

# СТРАТЕГИЯ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ

2019–2021



# СЪДЪРЖАНИЕ

<b>1. Перспективи за развитие на дълговото управление – основни допускания .....</b>	<b>4</b>
<b>2. Държавен и държавногарантиран дълг .....</b>	<b>7</b>
2.1 Държавен дълг .....	7
2.2 Държавногарантиран дълг .....	8
<b>3. Икономически перспективи за периода 2019–2021 г. ....</b>	<b>10</b>
3.1 Развитие на националната икономика през 2018 г. ....	10
3.2 Очаквания за икономическото развитие през 2019–2021 г. ....	10
3.3 Рискове пред макроикономическата прогноза .....	12
<b>4. Анализ на рисковете, свързани със структурата на държавния дълг .....</b>	<b>14</b>
4.1 Риск от рефинансиране .....	15
4.2 Пазарен риск.....	16
4.3 Ликвиден риск .....	16
4.4 Риск, свързан с размера на дълга .....	17
4.5 Риск, свързан с условните задължения под формата на държавни гаранции.....	18
4.6 Оперативен риск .....	18
<b>5. Цели на политиката по управление на държавния дълг.....</b>	<b>19</b>
5.1 Подцел: Поддържане на контролирани темпове на изменение на параметрите на държавния дълг .....	19
5.2 Подцел: Обезпечаване на възможностите за пазарноориентирано дългово финансиране, гарантиращо устойчивостта на бюджета .....	20
5.3 Подцел: Развитие на пазара на ДЦК.....	21
<b>Абревиатури и речник.....</b>	<b>23</b>

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

Стратегията за управление на държавния дълг за периода 2019–2021 г. се разработва от министъра на финансите на основание на чл. 16, ал. 1 от Закона за държавния дълг и чл. 77 а от Закона за публичните финанси, за периода на съответната СБП. Обект на Стратегията е държавният дълг – вътрешен и външен, поет по реда на Закона за държавния дълг. ■

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

База за разработване на СУДД за периода 2019–2021 г. е ЗДБРБ 2018 г., като са взети предвид и фискалните цели, политики, прогнози и допускания за следващите три години, залегнали при разработване на проекта на Актуализираната СБП за периода 2019–2021 г. и проекта на ЗДБРБ за 2019 г.

Високото ниво на фискалния резерв през 2018 г., продължаващата фискална консолидация и залегналите основни цели на фискалната политика за поддържане на близка до балансирана позиция на бюджетното салдо в средносрочен хоризонт дават възможност за провеждане на гъвкава политика по управлението на държавния дълг, съобразена както с конкретните пазарни условия за минимизиране на ликвидните рискове при изпълнението на бюджета, така и с намаляващата необходимост от дългово финансиране при запазване устойчивостта на основните дългови параметри.

Определянето на конкретните характеристики на новопоетия дълг ще бъде съобразено с настоящата конюнктура на вътрешния пазар на ДЦК и профила на дълга в обращение, при отчитане на възможностите за намаляване на риска при рефинансирането на държавния дълг и изглаждане на матуритетната структура на дълга. Планира се дълговото финансиране на бюджета да бъде обезпечено основно на местния пазар от емисии на ДЦК, както и посредством усвоявания по вече договорени държавни заеми, които са с целево предназначение за съфинансиране на проекти, изпълнявани със средства от ЕС за програмния период 2014–2020 г.

През периода 2019–2021 г. се предвижда дългово финансиране на бюджета под формата на ДЦК в рамките на около 0,8–1,0 млрд. лв. годишно, базирано на размера на падежиращия дълг в обращение (годишно от порядъка на 1,1 млрд. лв. до 1,4 млрд. лв.). Като основен източник за осигуряване на пазарно ориентирано финансиране през визирания период се очертава вътрешният дългов пазар. В допълнение към финансирането с ДЦК, през 2019–2021 г. са предвидени усвоявания на средства в размер на около 586,7 млн. лв. по вече договорени ДЗ.

