

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.

Конструктивно 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 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, заложиени в Стратегията.

В трета 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.

Състояние на дълга

В съответствие с набелязаните цели в Стратегията за управление на държавния дълг за периода 2002 – 2005 г., предприетите мерки предопределиха съществени положителни промени в количествените и качествените параметри на дълга. Това на практика доведе през 2002 г. до покриването на Маастрихския 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 6 844.4 млн. евро., което представлява намаление от 2 458.0 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. е спад от 24.4 процентни пункта. Аналогични промени се отчитат и при оценка на показателя **разходи за обслужване на дълга/ бюджетни разходи**, който от 3.0% 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 от 0.6 процентни пункта.

Отчитаното съществено подобрение 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 съсредоточиха 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, развитието на вътрешния пазар на ДЦК и др. Тези усилия постигнаха търсения ефект, като в края на 2005 г. в сравнение с 2002 г., делът на вътрешния дълг нарасна 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. 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 7.0%.

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 фиксирани лихви, се характеризира с превес на дела с фиксирани лихвени купони, който възлиза на 59.4%. По отношение на валутната композиция, евровия и левов 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 лихвена структура са отчетени и други обстоятелства, като системата на валутен борд и фиксирането на лева към единната европейска валута, предстоящото

присъединяване на страната към структурите на ЕС и протичащата в тази връзка многопосочна конвергенция.

От гледна точка на комплексния анализ на държавния дълг, интерес представляват и настъпилите промени през разглеждания тригодишен период, в състоянието и качеството на **дълговия портфейл**. 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 Световна банка – 19.0%, МВФ – 8.2%, Европейски съюз и Г-24 – 4.7%, ЕИБ – 4.0% и други. Като цяло, намалението 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 предстоящото присъединяване към Европейския съюз.

През разглеждания период промени настъпват и в **погасителния профил**. Дългът като цяло е добре разсрочен, с плавно намаляваща дългова тежест в двадесет 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, както и представлява своеобразна форма за неутрализиране на съществени влияния, породени от неблагоприятни стечения на вътрешната и международна пазарна конюнктура.

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 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 обществено развитие на страната. Функционалната конструкция на регулациите е изградена както върху съществуващата

практика до нейното приемане, така и върху съответни подобрения, в посока на хармонизирането ѝ с европейските стандарти в тази сфера.

Законът държавния дълг в най-общ вид дава изчерпателни дефиниции 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 задължения 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. По отношение на Българската народна банка, в качеството ѝ на агент по държавния дълг и официален депозитар на държавата, са регламентирани основните ѝ функции и задължения, изразяващи се в: 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 в: избор на първични дилъри на ДЦК; спазване изпълнението на критериите от първичните дилъри на ДЦК след техния избор; контрола 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.

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 да осигури при надвишаване считаните за приемливи нива на тези фактори, 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, инкорпорираща в себе си следните елементи:

- макроикономическа среда – нивата на растеж на българската и световна 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 международни 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 в контекста оценка 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 съотношение в края на 2005 г. възлиза на 29.9%, може да се направи извода, 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 оценка 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, макар и не така чувствително, продължават да бъдат зависими от движението на лихвените проценти и 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. В тази връзка, дефинираните основни рискове в настоящата стратегия припокриват тези от предходната, но със съществени различия в измерението на потенциалното им влияние.

1. 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 правопорционалната 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 обръщение 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 до колко 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-къс 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 обръщение на вътрешния пазар са 15-годишни ДЦК, деноминирани в евро с фиксиран лихвен купон, а със статут на бенчмарк емисия са 10-годишни ДЦК, деноминирани в лева, 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, в контекста лимитиране риска за рефинансиране в бъдеще.

2. 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, от където 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, респ. 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 възвращаемост 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 величини формиращи индикатора, следва да се отбележат: благоприятна среда за абсолютното намаление на дълга, предвид реализираните бюджетни дефицити от под 1% 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 дълг; 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.

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 увеличение на показателя дълг/БВП. Максималната стойност на този показател е част от критериите за конвергенция (Маастрихските критерии) в процеса на интеграция на България към Евроразоната, и евентуалното надхвърляне на лимита от 60% би оказало съществени негативни ефекти върху този процес. В допълнение, както в съответствие с българското законодателство, така и с европейското, за изчисление 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 първата компонента на консолидирания дълг е в прерогативите на правителството, то останалите две са извън тях. 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 доведе до намаляване на размера на държавния дълг. След обратното изкупуване на всички брейди облигации и извършените предсрочни погашения към МВФ и Световна 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 политиката по заемане основно в лева и евро.

