 2.94 през 2005 г. Достигнатата доходност на проведените аукциони варира от 2.6% до 3.2%.

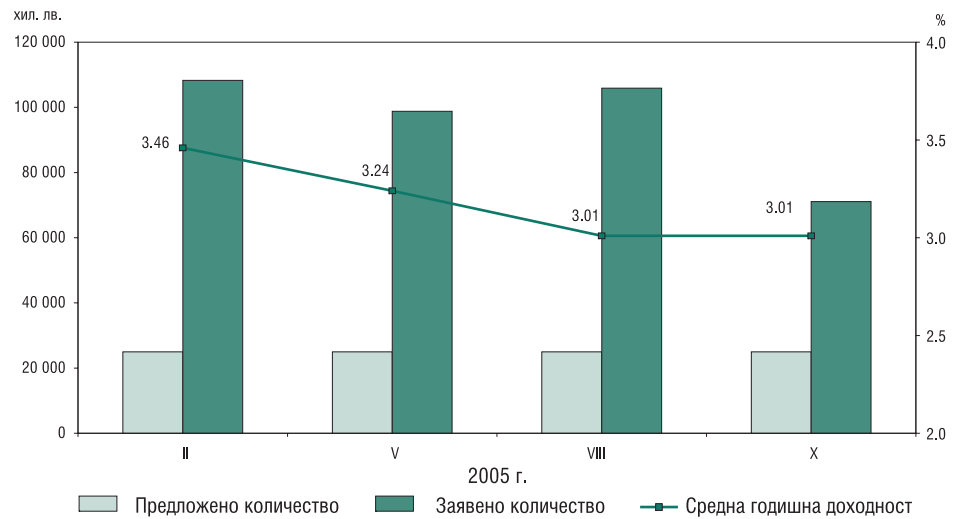


## Емисии на тригодишни ДЦК

Източник: МФ.

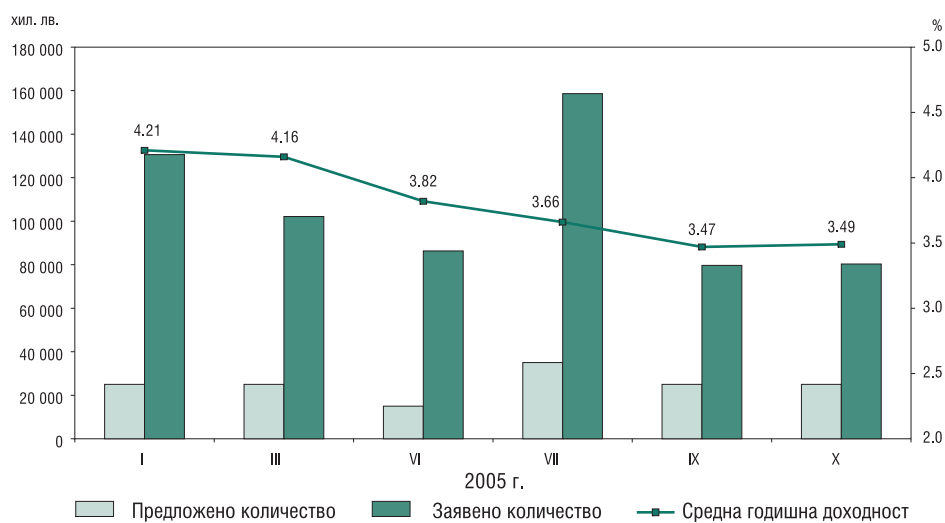
Петгодишните ДЦК са представени от една емисия през годината, пласирана на четири аукциона и възлизаща на обща номинална стойност от 100 млн. лв. Интересът към ценните книжа с петгодишен матуритет е относително висок през цялата година, като заявеното количество е 384.1 млн. лв., или с коефициент на покритие от 3.84. Постигнатата доходност на първичния пазар на петгодишните ДЦК се движи в диапазон от 3% до 3.5%.

## Емисии на петгодишни ДЦК



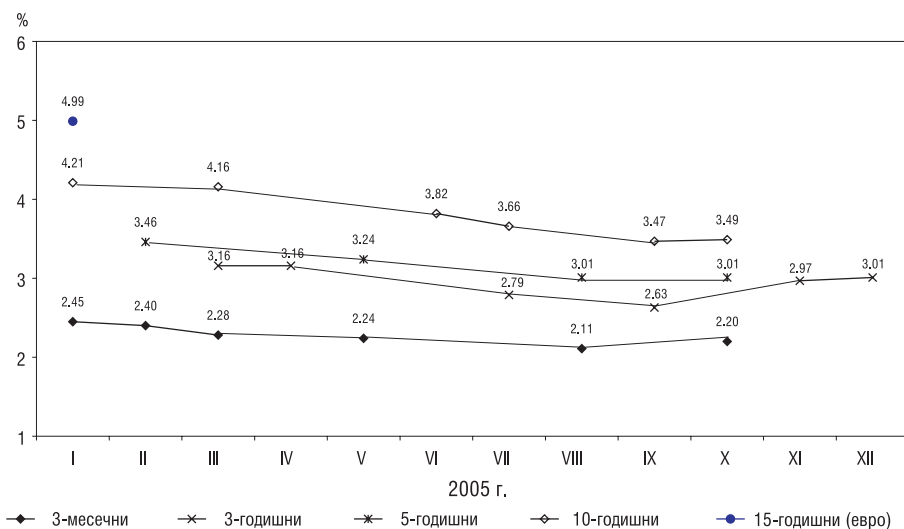
През годината е пусната в обращение една емисия на десетгодишни облигации с номинал 150 млн. лв. Същата е предложена на шест аукциона. През първото полугодие интересът към тази емисия е изключително висок, имайки предвид регистрирания коефициент на покритие от 5.76 при третото отваряне на емисията през юни. Доходността по 10-годишните ДЦК, постигната на първичния пазар, се движи в границите между 3.5% и 4.2%.

# Обзор на правителствения гълг • 2005



## Емисии на десетгодишни ДЦК

Източник: МФ.



## Доходност на ДЦК, постигната на първичния пазар

Източник: МФ.

Държавни ценни книжа, емитирани през 2005 г.

Дата на аукциона	Дата на емисията	Номер на емисията	Матуритет (месеци)	Дата на падежа	Лихвен процент	Предложено количество (лв./евро)	Завено количество (лв./евро)	Одобрено количество по номинал (лв./евро)	Одобрено количество по продажна цена (лв./евро)	Средна цена на 100 единици номинал	Минимално одобрена цена на 100 единици номинал	Средна годишна доходност (%)	Максимално одобрена доходност (%)
3.01.2005	12.11.2003	BG 20 404 03 219*	180	11.10.2018	6.0	15 000 000	89 545 000	15 000 000	15 000 000.00	110.58	110.38	4.99	5.01
10.01.2005	12.01.2005	BG 20 400 05 212	120	12.01.2015	4.3	25 000 000	130 600 000	25 000 000	25 000 000.00	100.68	100.16	4.21	4.27
24.01.2005	26.01.2005	BG 30 100 05 000	3	26.04.2005	0.0	20 000 000	27 100 000	20 000 000	19 877 510.01	99.39	99.37	2.45	2.54
14.02.2005	16.02.2005	BG 20 301 05 113	60	16.02.2010	3.8	25 000 000	108 300 000	25 000 000	25 000 000.00	101.43	100.95	3.46	3.57
21.02.2005	23.02.2005	BG 30 101 05 008	3	23.05.2005	0.0	15 000 000	29 700 000	15 000 000	149 111 570.00	99.41	99.39	2.40	2.48
7.03.2005	12.01.2005	BG 20 400 05 212	120	12.01.2015	4.3	25 000 000	102 150 000	25 000 000	25 000 000.00	101.09	100.80	4.16	4.19
14.03.2005	16.03.2005	BG 20 300 05 115	36	16.03.2008	3.5	25 000 000	78 870 000	25 000 000	25 000 000.00	101.06	100.88	3.16	3.22
28.03.2005	30.03.2005	BG 30 102 05 006	3	30.06.2005	0.0	15 000 000	29 330 000	15 000 000	14 912 599.99	99.42	99.40	2.28	2.36
4.04.2005	16.03.2005	BG 20 300 05 115	36	16.03.2008	3.5	20 000 000	73 120 000	20 000 000	20 000 000.00	101.03	100.84	3.16	3.23
9.05.2005	16.02.2005	BG 20 301 05 113	60	16.02.2010	3.8	25 000 000	98 810 000	25 000 000	25 000 000.00	102.36	101.92	3.24	3.34
16.05.2005	18.05.2005	BG 30 103 05 004	3	18.08.2005	0.0	15 000 000	27 300 000	15 000 000	14 914 580.00	99.43	99.42	2.24	2.28
6.06.2005	12.01.2005	BG 20 400 05 212	120	12.01.2015	4.3	15 000 000	86 325 000	15 000 000	15 000 000.00	103.74	103.42	3.82	3.86
4.07.2005	12.01.2005	BG 20 400 05 212	120	12.01.2015	4.3	35 000 000	158 625 000	35 000 000	35 000 000.00	105.00	104.71	3.66	3.69
11.07.2005	16.03.2005	BG 20 300 05 115	36	16.03.2008	3.5	40 000 000	118 207 000	40 000 000	40 000 000.00	101.89	101.60	2.79	2.90
15.08.2005	16.02.2005	BG 20 301 05 113	60	16.02.2010	3.8	25 000 000	105 900 000	25 000 000	25 000 000.00	103.17	102.92	3.01	3.07
29.08.2005	31.08.2005	BG 30 104 05 002	3	30.11.2005	0.0	15 000 000	36 775 000	15 000 000	14 919 900.02	99.47	99.45	2.11	2.19
12.09.2005	16.03.2005	BG 20 300 05 115	36	16.03.2008	3.5	25 000 000	58 350 000	25 000 000	25 000 000.00	102.14	101.95	2.63	2.71
19.09.2005	12.01.2005	BG 20 400 05 212	120	12.01.2015	4.3	25 000 000	79 707 000	25 000 000	25 000 000.00	106.40	105.99	3.47	3.52
3.10.2005	12.01.2005	BG 20 400 05 212	120	12.01.2015	4.3	25 000 000	80 350 000	25 000 000	25 000 000.00	106.20	105.94	3.49	3.52
10.10.2005	16.02.2005	BG 20 301 05 113	60	16.02.2010	3.8	25 000 000	71 100 000	25 000 000	25 000 000.00	103.09	102.84	3.01	3.07
24.10.2005	26.10.2005	BG 30 105 05 009	3	26.01.2006	0.0	15 000 000	21 200 000	15 000 000	14 916 335.01	99.44	99.43	2.20	2.24
7.11.2005	16.03.2005	BG 20 300 05 115	36	16.03.2008	3.5	20 000 000	62 400 000	20 000 000	20 000 000.00	101.26	101.01	2.97	3.08
5.12.2005	16.03.2005	BG 20 300 05 115	36	16.03.2008	3.5	20 000 000	50 600 000	20 000 000	20 000 000.00	101.13	100.06	3.01	3.14

\* Емисия BG2040403219 е деноминирана в евро и всички стойности, отнасящи се за нея, са в евро.

Източник: МФ.

### *Емисии на държавни ценни книжа за индивидуални инвеститори*

През юли 2005 г. Министерството на финансите преустановява емитирането на ДЦК, които имат спестовен характер и са предназначени за индивидуални инвеститори – местни и чуждестранни физически лица. През последните години се налага трайна тенденция към намаляване на обеми-те на продадени целеви емисии ДЦК, като през първото полугодие на 2005 г. тяхната продажба отбелязва почти символични размери, което наред с други причини предопределя и тяхното спиране. През отчетната година от този вид ДЦК са пласирани едва 1.6 млн. лв.

## **2. Обслужване на вътрешния гълг**

Общият размер на извършените през изминалата 2005 г. плащания възлиза на 521.1 млн. лв., в т.ч. 390.5 млн. лв. амортизационни плащания и 144.3 млн. лв. лихвени плащания. В структурата на лихвените плащания 132 млн. лв. са лихвите по съкровищни облигации, 3 млн. лв. са отстъпките по бонове и облигации и 9.3 млн. лв. са лихвите по ДЦК, емитирани за структурната реформа.

### *Държавни ценни книжа, емитирани за структурната реформа*

Дългът по ДЦК, емитирани за структурната реформа, в края на 2005 г. е в размер на 467.7 млн. лв.

През годината е проведена една замяна на ЗУНК облигации, деноминирани в долари, със ЗУНК облигации, деноминирани в евро. В резултат на това облигации, деноминирани в щатски долари, в размер на 15 хил. щ.д. са заменени с облигации, деноминирани в евро, с номинална стойност 11.3 хил. евро. Проведената замяна е извършена на основание § 13 от ПЗР на ЗДБРБ за 2005 г. и е част от мерките, насочени към намаляване на доларовия компонент в структурата на дълга за сметка на левовия и евровия.

През изминалата година са осъществени плащания по задължения към държавата със ЗУНК облигации с обща номинална стойност от 31.5 млн. лв., с размера на които съответно е намален вътрешният дълг.

## Динамика на вътрешния дълг

Структура на дълга	Размер на дълга към 31.XII.2004 г., млн. лв.	Увеличение, млн. лв.	Намаление, млн. лв.	Размер на дълга към 31.XII.2005 г., млн. лв.	Номинално увеличение/ намаление	Процент
Вътрешен държавен дълг	2 680.62	526.00	394.68	2 842.72	162.11	6.05
1. Емисии на ДЦК	2 211.16	525.98	362.08	2 375.05	163.89	7.41
3-месечни	36.00	95.00	116.00	15.00	-21.00	-58.33
12-месечни	40.00	-	40.00	-	-40.00	-100.00
3-годишни	365.08	150.74	177.45	338.37	-26.71	-7.32
5-годишни	678.55	100.90	28.63	750.82	72.27	10.65
7-годишни	660.36	-	-	660.36	-	-
10-годишни	264.92	150.00	-	414.92	150.00	56.62
15-годишни	166.25	29.34	-	195.58	29.34	17.65
2. ДЦК, емитирани за структурната реформа	469.46	0.02	32.60	467.67	-1.79	-0.38
19-годишни	1.93	-	0.28	1.65	-0.28	-14.29
20-годишни	245.26	0.02	16.56	228.72	-16.54	-6.74
24-годишни	1.65	-	0.13	1.53	-0.13	-7.69
25-годишни	220.61	-	15.63	235.77	15.16	6.87

**Забележка:** Данните за дълга са по номинал.

Източник: МФ.



