

ПРОЕКТ!

# СТРАТЕГИЯ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ 2023–2025



## **СЪДЪРЖАНИЕ**

<b>1. Перспективи за развитие на дълговото управление – основни допускания.....</b>	<b>4</b>
<b>2. Държавен и държавногарантиран дълг .....</b>	<b>8</b>
2.1 Държавен дълг .....	8
2.2 Държавногарантиран дълг .....	10
<b>3. Икономически перспективи за периода 2023–2025 г. ....</b>	<b>13</b>
3.1 Развитие на националната икономика през 2022 г. ....	13
3.2 Очаквания за икономическото развитие през 2023 –2025 г. ....	14
3.3 Рискове пред макроикономическата прогноза .....	15
<b>4. Анализ на рисковете, свързани със структурата на държавния дълг за периода 2023 – 2025 г.....</b>	<b>17</b>
4.1.1 Риск от рефинансиране.....	17
4.1.2 Пазарен риск.....	19
4.1.3 Ликвиден риск .....	20
4.1.4 Риск, свързан с размера на дълга .....	20
4.1.5 Риск, свързан с условните задължения под формата на държавни гаранции.....	21
4.1.6 Оперативен риск.....	21
<b>5. Цели на политиката по управление на държавния дълг.....</b>	<b>23</b>
5.1 Подцел: Поддържане на устойчиви параметри на държавния дълг ..	23
5.2 Подцел: Обезпечаване на възможностите за пазарноориентирано дългово финансиране, гарантиращо устойчивостта на държавния бюджет .....	24
5.3 Подцел: Развитие на пазара на ДЦК.....	26
<b>Абревиатури и речник.....</b>	<b>29</b>

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

Предложената Стратегия за управление на държавния дълг за периода 2023–2025 г. е изготвена при използване на добри международни практики и съгласно разпоредбите на чл. 16, ал. 1 от Закона за държавния дълг. Обект на Стратегията е държавният дълг – вътрешен и външен, поет по реда на Закона за държавния дълг. ■

# 1. ПЕРСПЕКТИВИ ЗА РАЗВИТИЕ НА ДЪЛГОВОТО УПРАВЛЕНИЕ – ОСНОВНИ ДОПУСКАНИЯ<sup>1</sup>

Стратегията за управление на държавния дълг за периода 2023 – 2025 г. е изготвена в съответствие с изпълнението на показателите на държавния бюджет за 2022 г. и на база допусканията, при които са разработени законопроекта на държавния бюджет за 2023 г. и проекта на актуализираната СБП за периода 2023 – 2025 г., като са взети предвид основните индикатори от пролетната макроикономическа прогноза на Министерството на финансите за 2023 г.

Политиката на правителството за управление на държавния дълг за периода 2023-2025 г. ще бъде насочена към осигуряване на необходимите ресурси за рефинансиране на дълга в обращение, финансиране на планираните дефицити по държавния бюджет и обезпечаване на ликвидната позиция на фискалния резерв. Предприеманите мерки от централните банки на водещите икономики за ускоряване на процеса за затягане на паричната политика и покачване на основните лихвени проценти, спадът в икономическата активност и низходящите очаквания за нейното развитие, както и политическата и икономическа несигурност, ще са ключовите фактори, определящи от една страна цената на дълговото финансиране и от друга рисковете, съпътстващи неговото осигуряване. Отчитайки тези условия, основните предизвикателства и цели ще бъдат съсредоточени в посока обезпечаване на възможности за пазарно-ориентирано финансиране както на местния, така и на международните капиталови пазари, при спазване на нормативно регламентирания годишни дългови ограничения.

През 2023 г. до приемането на Закон за държавния бюджет на Република България за 2023 г. (ЗДБРБ) от Народното събрание, но за срок не по-дълъг от три месеца (срокът спира да тече от деня на разпускане на Народното събрание до деня на конституиране на следващо Народно събрание), съгласно разпоредбите на Закона за прилагане на разпоредбите на Закона за държавния бюджет на Република България за 2022 г., Закона за бюджета на държавното обществено осигуряване за 2022 г. и Закона за бюджета на Националната здравноосигурителна каса за 2022 г. (обн., ДВ, бр. 104 от 30.12.2022 г., в сила от

---

<sup>1</sup> Поради закръгление в млн. лв. някои сумарни позиции не се изчерпват от съставните им числа.

1.01.2023 г.) и на база на уредбата на чл. 87, ал. 2 от Закона за публичните финанси, Министерският съвет може да поема държавен дълг единствено за рефинансиране на дълга в обращение до размера на годишните погашения по държавния дълг, поет до началото на 2023 година. Предвид законовата разпоредба новият дълг, който би могъл да бъде поет до приемане на ЗДБРБ за 2023 г., се равнява на общия размер на погашенията по държавния дълг през 2023 г. от 3,0 млрд. лв. В контекста на това и предвид настъпващия през м. март 2023 г. падеж на седем годишни еврооблигации, пласирани през 2016 г. по средносрочната програма за емитиране на дълг на МКП, на 17.01.2023 г. е емитирана емисия 10-годишни еврооблигации с номинален обем от 1,5 млрд. евро (2,9 млрд. лв.), с което възможността за поемане на нов държавен дълг до приемането на ЗДБРБ за 2023 г. е изчерпана.

Към настоящия момент за цялата 2023 г. се прогнозира необходимост от ново дългово финансиране на държавния бюджет в общ размер на 13,7 млрд. лв. (в т.ч. 2,9 млрд. лв. емисия еврооблигации, пласирани на МКП през м. януари т.г.), което се планира да бъде обезпечено чрез търгуеми инструменти, както на вътрешния, така и на външните пазари.

Обстоятелството, свързано с факта, че държавния бюджет за 2023 г. не е в сила от началото на годината, игнорира ключовата необходимост от равномерно интерполиране и съответно реализиране на дълговото финансиране през календарната година. Рекордно високият обем на необходимия нов държавен дълг през 2023 г., като пряко следствие преди всичко от заложения бюджетен дефицит от една страна, и от друга - силно ограничените времеви хоризонт за неговото осигуряване, пораждаат значителни рисковете както пред фактическото набавяне на целия необходим заеман ресурс, така и крият сериозен потенциал, при равни други обстоятелства, за увеличаване на неговата цена.

Пред реализирането на дълговото финансиране са налице редица рискове, породени от волатилността на финансовите пазари, геополитическата несигурност, високата инфлация, затягането на паричната политика от централните банки на водещите икономики и не на последно място - от политическата нестабилност в България. Тези външни фактори, които емитента не би могъл да управлява, се отразяват и на вътрешния дългов пазар, който е със сравнително ограничен капацитет, ликвидност и пазарни участници. Не на последно място по важност следва да се има предвид, че преобладаващият дял на пазарните източници за дългово финансиране, предполага привнасяне на всички външни рискове при изпълнението на държавния бюджет в частта за финансиране на планирания дефицит за 2023 г. и целия тригодишен период визиран в АСБП.

За периода 2024–2025 г. се планира да бъде осигурено дългово финансиране в размер на 15,2 млрд. лв. за 2024 г. и 14.6 млрд. лв. за 2025 г. За същия период дългът в обращение, който следва да бъде рефинансиран през всяка от годините, възлиза на общ размер на 3,5 млрд. лв. през 2024 г. (в т.ч. 3,1 млрд. лв. по външния държавен дълг и 0,4 млрд. лв. по вътрешния държавен дълг) и 3,6 млрд. лв. през 2025 г. (в т.ч. 0,3 по външния държавен дълг и 3,3 млрд. лв. по вътрешния държавен дълг). Оставащата част от предвиденото дългово финансиране се обосновава от необходимостта за финансиране на планираните дефицити по държавния бюджет и обезпечаване на ликвидната позиция на фискалния резерв.