3. Пазарен риск

Като 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 лева и евро. За целта, през изминалия тригодишен период, емисионната политика бе насочена към заемане на средства в лева и евро и основно при фиксирани лихвени купони. В допълнение, намаляване на дълга обвързан с пазарните индикатори бе осъществено и чрез използването на възможности за неговото предсрочно погасяване. Като резултат, в края на 2005 г. делът на дълга с фиксирани лихви достигна до 59.4%, а делът на дълга, деноминиран в лева 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 флукуации на валутните курсове и лихвени 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 LIBOR 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 също 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.

4. Ликвиден риск

Ликвидният риск се идентифицира с 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. В тази връзка, с въвеждането през 1997 г. на системата на паричен съвет в страната, бе 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 беше определен като сумата на едногодишните плащания по дълга (около 1 млрд. евро), но на практика с течение на годините реалните му нива значително надхвърлиха 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, повлияха 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, доведе до централизиране на свободния паричен ресурс във фискалния резерв и спомогна 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.

5. 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 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.

Цели на управлението на дълга

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

За постигането ѝ приоритет ще бъдат 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, покриването на номиналните конвергенционни критерии за членство в ЕС, съставянето и изпълнението на държавния бюджет. Размера 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, предопределено преди всичко от необходимостта за осигуряване на местно финансиране по проекти и програми с регионално значение, за които се предвижда финансова помощ по линия на ЕС.

Като резултат от постигнатото значително намаляване на дълговата тежест, отчитания в края на 2005 г. размер на държавния дълг /в т.ч. и държавните гаранции/ е 6 844.4 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 1 600 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 предвиждане на разходи за тяхното съфинансиране. В допълнение, от датата на членство 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 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 след присъединяването на България към 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; възможностите за генериране на обществени ползи; оценка на местната и международна 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, възможностите за неговото обслужване и рефинансиране, неконтролируемо нарастване, негативно влияние върху финансовата и макроикономическа стабилност, нарушаване на законово регламентирания лимити за дълга и Маастрихския 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 при 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 транзакции 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 дълга на ниско ниво в средно- и дългосрочен аспект при приемлива степен на риск

Ниското ниво на разходите за обслужване на дълга е необходимо да бъде запазено и предвид провежданата политика за намаляване на дела на държавата при преразпределение на brutния 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 произтичащите от нея промени в размера и структурата на дълга, а в по-малка степен - движението на валутни курсове и лихвени проценти. Развитието и укрепването на местния дългов пазар, понижението на дългосрочната рискова премия върху българския дълг, както и повишението 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 конкретна 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 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 понататъшното 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 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 своеобразен хедж (застраховка) при бъдеща корекция в посока надолу на пазарните лихвени индекси.

5. Придържане към политика на заемане в лева и евро, предвид предстоящото присъединяване на страната към ЕС, обвързаността на паричния съвет към еврото, структурата на экспортните постъпления (60.5% в евро към 31.12.2005 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 за 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 това число 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 обръщение, 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 международните капиталови пазари

Ролята и значението на пазарите, като ефективен дистрибутор и разпределител на капитали в национален и световен мащаб, непрекъснато нараства. Възходът им се основава, както на няколко вековни 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 за 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 в постигната стабилна макроикономическа среда, устойчиво високи темпове на растеж, позитивно променящата се структура на икономиката, повишаване на конкурентноспособността и подобряване на бизнес средата, провеждане на стриктна и последователна фискална политика, предстоящото 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, доведоха до изграждане и затвърждаване доверието на международната инвеститорска общност. За същото, в не малка степен, допринесе 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 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 бенчмарк 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 емисионната валута на ценните книжа, което при равни други условия, ще игнорира поемането на съществени валутно-курсони 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

Болшинството страни популяризират подкрепата си за развитие 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-малко рисков 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 обръщение. Също така, фокуса 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 такива 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.

В тази връзка, постигането на целта, свързана с осигуряването на вътрешния пазар като стабилен източник за финансиране, минава през неговото по-нататъшно развитие, укрепване и повишаване на ликвидността за реализацията, на които ще бъдат предприемани следните **действия**:

1.2.1. Провеждане на прозрачна, последователна и предвидима емисионна политика. В тази връзка, ще продължи практиката да се анонсират както основните параметри на емисионната политика за предстоящата година, така и на конкретните параметри на отделните емисии на базата на месечни емисионни календари. За дистрибутиране на информацията, ще продължи използването на всичките възможни канали, като страниците на МФ в Интернет и в информационните агенции Ройтерс и Блумбърг, както и на тези, предоставяни от БНБ.