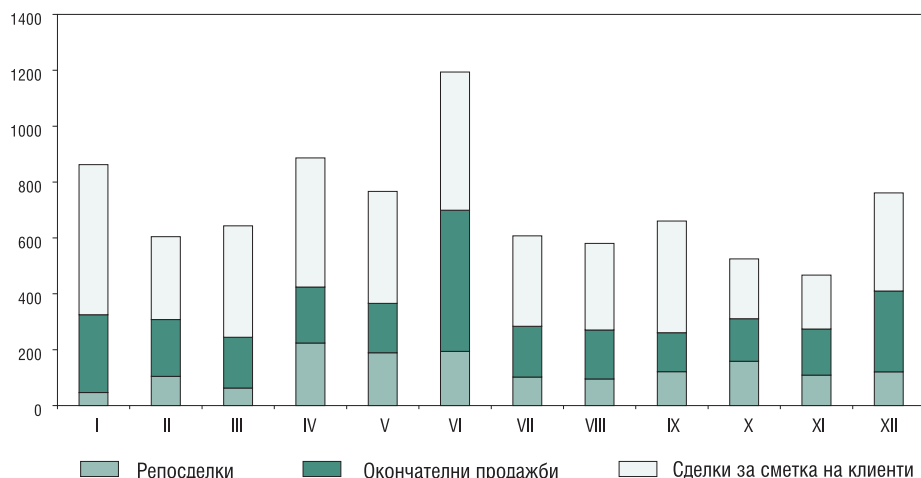
**Обзор  
на вторичния пазар  
на ДЦК**



През 2005 г. вторичният пазар на държавни дългови инструменти се развива динамично при подчертан интерес към дългосрочните и средносрочни ДЦК. Първичните дилъри използват ДЦК като безрискова и доходоносна инвестиция, а така също и като средство за покриване на техните текущо възникнали нужди от ликвидност.

През годината на вторичния пазар са регистрирани общо 7890 броя сделки с обща номинална стойност 13 336.1 млн. лв. От тях най-голям е дялът на сделките по блокиране/деблокиране на ДЦК – 35.1%, следвани от сделките със и за сметка на клиенти – 33.6%, окончателните покупко-продажби – 19.8% и репосделките – 11.5%. През 2005 г. броят на репосделките е 886, окончателните покупко-продажби са 1218, а броят на сделките със и за сметка на клиенти достига 4015. Броят на сделките по блокиране/деблокиране на ДЦК е 1771, като от тях 1749 са за обезпечаване на бюджетни средства в търговските банки, а останалите 22 – за учредяване на особени залози върху ДЦК. През годината не са регистрирани приватизационни сделки.

млн. лв.



## Обем на видовете сделки с търгуеми ДЦК през 2005 г.

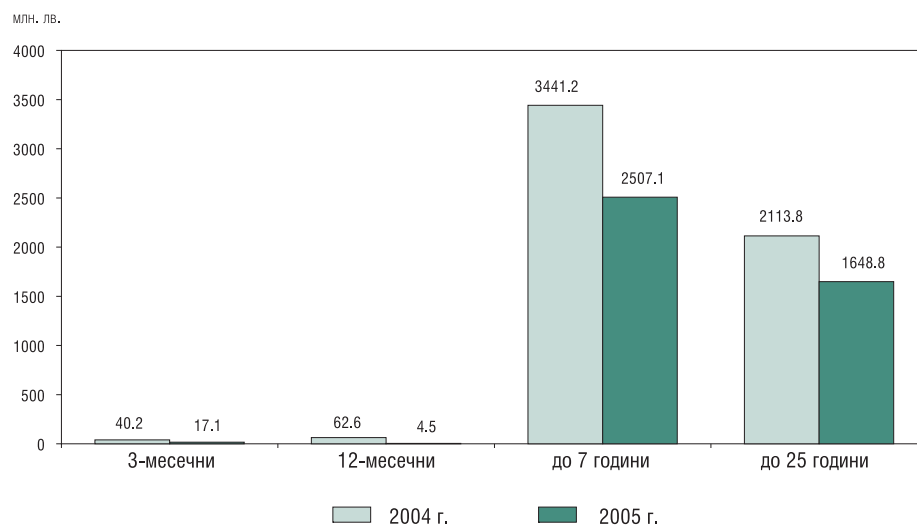
**Забележки:** 1. Включена е сумата на одобрените поръчки за участие в аукционите на ДЦК за сметка на непървични дилъри и на фирми и граждани.  
2. Обемът на репосделките включва обратните репосделки и тези, сключени през текущия ден.  
3. Сделките с ДЦК, деноминирани във валута, са в левова равностойност по определения от БНБ обменен курс на съответната валута в деня на сделката.

**Източник:** БНБ.

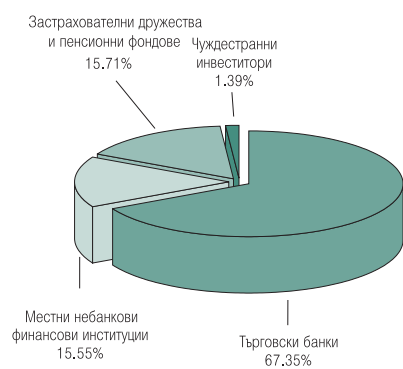
### Структура по срочност на сделките на междубанковия пазар на ДЦК

**Забележки:** 1. Сделките с ДЦК, деноминирани във валута, са в левова равностойност по определения от БНБ обменен курс, валиден за последния работен ден на съответния период.  
2. Обемът на репосделките не включва обратните репосделки.

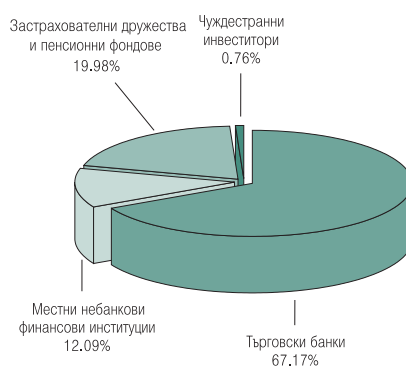
Източник: БНБ.



Търгуваните обеми отново са неравномерно разпределени през отделните месеци на годината. Както и през предходните години, най-оживена е търговията в дните на придобиване на нови емисии ДЦК и през периодите на регулиране на задължителните минимални резерви на търговските банки в БНБ. През 2005 г. най-търгувани на вторичния пазар бяха дългосрочните ДЦК. Регистрирани са 3900 сделки с номинална стойност 5121.1 млн. лв. По отношение на средносрочните ДЦК са регистрирани 2127 сделки с номинална стойност 3428.7 млн. лв. От общия търгуван обем през 2005 г. търговията с дългосрочни ДЦК представлява 59.2%, следвана от търговията със средносрочни и краткосрочни ДЦК – съответно 39.6% и 1.2%.



31 декември 2004 г.



31 декември 2005 г.

## Държатели на ДЦК, емитирани за финансиране на бюджетния дефицит

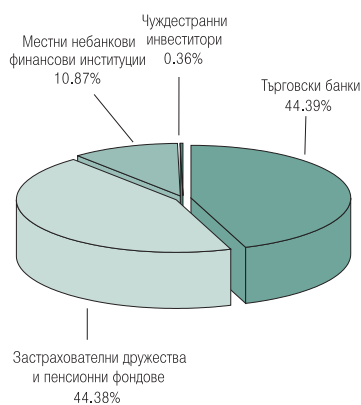
**Забележки:** 1. Включени са блокираните от държателите ДЦК.  
2. Включени са целеви емисии, предназначени за граждани.  
3. Левовата равностойност на ДЦК, деноминирани във валута, е изчислена по определения от БНБ обменен курс на съответната валута, валиден към 31 декември на съответната година.

**Източник:** БНБ.

Структурата на държателите на ДЦК остава сравнително стабилна и през 2005 г. При емисиите на ДЦК най-голям сегмент от пазара отново държат търговските банки – 67%, следвани от застрахователните дружества и пенсионните фондове – 20%, местните небанкови финансови институции, фирмите и гражданите – 12.1%, и чуждестранните инвеститори – 0.8%. При ДЦК, емитирани за структурната реформа, най-голям дял държат застрахователните дружества и пенсионните фондове – 44.4%, следвани от търговските банки – 44.39%, местните небанкови финансови институции, фирмите и гражданите – 10.9%, и чуждестранните инвеститори – 0.4%.



31 декември 2004 г.



31 декември 2005 г.

## Държатели на ДЦК, емитирани за структурната реформа

**Забележки:** 1. Включени са блокираните от държателите ДЦК.  
2. Левовата равностойност е изчислена по определения от БНБ обменен курс, валиден за 31 декември на съответната година.

**Източник:** БНБ.

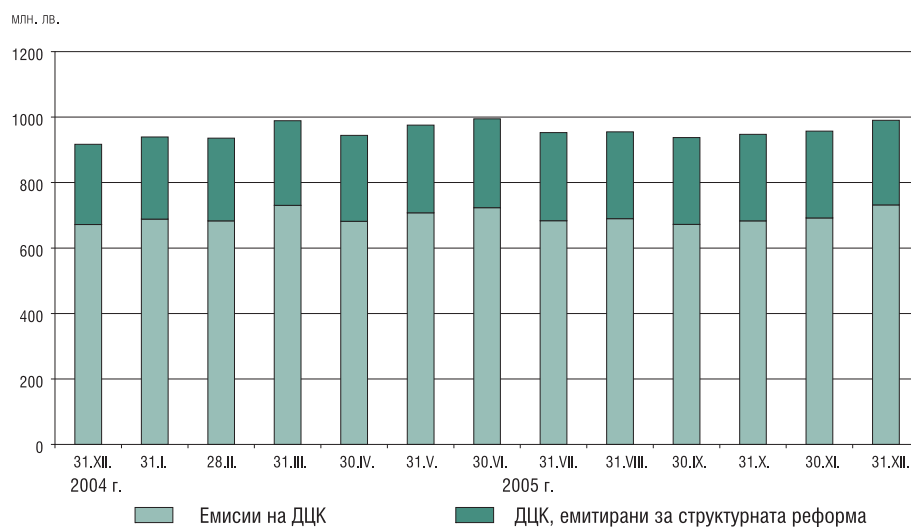
## Обзор на Вторичния пазар на ДЦК

В края на 2005 г. инвестициите на небанкови финансови институции, фирми и граждани в ДЦК, емитирани на аукционен принцип, отбелязват нетен растеж от 6.3%, а в ДЦК, емитирани за структурната реформа – 3.1% спрямо началото на 2005 година.

### Инвестиции на небанкови финансови институции, фирми и граждани в ДЦК

*Забележка: Левовата равностойност на ДЦК, деноминирани във валута, е изчислена по определения от БНБ обменен курс, валиден за последния работен ден от съответния период.*

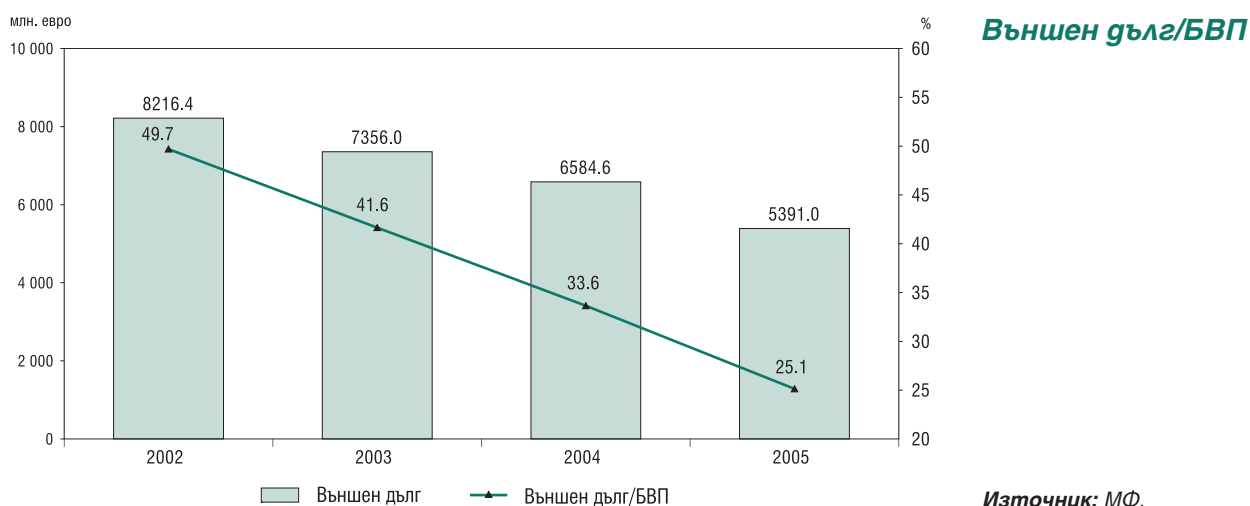
**Източник:** БНБ.





# Външен дъг

Към края на 2005 г. размерът на външния дълг е 5391 млн. евро, което в сравнение с 2004 г. представлява намаление с 1193.7 млн. евро в номиналното му изражение и с 8.5% в съотношението му спрямо БВП. Като основни причини, довели до регистрираното намаление, следва да се разглеждат както темповете на растеж на БВП и извършените редовни погашения по дълга, така и осъществените през годината операции по предсрочно погасяване на външен държавен дълг.



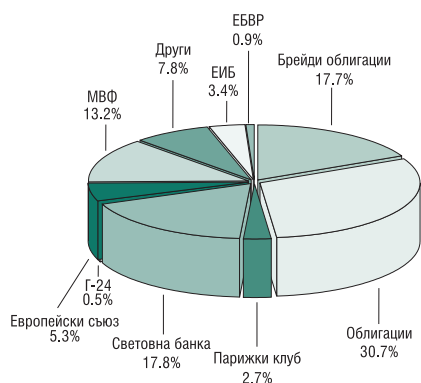
След извършените през 2002 г. замени на брейди облигации с глобални книжа и последващото изплащане на облигациите с отстъпка DISC през изминалата година са погасени изцяло и останалите облигации от вида FLIRB и IAB в размер на 1545.2 млн. щ.д., съответстващи на 1164.1 млн. евро, преизчислени към края на периода. Вследствие на предплащането на три транша по Тригодишното разширено споразумение с МВФ, както и на осъществените редовни погашения на главници беше постигнато намаление от 309.2 млн. евро по дълга към Фонда. Съществена е редукцията и на ред *Други кредити*, реализирана в резултат на предплащането на дълга към Италия в размер на 53.8 млн. евро по Рамково споразумение за прилагане на компенсационен механизъм за изплащане на дълга на Стопанска банка и Минералбанк към италианския кредитор (САЧЕ). Изцяло са погасени и задълженията към Световната банка по заем „Инвестиции в частния сектор и финансиране на износа“ (PIEF) в размер на 5.4 млн. евро и към ЕИБ по Глобален заем „APEX“ в размер на 1.3 млн. евро, включени в частта на *Активирани държавни гаранции*.

Нарастване на дела на дълга се отчита по инвестиционните проекти, финансирани с държавни заеми и държавни гаранции от Световната банка, ЕИБ и други финансови институции (в т.ч. Японската банка за международно сътрудничество (JBIC), Фонда за международно икономическо сътрудничество, Евроатом и др.). Относителният дял на задълженията по държавни инвестиционни заеми (ДИЗ) и държавни гаранции (ДГ) представлява съответно 10.2% и 9.5% в общата структура на външния държавен и държавногарантиран дълг. През последните години се наблюдава увеличение на дълга в тези позиции, като само за 2005 г. се отчита нарастване от 3.7 и 2.8 процентни пункта съответно при ДИЗ и ДГ.