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

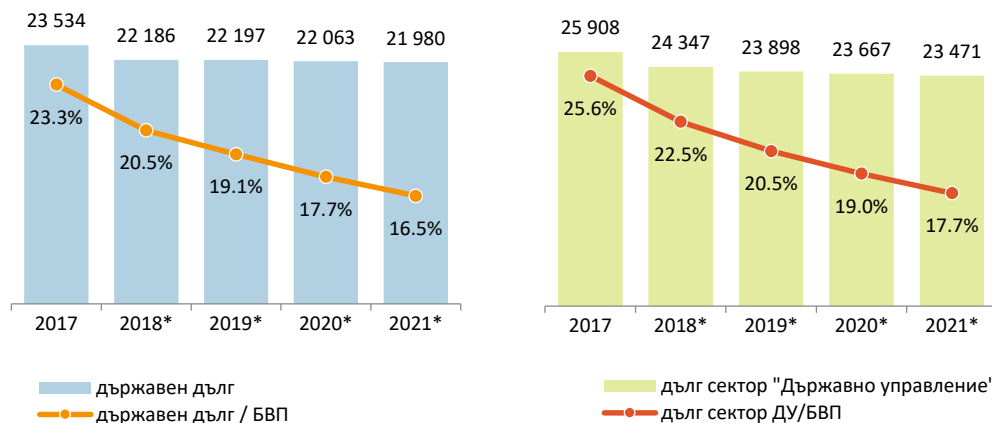
Показател	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.
	отчет	очаквано	проект	прогноза	прогноза
<b>Държавен дълг</b>					
Държавен дълг, млн. лв.	23 534.1	22 186.3	22 196.8	22 063.0	21 979.8
Държавен дълг/БВП, %	23.3%	20.5%	19.1%	17.7%	16.5%
<b>Държавногарантиран дълг</b>					
Държавногарантиран дълг, млн. лв.	1 996.8	1 908.7	1 782.0	1 664.3	1 560.7
Държавногарантиран дълг/БВП, %	2.0%	1.8%	1.5%	1.3%	1.2%
<b>Дълг на сектор "Държавно управление"</b>					
Дълг на сектор "Държавно управление", млн. лв.	25 907.8	24 347.2	23 898.1	23 667.3	23 471.3
Дълг на сектор "Държавно управление"/БВП, %	25.6%	22.5%	20.5%	19.0%	17.7%
<b>Разходи за обслужване на държавния дълг</b>					
Лихвени разходи по дълга, млн. лв.	754.6	650.0	633.3	639.8	622.7
Лихвени разходи по дълга/БВП, %	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>БВП, млн.лв.</b> (есенна макроикономическа прогноза на МФ 2018 г.)	101 043	108 141	116 412	124 627	132 884

Източник: По прогноза на МФ

Съгласно заложените допускания и прогнозното нетно дългово финансиране през 2018 г. съотношението „държавен дълг/БВП“ намалява до 20,5% (при 23,3% през 2017 г.). В номинално изражение размерът на държавния дълг през периода 2019–2021 г. се редуцира незначително. Отчитайки прогнозния по-голям ръст на БВП, стойността на съотношението дълг/БВП ще отбележи значителен спад от 19,1% в края на 2019 до 16,5% през 2021 г.

**Фиг. 1: Размер на държавния дълг през 2017–2021 г.**

(млн. лв.)



\* Данните са прогнозни (по оценка на МФ)

Източник: МФ

Настоящата валутна и лихвена композиция на държавния дълг, както и очакванията за запазването ѝ в предстоящия средносрочен период, са предпоставка при допускания за евентуално изменение в нивата на основните пазарни променливи (валутни курсове и лихвени проценти) същите да не оказват сериозно влияние върху номиналната стойност на дълга и размера на необходимите средства за неговото обслужване.