1.2.2. Придържане към политика на положително нетно вътрешно финансиране, съобразена с конкретните нужди на бюджета, рефинансирането на дълга в обръщение, 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 лева, 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 страна на други държави. Фокусът върху напълно стандартни ДЦК, ще създаде предпоставки за привличане на нови групи инвеститори, в това число и на чуждестранни такива.

1.2.4. Продължаване на усилията за поддържане на ликвидна бенчмарк 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 Маастрихските критерии, е необходимо условие за членство в Икономическия и паричен съюз. Не на последно място, са 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, обезпечаващи 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. В тази връзка, от значение ще продължи да бъде 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 е насочена към бъдещото предоставяне статут на първични дилъри на ДЦК и на чуждестранни институции, предвид присъединяването на страната 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 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 това число и на деривативи. Предприемането на действия в тази насока, следва да се осъществява след изграждането на необходимата правно-организационна среда за тяхното функциониране, с респективно приспособяване на счетоводните методи към специфичните особености на операциите с подобни инструменти. Въвеждането им ще е 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, репо сделките 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 Clearstream, което е една от предпоставките за стимулиране интереса на чуждестранните инвеститори, предоставяйки им се възможност да оперират в позната среда.

2. Международните финансови институции¹ (МФИ)

В най-новата история на България МФИ имат съществена роля в икономическото развитие на страната чрез оказване на широка финансова и техническа помощ. Подобна подкрепа се обуславяше преди всичко, от необходимостта за 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 бе от изключително значение особено в началните години на прехода, когато за България съществуваха определени затруднения за достъп до алтернативни източници за 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 по-тясно 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

¹ Във формулировката Международни финансови институции са визирани: Международната банка за възстановяване и развитие (МБВР), Европейска банка за възстановяване и развитие (ЕБВР), Европейска инвестиционна банка (ЕИБ) и Банката за развитие към Съвета на Европа.

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**:

2.1. Открояване на приоритетните области за финансирането, на които 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 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, с цел евентуално договаряне използването 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 бъдещи 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 намеренията 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 м. 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, впоследствие през м. февруари 2006 г., е подписано и друго 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 законната и подзаконова 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**:

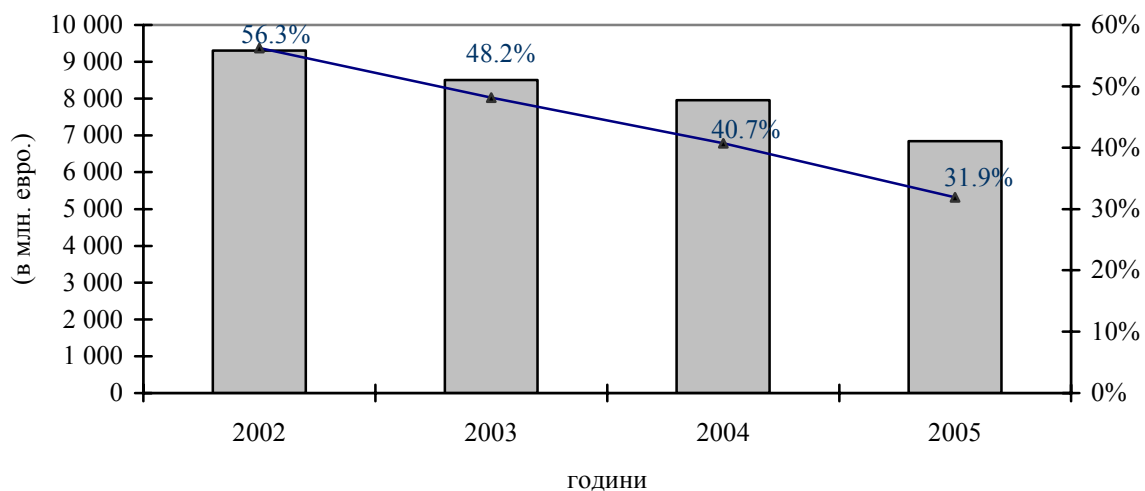
1. Поддържане и развитие на подходящи механизми за обмен на информация, свързана с провежданата фискална и дългова политика от страна на МФ. От особено значение в случая е информацията, свързана с държавните финансови потоци, в контекста на предприеманите от БНБ мерки за намаляване темповете на растеж 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 на конкретни въпроси от съществено значение и взаимен интерес.