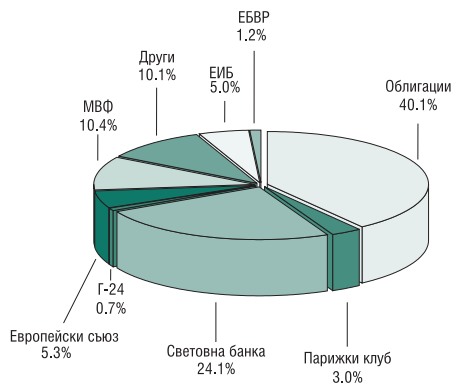
Полученият в края на годината „Програмен заем за реструктуриране“ (PAL 3), включен в Стратегията за подпомагане на страната от Световната банка за периода 2004–2006 г., в размер на 116.1 млн. евро и регулярното изплащане на главници определят нарастването на дълга на ред *Световна банка* с 89.4 млн. евро.

Като пряко следствие от провежданата политика в областта на новото външно заемане и предсрочното погасяване на външен дълг, както и в резултат на извършените регулярни плащания, дългът по кредитори претърпява съществена промяна за периода декември 2004 г. – декември 2005 г. Частта на дълга по брейди облигациите отпада в резултат на обратното изкупуване на българските книжа от този вид. Редукцията от 17.7 процентни пункта по брейди дълга и намалението на задълженията към МВФ с 2.8 процентни пункта водят основно до нарастване на относителното тегло на дълга по глобалните облигации и на дълга към Световната банка – съответно с 9.4 и 6.3 процентни пункта в общата структура на външния дълг. С най-голям дял към края на 2005 г. е категорията *Облигации* – 40.1%, следвана от дълга към *Световната банка* – 24.1%, *МВФ* – 10.4%, и *Други кредитори* – 10.1%, представляващи институции, финансиращи публични инвестиционни проекти.





31 декември 2004 г.



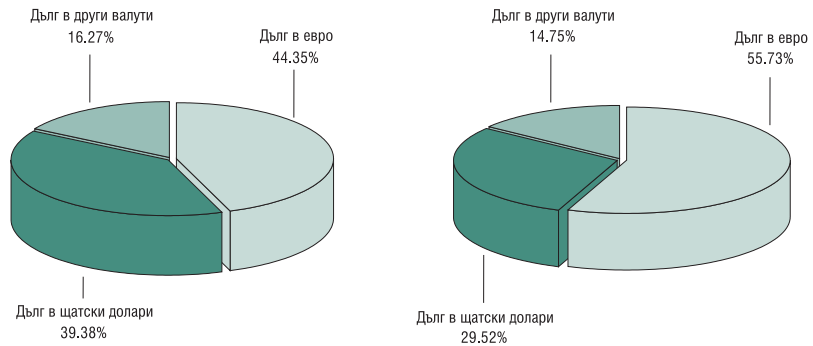
31 декември 2005 г.

## Външен дълг по кредитори

Източник: МФ.

По отношение на валутната и лихвената композиция на дълга отново се регистрират положителни промени, свързани с намаляване влиянието на колебливостта на пазарните индикатори, като валутни курсове и лихвени проценти. Предприетите през 2005 г. действия по предплащане на външни задължения, деноминирани в щатски долари, извършените редовни погашения на доларов дълг и политиката по договаряне и получаване на нови заеми предимно по инвестиционни проекти в евро предопределят продължаване на тенденцията към минимизиране зависимостта на размера на дълга от промените в нивата на щатската валута. Спрямо края на 2004 г. делът на задълженията в евро нараства от 44.4% до 55.7%. Увеличението от 11.4 процентни пункта се реализира за сметка на спада на доларовия компонент, регистриращ намаление от 9.9 процентни пункта в рамките на същия период. Намаление от 1.5 процентни пункта се отчита и в частта на дълга, представен в други валути, което е израз главно на ограничаването на риска от движението на японската йена на международните пазари.

## Валутна структура на външния държавен и държавно-гарантиран дълг



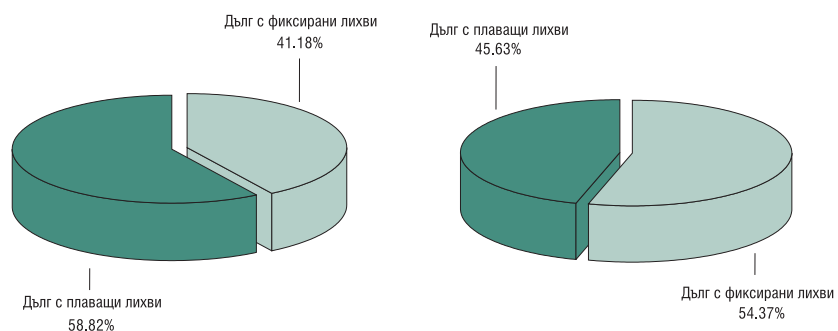
Източник: МФ.

31 декември 2004 г.

31 декември 2005 г.

Постигането на балансирана лихвена структура е един от приоритетите по отношение управлението на дълга през последните години. Съотношението между фиксирани и плаващи лихви към края на 2005 г. е балансирано, с лек превес от 54.4% на инструментите с фиксирани купони в общата структура на външния държавен и държавногарантиран дълг. Дългът с плаващи лихви респективно намалява с 13.2 процентни пункта и достига 45.6% от външния дълг в края на периода. Промяната в лихвената композиция се дължи в най-голяма степен на погасяването на брейди дълга, обвързан с 6-месечния ЛИБОР на щатския долар, предплащането на траншове към МФ, олихвявани с променлив лихвен процент за СПТ, изплащането на двустранни задължения, обвързани с плаващи лихвени проценти за евро или долар, и придържането към усвояване на външни кредити с фиксирани лихви.

## Лихвена структура на външния държавен и държавно-гарантиран дълг



Източник: МФ.

31 декември 2004 г.

31 декември 2005 г.

### 1. Външно финансиране

През годината са усвоени средства в размер на 330.2 млн. евро. Основната част от тях – 141.9 млн. евро, са по инвестиционни заеми, финансирани от международни кредитори, като Световната банка, ЕИБ и други (в т.ч. Японската банка за международно сътрудничество, Фонда за международно икономическо сътрудничество, Евроатом, Ситибанк – Ню Йорк, ДЗИ Банк и др.). За подкрепа на платежния баланс постъпват единствено средствата от последния от трите програмни заема, включени в индикативната кредитна програма на Световната банка „Програмен заем за реструктуриране“ (PAL 3). Вследствие на това новото външно финансиране е с 82 млн. евро по-малко в сравнение с 2004 г. Новото външно финансиране по държавногарантирани заеми също бележи спад от 57.8 млн. евро за същия период от време.

Като цяло нетното външно финансиране към края на 2005 г. е отрицателно, в размер на 1557.9 млн. евро. Отчетената стойност отразява резултатите от предплащането на външен дълг и регулярното погасяване на главници съгласно договорените в споразуменията амортизационни схеми. По отделните компоненти на финансирането обаче положителна е стойността на нетното финансиране по държавните инвестиционни заеми – 102.6 млн. евро, и по държавногарантирания дълг – 47.1 млн. евро. Това се дължи на активното усвояване на средства по стартирали и нови проекти, както и на факта, че по-голямата част от кредитите са в гратисен период, което не предполага извършване на плащания по тях.

## Ново външно финансиране и извършени плащания по външния дълг през 2005 г.

(млн. евро)

Структура	Получени кредити (траншове)	Извършени плащания, в т.ч.		
		погашения	лихви	общо
<b>Държавен дълг</b>	<b>258.0</b>	<b>1 863.0</b>	<b>280.8</b>	<b>2 143.8</b>
I. Облигации	-	1 259.0	190.6	1 449.5
1. Брейди облигации	-	1 259.0	26.7	
2. Облигации	-	-	163.9	163.9
II. Кредити	258.0	604.1	90.2	694.3
1. Парижки клуб	-	12.6	5.9	18.5
2. Световна банка	116.1	58.5	25.7	84.2
2.1. СБ	116.1	46.7	23.6	70.3
2.2. JVIC	-	11.8	2.1	13.9
3. Г-24	-	-	1.2	1.2
4. Европейски съюз	-	62.5	7.0	69.5
5. МВФ	-	359.8	29.0	388.8
6. Други	-	60.1	1.7	61.9
7. Държавни инвестиционни заеми	141.9	39.4	18.5	57.9
7.1. Световна банка	46.3	4.4	3.0	7.4
7.2. ЕИБ	62.0	26.7	12.0	38.7
7.3. ЕБВР	-	7.8	1.1	8.9
7.4. Други	33.7	0.5	2.5	2.9
8. Активирани държавни гаранции	-	11.2	1.3	12.4
8.1. Световна банка	-	8.9	1.0	9.9
8.2. ЕИБ	-	1.5	0.1	1.6
8.3. Други	-	0.8	0.2	1.0
<b>Държавногарантиран дълг</b>	<b>72.1</b>	<b>25.0</b>	<b>16.2</b>	<b>41.3</b>
1. Световна банка	5.7	9.2	3.8	13.0
2. ЕИБ	-	1.1	0.2	1.3
3. ЕБВР	13.3	4.6	1.1	5.7
4. Други	53.1	10.1	11.2	21.3
<b>ОБЩ РАЗМЕР</b>	<b>330.2</b>	<b>1 888.1</b>	<b>297.0</b>	<b>2 185.1</b>

**Забележка:** Левовата равностойност на полученото ново външно финансиране и на извършените плащания е изчислена по централния курс на БНБ на съответните чуждестранни валути към лева, валиден до 16 часа в деня на извършване на съответното плащане.

Източник: МФ.

### 2. Обслужване на външния дълг

В резултат на постигнатите през последните години промени във валутната и лихвената структура на дълга рискът от влиянието на основните пазарни индикатори върху разходите по неговото обслужване е значително редуциран. Нарастването на курса на щатския долар през 2005 г. се отразява слабо върху размера на изплатените погасителни вноски. Общата стойност на извършените погашения е 1888.1 млн. евро. Отчитайки регулярния амортизационен профил на дълга през 2005 г., наблюдаваното нарастване в размера на погашенията от 917 млн. евро в сравнение с края на 2004 г. се дължи основно на изкупуването на брейди книгата в размер на 1259 млн. евро и предплащането на задължения към МВФ на стойност 147.4 млн. евро.

Повишаването на стойността на 6-месечния ЛИБОР за щатския долар и 6-месечния ЛИБОР за еврото за периода януари – декември 2005 г. не оказва съществено влияние върху размера на изплатените към края на годината лихви. Отчетената стойност от 297 млн. евро е приблизително равна на извършените през 2004 г. разходи. С най-голям дял са изплатените суми по брейди облигациите – 163.9 млн. евро, следвани от Световната банка и JBIC – 25.7 млн. евро, и МВФ – 29 млн. евро.

Размерът на изплатените лихви по държавните инвестиционни заеми се определя от нивото на усвояване на средства по заемите, от лихвените условия, посочени в отделните договори, и от валутната деноминация на съответния кредит. Новото външно финансиране, реализирано по инвестиционни проекти през 2005 г., е по-високо в сравнение с 2004 г. с 44.5 млн. евро. Ускореното усвояване на средства по инвестиционни проекти, както и промените в нивата на лихвените проценти през изминалата година намират отражение в повишаване сумата на изплатените лихви. Към края на 2005 г. техният размер е 18.5 млн. евро, при 16.4 млн. евро в края на 2004 година.

## Външен дълг

(млн. евро)

Структура	Към 31.XII.2004 г.	Към 31.XII.2005 г.
<b>Държавен дълг</b>	<b>6 140.6</b>	<b>4 876.8</b>
I. Облигации	3 182.4	2 162.5
1. Брейди облигации	1 164.1	-
2. Облигации	2 018.3	2 162.5
II. Кредити	2 958.2	2 714.3
1. Парижки клуб	176.3	163.7
2. Световна банка	930.6	1 020.0
3. Г-24	34.6	36.9
4. Европейски съюз	350.0	287.5
5. МВФ	868.7	559.5
6. Други	125.2	62.3
7. Държавни инвестиционни заеми	428.8	549.2
7.1. Световна банка	108.0	150.6
7.2. ЕИБ	214.8	262.6
7.3. ЕБВР	22.8	17.0
7.4. Други	83.2	119.0
8. Активирани държавни гаранции	43.9	35.2
8.1. Световна банка	36.4	28.9
8.2. ЕИБ	1.3	-
8.3. Други	6.2	6.3
<b>Държавногарантиран дълг</b>	<b>444.0</b>	<b>514.2</b>
1. Световна банка	96.0	102.4
2. ЕИБ	9.2	8.1
3. ЕБВР	37.2	48.6
4. Други	301.7	355.1
<b>ОБЩ РАЗМЕР</b>	<b>6 584.6</b>	<b>5 391.0</b>

**Забележки:** 1. Данните за дълга са по номинал.

2. Преизчислението на дълга в евро е по централния курс на БНБ за съответните валути към българския лев за последния работен ден на периода.

Източник: МФ.



**Стратегия за управление  
на държавния дълг  
за периода  
2006–2008 година**



### Резюме

Стратегията за управление на държавния дълг е разработена от министъра на финансите и е приета от Министерския съвет на Република България на основание на Закона за държавния дълг. Времевият хоризонт на документа е средносрочен и обхваща периода 2006–2008 година.

Функционалната същност на стратегията като цяло очертава намеренията на правителството в областта на управлението на държавния дълг, както и дефинира инструментариума за тяхното реализиране. Публичното ѝ оповестяване е предпоставка за провеждане на очертаната средносрочна политика по дълга по прозрачен и предвидим начин, позволяващ осъществяването на ефективен обществен контрол. Подобен контрол е от изключително значение в контекста на важността на проблематиката и дългосрочните ѝ ефекти върху икономическото и общественото развитие на страната.

Стратегията е структурирана в три основни части.

Първата от тях разглежда състоянието на дълга, ключовите му индикатори и нормативната среда към края на 2005 г. Частта представлява и преглед и анализ на извършеното до момента в рамките на предходната Стратегия за управление на държавния дълг за периода 2003–2005 година.

Втората част дефинира рисковете, свързани с размера и структурата на дълга. Идентифицирането на рисковете е съпроводено от кратки теоретични постановки за същността и влиянието им и от анализ на промените в измерението им вследствие на извършеното до момента в областта на управлението на дълга. Акцентирано е и върху отделните възможности за бъдещо минимизиране ефектите на тези рискове върху целите, заложи в Стратегията.

В третата част са изведени целите на политиката по управление на дълга. Очертан е и инструментариумът, който ще доведе както до тяхното реализиране, така и до минимизиране на потенциалните рискове. Конкретните мерки, които следва да обезпечат постигането на основната цел, са формулирани въз основа на анализ на настоящото и бъдещото състояние на дълга, както и на прогнозите за развитие на макроикономическата среда и пазарната конюнктура в тригодишен хоризонт.

Стратегията се съпровожда и от фактологически материал, който предоставя възможности за по-детайлно запознаване с материята, включително и в нейната динамика.

Съгласно разпоредбите на Закона за държавния дълг Стратегията се актуализира ежегодно, като тази актуализация отново се одобрява от Министерския съвет заедно с тригодишната бюджетна прогноза. Това позволява своевременното и адекватно предефиниране на част от целите и действията в съответствие с икономическото развитие, пазарните показатели и постигнатите резултати в хода на изпълнение на Стратегията.