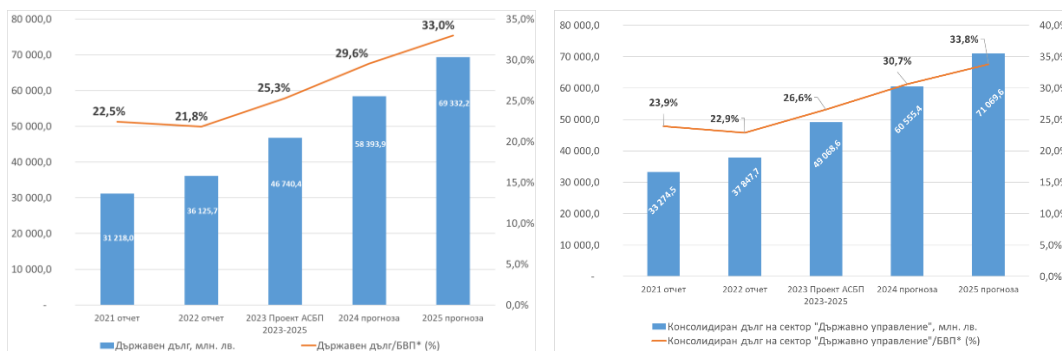
**Табл. 1: Дълг и лихвени разходи – ключови параметри**

Показател	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025
	отчет	отчет	Проект АСБП 2023-2025	прогноза	прогноза
<b>Държавен дълг</b>					
Държавен дълг, млн. лв.	31,218.0	36,125.7	46,740.4	58,393.9	69,332.2
Държавен дълг/БВП (%)	22.5%	21.8%	25.3%	29.6%	33.0%
<b>Държавногарантиран дълг</b>					
Държавногарантиран дълг, млн. лв.	1,938.9	1,700.9	3,294.6	3,033.7	2,683.3
Държавногарантиран дълг/БВП (%)	1.4%	1.0%	1.8%	1.5%	1.3%
<b>Дълг на сектор "Държавно управление"</b>					
Дълг на сектор "Държавно управление", млн. лв.	33,274.5	37,847.7	49,068.6	60,555.4	71,069.6
Дълг на сектор "Държавно управление"/БВП (%)	23.9%	22.9%	26.6%	30.7%	33.8%
<b>Разходи за обслужване на държавния дълг</b>					
Лихвени разходи по дълга, млн. лв.	590.8	593.6	784.9	1,459.1	2,246.9
Лихвени разходи по дълга/БВП (%)	0.4%	0.4%	0.4%	0.7%	1.1%
БВП*, млн. лв.	139,012.3	165,383.6	184,485.9	197,565.7	210,189.9

\* БВП за 2022 г. по данни на НСИ, за периода 2023-2025 г. - съгласно пролетна макроикономическа прогноза на Министерството на финансите за 2023 г.

Източник: МФ

Въз основа на горните допускания през 2023-2025 г. се наблюдава ясно изразена тенденция за нарастване на държавния дълг в абсолютна стойност и като дял от прогнозния БВП през всяка една от годините. Предвижда се нивото му в номинално изражение да достигне до 46,7 млрд. лв. в края на 2023 г., 58,4 млрд. лв. в края на 2024 г. и 69,3 млрд. лв. към края на 2025 г., а съотношението на държавния дълг към прогнозния БВП съответно до нива от 25,3 % през 2023 г., 29,6 % през 2024 г. и 33,0 % към края на 2025 г.

**Фиг. 1: Размер на държавния дълг и дълга на сектор „Държавно управление“ за периода 2021 – 2025 г.**

Източник: МФ

Източник: МФ

За целия тригодишен период се очаква в лихвената и във валутната структура на държавния дълг доминантен да бъде делът на дълга с фиксиран лихвен процент и този, деноминиран в евро и лева. В края на периода около 99,9 % от задълженията ще бъдат с фиксирани лихвени проценти, а тези в евро и в лева с общ дял от 99,9 %.

Очакваното съществено нарастване на държавния дълг в комбинация с продължаващия цикъл на покачване на основните лихвени проценти са сред основните фактори, които обуславят и динамиката на лихвените разходи за обслужването на държавния дълг в средносрочен хоризонт. През периода 2023 - 2025 г. разходите за лихви се предвижда да се увеличават и да достигнат съответно до: 784,9 млн. лв. или от 0,4 % от прогнозния БВП за 2023 г., 1 459,1 млн. лв. или 0,7 % от прогнозния БВП за 2024 г. и 2 246,9 млн. лв. или 1,1 % от прогнозния БВП за 2025 г.

При допускания за издаване на планираните в проекта на ЗДБРБ за 2023 г. държавни гаранции и усвояване на заемите в пълен размер през 2023 г. се очаква нарастване на държавногарантирания дълг до ниво от 3,3 млрд. лв. или 1,8 % от БВП, като в следващите години се предвижда плавно да намалява, достигайки 3,0 млрд. лв. или около 1,5 % от прогнозния БВП през 2024 г. и 2,7 млрд. лв. или около 1,3 % от прогнозния БВП в края на 2025 г.

В тригодишна перспектива се предвижда консолидираният дълг на сектор „Държавно управление“<sup>2</sup> да достигне до 49,1 млрд. лв. (26,6 % от прогнозния БВП) в края на 2023 г., 60,6 млрд. лв. (30,7 % от прогнозния БВП) в края на 2024 г. и 71,1 млрд. лв. (33,8 % от прогнозния БВП) в края на 2025 г. Прогнозните стойности на показателя се запазват под максимално допустимия референтен праг на Маастрихтския критерий за конвергенция от 60 % от БВП. ■

<sup>2</sup> Дългът на сектор „Държавно управление“ се състои от дълга на подсектор „Централно управление“ (преобладаваща част от него заема държавният дълг), подсектор „Местно управление“ и подсектор „Социалноосигурителни фондове“, при спазване на принципа на консолидация (елиминирани на онези задължения, чиито съответстващи финансови активи са притежание на институционални единици от сектор „Държавно управление“).

## 2. ДЪРЖАВЕН И ДЪРЖАВНОГАРАНТИРАН ДЪЛГ<sup>3</sup>

### 2.1 Държавен дълг

Номиналният размер на държавния дълг към края на 2022 г. възлиза на 36,1 млрд. лв. (21,8 % от БВП), при максимално допустим размер съгласно ЗДБРБ за 2022 г.<sup>4</sup> от 38,5 млрд. лв. В номинално изражение дългът нараства с 4,9 млрд. лв. в сравнение с отчетеното в края на 2021 г. ниво от 31,2 млрд. лв. (22,5 % от БВП), вследствие на поемането на нов държавен дълг от 7,9 млрд. лв. и извършени погашения по падежиращия през годината държавен дълг в размер на 3,0 млрд. лв. (от които 2,7 млрд. лв. по външния държавен дълг и 0,3 млрд. лв. по вътрешния държавен дълг).

През 2022 г., в рамките на ограничението в ЗДБРБ за 2022 г. за поемане на нов държавен дълг до 10,3 млрд. лв., новото дългово финансиране е в общ размер на 7,9 млрд. лв. или изпълнението на максимално допустимия размер за новопоеет дълг е 77 %. На вътрешния и на международните капиталови пазари са пласирани ДЦК в общ обем от 7,0 млрд. лв. (2,6 млрд. лв. вътрешен държавен дълг и 4,4 млрд. лв. външен държавен дълг) и са усвоени средства в размер на 899,7 млн. лв. (460,0 млн. евро) по държавен заем по линия на Европейския инструмент за временна подкрепа с цел смекчаване на рисковете от безработица при извънредни обстоятелства (SURE ) вследствие на COVID-19 (15-годишен транш),

На вътрешния пазар е осигурено финансиране чрез емисии ДЦК с общ номинален обем от 2,6 млрд. лв., разпределен, както следва: 1,3 млрд. лв. – новоемитиран обем от емисия на 3,5-годишни ДЦК от 2021 г. с падеж 17.05.2025 г.; 0,3 млрд. лв. – нова емисия на 5,5-годишни ДЦК от 2022 г. с падеж 28.03.2028 г.; 0,5 млрд. лв. - новоемитиран обем от емисия на 7,5-годишни ДЦК от 2021 г. с падеж 24.05.2029 г. и 0,5 млрд. лв. - новоемитиран обем от емисия на 10,5-годишни от 2016 г. с падеж 27.07.2026 г. За реализираните обеми е постигната среднопретеглена доходност от 2,02 %, при среден коефициент на покритие от 1,38.