3. Оказване на БНБ в качеството ѝ на агент по дълга на необходимата подкрепата (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.

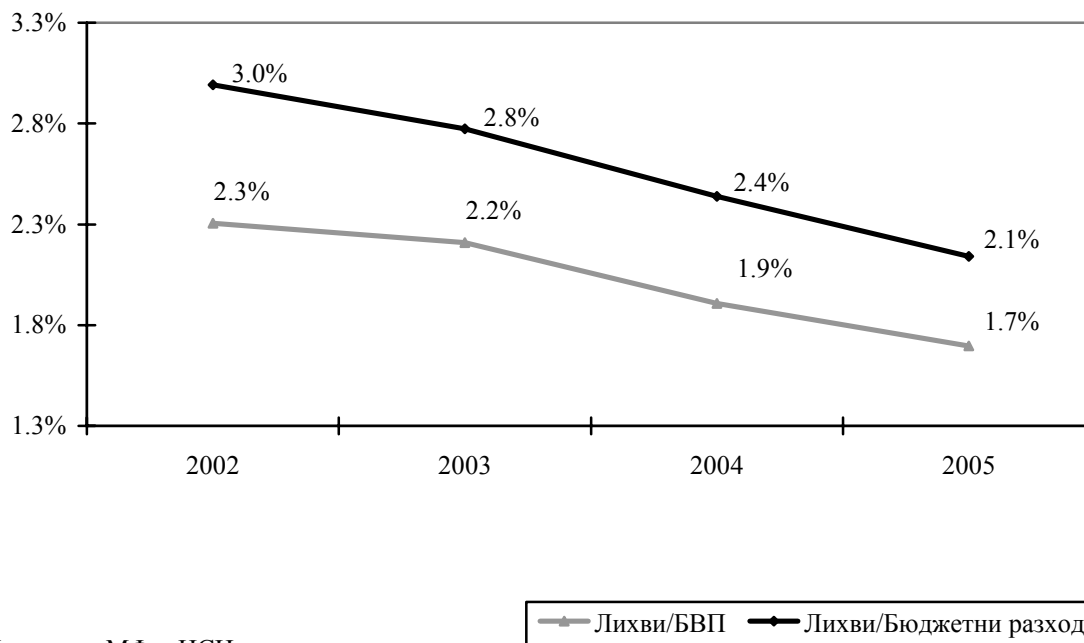
Динамика на държавния и държавногарантиран дълг