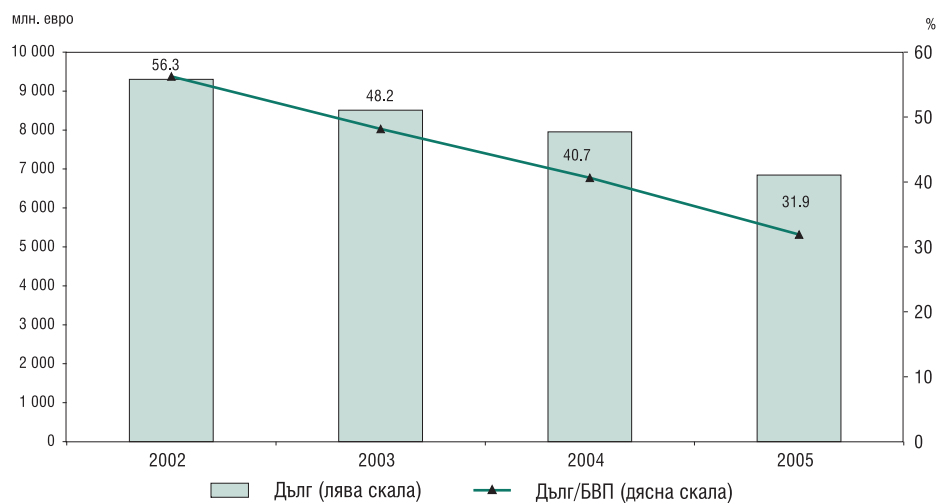
## 1. Състояние на дълга и нормативна среда

### *Състояние на дълга*

В съответствие с набелязаните цели в *Стратегията за управление на държавния дълг за периода 2002–2005 г.* предприетите мерки предопределят съществени положителни промени в количествените и качествените параметри на дълга. Това на практика довежда през 2002 г. до покриването на Маастрихтския критерий за размера на дълга на консолидираното правителство. Отчитаните постижения в областта на държавния дълг следва да се разглеждат и в контекста на провежданата стриктна и последователна фискална политика, основана на балансиран бюджет или излишък, макроикономическа стабилизация и доверие в системата на паричен съвет, както и на либерализацията и реструктурирането на икономиката, довели до високи темпове на растеж на националния доход.

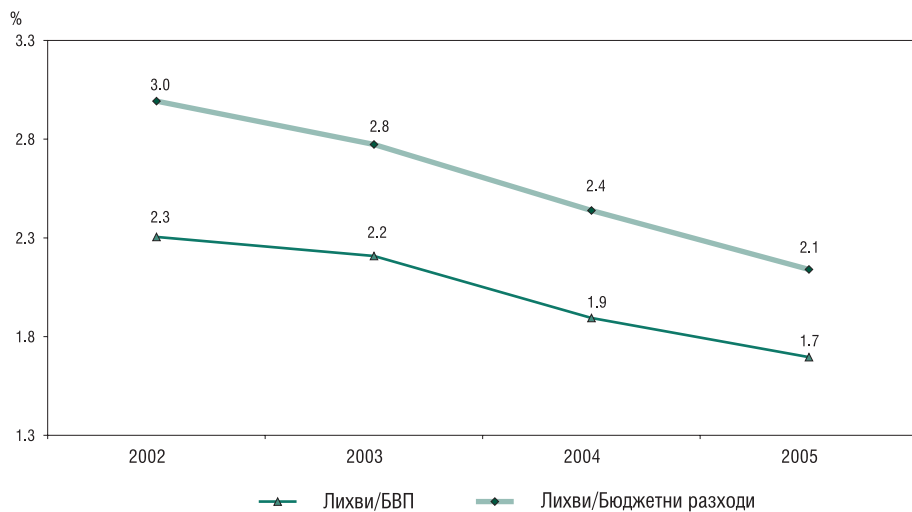
На този фон от изключително значение в процеса на анализиране настоящото състояние на държавния дълг е поставянето на акцент върху нивата на количествените индикатори, свързани с оценка на дълговата тежест – показателите за размер на дълга, дял на дълга от БВП и размер на разходите за неговото обслужване. Общият размер на държавния дълг (в т.ч. и държавните гаранции) в края на 2005 г. възлиза на 6844.4 млн. евро., което представлява намаление от 2458 млн. евро в абсолютна стойност, или 26.4% спрямо 2002 г. Делът на държавния дълг (в т.ч. и държавните гаранции) от БВП в края на 2005 г. възлиза на 31.9%, което в сравнение с 2002 г. представлява спад с 24.4 процентни пункта. Аналогични промени се отчитат и при оценка на показателя *разходи за обслужване на дълга/бюджетни разходи*, който от 3% през 2002 г. намалява до 2.1% през 2005 г. Намалението на частта от националния доход, която се използва за обслужване на държавния дълг, е видно и от състоянието на показателя *разходи за обслужване на дълга/БВП*, който за разглеждания период също бележи намаление респективно с 0.6 процентни пункта.

# Обзор на правителствения дълг • 2005



## Динамика на гържавния и гържавногарантирания дълг

Източници: МФ и НСИ.



## Лихвени разходи

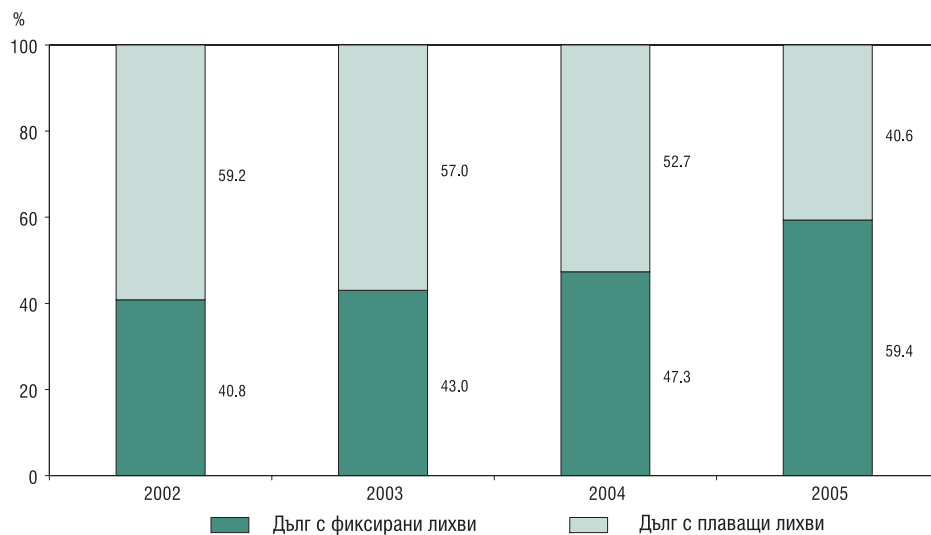
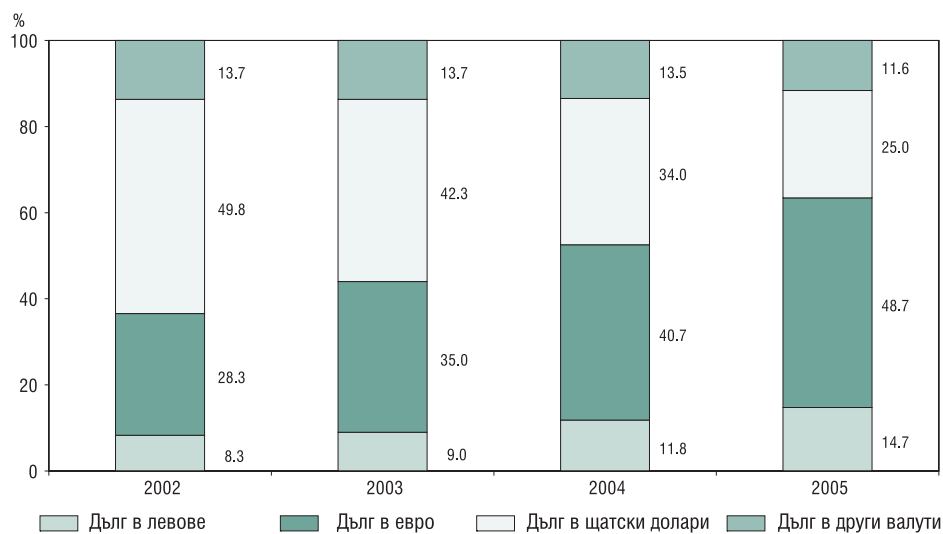
Източници: МФ и НСИ.

Отчитаното съществено подобрене в количествените индикативни параметри на държавния дълг е съпроводено и от положителна качествена промяна в неговата структура.

През последните три години част от усилията се съсредоточават върху редуциране на съществуващия дисбаланс между вътрешен и външен дълг, отчитайки обаче влиянието на редица фактори, като цена на заемния ресурс, състояние на местния и международните капиталови пазари, развитие на вътрешния пазар на ДЦК и др. Тези усилия постигат търсения ефект, като в края на 2005 г. в сравнение с 2002 г. дялът на вътрешния дълг нараства почти двойно, достигайки до 21.2% от общия размер на държавния дълг. Това се дължи както на абсолютното намаление на външния дълг, така и на реализираните положителни нетни емисии на вътрешен дълг. Следва обаче да се отбележи, че този процес не е съпроводен с увеличаване на съотношението *вътрешен дълг/БВП* и то остава в границите между 6.5% и 7%.

**Лихвената и валутната структура** на държавния дълг също отбелязват положителни промени, което е от изключително значение предвид приоритетността на действията, насочени към минимизиране на рисковете, произтичащи от движението на лихвените проценти и валутните курсове на международните финансови пазари. В края на 2005 г. структурата на държавния дълг от гледна точка на съотношението между задълженията с плаващи и с фиксирани лихви се характеризира с превес на дела с фиксирани лихвени купони, който възлиза на 59.4%. По отношение на валутната композиция евровият и левовият компонент са преобладаващи, заемайки съвкупен дял от 63.4%. Стойностите на разглежданите съотношения са от изключителна важност предвид обезпечаването на възможности за предвидимост и оптимизация на необходимите за обслужването на държавния дълг бюджетни средства. Отсъствието на необходимост от поддържането на значителни по своя размер буфери позволява пренасочването на тези средства към други важни сфери на обществения и икономическия живот в страната. При поставянето и изпълнението на целите за промяна на валутната и лихвената структура са отчетени и други обстоятелства, като системата на паричен съвет и фиксирането на лева към единната европейска валута, присъединяването на страната към структурите на ЕС и протичащата в тази връзка многопосочна конвергенция.

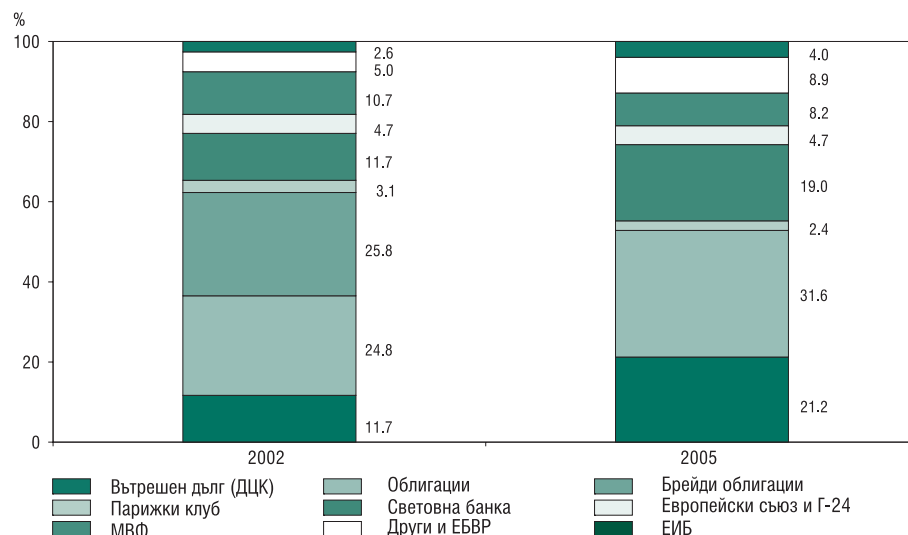
## Обзор на правителствения дълг • 2005



## Стратегия за управление на държавния дълг за периода 2006–2008 г.

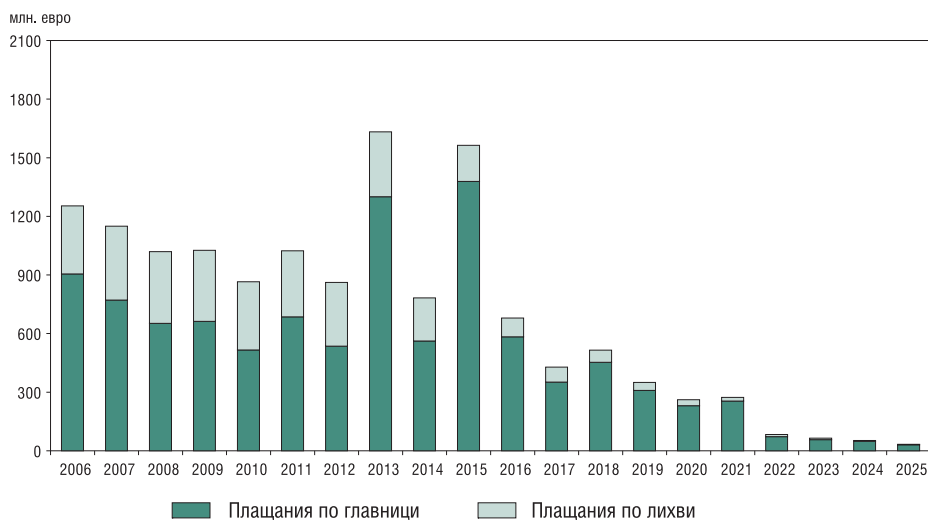
От гледна точка на комплексния анализ на държавния дълг интерес представляват и промените в състоянието и качеството на дълговия портфейл, настъпили през разглеждания тригодишен период. Към края на 2005 г. са погасени почти изцяло задълженията към кредиторите от Парижкия клуб, както и двустранните задължения, формирани през 80-те години на миналия век. Облигациите, емитирани вследствие на реструктурирането на дълга към Лондонския клуб, също са изплатени чрез няколко операции по обратно изкупуване. Като резултат понастоящем дългът се формира основно от облигации – 52.8%, заеми от Световната банка – 19.0%, от МВФ – 8.2%, Европейския съюз и Г-24 – 4.7%, ЕИБ – 4%, и други. Като цяло намаляването на дълга от официални кредитори е резултат и от свиването на рисковата премия на България, дължащо се на нарастването на доверието на инвеститорите към страната, повишения кредитен рейтинг и присъединяването към Европейския съюз.

### Структура на дълга по кредитори



Източник: МФ.

През разглеждания период промени настъпват и в погасителния профил. Дългът като цяло е добре разсрочен, с плавно намаляваща дългова тежест в два и пет годишен хоризонт, с изключение на годините 2013 и 2015, в които се падежират глобалните облигации. Балансираният погасителен профил във времето осигурява стабилност по отношение на неговото обслужване и рефинансиране, а същевременно дава и възможности за неутрализиране на съществени влияния, породени от неблагоприятни стечения на вътрешната и международната пазарна конюнктура.



**Прогнозни плащания по гържавния и гържавногарантирания дълг, 2006–2025 г.**

*Забележка: Прогнозите са направени на база състоянието на дълга към 31.XII.2005 г.*

*Източник: МФ.*

## Нормативна среда

Съгласно **Конституцията на Република България** Народното събрание е органът, който денонсира и ратифицира със закон международните договори, които съдържат финансови задължения за държавата, както и дава съгласие за сключване на договори за държавни заеми.