Преобладаващ дял на рисково неутралните валути (лева и евро) и фиксираните лихвени купони във валутната и лихвената структура на държавния дълг се отчита и през 2017 г. Частта на дълга, деноминирана в лева и евро регистрира ниво от 99,4%, а делът на задълженията с фиксирани лихвени проценти възлиза на около 95,5%. По прогнозни данни за периода 2018–2021 г., делът на дълга, деноминиран във валути, различни от лева и евро, се очаква да бъде в рамките под 1%. Частта на дълга с плаващи лихви също се предвижда да се запази на ниски нива, варирайки в диапазона между 2,0% и 4,0%.

Съотношението лихвени разходи/БВП през целия период 2019–2021 г. се запазва в границите под 1%.

Показателят „държавногарантиран дълг/БВП“ към 31 декември 2018 г. се очаква да отбележи намаление спрямо 2017 г. от 2,0% до 1,8%, като в периода до 2021 г. продължава да спада до равнище от 1,2%.

Предварителните оценки за съотношението „дълг на сектор „Държавно управление“ спрямо БВП“ показват, че през следващия тригодишен период (2019–2021 г.), този индикатор ще се запази на ниски нива, далеч под максимално допустимата референтна стойност на Маастрихтския критерий за конвергенция от 60%. По прогнозни данни през 2018 г. дългът на сектор „Държавно управление“ представлява 22,5% от БВП при 25,6% в края на 2017 г. През 2019–2021 г. се планира стойността на показателя да се понижава през всяка една от разглежданите години, достигайки до ниво от около 17,7% в края на периода. Основен принос и компонент с най-голямо влияние върху дълга на сектора заема подсектор „Централно управление“ с дял от около 98,0%, което е предпоставка за запазване водещото значение на подсектора върху динамика на дълга на сектор „Държавно управление“ и в бъдеще. ■

## 2. ДЪРЖАВЕН И ДЪРЖАВНОГАРАНТИРАН ДЪЛГ

### 2.1 Държавен дълг

Вследствие от изплащането през 2018 г. на ДЦК, емитирани на местния пазар и регулярните погашения по държавните заеми, се очаква спад в нивото на дълга към края на 2018 г. до около 22,2 млрд. лв. или под прага на предвиденото в ЗДБРБ 2018 г. дългово ограничение за максимален размер на държавния дълг в края на годината от 23,5 млрд. лв.

В структурата на държавния дълг към 31 декември 2018 г. относителният дял на външния държавен дълг нараства до 75,4%, за сметка на вътрешния, който е с дял от 24,6%, при съответно 71,5% и 28,5% през 2017 г.

Рисковете, произтичащи от промяна на основните пазарни променливи, са минимизирани, предвид запазването на преобладаващия дял на рисково неутралните валути (лева и евро) и фиксирани лихвени купони във валутната и лихвената структура на държавния дълг. Частта на дълга в евро и лева към 31 декември 2018 г. се очаква да се стабилизира на ниво от около 99,4%. Очертава се незначително нарастване на задълженията с фиксирани лихвени купони за сметка на тези с плаващи, в резултат на очаквано доминантно заемане на финансов ресурс при фиксирани лихвени проценти. Относителните им тегла в общия размер на държавния дълг в края на 2018 г. се очаква да възлязат съответно на 96,1% и 3,9%, при 95,5% и 4,5% през 2017 г.

В матуриретната структура на дълга (по остатъчен срок) се наблюдава увеличение при матуриретния сегмент от 1 г. до 5 г. от 25,3% към 31.12.2017 г. до ниво от 34,5% в края на 2018 г. Противоположна тенденция се отчита при дълга с остатъчен матурирет до 1 г., от 5 до 10 г. и над 10 г., чиито дялове се предвижда в края на 2018 г. да намалеят, достигайки съответно до 4,3%, 44,4% и 16,8%.

Изпълнението на държавния бюджет към 30.09.2018 г. и очакваното положително салдо по консолидираната фискална програма, са предпоставка за намаляване необходимостта от дългово финансиране. Акумулираният ресурс във фискалния резерв ще позволи безпроблемното обслужване на дълга до края на 2018 г., в съответствие с договорените амортизационни планове, без да се налага емитиране на нови емисии на ДЦК.