Източник: МФ и НСИ

■ Дълг ▲ Дълг/БВП

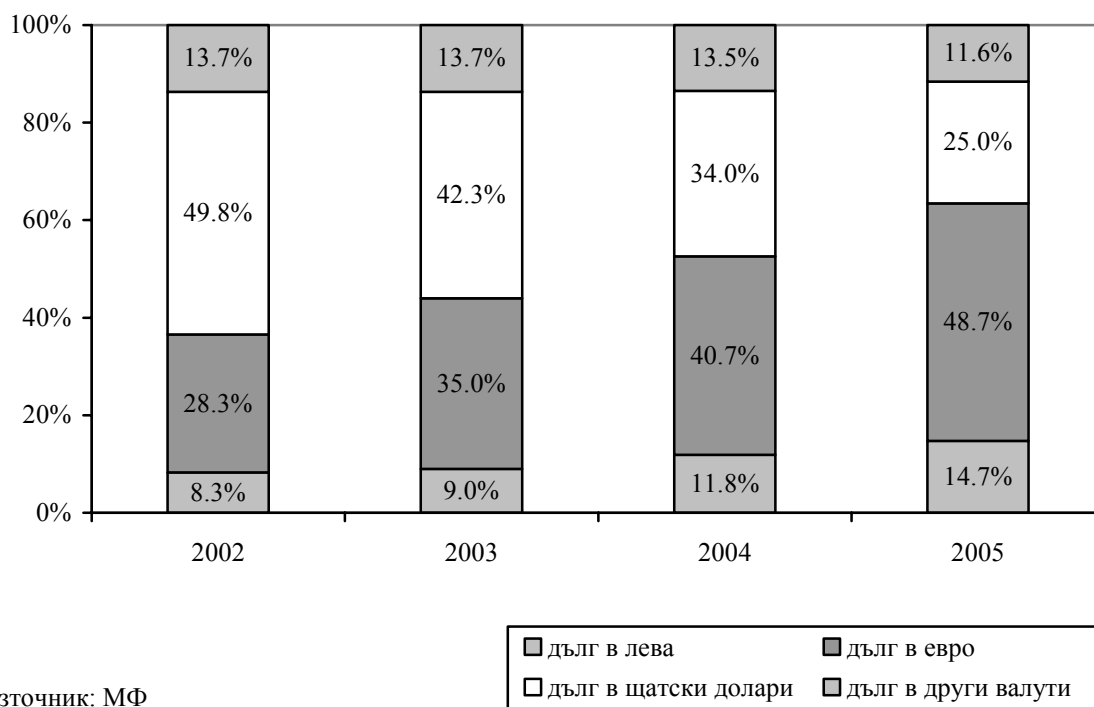
Лихвени разходи



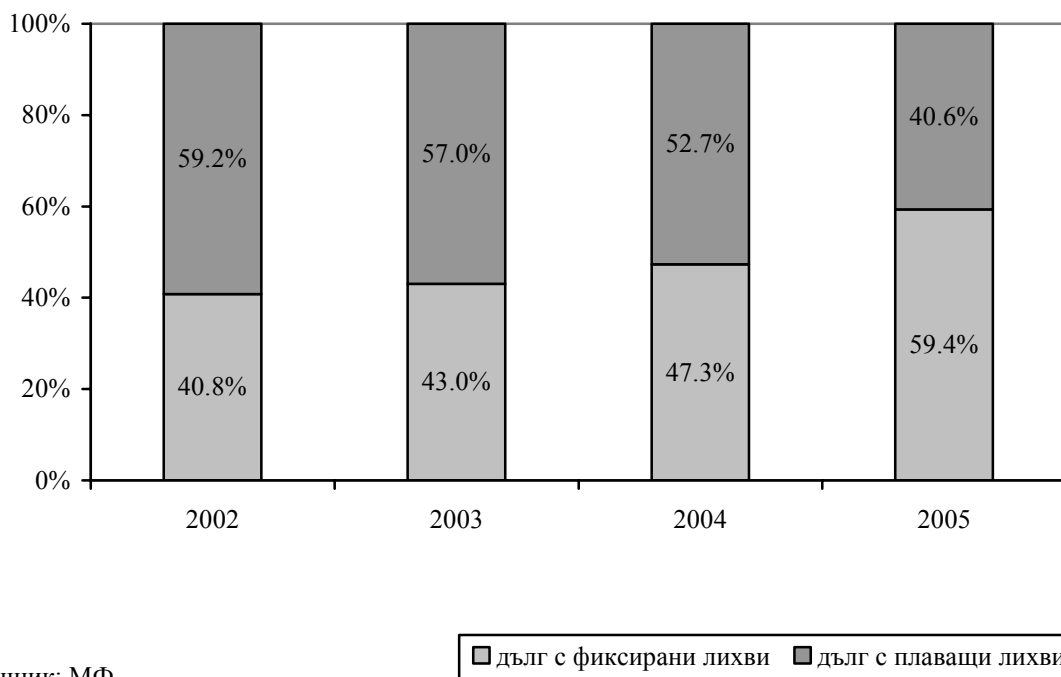
Източник: МФ и НСИ

▲ Лихви/БВП ◆ Лихви/Бюджетни разходи