Възползвайки се от моментните благоприятни пазарни условия, на 15 септември 2022 г. България пласира по линия на Глобалната средносрочна програма за емитиране на дълг на международните капиталови пазари (GMTN програма) еврооблигации с общ номинален обем от 2,25 млрд. евро (4,4 млрд. лв.) в два транша, както следва: 1,5 млрд. евро със срочност от 7 години и 750 млн. евро със срочност от 12 години. 7-годишният транш е с лихвен купон в размер

<sup>3</sup> Поради закръгляне в млн. лв. някои сумарни позиции не се изчерпват от съставните им числа.

<sup>4</sup> Обн., ДВ, бр. 18 от 4.03.2022 г., в сила от 1.01.2022 г., изм. и доп., бр. 52 от 5.07.2022 г., в сила от 1.07.2022 г.



на 4.125 % и доходност от 4.346 %, а 12-годишният транш е с лихвен купон в размер на 4.625 % и доходност от 4.823 %.

В структурата на държавния дълг към 31.12.2022 г. относителният дял на вътрешния държавен дълг възлиза на 30,4 %, а на външния държавен дълг – 69,6 %, при 27,7 % и 72,3 % през 2021 г.

Вследствие от извършените през годината операции по дълга средният остатъчен срок на държавния дълг в края на 2022 г. намалява до 7 г. и 11 месеца, спрямо 8 г. и 2 месеца към края на 2021 г.

През 2022 г. не настъпват съществени изменения във валутната и лихвената структура на държавния дълг в сравнение с предходната година. Към края на годината се запазва преобладаващият дял на дълга в лева и в евро (с общ съвкупен дял от 99,8 %) и на този с фиксирани лихвени проценти (с дял от 99,2 %). Частта на задълженията в други валути остава непроменена спрямо 2021 г. – 0,2 %, а на тези с плаващи лихви намалява до 0,8 % в края на 2022 г. (1,3 % през 2021 г.)

В матуриретната структура на дълга (по остатъчен срок) към края на 2022 г. се запазва доминантната позиция на дълга със срочност от 1 г. до 5 г. – 32,7 % (33,6 % през 2021 г.), следван от сегмента от 5 г. до 10 г. с дял от 32,1 % (33,1 % в края 2021 г.). В сравнение с предходната година делът на дълга с остатъчен матурирет до 1 година намалява до 7,7 % в края на 2022 г. (8,9 % през 2021 г.). Противоположна е тенденцията при дълга с остатъчен срок над 10 години, който нараства от 24,5% до 27,5%.

До приемането на ЗДБРБ за 2023 г., съгласно Закона за прилагане на разпоредбите на ЗДБРБ за 2022 г., ЗБДОО за 2022 г. и ЗБНЗОК за 2022 г. и съобразно чл. 87, ал. 2 от ЗПФ, Министерският съвет може да поема държавен дълг единствено за рефинансиране на дълга в обращение до размера на годишните погашения по държавния дълг, поет до началото на 2023 г. (3,0 млрд. лв.), като се дава възможност този дълг да се поеме и по Глобалната средносрочна програма за емитиране на дълг на международните капиталови пазари. На основание на посочените разпоредби на 17.01.2023 г. Република България в рамките на GMTN програмата емитира на международните капиталови пазари нова емисия 10-годишни еврооблигации с номинален обем от 1,5 млрд. евро (2,9 млрд. лв.) и годишен лихвен купон от 4,5 %, с което възможностите за поемане на нов държавен дълг до приемането на ЗДБРБ за 2023 г. са изчерпани. Средствата от пласираната емисия еврооблигации са използвани за изплащане на 21 март т.г. на 1 144 млн. евро номинална стойност (2,237 млрд. лв.) в полза на държателите на седемгодишни еврооблигации на Република България, които са част от емитираните през март 2016 г. на международните капиталови пазари два транша (седем и дванадесет годишни облигации) по средносрочната програма за емитиране на дълг на външните пазари.

**Табл. 2: Основни показатели на държавния дълг**

Показатели	31.12.2021 г.	31.12.2022 г.	31.03.2023 г.
	отчет	отчет	отчет
<b>Общо държавен дълг, млн. лв.</b>	<b>31,218.0</b>	<b>36,125.7</b>	<b>36,804.4</b>
БВП, млн. лв.	139,012.3	165,383.6	184,485.9
<b>Общо държавен дълг /БВП, (%)</b>	<b>22.5%</b>	<b>21.8%</b>	<b>19.9%</b>
Вътрешен държавен дълг, млн. лв.	8,637.1	10,965.4	10,965.4
Външен държавен дълг, млн. лв.	22,580.9	25,160.3	25,839.0
Вътрешен държавен дълг/Общо държавен дълг (%)	27.7%	30.4%	29.8%
Външен държавен дълг/Общо държавен дълг (%)	72.3%	69.6%	70.2%
<b>Лихвена структура на държавния дълг</b>			
Дълг с фиксиран лихвен процент, млн. лв.	30,810.7	35,820.5	36,499.2
Дълг с променлив лихвен процент, млн. лв.	407.3	305.2	305.2
Дълг с фиксиран лихвен процент (%)	98.7%	99.2%	99.2%
Дълг с променлив лихвен процент (%)	1.3%	0.8%	0.8%
<b>Валутна структура на държавния дълг</b>			
Дълг в EUR, млн. лв.	22,966.1	25,560.2	26,240.7
Дълг в BGN, млн. лв.	8,179.3	10,507.5	10,507.5
Дълг в USD, млн. лв.	-	-	-
Дълг в други валути, млн. лв.	72.6	57.9	56.2
Дълг в EUR (%)	73.6%	70.8%	71.3%
Дълг в BGN (%)	26.2%	29.1%	28.5%
Дълг в USD (%)	0.0%	0.0%	0.0%
Дълг в други валути (%)	0.2%	0.2%	0.2%
<b>Матуритетна структура на държавния дълг (по остатъчен срок)</b>			
Дълг до 1 година включително, млн. лв.	2,771.5	2,790.0	552.6
Дълг от 1 до 5 години включително, млн. лв.	10,476.3	11,814.4	13,807.4
Дълг от 5 до 10 години включително, млн. лв.	10,324.1	11,604.1	12,572.2
Дълг над 10 години включително, млн. лв.	7,646.1	9,917.1	9,872.3
Дълг до 1 година включително (%)	8.9%	7.7%	1.5%
Дълг от 1 до 5 години включително (%)	33.6%	32.7%	37.5%
Дълг от 5 до 10 години включително (%)	33.1%	32.1%	34.2%
Дълг над 10 години включително (%)	24.5%	27.5%	26.8%
<b>Среден остатъчен срок на държавния дълг (години)</b>	<b>8 г. и 2 м.</b>	<b>7 г. и 11 м.</b>	<b>8 г. и 3 м.</b>

Източник: МФ

## 2.2 Държавногарантиран дълг

Към края на 2022 г., в резултат на извършените усвоявания по държавногарантираните заеми и погашенията по тях, държавногарантираният дълг намалява до 1,7 млрд. лв. (1,0 % от БВП) в сравнение с отчетеното в края на 2021 г. ниво от 1,9 млрд. лв. (1,4 % от БВП).

По-голямата част от ДГД (около 96 %) се формира от външни държавногарантирани заеми, предоставени основно по линия на официални кредитори като МБВР, ЕИБ, ЕК, ЕБВР, БРСЕ, ЯАМС и др. Вътрешният ДГД се състои от държавните гаранции, издадени по реда на Закона за кредитиране на студенти и докторанти, който към 31 декември 2022 г. заема дял от 4 % в общия размер на ДГД.