В сравнение с края на предходната година нивото на средния остатъчен срок на държавния дълг в края на 31 декември 2018 г. бележи намаление до 7 г. и 4 м.

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

Показатели	31.12.2017 г.	30.09.2018 г.	31.12.2018 г.
	отчет	отчет	очаквано изпълнение
<b>Общо държавен дълг, млн. лв.</b>	23 534.1	22 275.5	22 186.3
БВП, млн. лв.	101 042.5	108 141.0	108 141.0
<b>Общо държавен дълг /БВП, (%)</b>	23.3%	20.6%	20.5%
Вътрешен държавен дълг, млн. лв.	6 711.6	5 647.5	5 454.3
Външен държавен дълг, млн. лв.	16 822.5	16 628.1	16 731.9
Вътрешен държавен дълг/Общо държавен дълг (%)	28.5%	25.4%	24.6%
Външен държавен дълг/Общо държавен дълг (%)	71.5%	74.6%	75.4%
<b>Лихвена структура на държавния дълг</b>			
Дълг с фиксиран лихвен процент, млн. лв.	22 469.6	21 346.8	21 323.0
Дълг с променлив лихвен процент, млн. лв.	1 064.5	928.7	863.3
Дълг с фиксиран лихвен процент (%)	95.5%	95.8%	96.1%
Дълг с променлив лихвен процент (%)	4.5%	4.2%	3.9%
<b>Валутна структура на държавния дълг</b>			
Дълг в EUR, млн. лв.	18 240.7	18 038.7	17 933.3
Дълг в BGN, млн. лв.	5 146.5	4 113.5	4 113.0
Дълг в USD, млн. лв.	37.5	15.9	16.3
Дълг в други валути, млн. лв.	109.3	107.4	123.7
Дълг в EUR (%)	77.5%	81.0%	80.8%
Дълг в BGN (%)	21.9%	18.5%	18.6%
Дълг в USD (%)	0.2%	0.1%	0.1%
Дълг в други валути (%)	0.5%	0.5%	0.5%
<b>Матуритетна структура на държавния дълг (по остатъчен срок)</b>			
Дълг до 1 година включително, млн. лв.	1 304.5	1 149.6	958.9
Дълг над 1 до 5 години включително, млн. лв.	5 947.8	7 503.7	7 655.1
Дълг над 5 до 10 години включително, млн. лв.	10 593.6	9 703.6	9 852.7
Дълг над 10 години включително, млн. лв.	5 688.2	3 918.7	3 719.5
Дълг до 1 година включително (%)	5.5%	5.2%	4.3%
Дълг над 1 до 5 години включително (%)	25.3%	33.7%	34.5%
Дълг над 5 до 10 години включително (%)	45.0%	43.6%	44.4%
Дълг над 10 години включително (%)	24.2%	17.6%	16.8%
<b>Среден остатъчен срок на държавния дълг (години)</b>	7 г. 8 м.	7 г. 4 м.	7 г. 4 м.

\* БВП: 2017 г. – по данни на НСИ ; 2018 г. – съгласно есенната макроикономическа прогноза на МФ, октомври 2018г., <http://www.minfin.bg/bg/866>.

Източник: МФ

## 2.2 Държавногарантиран дълг

В края на 2018 г. се очаква минимално намаление на ДГД или в размер на 1,9 млрд. лв. при 2,0 млрд. лв. в края на 2017 г. По-голямата част от него се формира от външни държавногарантирани заеми, предоставени от официални кредитори като МБВР, ЕБВР, БРСЕ, КФВ, ЯБМС и др., като отчетеното намаление е вследствие на извършените регулярни погашения по тях. Вътрешният ДГД се състои от държавните гаранции, издадени по реда на Закона за кредитиране на студенти и докторанти, който към 30 септември



2018 г. заема дял от около 3,6% в общия размер на ДГД. Като процент спрямо БВП през 2018 г. държавногарантираните задължения се очаква да се редуцират до нива от 1,8% при 2,0% спрямо края на предходната година.