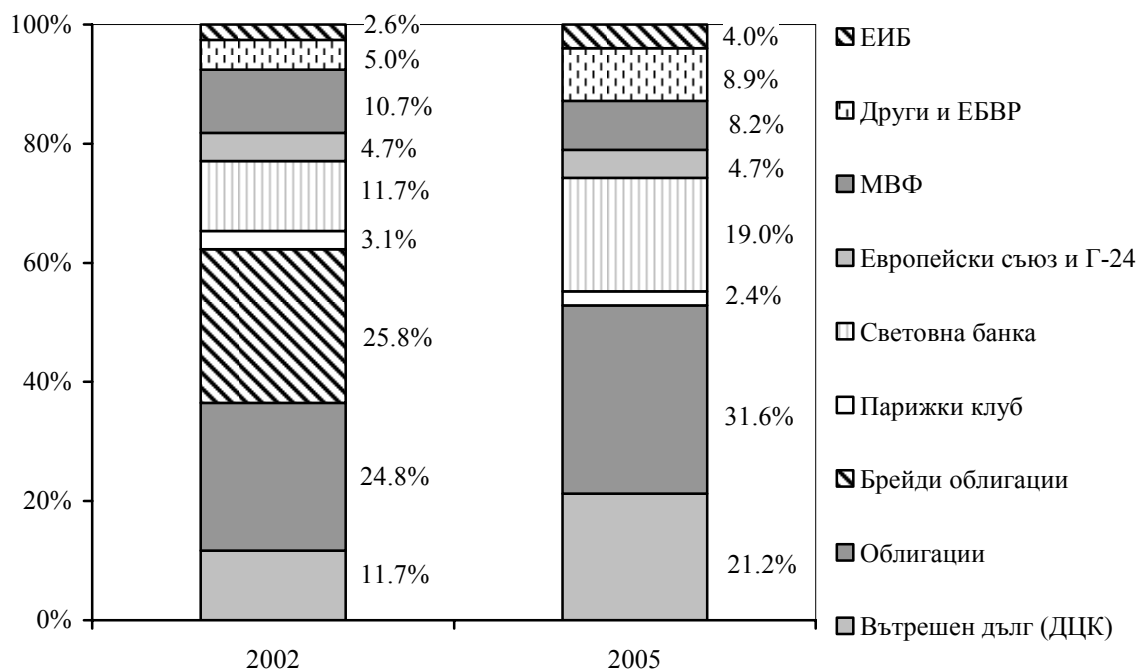
Валутна структура на държавния и държавногарантиран дълг



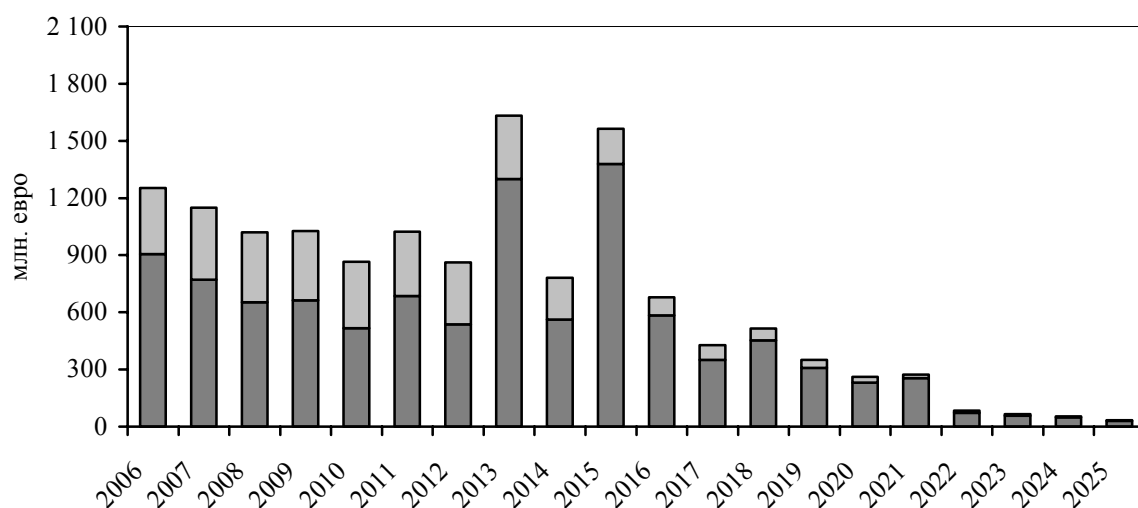
Лихвена структура на държавния и държавногарантиран дълг