Законовата и свързаната с нея подзаконова нормативна база в областта на дълга е сравнително нова. Същата е приета в края на 2002 г. и в началото на 2003 г. и като цяло почива на принципите за устойчиво регламентиране на проблематиката, свързана с възникването и управлението на държавния дълг, изхождайки от дългосрочното му влияние и ефект върху икономическото и общественото развитие на страната. Функционалната конструкция на регулациите е изградена както върху съществуващата практика до тяхното приемане, така и върху съответни подобрения в посока на хармонизирането им с европейските стандарти в тази сфера.

**Законът за държавния дълг** в най-общ вид дава изчерпателни определения на видовете дълг; очертава правомощията, свързани с дълга; въвежда ясни взаимоотношения между институциите; предвижда ограничения за нарастването на дълга; регламентира равнопоставеност на всички видове държавен дълг и приоритетност на разходите по неговото обслужване спрямо останалите бюджетни разходи; предвижда задължения за оповестяване на средносрочна стратегия за управление на дълга и ежегоден отчет за извършеното в тази област; урежда правомощията и процедурите за издаване на държавни гаранции; регулира фискалното агентство с БНБ и др.

С приемането на закона и съсредоточаването на отговорностите в тесен кръг от институции се дават гаранции, че емитирането на дълг е резултат от единна политика в тази област, което от своя страна е предпоставка за неговото оптимизиране, както и за намаляване цената на финансиране на бюджета в средносрочен аспект.

На основание на Закона за държавния дълг впоследствие са приети редица подзаконовни нормативни актове, които допълват регулацията, свързана с проблематиката на държавния дълг. По съществените от тях са:

1. **Наредба за условията, на които трябва да отговарят инвестиционните проекти, финансирани с държавни заеми, и проектите, кандидатстващи за финансиране с държавна гаранция, и за реда за тяхното разглеждане.** Наредбата определя реда и начина, по който проектите кандидатстват с държавен инвестиционен заем или за заем, предвиждащ издаването на държавна гаранция. Процедурата предвижда представяне на проектите от страна на ресорните министерства в Министерство на финансите, последващото им одобрение от Съвета за икономическа политика и Министерския съвет, както и включване на одобрените заеми за финансиране на проектите в закона за държавния бюджет за съответната година. Подходът при одобряването на нови държавни гаранции и държавни инвестиционни заеми е стриктно регламентиран. По този начин се осигурява както възможност за добро планиране на бюджета и подготовка на проектите, така и необходимата прозрачност от гледна точка на икономическите приоритети и бюджетните рискове.
2. **Наредба № 9 от 2003 г. на министъра на финансите за реда, начина и сроковете за предоставяне на информация за състоянието и движението на дълга на общините и социалноосигурителните фондове.** Наредбата е издадена на основание чл. 40 от Закона за държавния дълг, съгласно който министърът на финансите определя процедурата и конкретните изисквания по отношение на информацията, свързана със задълженията на общините и социалноосигурителните фондове предвид факта, че тези задължения представляват част от консолидирания държавен дълг.
3. **Наредба № 5 от 2002 г. за условията и реда за придобиване, изплащане и търговия с държавни ценни книжа,** издадена от министъра на финансите и управителя на БНБ. Наредбата урежда начините за първично емитиране на ДЦК на вътрешния пазар, както и реда за тяхното изплащане и процедурите за последващата им



търговия на вторичен пазар. Нормативният акт регламентира правата и задълженията на емитента, фискалния агент, първичните дилъри и другите притежатели на ДЦК по отношение на придобиването, обратното изкупуване, замяната и изплащането на ДЦК. Уредени са и различните видове сделки, извършвани с ДЦК на вторичния пазар. Регламентирани са основните функции и задължения на Българската народна банка в качеството ѝ на агент по държавния дълг и официален депозитар на държавата: създаване и поддържане на електронните системи за регистрация и обслужване на дълга; организиране и провеждане на аукциони на ДЦК; регистриране на емитираните ДЦК и на сделките с тях на вторичен пазар; наблюдение и обслужване на плащанията по дълга, и др.

4. **Наредба № 15 от 2002 г. за контрол върху сделките с безналични държавни ценни книжа**, издадена от министъра на финансите и управителя на БНБ. Наредбата регламентира реда и начина за контрол върху сделките с ДЦК, изразяващ се във: избор на първични дилъри на ДЦК; спазване изпълнението на критериите от първичните дилъри на ДЦК след техния избор; контрол върху системите за регистрация на сделките с ДЦК в БНБ и първичните дилъри. Тази регламентация е насочена както към гарантиране спазването на разпоредбите на Закона за държавния дълг и на другите подзаконови нормативни актове, така и към осигуряването на ефективен и прозрачен пазар на ДЦК.
5. **Наредба № 31 от 2003 г. за сетълмент на държавни ценни книжа**, издадена от управителя на БНБ. Наредбата е издадена на основание Закона за Българската народна банка и урежда сетълмента на сделките с ДЦК, извършвани на първичния и вторичния пазар по реда на Наредба № 5, като за тази цел БНБ изгражда и управлява електронна система за сетълмент на ДЦК.

## 2. Рискове

Управлението на държавния дълг се провежда при отчитане условностите в процеса на прогнозиране състоянието на редица фактори, оказващи съществено влияние върху взиманите в тази област конкретни решения. Това предполага разглеждането на дълговото управление като процес, свързан с управлението на риска. От друга страна, управлението на дълга предполага политика, която при надвишаване считаните за приемливи нива на тези фактори да осигури предотвратяване или поне свеждане до

минимум на рисковете за бюджета. В този смисъл дълговото управление е процес, тясно обвързан и пряко зависим от една сложна и многоаспектна среда, включваща следните елементи:

- **макроикономическа среда** – нива на растеж на българската и световната икономика, инфлация, световни икономически кризи, парична политика и др.;
- **фискална среда** – състояние на държавния бюджет, бюджетна политика и ограничения, приватизационен процес и др.;
- **пазарна среда** – нива на местните и международните лихвени проценти по съответните сегменти на кривата на доходността, валутни курсове, ниво на развитие на вътрешния пазар, търсене на ДЦК и др.;
- **институционална и нормативна среда** – промени в законодателството, европейска интеграция, институционална рамка на дълговото управление и др.

Изложените концептуални схващания следва да бъдат разглеждани при оценката на дълговата тежест както на база настоящото ѝ състояние, така и на база допусканията за промяна съгласно тригодишната бюджетна прогноза за периода 2007–2009 г. Изхождайки от стойността на съотношението *консолидиран държавен дълг* (в т.ч. дълг на централното правителство, на социалноосигурителните фондове и на общините) *към БВП*, което в края на 2005 г. възлиза на 29.9%, може да се направи изводът, че дългът не представлява заплаха за финансовата стабилност в страната. В подкрепа на казаното отчитаният размер на показателя е над два пъти по-нисък от средния за ЕС, който към края на 2005 г. възлиза на 63.4%. Следва обаче да се имат предвид обстоятелствата, свързани с настоящата кредитоспособност на страната и протичащите все още процеси на цялостно реструктуриране, които предопределят поддържането на едно по-ниско ниво на разглеждания индикатор, в сравнение със средния за ЕС. Друг основен индикатор при оценката на дълговата тежест е показателят *лихвени разходи за обслужване на дълга към БВП*. В края на 2005 г. стойността на показателя възлиза на 1.7%, а през следващия тригодишен период се очаква да бъде в границите на 1.3% – 1.5%. Прогнозните нива обаче продължават да бъдат зависими, макар и не така чувствително, от движението на лихвените проценти и от валутните курсове на международните финансови пазари, както, разбира се, и от промените в размера на дълга и националния доход.

Предвид изложеното може да се резюмира, че възможните негативни ефекти от рисковете, свързани с размера и структурата на дълга, са значително редуцирани в сравнение с края на 2002 г. Във връзка с това дефинираните основни рискове в настоящата стратегия припокриват тези от предходната, но със съществени различия в измерението на потенциалното им влияние.

### *Риск за рефинансиране*

Рискът за рефинансиране се идентифицира с емитирането на нов дълг, обезпечаващ финансирането на бюджета във връзка с необходимостта от покриване на погашенията по вече съществуващ дълг. Този риск се асоциира както с възможностите за погасяване на падежиращия се дълг, така и с размера на разходите, генерирани от новоемитирания дълг. От тук произтича правопрпорционалната връзка, че колкото по-висок е размерът на конкретното плащане по падежиращ се дълг и колкото по-близо е датата на неговото изплащане, толкова по-висок е рискът за рефинансиране. Размерът на дълга, както и неговата структура в течение на времето също оказват влияние върху нивото на риска за рефинансиране. Удължаването на матуритета на дълга, както и изглаждането на погасителния му профил във времето спомагат за лимитирането на този риск.

Делът на краткосрочния дълг към края на 2005 г. възлиза на 3.1%. Средният остатъчен срок на дълга в обращение към края на същия период е 8 години и 2 месеца. Въпреки добрите текущи нива на измерителите следва да се отчетат обстоятелствата, че те са доста опростени индикатори на риска за рефинансиране, тъй като не отразяват доколко плащанията по дълга са равномерно разпределени във времето. Това налага внимателно наблюдение на погасителния профил във връзка с избягване на пикови плащания по дълга, каквито понастоящем са годините 2013 и 2015.

Лимитирането на риска за рефинансиране може да се осъществява чрез внимателни промени в дълговата структура в полза на инструментите, имащи по-дълъг матуритет, за сметка на тези с по-кратък матуритет. Подобна промяна обаче предполага приемането на по-високи нива на разходите за обслужване на дълга, произтичащи от рисковата премия, асоциирана с по-дългия инвестиционен хоризонт. В тази връзка и имайки предвид обстоятелството, че по-слабо развитите и по-ниско ликвидните пазари предполагат по-висока премия, част от усилията следва да са насочени към плавно удължаване кривата на доходността. Понастоящем най-дългият инструмент, намиращ се в обращение на вътрешния пазар, са 15-годишни

ДЦК, деноминирани в евро, с фиксиран лихвен купон, а със статут на бенчмаркова емисия са 10-годишни ДЦК, деноминирани в левове, също с фиксиран лихвен купон.

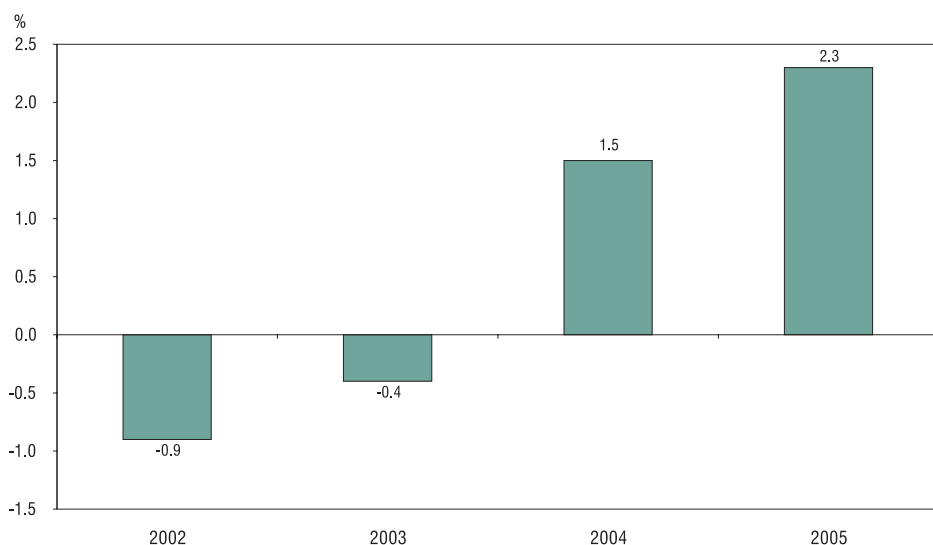
Друга предпоставка за редуциране потенциалните негативни ефекти на риска за рефинансиране е предотвратяване на евентуални действия, които биха довели до бързо скокообразно нарастване размера на дълга. Превенция срещу подобно нарастване е особено актуална в процеса на осигуряване на национално финансиране и съфинансиране на проекти и програми по линия на европейските фондове. За целта възможностите за емитиране на дългосрочен дълг не бива да се базират само на текущите нужди от финансиране, но и на оценка състоянието на инвеститорския интерес и развитието на пазара от гледна точка на ограничаване риска за рефинансиране в бъдеще.

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

Минимизиране влиянието на риска, свързан с размера на дълга, може да бъде постигнато с поддържането на държавния дълг на „безопасно“ ниво така, че неговото навременно обслужване и рефинансиране за дълъг период от време да не застрашават финансовата и макроикономическата стабилност в страната като цяло. Подобно „сигурно“ ниво се предопределя от мащаба на икономиката и възможностите ѝ да генерира национален доход, откъдето произтича и дефинирането на основния измерител на риска. Конкретната стойност на отношението *дълг/БВП* е в пряка зависимост от редица фактори, по-съществени от които са: степен на икономическо развитие, растеж на националната икономика, социална и политическа стабилност, ефективност на публичните институции, международни взаимоотношения, инфлация и лихвени проценти, структура на дълга, развитие на местните финансови пазари, достъп до международните капиталови пазари. В тази връзка се налага изводът, че колкото по-ниско е общото икономическо развитие на дадена страна, респективно по-висок е рискът от евентуални дисбаланси във времето на плащанията по дълга и неговото рефинансиране, толкова по-високи са очакванията на финансовите пазари към тези страни да поддържат сравнително ниски съотношения на показателя *дълг/БВП*, както и по-висока норма на възвръщаемост на инвестираните капитали.

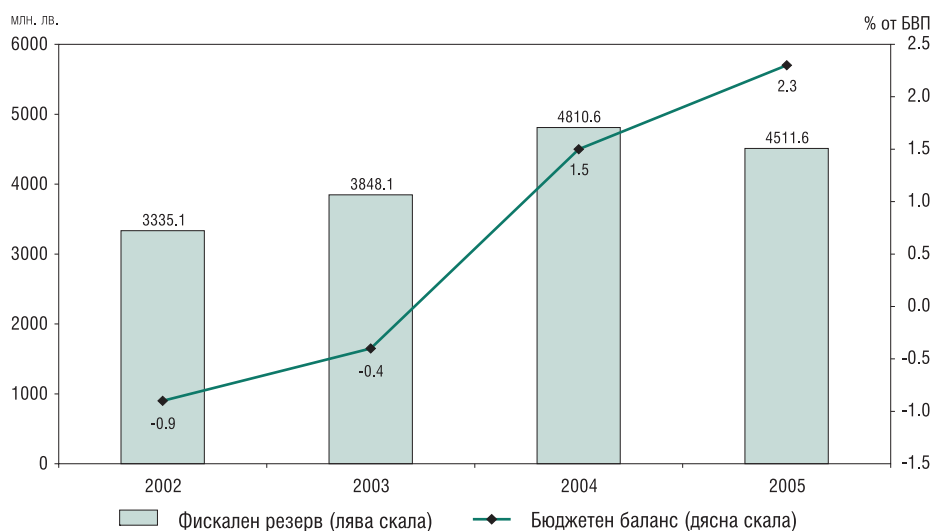
Съотношението *консолидиран държавен дълг/БВП* в края на 2005 г. възлиза на 29.9% и, както вече бе отбелязано, то е значително под средното ниво за ЕС. Като основни фактори, водещи до промяна на двете величи-

ни, формиращи индикатора, следва да се отбележат: благоприятната среда за абсолютното намаление на дълга предвид реализираните бюджетни дефицити от под 1% от БВП (2001–2003 г.) и излишъци над 1.5% от БВП (2004–2005 г.); генерирането на значителен по своя размер фискален резерв (4.5 млрд. лв. към края на 2005 г.) като източник на средства за предсрочно погасяване на дълга; рестриктивната политика при финансиране с държавни заеми и заеми с държавна гаранция на различни проекти и програми; високите и стабилни темпове на растеж на икономиката.