През 2018 г. **няма издадени нови държавни гаранции** по външни кредитни споразумения.

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

Държавногарантиран дълг, млн.лв.	31.12.2017 г.	30.09.2018 г.	31.12.2018 г.
	отчет	отчет	очаквано изпълнение
Вътрешен държавногарантиран дълг	68.6	67.2	85.0
1.Гаранции по Закона за кредитиране на студенти и докторанти	68.6	67.2	85.0
Външен държавногарантиран дълг	1 928.2	1 809.2	1 823.7
1.МБВР /Световна банка/	560.6	597.1	594.6
2.ЕИБ	3.1	3.2	7.6
3.ЕБВР	586.7	586.7	586.7
4.Други (ЕВРАТОМ, ЯБМС, БРСЕ и др.)	777.7	622.2	634.7
<b>Общ размер на държавногарантирания дълг</b>	<b>1 996.8</b>	<b>1 876.4</b>	<b>1 908.7</b>
<b>Държавногарантиран дълг/БВП (%)</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.8%</b>

Източник: МФ

## **3. ИКОНОМИЧЕСКИ ПЕРСПЕКТИВИ ЗА ПЕРИОДА 2019–2021 г.**

### **3.1 Развитие на националната икономика през 2018 г.**

През първото полугодие на 2018 г. растежът на brutния вътрешен продукт се забави до 3,4% спрямо същия период на 2017 г. По компоненти растежът беше формиран изцяло от вътрешното търсене. Крайното потребление нарасна с 6,9%, като основен принос за растежа имаше частното потребление. Повишаването на заплатите и на кредитите към домакинства подкрепи ръста на частното потребление и той достигна 7,9%. При публичното потребление също бе отчетено повишение от 3,2% в резултат най-вече на по-високите разходи за персонал и издръжка. Инвестициите в основен капитал се повишиха с 8,5%, като отчетената благоприятна динамика се дължеше както на частната, така и на публичната инвестиционна активност.

За първата половина на 2018 г. износът на стоки и услуги се понижи с 0,7%, в резултат на спад в търговията с трети страни. Същевременно, ускорението на вътрешното търсене подкрепи растежа на вноса на стоки и услуги от 4,8%. В резултат, нетният износ имаше отрицателен принос за растежа на БВП за полугодиято.

През 2018 г. БВП се очаква да нарасне с 3,6% в реално изражение. Крайното потребление ще се повиши с 4,8%, а растежът на инвестициите в основен капитал ще достигне 8,9%. Очаква се частното потребление да продължи да бъде водещо за растежа на БВП до края на годината, но повишението му ще започне да се забавя през второто полугодие. Нарастването на инвестициите в основен капитал ще бъде подкрепено от възходящата динамика както при публичните, така и при частните инвестиции.

През втората половина на 2018 г. отрицателният принос на нетния износ ще се понижи, като за годината ще достигне 1,8 пр.п., вследствие на очакваната по-благоприятна динамика при износа и по-ограничено нарастване на вътрешното търсене.

### **3.2 Очаквания за икономическото развитие през 2019–2021 г.**

Икономическият растеж слабо ще се повиши до 3,7% през 2019 г., поради очакваното нарастване на публичните инвестиции и потребление. Очаква се

ръстът на общите инвестиции в основен капитал да достигне 9,5%. Частното потребление ще запази своя сравнително висок темп на растеж, но в сравнение с предходната година, темпът леко ще се забави, поради по-ограничено нарастване на заетостта. През 2019 г. се очаква ограничаване на отрицателното влияние от търговията с трети страни, което ще се отрази в ускоряване на общия растеж на износа на стоки и услуги. Ускорението на крайното търсене спрямо 2018 г. ще предизвика и по-висок растеж на вноса и ще увеличи отрицателния принос на нетния износ към растежа на БВП до 2,4 пр.п.