Структура на дълга по кредитори

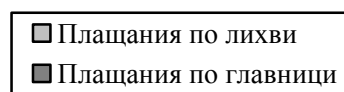


Прогнозни плащания по държавния и държавногарантиран дълг 2006-2025

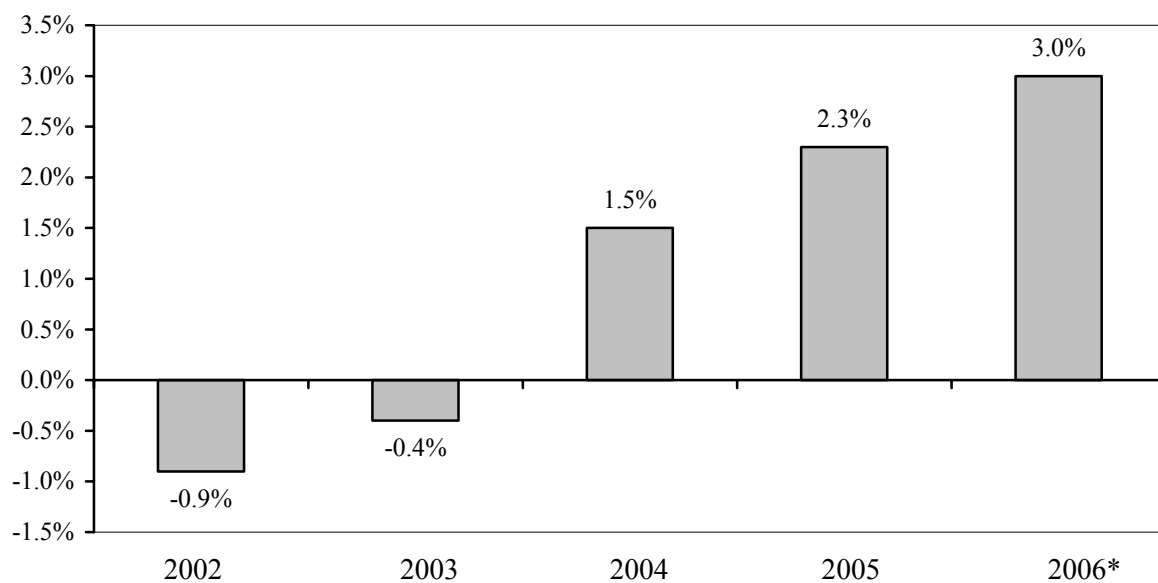


Източник: МФ

Прогнозните плащания са направени на база състоянието на дълга към 31.12.2005 г.