С промените в ЗДБРБ за 2022 г. през юли и с предвидения спешен пакет от антикризисни мерки, насочени към намаляване на негативните последици от увеличаващите се цени на горивата и енергоносителите, се очерта необходимостта от обезпечаване на възможността за издаване на държавни гаранции по заемно финансиране на две дружества от системата на енергетиката в общ размер на 532 млн. евро (в т.ч. за „Булгаргаз“ ЕАД в размер на 150 млн. евро и за „Булгартрансгаз“ ЕАД в размер на 382 млн. евро). Това рефлектира в увеличение на ограничението за максимален размер на новите държавни гаранции, които могат да бъдат издадени през годината, от 759,6 млн. лв. на 1 800,1 млн. лв.

Към 31.12.2022 г. няма издадени нови държавни гаранции по външно финансиране на проекти, като и средствата, предвидени в държавния бюджет за покриване на риска от активиране на гаранции, не са използвани.

През 2023 г. отново е предвидена възможността за издаване на държавните гаранции, които бяха включени в ЗДБРБ за 2022 г., но не бяха реализирани в рамките на годината. Като резултат максималният размер на държавните гаранции, които могат да бъдат издадени през 2023 г., възлиза на 1 814 млн. лв., в т.ч. по нови заемни споразумения на Българската банка за развитие до 700 млн. лв., за „Булгаргаз“ ЕАД в размер на 150 млн. евро и за „Булгартрансгаз“ ЕАД в размер на 382 млн. евро. Освен това са включени 40 млн. лв. гаранции по реда на ЗКСД и гаранции по нови заемни споразумения за предоставяне на извънредна макрофинансова помощ от Европейския съюз на Украйна в размер до левовата равностойност на 16,7 млн. евро.

На основание на разпоредбите на Закона за прилагане на разпоредби на ЗДБРБ за 2022 г., ЗБДОО за 2022 г. и ЗБНЗОК за 2022 г. през март 2023 г. са издадени гаранциите в размер на 40,0 млн. лв. по реда на ЗКСД, а през м. февруари 2023 г. НС ратифицира със закон Гаранционното споразумение между Република България и ИНГ Банк Н.В. („ИНГ Банк“) във връзка с договора за кредит, сключен между ИНГ Банк Н.В. и „Булгартрансгаз“ ЕАД през януари 2023 г. за финансиране на Проекта от общ интерес 6.8.3. Междусистемна газова връзка България – Сърбия в размер на 49,1 млн. евро (96,0 млн. лв.).

При допускания за издаване на посочените гаранции и усвояването им в пълен размер през 2023 г. се очаква нарастване на държавногарантирания дълг до ниво от 3,3 млрд. лв. или около 1,8 % от прогнозния БВП, като в следващите

две години се предвижда плавно намаляване в номинално изражение, достигайки 3,0 млрд. лв. или около 1,5 % от прогнозния БВП през 2024 г. и 2,7 млрд. лв. или около 1,3 % от прогнозния БВП в края на 2025 г.

**Табл. 3: Размер и динамика на държавногарантирания дълг**

Държавногарантиран дълг, млн. лв.	31.12.2021 г.	31.12.2022 г.	31.03.2023 г.
	отчет	отчет	отчет
<b>Вътрешен държавногарантиран дълг</b>	<b>67,1</b>	<b>62,4</b>	<b>61,5</b>
1. Гаранции по Закона за кредитиране на студенти и докторанти	67,1	62,4	61,5
<b>Външен държавногарантиран дълг</b>	<b>1 871,8</b>	<b>1 638,5</b>	<b>1 631,4</b>
1. МБВР /Световна банка/	586,7	557,4	557,4
2. ЕИБ	181,8	221,6	221,6
3. ЕБВР	586,7	440,1	440,1
4. Други (ЕВРАТОМ, ЯБМС, БРСЕ, ЕК и др.)	516,5	419,3	412,2
<b>Общ размер на държавногарантирания дълг</b>	<b>1 938,9</b>	<b>1 700,9</b>	<b>1 692,9</b>
<b>Държавногарантиран дълг/БВП (%)</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,0%</b>	<b>0,9%</b>

Източник: МФ

## 3. ИКОНОМИЧЕСКИ ПЕРСПЕКТИВИ ЗА ПЕРИОДА 2023–2025 г.

### 3.1 Развитие на националната икономика през 2022 г.

Динамиката на световната икономика през 2022 г. отразяваше продължаващото възстановяване след кризата, породена от пандемията от COVID-19, наред с новите шокове от войната на Руската федерация в Украйна и енергийните проблеми в Европа. В опит да овладеят покачващата се инфлация, водещите централни банки започнаха да провеждат по-рестриктивна парична политика и предприеха поредица от повишения на референтните лихвени проценти. Икономиката на Европейския съюз отчете високи растежи през първо и второ тримесечие, след което темповете се забавиха и годишното повишение достигна 3,5%.

През 2022 г. брутният вътрешен продукт на България нарасна с 3,4%, като с положителен принос за растежа бе вътрешното търсене. Растежът на частното потребление от 4,8% бе подкрепен от нарастването на реалния разполагаем доход на домакинствата, на заетостта и на потребителските кредити. В същото време инвестициите в основен капитал намаляха с 4,3%, като за този спад допринесоха както капиталовите разходи на правителството, така и слабата инвестиционна активност в частния сектор. Растежът на износа на стоки и услуги беше 8,3% и бе надминат от нарастването на вноса, което достигна 10,5%.

През 2022 г. търсенето на труд се повиши в повечето икономически сектори. Средногодишният брой на заетите нарасна с 1,3%, а коефициентът на безработица намаля до 4,3%. В условията на ускорено нарастване на потребителските цени в страната и високо търсене на труд, компенсацията на един нает се повиши номинално с 18,4%. развитието през годината се обуславяше от частния сектор на икономиката, в който номиналното нарастване на показателя напълно компенсира инфлацията в страната.

Годишният темп на инфлация в страната следваше тенденция на ускорение до септември 2022 г., когато беше отчетена най-високата стойност от 15,6% на годишна база според ХИПЦ. От последното тримесечие на 2022 г. бе наблюдавано забавяне на инфлационните процеси в страната, като инфлацията в края на годината се понижи до 14,3%, а средногодишната ѝ стойност бе 13,0%.

През 2022 г. дефицитът по текущата сметка се сви до 0,7% от БВП. Подобренето бе движено от повишение на излишъка при статия услуги и свиване на общия дефицит на доходните статии. Силното възстановяване на услугите след пандемията от COVID-19 продължи и през 2022 г. Намалението на изплатения инвестиционен доход към нерезиденти доведе и до свиване на дефицита по първичния доход. При вторичния доход бе отчетено увеличение на излишъка

до 1,7% от БВП, поради големия поток от входящи средства от фондовете на ЕС.

Годишният растеж на кредита за частния сектор следваше тенденция на ускорение от началото на 2022 г. до края на август, когато темпът му се повиши до 13,9%. През останалите месеци от годината частният кредит забавяше нарастването си, след като лихвените проценти започнаха плавно да се повишават в резултат от започналия възходящ лихвен цикъл на ЕЦБ, и в края на декември ръстът му на годишна база достигна 12,7%.

### **3.2 Очаквания за икономическото развитие през 2023–2025 г.**

През 2023 г. се очаква забавяне на растежа на БВП до 1,8%, което ще бъде по линия на потреблението, износа и изменението на запасите. Нарастването на частното потребление ще бъде подкрепено от растежа на реалния разполагаем доход, но ще се забави спрямо 2022 г. в синхрон с по-слабото нарастване на заетостта и на кредитите за домакинствата. Инвестициите в основен капитал ще нараснат подкрепени от публичните инвестиции. Частните инвестиции ще продължат да бъдат потиснати, поради високата несигурност и влошаване на условията за финансиране. Растежът на износа ще се забави съществено поради по-слабото външно търсене. През 2024 г. растежът на БВП ще се ускори до 3,3%. Отслабването на инфлационния натиск ще доведе до по-високо нарастване на потреблението на домакинствата. Повишението на търсенето ще се отрази положително и на частната инвестиционната активност, а растежът на публичните инвестиции ще остане висок. През 2025 г. се очаква БВП да се повиши в реално изражение с 3,2%.