**Бюджетен баланс**

Източник: МФ.



**Бюджетен баланс и фискален резерв**

Източник: МФ.

В контекста на необходимостта от осигуряване на средства, включително и чрез поемането на нов дълг, за национално финансиране и съфинансиране на проекти по линия на европейските фондове следва да се осъществява внимателен мониторинг върху евентуалните изменения в посока на увеличаване на показателя *дълг/БВП*. Максималната стойност на този показател е част от критериите за конвергенция (Маастрихтските критерии) в процеса на интеграция на България към еврозоната и евентуалното надхвърляне на лимита от 60% би оказало съществено негативно влияние върху този процес. В допълнение, в съответствие както с българското, така и с европейското законодателство, за изчисляване на показателя *дълг/БВП* по дефиниция се отчита номиналният размер на консолидирания държавен дълг, който включва в себе си държавния дълг, дълга на общините и дълга на социалноосигурителните фондове. Докато първият компонент на консолидирания дълг е в прерогативите на правителството, то останалите два са извън обсега му. В тази връзка и при наличие на обстоятелства, които биха довели до опасност от нарушаване на горния праг от 60%, законодателно е предвидена възможността правителството да предложи в закона за държавния бюджет за съответната година ограничения за емисията на дълг на общините и на социалноосигурителните фондове. Подобна рестрикция следва да се разглежда като крайна мярка, насочена към предотвратяване на съществени негативни ефекти от прекомерното нарастване размера на дълга.

Предвид валутната структура на дълга влияние върху неговия размер оказва и движението на съотношенията на основните валути. С най-голям дял на задължения във валути, различни от лева и еврото, са тези в щатски долари. Обезценката на долара спрямо еврото през последните три години довежда до намаляване на размера на държавния дълг. След обратното изкупуване на всички брейди облигации и извършените предсрочни погашения към МВФ и Световната банка обаче отражението на валутните курсове върху размера на дълга е значително по-ограничено. В разглеждания тригодишен период обезценка с 10% на еврото спрямо долара би довела до нарастване на дълга с около 120 млн. евро. От останалите валути само японската йена заема относително висок дял в дълговия портфейл, но нейно поскъпване спрямо еврото с 10% би довело само до 18 млн. евро нарастване на дълга. Това влияние на движението на основните валути може допълнително да бъде намалено чрез продължаване на заемната политика основно в левове и евро.

### *Пазарен риск*

По правило пазарният риск се определя от движението на валутните курсове и лихвените проценти на местния и международните капиталови пазари. Предвид на това минимизирането на ефектите от неговото влияние предполага комплексни по своя характер действия. Част от тях се изразяват във внимателно наблюдение и оценка състоянието и перспективите за развитие на отделните сегменти на финансовите пазари (паричен и капиталов). Това обаче не игнорира риска от съществени корекции и скокообразни флуктуации, тъй като пазарите са особено чувствителни и най-бързо реагират на икономически дисбаланси от национален, регионален и световен мащаб. Друга част от действията са насочени към внимателно моделиране на лихвената и валутната структура на дълга, така че тази структура да не предопределя висока степен на корелация с пазарните индикатори. Подобна форма на „неутралност“ обаче предполага както увеличаване дела на дълга с фиксирани лихвени купони, така и на дълга, деноминиран в левове и евро. За целта през изминалия тригодишен период емисионната политика е насочена към заемане на средства в левове и евро и главно при фиксирани лихвени купони. В допълнение намаляване на дълга, обвързан с пазарните индикатори, е осъществено и чрез използването на възможности за неговото предсрочно погасяване. Като резултат в края на 2005 г. делът на дълга с фиксирани лихви достига до 59.4%, а делът на дълга, деноминиран в левове и евро – до 63.4%. Подобен профил води до осигуряването на относително добра прогнозируемост на разходите за обслужване на дълга и до отпадането на необходимостта от поддържане на значителни по своя размер бюджетни фондове за посрещане на евентуални флуктуации на валутните курсове и лихвените проценти.

При настоящата структура на дълга данни от анализа сочат относително слабо влияние на изменението в стойностите на основните пазарни индикатори върху разходите за обслужване на дълга. Причините за това са намаляване дела на инструментите с плаващи лихвени купони и на тези, деноминирани във валути, различни от евро и лев. От значение е и амортизационната структура на дълга, която като цяло е с дългосрочен, относително равномерен погасителен график.

Резултатите показват, че евентуално повишаване на стойностите на шестмесечния ЛИБОР за еврото и за щатския долар със 100 б.т. би довело до нарастване на необходимите средства за изплащане на лихви приблизително с около 16 млн. евро годишно през 2006–2008 г. при по-голяма чувствителност на разходите към промяна на лихвения процент за еврото.

Това изменение представлява едва 4–5 % от общите лихви по дълга. Същевременно увеличаване с 10% на курса на щатския долар спрямо еврото би увеличило разходите за лихви с около 8 млн. евро годишно, а погашенията по главници – с около 5 млн. евро, което отново е несъществено спрямо общите плащания по дълга. Въпреки това при определяне на конкретните условия на новоемитиран дълг тези съотношения ще продължат да бъдат внимателно наблюдавани и анализирани.

### *Ликвиден риск*

Ликвидният риск се определя според възможностите на бюджета навременно и в пълен размер да посрещне конкретните си краткосрочни задължения. Управлението на риска и свеждането му до разумни граници предполага действия, които водят до своевременно обезпечаване на необходимото бюджетно финансиране независимо от съпътстващите го непредвидени ситуации, при които заемането от финансовите пазари е невъзможно или неизгодно. Във връзка с това при въвеждането през 1997 г. на системата на паричен съвет в страната е взето решение за създаване на фискален резерв, който да представлява своеобразен „буфер“ при възможни ликвидни затруднения и инструмент за минимизирането на евентуални негативни ефекти, произтичащи от ликвидния риск. Първоначално долният праг на фискалния резерв е определен като сумата на едногодишните плащания по дълга (около 1 млрд. евро), но на практика с течение на годините реалните му нива значително надхвърлят този минимум. Причините за подобно състояние най-напред следва да се търсят в провежданата консервативна фискална политика, довела до генерирането в последните две години на значителни по своя размер излишъци. На второ място върху размера на фискалния резерв в посока на увеличение влияят постъпленията от приватизация и от продажбата на обезпечението, освободено при предсрочното погасяване на брейди облигациите. От друга страна, провежданата реформа в бюджетния сектор, в частта ѝ, свързана с изграждането на единна сметка, целяща консолидиране на ресурсите и извършване на плащанията на всички разпоредители с бюджетни кредити (без общините) чрез единна система, довежда до централизиране на свободния паричен ресурс във фискалния резерв и спомага за повишаване на ефективността при неговото използване и управление.

Като цяло може да се резюмира, че по-високите нива на фискалния резерв позволяват по-гъвкаво планиране и управление на дълга в кратко- и средносрочен аспект.



### *Риск, свързан с поемането на условни задължения*

За намаляване влиянието на риска, свързан с поемането на условни задължения, следва стриктно: да се съблюдава нормативната база, регламентираща условията, реда и процедурите по издаване на държавни гаранции; да се извършва обективна оценка на условията на проектите, кандидатстващи за финансиране с държавни гаранции, в контекста както на изведените от правителството приоритети, свързани с отделните секторни политики в публичния сектор, така и на тези, свързани със състоянието и управлението на държавния дълг; да се осъществява непрекъснат мониторинг върху състоянието и обслужването на заемите, за които вече са издадени държавни гаранции, с цел своевременно идентифициране на потенциалните рискове от активиране на тези гаранции; да се предприемат всички мерки съгласно българското законодателство за възстановяване на изплатени суми по активирани държавни гаранции.

При сегашната структура на дълга влиянието на риска, свързан с поемането на условни задължения, е ограничено предвид относителния дял на държавните гаранции от 7.5% в общия размер на дълга към края на 2005 г. В рамките на предходния тригодишен период този дял бележи ръст от 1.8%. При поемането на държавни гаранции следва да се държи сметка и за конкретния профил на държавногарантирания дълг, изхождайки от потенциалните рискове за активиране на държавните гаранции и възможностите за реално събиране от страна на държавата на изплатените по тях средства. Понастоящем основната част от гаранциите са предоставени по заеми на големи структуроопределящи компании от транспортния и енергийния сектор, които подлежат на реструктуриране.

При оценка на бъдещото влияние на риска следва да се отчитат и растящите нужди от финансиране на големи инфраструктурни проекти в областта на енергетиката, водопреносната мрежа и пътната инфраструктура. Присъединяването на България към Европейския съюз и усвояването на средства от европейските фондове също налагат осигуряване на национално съфинансиране, част от което ще бъде осигурено чрез държавногарантирани заеми. Това от своя страна би довело до нарастване на абсолютния и относителния размер на държавните гаранции в структурата на дълга с респективно нарастване влиянието на риска, свързан с поемането на условни задължения.

## 3. Цели на управлението на дълга

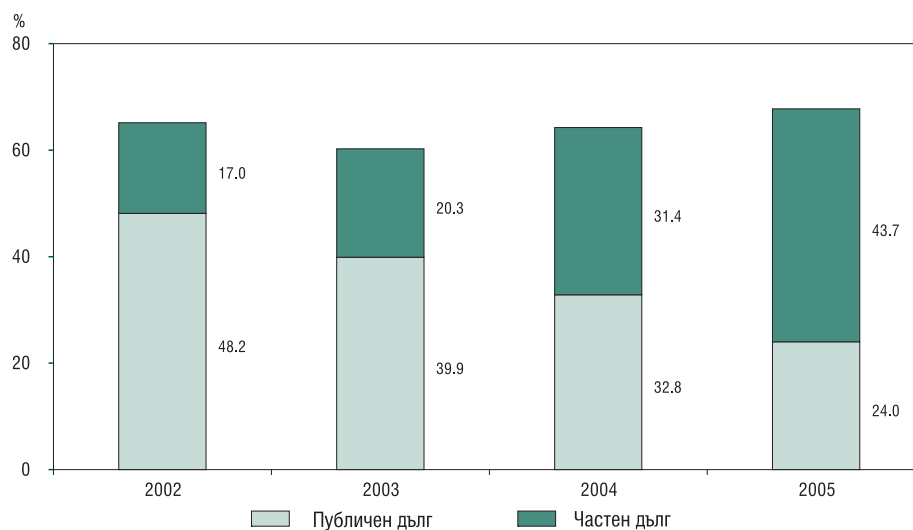
Основната цел на дълговата политика е осигуряване на безпрепятствено финансиране на бюджета и рефинансиране на дълга, при минимална възможна цена в средно- и дългосрочен аспект и при оптимална степен на риск.

За постигането ѝ приоритет ще бъдат следните подцели:

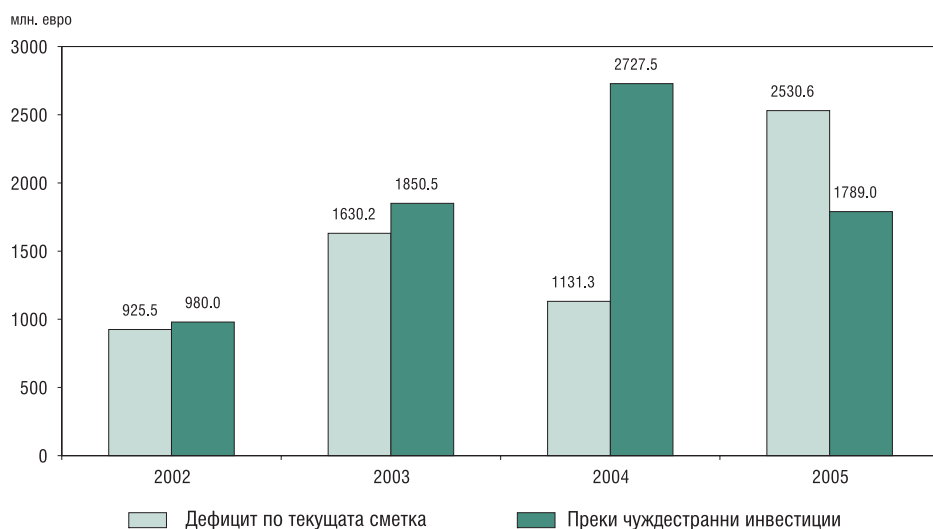
### I. Стриктно наблюдение на размера на дълга

За постигането на тази цел, дълговото управление следва да се основава на провежданата в страната икономическа и финансова политика. Подобен подход предполага поддържането на дълга на ниво, което да не предопределя значително негативно влияние върху макроикономическата стабилност, да осигурява покриването на номиналните конвергенционни критерии за членство в ЕС и съставянето и изпълнението на държавния бюджет. Размерът на държавния дълг следва да отчита и нарастващия през последните години дефицит по текущата сметка на платежния баланс и бързо растящия частен дълг. Не на последно място трябва да се предвижда и влиянието на нарастването на общинския дълг, дължащо се преди всичко на необходимостта от осигуряване на местно финансиране по проекти и програми с регионално значение, за които се предвижда финансова помощ по линия на ЕС.

### Брутен външен дълг



Източник: БНБ.



### Дефицит по текущата сметка и преки чуждестранни инвестиции

Източници: МФ и АИАП.

Като резултат от постигнатото значително намаляване на дълговата тежест отчитаният в края на 2005 г. размер на държавния дълг (в т.ч. и държавните гаранции) е 6844.4 млн. евро, а като дял от БВП е 31.9%. Прогнозната стойност на годишните плащания по дълга в десетгодишен хоризонт плавно намалява, като достига своя максимум от около 1600 млн. евро в годините на падежиране на глобалните облигации.

През следващите няколко години необходимостта от финансиране ще се определя от няколко фактора. Присъединяването към ЕС предполага усвояването на значителни по размер ресурси, които обаче изискват осигуряването на средства в аванс и предвиждането на разходи за тяхното съфинансиране. В допълнение от датата на присъединяването на България към ЕС за страната възниква безусловното задължение за вноски в бюджета на Съюза във връзка със системата на собствени ресурси на Общността. В този смисъл от изключително значение особено в първите години след присъединяването е генерирането на национален капацитет за ефективно усвояване на договорената финансова помощ. Намаляването на броя на държавните предприятия, подлежащи на приватизация, определя и намаление на постъпленията от приватизация в бюджета, както и на приходите и доходите от собственост. От друга страна, бюджетната политика принципно ще предполага разпределянето на все по-малка част от националния доход чрез държавния бюджет, без това, разбира се, да се абсолютизира, особено в началните години на членството на България в ЕС.