Бюджетен баланс

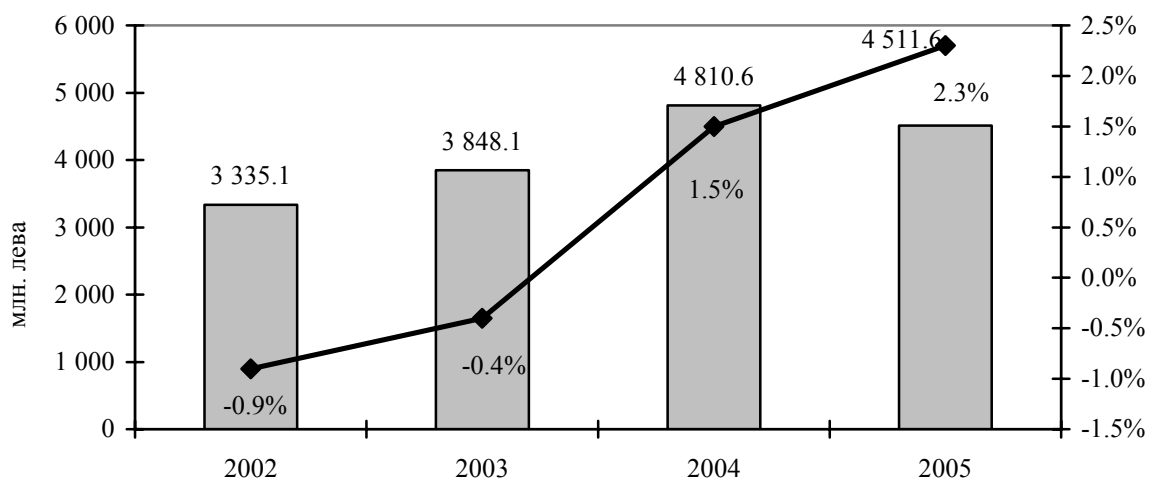


Източник: МФ

■ Бюджетен баланс

* съгласно програмата с МВФ

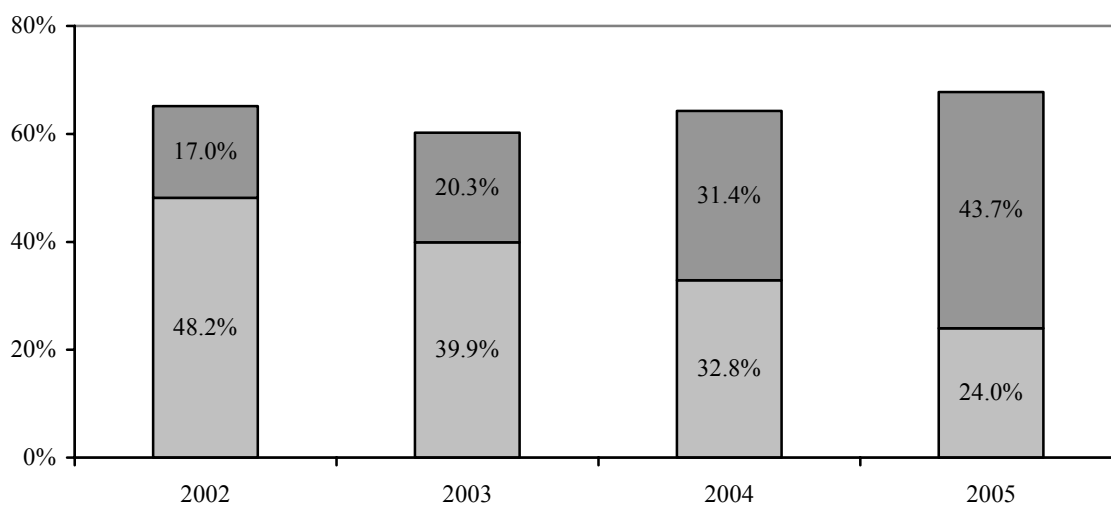
Бюджетен баланс и фискален резерв



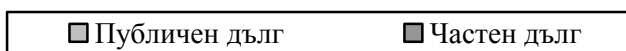
Източник: МФ

■ Фискален резерв ◆ Бюджетен баланс (в % от БВП)

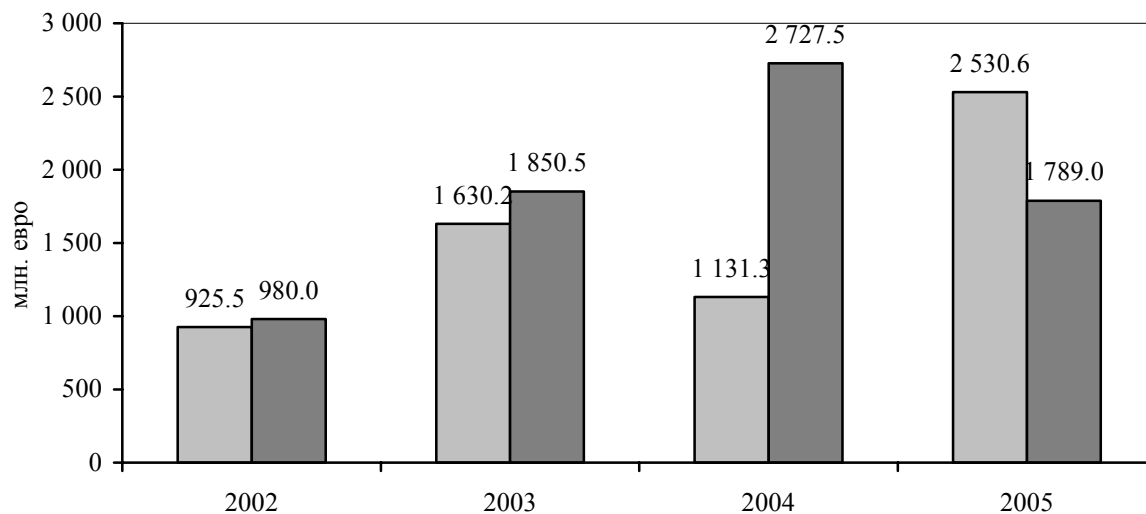
Брутен външен дълг



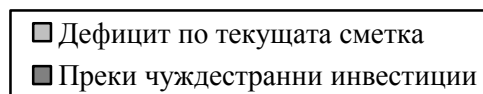
Източник: БНБ



Дефицит по текущата сметка и преки чуждестранни инвестиции



Източник: МФ и АИАП



**СКАЛА НА КРЕДИТНИТЕ РЕЙТИНГИ ПО АГЕНЦИИ И
ПРИСЪДЕНИЯ ОТ ТЯХ РЕЙТИНГ НА БЪЛГАРИЯ ПРЕЗ 2003-2006**

	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-	27.10.2005
	Baa1	BBB+	BBB+	17.08.2005
	Baa2	BBB	BBB	01.03.2006
	Baa3	BBB-	BBB-	
	Ba1	BB+	BB+	
	Ba2	BB	BB	
	Ba3	BB-	BB-	
	B1	B+	B+	
	B2	B	B	
	B3	B-	B-	
	Сaa	CCC+	CCC	
	
	C	D	D	

инвестиционен
рейтинг

неинвестиционен
рейтинг

Дългосрочни ДЦК-
чуждестранна валута



Дългосрочни ДЦК-
местна валута



Източник: МФ