През 2023 г. се очаква броят на заетите лица да се повиши с 0,4% спрямо 2022 г., а средногодишният коефициент на безработица да намалее до 4,1%. Основният източник за по-нататъшно увеличение на заетостта през следващите години ще е привличането на лица извън работната сила обратно на пазара на труда. През 2024 г. се очаква известно ускоряване на ръста на заетите в страната, най-вече поради ускоряването на икономическия ръст. През 2025 г. ръстът на заетостта се очаква да се забави, най-вече поради изчерпване на възможностите за нейния екстензивен растеж. През 2023 г. динамиката на компенсацията на един нает се очаква да се забави до 11,5%, следвайки ограничаването на инфлацията, икономическата активност, заетостта, както и от по-ниския принос на публичния сектор. През 2024 г. номиналното нарастване на компенсацията на един нает е оценено на 10,6%. С очакваното продължаващо ограничаване на инфлацията, динамиката на доходите от труд ще се обуславя преди всичко от ускоряването на растежа на реалната производителност, наетите лица, както и повишението на минималната работна заплата в страната, в съответствие с приетите нормативни промени за актуализация на показателя.

Инфлацията в края на 2023 г. се очаква да се понижи до 5,6%, а средногодишната да бъде 8,7%. В най-голяма степен очакваното забавяне ще се дължи на значително намаление на приносите на групите храни и енергийни стоки, като последните се очаква да имат лек спад в края на годината. През 2024 г. прогнозата е инфлацията да продължи да се забавя, като в края на годината ще достигне 3,2%, а средногодишната – 3,8%.

През прогнозния период 2023-2025 г. се очаква поддържане на устойчивата външна позиция на страната. През 2023 г. дефицитът по текущата сметка ще се запази около 0,7% от БВП. Номиналните темпове на растеж на износа и на вноса на стоки и услуги ще бъдат почти изравнени, като ще се забавят съществено спрямо 2022 г., поради очаквания спад на международните цени и ограничен растеж на търговията в количествено изражение. През 2024 г. се очаква увеличение на дефицита по текущата сметка до 1,7% от БВП. Вносът на стоки и услуги се очаква да нарасне по-бързо от износа, като динамиката ще се предопределя от търговията със стоки.

До края на 2023 г. растежът на кредита за частния сектор ще се забави, като това ще се случи едновременно при вземанията от предприятия и от домакинства. Влияние за това ще окажат забавянето на икономическия растеж, очакваното повишаване на лихвените проценти по кредитите в резултат на преноса на паричната политика на ЕЦБ, както и в по-малка степен на влизането в сила на по-високите нива на антицикличния капиталов буфер, определени от БНБ. Общо вземанията от неправителствения сектор ще нараснат с 9%. През 2024 г. вземанията от неправителствения сектор ще ускорят нарастването си до 9,3%, водени от по-висок растеж на вземанията от предприятия. Очаква се те да бъдат положително повлияни от изпълнението на НПВУ, както и от положителен ръст на частните инвестиции. В края на 2024 г. вземанията от предприятия ще нараснат със 7,9%. Вземанията от домакинства леко ще се забавят до 11,2%, като ще бъдат подкрепени от по-високия ръст на частното потребление.

### **3.3 Рискове пред макроикономическата прогноза**

Геополитическата ситуация в глобален план продължава да се характеризира с висока степен на несигурност, което създава съществени рискове пред реализирането на макроикономическата прогноза.

Влязлата в сила забрана за внос на суров петрол от Русия в ЕС може да се отрази отрицателно върху износа на нефтопродукти от България за трети страни, макар страната ни към момента да се ползва с дерогация.

Влошаването на условията на финансиране може да окаже по-силен негативен ефект върху инвестициите от очаквания. Прогнозата е изготвена с допускане за нулев принос на изменението на запасите през 2023 г., но е възможно да се наблюдава спад, което при равни други условия би свило допълнително растежа на БВП.

Рисковете по отношение на прогнозата за инфлацията се свързват главно с очакваната динамика на цените на международно търгуваните суровини и най-вече на енергийните стоки, както и повишението на разходите за труд в икономиката. Това би било предпоставка за по-висока инфлация от прогнозираната в средносрочен план.

В същото време има и редица рискове в положителна посока. През първото тримесечие на 2023 г. показателите за нагласите на икономическите агенти показаха съществено подобрение на оценките и очакванията за развитието в еврозоната и в други големи икономики.

През 2022 г., в среда на повишаваща се инфлация, потреблението на домакинствата бе устойчиво в България и ако тази тенденция продължи и през 2023 г., може да се наблюдава по-голямо нарастване на БВП. Освен това покупателната способност на домакинствата може да бъде по-висока при намаляване на инфлацията и в следствие на по-бавно пренасяне на по-високите лихвени проценти в еврозоната върху кредитите на домакинствата.



## 4. АНАЛИЗ НА РИСКОВЕТЕ, СВЪРЗАНИ СЪС СТРУКТУРАТА НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ ЗА ПЕРИОДА 2023 – 2025 Г.

Влиянието на отделните рискове върху параметрите на държавния дълг е оценено чрез извършения анализ на риска. Очакваните ефекти са представени в табл. 4, по-долу и се основават на допусканията за ново дългово финансиране и условното му разпределение (като обеми, източници и параметри), предвидени в на проекта на ЗДБРБ за 2023 г., АСБП за периода 2023 - 2025 г. и пролетната макроикономическа прогноза на Министерството на финансите за 2023 г. Динамиката на наблюдаваните показатели е зависима от основните фискални параметри и показатели на рамката на държавния бюджет, както и влиянието на текущите макроикономически прогнози.

Табл. 4: Индикатори за оценка на риска

Риск	Индикатор	2021 г. отчет	2022 г. отчет	2023 г. проект	2024 г. прогноза*	2025 г. прогноза*
Риск за рефинансиране	Дълг до 1 г. (по остатъчен срок като дял от държавния дълг, %)	8,9%	7,7%	7,1%	5,8%	3,6%
	Среден период до матуритета (години) - Average time to maturity (ATM)	7,8	7,8	8,9	9,1	9,0
Лихвен риск	Съотношение между дълг с фиксиран лихвен процент и дълг с плаващ лихвен процент (%)	98,7% / 1,3%	99,2% / 0,8%	99,5% / 0,5%	99,8% / 0,2%	99,9% / 0,1%
	Среден период до следващо фиксиране на лихвените купони (години) - Average time to refixing (ATR)	7,8	7,8	8,9	9,1	9,0
	Продължителност (години) - Duration	7,7	7,0	7,6	7,5	7,2
Валутен риск	Съотношение между външен и вътрешен държавен дълг (%)	72,3% / 27,7%	69,6% / 30,4%	72,8% / 27,2%	73,6% / 26,4%	77,4% / 22,6%
	Съотношение между дълга в рисково неутрални валути - лева и евро спрямо дял на дълга в други валути (% от общия размер на държавния дълг)	99,8% / 0,2%	99,8% / 0,2%	99,9% / 0,1%	99,9% / 0,1%	99,9% / 0,1%
Ликвиден риск	Съотношение между дълг до 1 г. (по остатъчен срок) и данъчно-осигурителни приходи (%)	6,8%	6,0%	6,4%	6,1%	4,2%
Риск, свързан с размера на дълга	Съотношение между консолидиран дълг на сектор "Държавно управление" и БВП (%)	23,9%	22,9%	26,6%	30,7%	33,8%
	Съотношение между държавен дълг и БВП (%)	22,5%	21,8%	25,3%	29,6%	33,0%
Риск, свързан с условните задължения	Съотношение между държавногарантиран дълг * и държавен дълг (%)	6,2%	4,8%	7,1%	5,3%	3,9%
	Съотношение между държавногарантиран дълг и БВП (%)	1,4%	1,0%	1,8%	1,5%	1,3%
Оперативен риск	<ul style="list-style-type: none"> <li>- изградена стабилна институционална структура за управление на държавния дълг, с ясно делегирани отговорности на персонала, която действа в рамките на Министерството на финансите;</li> <li>- поддържане на информационна система за анализ, прогнози и управление на държавния и държавногарантирания дълг - официален регистър за държавния и държавногарантирания дълг;</li> <li>- провеждане на политика за намаляване на оперативния риск чрез прилагане и спазване на вътрешни стандарти и системи за контрол;</li> <li>- подробно разписани правила и процедури за организация на дейността на структурното звено, отговорно за управление на държавния дълг.</li> </ul>					

**Забележки:** \* Данните са прогнози. Взети са предвид допусканията за ново дългово финансиране, заложи при изготвяне на разчетите по проекта на ЗДБРБ за 2023 г. и проекта на АСБП 2023-2025.