Имайки предвид изложеното, за постигането на дефинираната цел се предвижда предприемането на следните действия:

1. Провеждане на внимателна и сигурна заемна политика, предполагаща комплексен анализ на предназначението на дълга; възможности за генериране на обществени ползи; оценка на местната и международната пазарна среда и на конкретните условия за финансиране от страна на международните финансови институции; оценка на времевите хоризонти за поемане на дълг, и др.
2. Наблюдение на размера и профила на дълга с цел превенция от нарушаване на индикативните му параметри, възможности за неговото обслужване и рефинансиране, неконтролируемо нарастване, негативно влияние върху финансовата и макроикономическата стабилност, нарушаване на законово регламентирания лимити за дълга и Маастрихтския критерий за съотношението *дълг/БВП*.
3. Използване на различни техники за намаляване на риска, свързан с размера и структурата на дълга, както и за оптимизиране на неговото обслужване. При подходящи условия и в съответствие с конкретните цели на емитента могат да бъдат: извършвани операции по предсрочно погасяване на задължения по държавния дълг; да бъдат сключвани договори за валутни и лихвени суапови операции, както и на такива за намаляване на риска за рефинансиране и изглаждане на матуритетната структура на дълга; да бъдат емитирани ДЦК за обратно изкупуване на вътрешни и външни задължения на страната, и др. При подобни трансакции ще се оценяват ефектите върху държавния бюджет, фискалния резерв, бъдещата емисионна политика и платежния баланс, като за целта същите ще бъдат консултирани и с БНБ.
4. Стриктно спазване на нормативно регламентирания ред, условия и процедури за оценка и избор на инвестиционни проекти, които да се финансират с държавни или с държавногарантирани заеми, като същевременно се търсят и прилагат и алтернативни на дълговото финансиране решения.

### II. Поддържане на разходите за обслужване на гълга на ниско ниво в средно- и гългосрочен аспект при приемлива степен на риск

Ниското ниво на разходите за обслужване на дълга трябва да бъде запазено и предвид провежданата политика за намаляване на дела на държавата при преразпределение на брутния вътрешен продукт и поддържането на балансиран бюджет.

Лихвените разходи по дълга през следващите три години се очаква да варират в границите между 1.3–1.5% от БВП. Върху тези стойности най-голямо влияние се очаква да оказват бъдещата заемна политика и производящите от нея промени в размера и структурата на дълга, а в по-малка степен – движението на валутните курсове и лихвените проценти. Развитието и укрепването на местния дългов пазар, понижаването на дългосрочната рискова премия върху българския дълг, както и повишаването на кредитния рейтинг на страната също ще оказват влияние върху размера на разходите за обслужване на дълга.

За постигането на определената цел и в съответствие с бюджетната рамка и конкретната пазарна конюнктура се предвижда предприемането на следните действия:

1. Оптимална селекция на възможните дългови инструменти при ново заемане от гледна точка на размер, вид, структура, място на емитиране и основни параметри (дата на емисия, дата на падеж, размер и честота на плащанията, валутна деноминация, лихвени купони и др.).
2. Подкрепа за развитието на ефикасен и ликвиден местен пазар на държавен дълг и на капиталовия пазар като цяло, включително по отношение на неговото плавно интегриране към европейския пазар. Тези действия, в съответствие с конкретните пазарни условия и по-нататъшното развитие на финансовото посредничество в страната, ще подкрепят плавното удължаване на кривата на доходността по основните матуритетни сегменти с респективен положителен ефект върху разходите за обслужване на дълга.
3. Поддържане на плавно разпределение на разходите за обслужване и на амортизационните плащания по дълга с цел превенция на бюджета от възможни затруднения при акумулирането на значителни по своя размер финансови средства за посрещане на тези плащания, или съответно повишаване на риска от рефинансиране.
4. Придържане към договарянето на фиксирани лихвени купони при ново заемане, без обаче това да се абсолютизира. Следва да се

изхожда както от възможностите, които предоставят фиксираните лихвени проценти за повишаване стабилността и прогнозируемостта на бюджетните разходи, така и от възможностите, които предоставят плаващите лихвени проценти за изграждане на своеобразно хеджиране (застраховка) при бъдеща корекция в посока надолу на пазарните лихвени индекси.

5. Придържане към политика на заемане в левове и евро, предвид предстоящото присъединяване на страната към ЕС, обвързаността на паричния съвет към еврото, структурата на экспортните постъпления (60.5% в евро към 31 декември 2005 г.) и предвидимостта на плащанията от гледна точка на бюджета.
6. Използване на деривативни инструменти за по-адекватно оформяне на паричните потоци, свързани с плащанията по дълга. По този начин се предвижда по-ефикасно и гъвкаво управление на риска от промяна на пазарните индикатори (лихвени проценти и валутни курсове) и риска за рефинансиране, свързани със структурата на дълга, чрез промяна на неговите характеристики. Прилагането на деривативи ще се съобразява с пазарните условия и търсените ефекти в процеса на провеждане на дълговата политика.

### III. Осигуряване на стабилни източници на финансиране на бюджета и рефинансиране на дълга

Дълговата политика като важна част от общата икономическа политика на правителството следва да предотвратява формирането на възможни дисбаланси, в т.ч. и на такива, породени от затруднения при осигуряване на стабилни дългови източници за финансиране, които от своя страна да създават определени рискове за финансовата стабилност и растежа.

Изпълнението на целта предполага открояване, наблюдение и анализ на възможните местни и международни източници за финансиране от гледна точка на техния вид, бързина на достъп, регламент и процедури, мащаби и финансови параметри. Подобен подход единствено би могъл да гарантира стабилност на финансирането и обезпечаване на минимално възможна цена и при оптимална степен на риск от гледна точка на емитента.

В този контекст като приоритетни източници за финансиране нуждите на бюджета и рефинансиране на дълга в обращение са изведени емисиите на ценни книжа на местния и международните капиталови пазари и заемите от международни финансови институции.

### **1. Емитиране на дълг на местния и на международните капиталови пазари**

Ролята и значението на пазарите като ефективен дистрибутор и разпределител на капитали в национален и световен мащаб непрекъснато нарастват. Възходът им се основава както на неколковековни традиции, така и на постепенното налагане на принципите на свободно движение на хора, стоки, услуги и капитали, съчетани с нарастващите предпочитания на инвеститорите, резиденти на дадена държава, да държат активи, емитирани от нерезиденти. Предвид на това за отделните емитенти капиталовите пазари представляват важен източник за финансиране, предоставящ им бърз, в големи размери и до голяма степен стандартизиран достъп до широка инвеститорска база. В допълнение подобни дългови инструменти предоставят различни възможности за тяхното активно управление и реструктуриране чрез пазарни операции, като обратно изкупуване, използване на валутни и лихвени суапове и др.

#### **1.1. Международните капиталови пазари като източник на финансиране**

Вследствие намаляването на дългосрочните лихвени проценти в развитите икономики и съпътстващото този процес намаляване на рисковите премии в развиващите се икономики през последните няколко години се наблюдава засилен интерес на инвеститорите към ценни книжа, емитирани на международните капиталови пазари от централно- и източноевропейските страни. Подобен интерес е продиктуван преди всичко от политическата стабилност и европейската интеграция на региона (по-голямата част от страните са или предстои да бъдат членки на ЕС), както и от оптималното съчетаване на възможностите за по-висока доходност при ниска степен на риск. България не прави изключение от очертаните глобални тенденции, за което обаче има своя собствен значим принос. Той, най-общо казано, се изразява във: постигната стабилна макроикономическа среда, устойчиво високи темпове на растеж, позитивно променящата се структура на икономиката, повишаване на конкурентоспособността и подобряване на бизнес средата, провеждане на стриктна и последователна фискална политика, предстоящо членство в Европейския съюз с всички произтичащи от това бъдещи позитивни ефекти. На този фон присъждането на суверенен кредитен рейтинг от инвестиционен клас със съпътстващо свиване на рисковата премия на българския държавен дълг довеждат до изграждане и затвърждаване доверието на международната инвеститорска общност. За това в немалка степен допринася и провежданата политика по управление на държавния дълг.

Имайки предвид изложеното, за постигане на целта се предвижда предприемането на следните действия:

- 1.1.1. Внимателно и задълбочено наблюдение на състоянието и развитието на международните капиталови пазари. От стратегическа гледна точка познаването на основните пазари в качеството им на източници на капитали ще позволи предприемането на своевременни действия при благоприятно съчетаване на условията, свързани с необходимост от финансиране, пазарна среда, емисионни разходи и цена на финансиране.
- 1.1.2. Преценка на избора на конкретен пазар преди всичко на база критерия цена на капитала. В допълнение ще се вземат предвид и утвърдените вече от България позиции на американския и еврооблигационния пазар.
- 1.1.3. Избор на характеристиките на ценните книжа по начин, който да предполага покриване на изискванията за статут на бенчмаркова емисия при съответните пазарно стандартизирани условия, като: фиксирани лихвени купони, честота на лихвените плащания, изплащане на номинала, размер на емисията, матуритет и др. Подобно съответствие предполага бъдеща ликвидност на емисията и изграждане на бенчмаркова крива на доходността на българския държавен дълг на международните капиталови пазари. Тези обстоятелства при равни други условия ще предопределят повишаване на инвеститорския интерес и подобряване на ценовите параметри на заемния ресурс. Като цяло обаче характеристиките на емисиите ще бъдат принципно структурирани по начин, който да съответства на конкретните пазарни условия и на целите на емитента за осигуряване на финансиране при минимално възможна цена в средно- и дългосрочен аспект при минимална степен на риск.
- 1.1.4. Приоритетност на еврото като главна емисионна валута на ценните книжа, което при равни други условия ще игнорира поемането на съществени валутнокурсони рискове от страна на бюджета при последващото им обслужване.
- 1.1.5. Използване на различни по своя характер възможности за предоставяне на пълна, навременна и редовна информация за напредъка на страната, включително и за действията по управление на дълга, предвид обстоятелството, че провеждането на политика на прозрачност и предвидимост е предпоставка за затвърждаване и нарастване доверието на инвеститорската общност. В този контекст от



особено значение е и поддържането на активен диалог с рейтинговите агенции.

### **1.2. Вътрешният пазар като източник на финансиране**

Много държави изтъкват подкрепата си за развитието на ефикасен местен пазар на държавен дълг като важна цел на дълговите си стратегии. В краткосрочна перспектива постигането на тази цел може да предполага приемането от страна на емитента на по-високи разходи при кредитирането, отколкото са неговите очаквания. Повечето от тях обаче са склонни да приемат тези обстоятелства, очаквайки, че с течение на времето усилията им ще бъдат възнаградени от по-ниската цена на заемния ресурс на вътрешния пазар вследствие нарастването на пазара и неговата ликвидност по цялата крива на доходността. Това спомага и за постигане на по-нискорисков дългов портфейл, тъй като един добре функциониращ вътрешен пазар позволява емитирането на дългосрочен дълг в по-големи размери в местна валута и при фиксирани лихвени купони с респективен ефект върху намаляване на лихвените разходи и риска за рефинансиране на дълга в обращение. Също така фокусът върху необходимостта от развиване на вътрешния пазар е следствие и от съпътстващата този процес по-малка зависимост от промените във външните източници на финансиране. Не на последно място ролята на вътрешния пазар като източник на финансиране в последните години нараства като пряк резултат от засилващата се конкуренция между отделните страни емитенти вследствие на протичащите интеграционни процеси на капиталовите пазари с въвеждането на единната европейска валута.

Изведената приоритетност на целта напълно кореспондира с визията, представена по-горе. В нейна подкрепа е и предстоящото членство на България в ЕС, което налага затвърждаване на постигнатото до момента в тази област и изграждане на капацитет за посрещане на новите предизвикателства, свързани с интеграцията на местния дългов пазар с европейския. Доброто качество и ниската степен на кредитен риск на вътрешния пазар на държавен дълг е основа за стимулиране развитието на финансовия пазар в страната в най-широк смисъл. Опитът на страните, които към момента на присъединяване към ЕС са били със сходен икономически стадий на развитие, показва, че само държави с добре организиран, прозрачен и ликвиден пазар на ценни книжа могат плавно да се интегрират и ефективно да се конкурират с останалите емитенти на държавен дълг.

Във връзка с това постигането на целта, свързана с осигуряването на вътрешния пазар като стабилен източник на финансиране, минава през

неговото по-нататъшно развитие, укрепване и повишаване на ликвидността, за реализацията на което ще бъдат предприемани следните действия:

- 1.2.1. Провеждане на прозрачна, последователна и предвидима емисионна политика. Във връзка с това ще продължи практиката да се анонсират както основните параметри на емисионната политика за предстоящата година, така и конкретните параметри на отделните емисии на базата на месечни емисионни календари. За дистрибутиране на информацията ще продължи използването на всички възможни канали, като страниците на МФ в интернет и в информационните агенции „Ройтерс“ и „Блумбърг“, както и на предоставяните от БНБ.
- 1.2.2. Придържане към политика на положително нетно вътрешно финансиране, съобразена с конкретните нужди на бюджета, рефинансирането на дълга в обращение, търсенето на конкретни дългови инструменти, ликвидността във финансовата система, нарастването на активите на пенсионните фондове, застрахователния сектор и други големи институционални инвеститори. Фактори, които също така ще оказват влияние, са интеграцията на местния пазар в европейския и конкуренцията на други нискорискови инвестиционни инструменти.
- 1.2.3. Продължаване на усилията, насочени към по-нататъшното развитие на първичния пазар на държавен дълг, в две основни направления – организация на пазарната инфраструктура и стандартизация на предлаганите дългови инструменти. Подобряването на инфраструктурата на първичния пазар ще се определя главно от продължаване на действията, насочени към усъвършенстване и надграждане на автоматизираната система за провеждане на аукциони. Постепенно ще се разработват и въвеждат различни модификации на аукциони за обратно изкупуване и замяна, подписки на ДЦК, както и ще се създават технически възможности за консолидация и превалутиране в евро на вътрешния дълг, деноминиран в левове, във връзка с въвеждането на еврото като национална парична единица от момента на влизане в еврозоната и др. Подобни действия ще налагат и съответни промени в нормативната регулация. Що се отнася до стандартизацията на предлаганите на първичния пазар дългови инструменти, целта е преди всичко унификацията им с общоприетите пазарни конвенции, което до голяма степен ще подобри сравнимостта на българските ДЦК с тези, емитирани от други държави. Фокусът върху напълно стандартни ДЦК ще създаде предпоставки

за привличане на нови групи инвеститори, в това число и на чуждестранни.

- 1.2.4. Продължаване на усилията за поддържане на ликвидна бенчмаркова крива на доходността на вътрешния държавен дълг по основните матуритетни сегменти – 3 месеца, 3, 5 и 10 години, с акцент върху дългия край на кривата. Поддържането и постигането на дългосрочен лихвен процент, който да е в съответствие с Маастрихтските критерии, е необходимо условие за членство в Икономическия и паричен съюз. Не на последно място трябва да бъдат изтъкнати и позитивните ефекти от подобна политика върху стимулиране развитието и повишаване ликвидността на пазара на държавен дълг със съпътстващо влияние върху цената на финансиране. За целта се предвижда да продължи практиката на емитиране в рамките на една година на поне една емисия ДЦК от набелязаните матуритети в обеми, обезпечавачи ликвидност при вторичното им търгуване. Също така в зависимост от състоянието на пазарната среда и очакванията за нейната динамика могат да се преотварят и допълват обемите на отделни емисии, чиито лихвени купони са фиксирани на приемливи нива от гледна точка на емитента.
- 1.2.5. Придържане към провеждането на емисионна политика, съобразена с факторите, влияещи върху ликвидността на пазара. Идентифицираните фактори са плащанията от и към бюджета, сезонните дисбаланси, външните фактори, конкретните предпочитания на инвеститорите в държавен дълг и др. Във връзка с това съществено значение и занапред ще има тясната координация между МФ и БНБ.
- 1.2.6. Създаване на предпоставки за насърчаване развитието на вторичния пазар на държавен дълг. Част от усилията ще бъдат насочени към подходящо структуриране параметрите на ДЦК, предлагани на първичен пазар, позитивните ефекти от което са по-подробно открити в т. 1.2.3. За целта ще продължи практиката на емитиране на поне една емисия в рамките на годината по очертаните основни матуритети при обеми, осигуряващи впоследствие добрата ѝ ликвидност. Желателно е обемът на индивидуалните емисии да надхвърля 200–250 млн. лв., разбира се, в съответствие с брутната емисия на дълг за съответната година. В допълнение при подходящи условия и в съответствие с конкретните цели на емитента се предвижда използването на пълния възможен инструментариум за насърчаване развитието на вторичния пазар на държавен дълг.

- 1.2.7. Развитие на системата за първично дилърство на ДЦК чрез промени на условията, при които ще се издават разрешения за инвестиционно посредничество с ДЦК. Тези промени, от една страна, ще предполагат повишаване конкуренцията на първичния и вторичния пазар на държавен дълг между отделните първични дилъри чрез въвеждане на по-широк кръг от изисквания за пазарно поведение с респективен достъп до определени операции, свързани с първоначалното емитиране и управлението на вътрешния дълг. От друга страна, промяната ще бъде насочена към бъдещото предоставяне статут на първични дилъри на ДЦК и на чуждестранни институции предвид присъединяването на България към ЕС и свързаните с това изисквания. Преформулирането на критериите за оценка и избор на първични дилъри като цяло ще бъде насочено към повишаване на ликвидността, прозрачността и ефективността на местния дългов пазар.
- 1.2.8. Подкрепа за пазарни инициативи, целящи изграждане и въвеждане на електронни платформи за търговия на ДЦК, което ще спомогне за повишаване на ликвидността и прозрачността на пазара като цяло.
- 1.2.9. Въвеждане на пазара на различни по своя вид и предназначение нови дългови инструменти, в т.ч. и на деривативи. Предприемането на действия в тази насока следва да се осъществява след изграждането на необходимата правноорганизационна среда за тяхното функциониране с респективно приспособяване на счетоводните методи към специфичните особености на операциите с подобни инструменти. Въвеждането им ще бъде съобразено със ситуацията и степента на готовност на пазара, инвеститорските нужди и приноса им за постигане целите на дълговата политика.
- 1.2.10. Предприемане на действия за хармонизиране на нормативната уредба и обезпечаване на организационната инфраструктура в съответствие с европейските регулации и утвърдени практики по отношение използването на ДЦК като финансово обезпечение, репосделките с ДЦК, извършването на попечителски услуги с ДЦК и др.
- 1.2.11. Подкрепа усилията на БНБ, насочени към усъвършенстване на системите за регистрация и сетълмент на ДЦК в посока на по-нататъшното им хармонизиране със стандартите на Евросистемата (ESCB) и Комитета на европейските регулатори на ценни книжа (CESR) и в съответствие с директивите на ЕС в сферата на финансовите пазари с оглед създаване на условия за бъдеща консолидация

и интеграция с европейските пазарни инфраструктури. Това ще способства изграждането и на връзки с международните сетълмент системи, като *Euroclear* и *Clearsystem*, което е една от предпоставките за стимулиране интереса на чуждестранните инвеститори, предоставяйки им възможност да оперират в позната среда.

### **2. Финансиране от международни финансови институции<sup>5</sup>**

В най-новата история на България международните финансови институции (МФИ) имат съществена роля в икономическото развитие на страната чрез оказване на широка финансова и техническа помощ. Подобна подкрепа се обуславя преди всичко от необходимостта от финансово обезпечаване на предприеманите действия, целящи постигане на макроикономическа стабилизация по пътя на прехода на страната към пазарна икономика, и повсеместното провеждане на структурни реформи. В допълнение са отчитани и обстоятелствата, че МФИ предоставят сравнително улеснен достъп до дългосрочни ресурси при изгодни финансови параметри, което е от изключително значение особено в началните години на прехода, когато за България съществуват определени затруднения за достъп до алтернативни източници на финансиране. Равни по значение са и обстоятелствата, свързани с достъпа до експертизата на тези институции, както и контрола им върху финансираните проекти и въвеждането и прилагането на най-добри практики и международни стандарти.

Бъдещото присъединяване на България към ЕС и постигането на максимална степен на конвергентност предопределят тясно сътрудничество с МФИ като източник на допълнително финансиране в процеса на усвояване безвъзмездните помощи по линия на европейските фондове. Подобен извод се подкрепя и от предприетата от страна на ЕС политика на потясно сътрудничество с МФИ във връзка с новите предизвикателства при разширяването на Съюза. Това сътрудничество е насочено към осигуряване на координирана финансова подкрепа за новоприетите страни, от които се изисква приемането на правната рамка на ЕС, постигането на съответствие със секторната политика на ЕС и изграждането на административен и институционален капацитет.

За реализацията на целта се предвижда предприемането на следните действия:

<sup>5</sup> Събирателното название *Международни финансови институции* включва: *Международната банка за възстановяване и развитие (МБВР)*, *Европейската банка за възстановяване и развитие (ЕБВР)*, *Европейската инвестиционна банка (ЕИБ)* и *Банката за развитие към Съвета на Европа*.

- 2.1. Открояване на приоритетните области, за чието финансиране ще се търси подкрепа на МФИ. В случая от изключително значение е правилното дефиниране фокуса на бъдещото сътрудничество. От една страна, то трябва да спомага за постигането на по-пълно съответствие със секторната политика на ЕС в редица ключови области, като транспорт, енергетика и околна среда, както и в областта на намаляване на бедността и изграждане на административен и институционален капацитет. От друга страна, следва да се отчитат специализацията и приоритетните области на действие на самите МФИ с оглед елиминиране на възможностите за дублиране или конкуренция между отделните институции при финансирането на конкретни проекти. В този дух е и подписаният през 1998 г. Меморандум за сътрудничество между Европейската комисия и ЕИБ, ЕБВР, МБВР, Международната финансова корпорация, Нордик инвестмънт банк, Банката за развитие към Съвета на Европа и Черноморската банка за търговия и развитие във връзка с подготовката за присъединяване към ЕС на страните от Централна и Източна Европа, Кипър, Малта и Турция.
- 2.2. Познаване на различни иновативни финансови продукти, предлагани от страна на МФИ във връзка с усвояването на финансовата помощ след присъединяването на България към ЕС. Тези продукти като цяло предполагат постигането на по-голяма ефективност от получените средства и биха могли да бъдат разглеждани и договаряни в рамките на настоящите и бъдещите стратегии за подпомагане на страната от отделните МФИ.
- 2.3. Поддържане на сътрудничеството с МФИ, предопределено както от предстоящото присъединяване към ЕС, така и от предлаганите изгодни финансови параметри на отделните продукти. Подобно сътрудничество обаче предполага внимателно планиране на финансовите нужди в съответствие със степента на готовност на отделните проекти в контекста на провежданата политика по управление на дълга и неговите индикативни параметри.

#### **IV. Поддържане на тясна координация и взаимна информираност между Министерството на финансите и Българската народна банка**

В най-широк смисъл поддържането на макроикономическа стабилност и постигането на националните стратегически приоритети за присъединяване на България към Европейския съюз налагат координация на намере-

нията и политиките между БНБ и правителството. Тази координация се осъществява при спазване на националното законодателство и европейските изисквания за институционална, персонална и финансова независимост на централната банка, което е и в пълно съответствие с ангажиментите, поети от страната в преговорния процес. Следването на подобна политика създава както атмосфера на предсказуемост и спомага за дефинирането и изпълнението на националните приоритети, така и води до съкращаването на макроикономическите рискове, свързани с относително високите темпове на растеж на кредита за частния сектор и дефицита по текущата сметка на платежния баланс.

В този дух през ноември 2004 г. е подписано Споразумение между Министерския съвет на Република България и Българската народна банка за политиката и ангажиментите, които ще се следват в процеса на въвеждане на еврото в Република България в периода до 2009/2010 г. В съответствие с един от ангажиментите в Споразумението през февруари 2006 г. е подписано и Споразумение между Министерството на финансите и Българската народна банка за дефиниране на дългосрочните задачи на централната банка като агент на правителството. Дефинираните задачи се основават на законовата и подзаконовата нормативна и договорна уредба, регламентираща дейността на централната банка като фискален агент и депозитар на държавата.

Така очертаната среда предоставя възможности за постигане на определената цел чрез предприемането на следните конкретни действия:

1. Поддържане и развитие на подходящи механизми за обмен на информация, свързана с провежданата фискална и дългова политика от страна на МФ. От особено значение в случая е информацията, свързана с държавните финансови потоци, в контекста на предприеманите от БНБ мерки за намаляване темповете на растеж на банковия кредит до устойчиви равнища. От друга страна, предоставянето на обобщена информация от страна на БНБ за ликвидността във финансовата система създава възможност за по-добро структуриране на емисионния график на вътрешния държавен дълг и на отделните операции по неговото управление.
2. Доразвиване на възможностите, които предоставят съвместните консултативни комитети, на които да бъдат представяни и обсъждани както политиките на двете институции в зависимост от компетентностите им, така и конкретни въпроси от съществено значение и взаимен интерес.

## Стратегия за управление на гържавния дълг за периода 2006–2008 г.

3. Оказване на БНБ в качеството ѝ на агент по дълга на необходимата подкрепа (главно от методологично естество), насочена към развитие и усъвършенстване на поддържаните от нея системи за емитиране, обслужване и търговия на ДЦК. Това, от една страна, ще обезпечи провежданата от МФ гъвкава и адекватна дългова политика в съответствие със заложените цели в настоящата стратегия, а от друга страна, ще способства за развитието на прозрачен, ефективен и ликвиден пазар на държавен дълг с предпоставки за бъдещото му плавно интегриране към европазара.

### Динамика на гържавния и гържавногарантирания дълг в периода 1999–2005 г.

	(млн. евро)						
Структура	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Вътрешен дълг</b>	1 530.7	911.3	955.1	1 087.0	1 153.8	1 370.6	1 453.5
I. Държавен дълг	1 060.3	906.2	951.7	1 086.1	1 153.8	1 370.6	1 453.5
ДЦК, емитирани за финансиране на бюджетния дефицит	450.9	491.4	554.6	754.9	879.2	1 130.5	1 214.3
ДЦК, емитирани за структурната реформа	495.5	389.9	382.4	321.7	270.4	240.0	239.1
ДЦК, емитирани на основание ЗДЗВСТБ/1996 г.	113.9	24.9	14.6	9.4	4.2	-	-
II. Вътрешни държавни гаранции	470.4	5.1	3.4	1.0	-	-	-
<b>Външен дълг</b>	9 028.5	9 640.4	9 672.9	8 216.4	7 356.0	6 584.6	5 391.0
I. Държавен дълг	8 587.1	9 159.5	9 096.6	7 685.9	6 961.1	6 140.6	4 876.8
Брейди облигации	4 954.6	5 347.7	5 400.0	2 398.7	1 890.1	1 164.1	-
Други облигации	-	-	250.0	2 310.0	2 091.4	2 018.3	2 162.5
Парижки клуб	811.1	645.3	433.5	284.5	218.9	176.3	163.7
Световна банка	820.5	889.6	941.1	836.1	870.0	930.6	1 020.0
Г-24	70.9	60.8	53.8	48.9	42.0	34.6	36.9
Европейски съюз	400.0	460.0	390.0	390.0	350.0	350.0	287.5
МВФ	1 126.5	1 309.4	1 183.4	990.9	940.2	868.7	559.5
Други	147.7	136.6	136.6	129.2	125.2	125.2	62.3
Държавни инвестиционни заеми	207.8	251.0	240.3	236.7	383.0	428.8	549.2
Активирани държавни гаранции	48.1	59.2	67.8	61.0	50.2	43.9	35.2
II. Държавногарантиран дълг	441.4	480.8	576.3	530.5	394.9	444.0	514.2
<b>Общо дълг</b>	10 559.3	10 551.6	10 627.9	9 303.4	8 509.8	7 955.2	6 844.4
БВП (млн. лв.)	23 790.4	26 752.8	29 709.2	32 335.1	34 546.6	38 275.3	41 948.1
БВП (млн. евро)	12 163.9	13 678.5	15 190.1	16 532.7	17 663.4	19 569.9	21 447.7
<b>Общо дълг/БВП (%)</b>	86.8	77.1	70.0	56.3	48.2	40.7	31.9

**Забележки:** 1. Данните за дълга са по номинал.  
2. Преизчислението на дълга в евро е по централния курс на БНБ за съответните валути към българския лев за последния работен ден на периода.  
3. Данните за БВП са на Националния статистически институт.

Източник: МФ.



## Размер на консолидирания гържавен дълг

(млн. евро)

Структура	Към 31.XII. 2004 г.	Към 31.XII. 2005 г.
Консолидиран държавен дълг	7 557.8	6 422.9
1. Дълг на централното правителство	7 511.2	6 330.2
2. Дълг на социалноосигурителните фондове	0.0	0.0
3. Дълг на общините	46.6	92.6
Консолидиран държавен дълг/БВП (%)	38.6	29.9

**Забележки:** 1. Дългът на централното правителство се отчита по номинална стойност и не включва държавногарантираните заеми.  
2. За изчисляване са използвани БВП за 2005 г. – 41 948.1 млн. лв., и БВП за 2004 г. – 38 275.3 млн. лв.  
3. Преизчислението на дълга в евро е по централния курс на БНБ за съответните валути към българския лев за последния работен ден на периода.

Източник: МФ.

## Скала на кредитните рейтинги по агенции и на присъдения от тях рейтинг на България през 2003–2005 г.

	Moody's	S&P	Fitch	
	Aaa	AAA	AAA	
	Aa1	AA+	AA+	
	Aa2	AA	AA	
	Aa3	AA-	AA-	
	A1	A+	A+	
	A2	A	A	
	A3	A-	A-	
	Vaa1	BBB+	BBB+	17.VIII.2005
	Vaa2	BBB	BBB	27.X.2005
	Vaa3	BBB-	BBB-	17.XI.2004
инвестиционен рейтинг	Va1	BB+	BB+	
инвестиционен рейтинг	Va2	BB	BB	
инвестиционен рейтинг	Va3	BB-	BB-	
неинвестиционен рейтинг	B1	B+	B+	
неинвестиционен рейтинг	B2	B	B	
неинвестиционен рейтинг	B3	B-	B-	
	Сaa	CCC+	CCC	
	...	...	...	
	C	D	D	

Дългосрочни ДЦК – чуждестранна валута ↑      Дългосрочни ДЦК – местна валута ↑

Източник: МФ.