Източник: МФ

### 4.1.1 Риск от рефинансиране

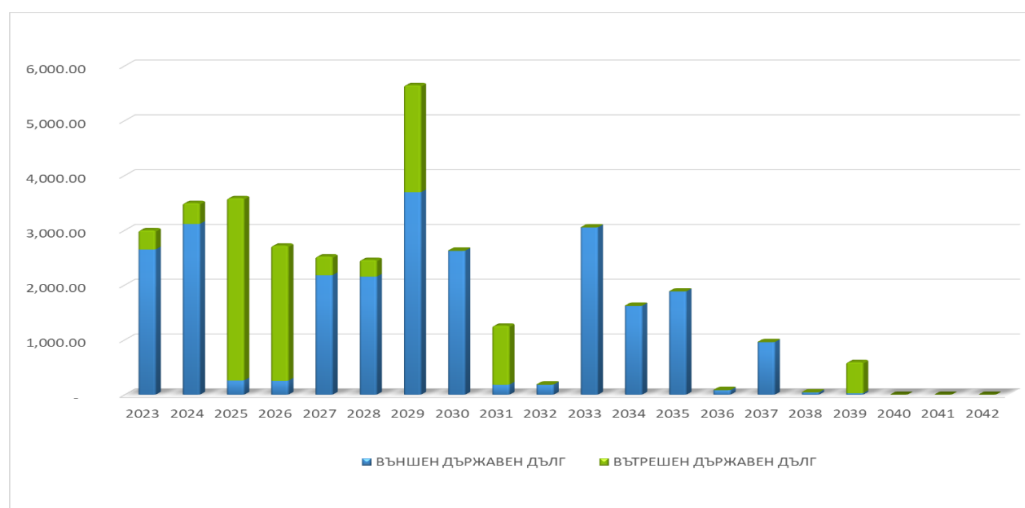
Рискът от рефинансиране се свързва основно с вероятността падежиращият се дълг или да не може да бъде рефинансиран, или това да е възможно при по-висока цена. Зависим е от обема на настъпващите плащания по дълга и тяхната концентрация за определен период.

Индикатори за оценка на риска:

- Погасителният профил на държавния дълг, поет към 31.03.2023 г., е представен на фиг. 2, по-долу. Размерът на падежиращия се дълг за периода 2023-2025 г. възлиза на около 3,0 млрд. лв. през 2023 г. (в т.ч. 2,7 млрд. лв. по външния държавен дълг и 0,4 млрд. лв. по вътрешния държавен дълг), 3,5 млрд. лв. през 2024 г. (в т.ч. 3,1 млрд. лв. по външния държавен дълг и 0,4 млрд. лв. по вътрешния държавен дълг) и 3,6 млрд. лв. през 2025 г. (в т.ч. 0,3 млрд. лв. по външния държавен дълг и 3,3 млрд. лв. по вътрешния държавен дълг), като преобладаваща част от погашенията през тези години са по търгуеми инструменти (85 % за 2023 г., 93 % за 2024 г. и 92 % за 2025 г.).

Планира се необходимото през този период дългово финансиране да бъде реализирано чрез пазарно ориентирано финансиране посредством емитиране на държавни ценни книжа, както на местния дългов пазар, така и на международните капиталови пазари, при отчитане на съпътстващите рискове. Очакванията за последващи увеличения на основните лихви от централните банки (в частност ЕЦБ и ФЕД) през 2023 г., несигурността на финансовите пазари, високите нива на инфлация в Европа и развитието на геополитическата обстановка, предопределят развития за покачване на цената на дълговото финансиране и изместване фокуса на инвеститорското търсене в посока на по-краткосрочни книжа, което би довело до допълнителна концентрация на плащания в средносрочен аспект. Тези външни фактори се отразяват и на вътрешния дългов пазар, който е със сравнително ограничен мащаб, ликвидност и пазарни участници.

Фиг. 2: Погасителен профил на държавния дълг\*



\* По активния дълг (в млн. лв.), поет към 31 март 2023 г.

Източник: МФ

- Делът на държавния дълг с остатъчен срок до 1 година към общия размер на държавния дълг в обращение през 2022 г. отбелязва ниво от 7,7 %, а през периода 2023 - 2025 г. се очаква да възлезе на 7,1 %

края на 2023 г., като в края на 2024 г. и в края на 2025 г. спада съответно до 5,8 % и 3,6 %.

- Средният период до матуритета (АТМ) е претеглена сума от амортизационните плащания и оставащото време до падеж. Стойността му е 7,8 години през 2022 г., като се очаква да се постепенно да се увеличи до 8,9 години в края на 2023 г. и до 9,1 години в края на 2024 г., а в края на 2025 г. да възлезе на 9,0 години.

#### 4.1.2 Пазарен риск

Този риск се определя от наличието в дълговия портфейл на инструменти, деноминирани във валути, различни от еврото и лева, и на такива с плаващи лихвени проценти. Оценявайки този вид риск, следва да се отчете и прякото му влияние върху цената на целия дългов портфейл.

Към 31.12.2022 г. в лихвената структура на държавния дълг доминантен дял заемат задълженията с фиксирани лихвени купони, които нарастват до 99,2 %, като тази структура се запазва през целия разглеждан период 2023–2025 г. (99,5 % в края на 2023 г., 99,8 % в края на 2024 г. и 99,9 % в края на 2025 г.).

По отношение на валутната композиция на дълга, евровият и левовият компоненти се предвижда да останат преобладаващи през целия анализиран период, заемайки общ съвкупен дял от 99,8 % в края на 2022 г., а в края на периода делът им да се запази на ниво от 99,9 %. Делът на дълга, деноминиран във валути различни от еврото и лева, представлява 0,2 % в края на 2022 г., планира се да спадне до 0,1 % в края на 2024 г., като това ниво се запазва до края на 2025 г.

При оценката на риска следва да се вземе предвид, че нивото на регулаторните лихвени проценти в света се повишава и тази тенденция ще продължи и през 2023 г. От началото на 2022 г. до края на първото тримесечие на 2023 г. Федералният резерв на САЩ повиши лихвата по федералните фондове (federal funds rate) с 475 б.т. и към момента същата е в диапазона от 4,75% до 5,00%, а Европейската централна банка (ЕЦБ) за същия този период увеличи с 350 б. т. основните си лихвени проценти, като към момента стойността на основния лихвен процент по рефинансиране е 3,50%, а по депозитното улеснение 3,00%. По прогнози на Bloomberg се очаква в края на 2023 г. лихвените проценти по федералните фондове в САЩ да достигнат нива от 4,80% - 5,05%, а основният процент на рефинансиране и по депозитното улеснение в Еврозоната да нараснат съответно до 4,10% и 3,61%. Тези числа съвпадат с пиковите стойности на този цикъл на повишения на регулаторните лихви в САЩ и Еврозоната. В такава ситуация през 2023 г. новопоетите дългове ще бъдат на значително по-високи лихвени нива, спрямо предходните години, което ще окаже ефект и върху разходите за обслужване на задълженията в следващите години. При евентуално реализиране на текущата прогноза за траекторията на официалните лихвени проценти е възможно известно подобряване на условията за емитиране на нов секюритизиран дълг през 2024 г. и 2025 г.

През периода 2022-2025 г. стойността на индикатора „средно време за фиксиране на лихвените купони по дълга“ (Average time to refixing) се очаква да се увеличи до 9,0 години в края на 2025 г. (7,8 г. в края на 2022 г.).

#### 4.1.3 Ликвиден риск

Ликвидният риск се асоциира с вероятността от възникването на затруднения за държавния бюджет при покриване на краткосрочните задължения на правителството. Сред факторите, които оказват влияние върху него през периода на действие на стратегията, са тези, свързани с очакваните монетарни действия на основните централни банки, равнището на референтните лихвени проценти, както и политическият риск в България.

Отчитайки тези условия, основната цел на дълговото управление ще бъде насочена към осигуряване на средства в обеми, необходими за рефинансиране на падежиращия се дълг, финансиране на планираните дефицити по държавния бюджет и обезпечаване на ликвидната позиция на фискалния резерв. За реализиране на поставените цели на управлението на дълга в средносрочен период е необходимо координирането им с общите фискални цели на правителството. Като инструмент за управление на ликвидността, наличието на ликвиден буфер във фискалния резерв намалява негативното влияние на риска.

Индикатор за оценка на риска е съотношението „дълг до 1 година (по остатъчен срок)/данъчно-осигурителни приходи“ и показва способността за посрещане на краткосрочните задължения, което от 6,0 % през 2022 г. се предвижда да спадне до 4,2 % в края 2025 г.

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

В резултат от прогнозните оценки за необходимото дългово финансиране през периода 2023 - 2025 г., номиналният размер на дълга, както и съотношението му към БВП следват ясно изразена тенденция на увеличение спрямо отчетените нива в края на 2022 г.

Към края на 2022 г. на база годишните данни от априлските Нотификационни таблици за дефицита/излишъка и дълга на България, съотношението дълг/БВП намалява с 1,0 пр. п. до 22,9 % спрямо БВП (при 23,9 % към 31.12.2021 г.) За текущата 2023 г. и следващия период 2024-2025 г. се прогнозира нарастване на дълга на сектор „Държавно управление“ към БВП до 26,6 % от БВП в края на 2023 г., 30,7 % от БВП в края на 2024 г. и 33,8 % от БВП в края на 2025 г. Предварителните стойности за изменение на параметъра се запазват под пределната горна граница на дълговото правило от 60 % от БВП.

За очаквания ръст на дълга на сектор "Държавно управление" водещо влияние оказва подсектор "Централно управление" и в частност държавния дълг

като негов основен компонент. Влиянието на другите два подсектора, формиращи дълга на сектор „Държавно управление“: подсектор „Местно управление“ и подсектор „Социалноосигурителни фондове“ е минимално. Тази тенденция се запазва и в средносрочна перспектива.

През 2023-2025 г. се предвижда съотношението „държавен дълг/БВП“ също да се увеличи до нива от 25,3 % през 2023 г., 29,6 % през 2024 г. и 33,0 % към края на 2025 г.

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

През 2023 г. се предвижда издаване на държавни гаранции в общ размер до 1 814 млн. лв., в т.ч. за подкрепа на проекти в енергийния сектор и на устойчиви инвестиции, енергийна ефективност и зеления преход на малки и средни предприятия и по линия на инструменти на ЕС. При допускания за издаване на тези гаранции и усвояване на заемите в пълен размер през 2023 г. се очаква нарастване на държавногарантирания дълг до ниво от 3,3 млрд. лв. (1,8 % от БВП), като в следващите години се прогнозира плавно да намалява в номинално изражение достигайки 3,0 млрд. лв. (1,5 % от БВП) през 2024 г. и 2,7 млрд. лв. (1,3 % от БВП) в края на 2025 г.

Относителният дял на държавните гаранции в общия размер на държавния дълг към края на 2022 г. възлиза на 4,8 %, като в рамките на предстоящия тригодишен период се предвижда дялът му да нарасне до 7,1 % през 2023 г., а в края на 2024 г. и 2025 г. да намалява до 5,3 % и 3,9 %

С оглед минимизиране на потенциални негативни ефекти, вследствие влиянието на този риск и съгласно изискванията на ЗПФ, ежегодно в ЗДБРБ се включват ограничения за максималния размер на новите държавни гаранции, които могат да бъдат издадени през съответната година. Запазва се установената практика за провизиране на средства за резерв за покриване на риска от активиране на държавни гаранции, което е превенция срещу възможни ликвидни затруднения за държавния бюджет, при реализиране на негативен сценарий - материализиране на условните задължения.

#### **4.1.6 Оперативен риск**

Организацията на дейността по управление на държавния дълг е съсредоточена в рамките на едно структурно звено в Министерството на финансите и се основава на широко приложими принципи за прилагане на последователна и стандартизирана вътрешна система за мониторинг и контрол. Управлението на държавния дълг се осъществява чрез подробно разписани правила и процедури за дейността с ясно разпределени задължения на персонала. Оперативният контрол се извършва и посредством поддържане и усъвършенстване на функционалните възможности на информационна система за анализ, прогнози и управление на държавния и държавногарантирания

дълг, т.нар. официален регистър на държавния и държавногарантирания дълг, която притежава различни функционални възможности, в т.ч. регистрация, анализ и мониторинг на държавния и държавногарантирания дълг, респективно софтуер, автоматизиращ процесите по обработка на данните, свързани с управлението на суверените задължения и осигуряващ качество и надеждност. Последователното и стриктно придържане в бъдеще към установените в тази област надеждни практики ще обезпечат възможността за минимизиране на оперативния риск. ■

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

Основната цел на дълговото управление е осигуряване на необходимите ресурси за рефинансиране на дълга в обращение, финансиране на планираните дефицити по държавния бюджет и обезпечаване на ликвидната позиция на фискалния резерв

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

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

Отчитайки променените макроикономически перспективи и високата степен на несигурност на геополитическата обстановка, променената среда на финансовите пазари, влизането в нов цикъл на повишаване на основните лихви и продължаващото покачване на цената на дълговото финансиране и съпътстващите неговото осигуряване рискове, основните предизвикателства и усилията ще бъдат съсредоточени в посока обезпечаване на възможности за пазарноориентирано финансиране, както на местния, така и на международните капиталови пазари, при спазване на регламентираните годишни дългови ограничения. Поемането на нов държавен дълг ще се извършва при спазване на вече утвърдените практики и законоустановени процедури. Ежегодното определяне на ограничения за максималния размер на дълга, който може да бъде поет през годината, регламентиран чрез годишния закон за държавния бюджет, отразяват ангажиментите на емитента по отношение обема и възможните източници на новото дългово финансиране.

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

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

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

Очакваното макроикономическо развитие и допусканията за бюджетно салдо през 2023-2025 г. са определящ фактор за динамиката на държавния дълг през следващите години. Планираното на тази основа дългово финансиране ще доведе до номинално нарастване на дълга в средносрочен план. Това от своя страна налага усилията да бъдат насочени към непрекъснат текущ мониторинг на размера и профила на дълга с оглед превенция от влошаване на параметрите и устойчивостта му, като същевременно гарантира спазването на законово регламентирания дългови ограничения.

Предвижда се нивото на консолидирания дълг на сектор „Държавно управление“ да се запази под максимално допустимата референтна стойност на дълговия критерий от Маастрихт от 60 % от БВП.

За постигането на тези цели ще допринесат определяните в годишните закони за държавния бюджет ограничения за максимални стойности на държавния дълг към края на годината, максималният размер на новия държавен дълг, който може да бъде поет в рамките на годината и на новите държавни гаранции, които могат да бъдат издадени през бюджетната година.

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

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

В периода 2023 - 2025 г. заемната политика ще бъде насочена към обезпечаване на необходимите ресурси за рефинансиране на дълга в обращение, финансиране на планирания дефицит по държавния бюджет и поддържане на ликвидната позиция на фискалния резерв на пазарен принцип. Пред реализирането му са налице редица рискове, породени от волатилността и фрагментацията на финансовите пазари, което се отразява на доходността на ДЦК в посока покачване цената на финансиране на държавния бюджет, респективно увеличаване разходите за обслужване на държавния дълг.

При спазване на предвидените в годишния закон за държавния бюджет дългови ограничения за поемане на нов държавен дълг се предвижда да бъдат използвани както емисии на ДЦК на местния пазар, така и облигации на МКП, които представляват обективен и международно търгуем еталон за оценка на страната.



С оглед ефективното текущо управление на бюджетните касови потоци и ликвидността на публичните финанси се запазва възможността за предлагане и на краткосрочни емисии на ДЦК, които се емитират и падежират в рамките на съответната бюджетна година и не натоварват плащанията по държавния дълг през следващите години.

Наблюдаваните външни фактори, както и политическата нестабилност в страната, имат своето съществено отражение и върху местния дългов пазар, който е с по-ограничени възможности от гледна точка на мащаби, ликвидност и пазарни участници, което ограничава възможността на същия да абсорбира дългово финансиране в по-значителни мащаби.

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

Предприетите мерки от централните банки на водещите икономики за ускоряване на процеса за затягане на паричната политика и покачване на референтните лихвени проценти с оглед овладяване на високата инфлация, които се очаква да продължат поне до средата на 2023 г., спадът в икономическата активност и низходящите очаквания за нейното развитие, високата политическа и икономическа несигурност, ще са определящи фактори за продължаващото покачване на цената на дълговото финансиране на международните пазари и предизвикателствата пред неговото осигуряване.

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

Максималният съвкупен номинален обем на облигациите, които могат да бъдат издадени в изпълнение на GMTN програмата (лимит на програмата), беше увеличен от 10 млрд. евро на 12 млрд. евро с извършената актуализация на ЗДБРБ за 2022 г.

До края на март 2023 г. по програмата са емитирани еврооблигации със съвкупен номинален обем от 11,394 млрд. евро или остатъкът по програмата възлиза на 606 млн. евро. Предвид очакванията за завишено дългово финансиране през периода 2023 - 2025 г. и с оглед гъвкавост при избор на инструмент за финансиране се предоставя възможност в средносрочен аспект да се обезпечат достатъчно надеждни механизми чрез емисии на еврооблигации, в случай на затруднения при диверсификацията на източниците на дългово финансиране в съответствие с пазарната конюнктура, с проекта на ЗДБРБ за 2023 г. се увеличава максималният съвкупен номинален обем на облигациите (от 12 млрд. евро на 17 млрд. евро), които могат да бъдат издадени в изпълнение на средносрочната програма. Конкретният лимит за издаване на облигации по средносрочната програма за всяка година ще бъде в рамките на дълговите ограничения, предвидени в съответния годишен ЗДБРБ. Максималната срочност на книгата, които могат да бъдат поети по програмата, е 30 години, като за първи път през септември 2020 г. успешно беше реализирана емисия с такъв матуритет при изключително изгодни за емитента условия.

Конкретният матуритет и обем на всеки транш са съобразени с погасителния профил на държавния дълг и заявения инвеститорски интерес. Наличието на правна рамка за издаване на серия от траншове на МКП предоставя възможност за гъвкавост при избор на най-оптималната стратегия за реализиране на емисионната политика и по-ефективно управление на рисковия профил на държавния дълг.

### **5.3 Подцел: Развитие на пазара на ДЦК**

#### **■ Мярка: Предприемане на нормативни и инфраструктурни промени с оглед насърчаване на интеграцията на чуждестранните инвеститори към местния пазар на суверен дълг**

Във връзка с предстоящото присъединяване на България към еврозоната, респективно целта на Съюза на капиталовите пазари за интеграция на капиталовите пазари на държавите членки на Европейския съюз (ЕС), ще се постигне един по-пълноценен единен вътрешен европейски пазар. По отношение на развитието на пазара на ДЦК вече са предприети изпреварващи стъпки на национално ниво с оглед насърчаване на интеграцията на чуждестранните инвеститори към местния пазар на суверенен дълг. Предвижда се това да се постигне чрез нормативни и инфраструктурни промени, насочени към улесняване на достъпа на инвеститорите от ЕС до пазарната инфраструктура (преди и след сключване на сделката), обслужваща пазара на държавни ценни книжа (ДЦК) в България.

**■ Мярка: Предприемане на стъпки за обезпечаване на процеса по предоставяне на информация от страна на Комисията за финансов надзор към МФ с оглед прилагане на Регламент (ЕС) № 236/2012 на Европейския Парламент и на Съвета от 14 март 2012 година относно късите продажби и някои аспекти на суапите за кредитно неизпълнение**

Във връзка с предприетата и реализирана от МФ през 2021-2022 г. законодателна инициатива за обезпечаване на процеса по предоставяне на информация от страна на Комисията за финансов надзор (КФН) към МФ, с оглед прилагане на Регламент (ЕС) № 236/2012 на Европейския Парламент и на Съвета от 14 март 2012 година относно късите продажби и някои аспекти на суапите за кредитно неизпълнение и във връзка с чл. 17а, ал. 1 от Закона за държавния дълг (ЗДД), се предвижда обменът на информация да бъде технологично обезпечен. С въведените допълнения се урежда по-всеобхватно обезпечаване на правомощията на министъра на финансите по чл. 17а от ЗДД посредством предоставяне на информация за сключените сделки с ДЦК.

Реализираната нормативна промяна е предпоставка за постигане на по-систематично наблюдение на цените и участниците на пазара на държавни дългови инструменти, което от своя страна ще гарантира регламентираното функциониране на пазара на ДЦК и производни на тях практики и инструменти, респективно ще се осъществява по-ефективен мониторинг върху условията на вторичния пазар на ДЦК, което ще позволи предприемането на координирани и навременни действия при евентуално възникнали събития или тенденции. Реализирана е и предвидената възможност в чл. 17а, ал. 3 от ЗДД министърът на финансите да сключва споразумения за сътрудничество с компетентни надзорни органи на Република България и другите държави членки, като в тази връзка предстои МФ да сключи споразумение с КФН.

Обменът на информация ще се извършва посредством реализирането на технологични функционалности между двете институции чрез изграждане на сигурни механизми. Информацията подавана от КФН ще постъпва и ще се обработва в „Система за мониторинг, анализ, регистрация и търговия на ДЦК“.

**■ Мярка: Предприемане на стъпки за разнообразяване на предлаганите дългови инструменти в унисон с водещи европейски и национални политики**

В унисон с европейските политики и новата стратегия за растеж, залегнали в Европейския зелен пакт и изготвените нови европейски регулации в тази връзка, се предвижда нормативното им обезпечаване и на национално ниво. Ще бъдат разгледани мерки за нормативно обезпечаване на възможността за диверсификация на предлаганите дългови инструменти в контекста на насърчаване на устойчивите инвестиции, включително и налагане на поднад-

зорните лица на административни стимули за разкриване на по-високи „зелени“ съотношения, в портфейла на различните участници във финансовата система. Мерките са съобразени с европейските политики и естественото изместване на фокуса на инвеститорите от конвенционалните към използването на „зелени“ и устойчиви финансови инструменти.

#### **■ Мярка: Диверсификация на потенциалните инвеститори в държавен дълг на местния пазар**

Предвижда се предприемане на мерки за изготвяне на изследване и обстоен анализ на възможностите за диверсификация на потенциалните инвеститори в държавен дълг на местния пазар, включително включване на непрофесионални инвеститори, като се обследват профила и предпочитанията им, вариантите за провеждане на проактивна информационна политика за повишаване на финансовата им грамотност и се проучат възможностите за разработване на потенциални дистрибуционни канали, които да улеснят достъпа до подобна инвестиционна алтернатива, каквато са ДЦК.

#### **■ Мярка: Мониторинг на пазара на ДЦК**

Предвид динамиката на световните и европейски финансови пазари, МФ ще следи внимателно процесите на пазара на ДЦК на национално ниво, като при необходимост ще предприема съответните кореспондиращи нормативни промени.

Ще продължат усилията за отчитане на националните особености и постигане на положителни икономически ефекти при интеграцията на вътрешния пазар на суверенен дълг към единния европейски пазар. ■

## АБРЕВИАТУРИ И РЕЧНИК

### ■ Използвани абрeвиатури

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

## ■ Речник

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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