В периода 2020–2021 г. БВП се очаква да се повиши с 3,5%. Вътрешното търсене ще остане водещо за растежа на БВП по линия както на потреблението, така и на инвестициите. Докато по-ниските правителствени разходи за потребление и инвестиции ще доведат до по-слабо повишение на вътрешното търсене през 2020 г., растежът на публичните разходи ще се ускори в края на прогнозния период и ще се отрази в по-висок растеж на инвестициите и съответно на вътрешното търсене. Растежът на частното потребление ще бъде ограничен през следващите години в съответствие с развитията при пазара на труда, които са свързани с почти изчерпване на възможностите за нарастване на заетостта. Очаква се негативният ефект върху БВП по линия на нетния износ да се забави до около 1,1 пр.п. средно за периода 2020–2021 г.

В периода 2019–2021 г. предлагането на труд в икономиката ще бъде по-ограничено, в условията на намаление на населението в трудоспособна възраст и изчерпване на потенциалния свободен трудов ресурс от безработни и лица извън работната сила (най-вече обезкуражени). През 2019 г. броят на заетите ще се повиши с 0,3%, а коефициентът на безработица се очаква да отбележи намаление до 4,8%. В периода 2020–2021 г. заетостта плавно ще премине от растеж от 0,2% към стабилизиране, с тенденция към намаление през 2021 г. Нивото на безработица ще продължи да се понижава, достигайки 4% в края на прогнозния хоризонт.

През 2019 г. номиналният темп на растеж на компенсацията на един нает ще се ускори до 8,4%, в съответствие с очакванията за продължаващо нарастване на производителността на труда, цените, както и по линия на планираното допълнително повишение на минималната работна заплата и разходите за труд в бюджетната сфера. В условията на по-бавно увеличение на наетите лица и изчерпване на ефекта от повишението на социално-осигурителните вноски, динамиката на компенсацията на един нает се очаква да се забави след 2019 г. и да достигне 6,4% през 2021 г. В периода 2019–2021 г. оценките за реалния растеж на производителността на труда и номиналните разходи за труд на единица продукция възлизат съответно на 3,4% и 3,6% средногодишно.

Средногодишната инфлация през 2019 г. се очаква да бъде 3% и ще бъде движена най-вече от повишение на цените на услугите предвид прогнозирания ръст на вътрешното търсене. През 2020 и 2021 г. темпът на нарастване на цените ще се забави в съответствие с допусканията за понижение на международните цени на петрола и неенергийните суровини.

През 2019 г. се очаква ограничаване на отрицателното влияние от търговията с трети страни, което ще подкрепи реалния растеж на износа, който наред с ускорението на общото потребление и инвестициите ще доведе до ускорение на вноса на стоки и услуги. През следващите две години темпът на реален растеж на износа ще се понижава в съответствие с очакванията за забавяне на икономическата активност, както в ЕС, така и в глобален план. Ограниченото нарастване на вътрешното и външно търсене ще доведат до забавяне растежа на вноса. Въпреки това, номиналният му растеж ще се характеризира с изпреварващи темпове спрямо този на износа, което ще бъде основен фактор за свиване на излишъка по текущата сметка и формирането на дефицит от 0,3% от БВП през 2021 г. Притокът на ПЧИ ще продължи постепенно да нараства, като темпът му ще остане близък до номиналния ръст на БВП. В резултат, входящите ПЧИ ще възлизат на около 3,5–3,6% от БВП средногодишно за целия прогнозен период.

В периода 2018–2021 г. кредитирането за частния сектор ще продължи да нараства при очаквания за добра икономическа активност, относително висок растеж на потреблението на домакинствата и в условия на положителна динамика на пазара на труда. Очакванията са привлечените депозити в банковата система също да продължат да нарастват за целия прогнозен период. Темпът им на растеж ще отразява същевременно и развитието на пазара на труда, по-специално динамиката на заетостта и растежа на доходите. През 2020 и 2021 г. растежът на вземанията от частния сектор се прогнозира да бъде съответно 6,9% и 7,3%.

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

Основните рискове пред прогнозата, които оказват влияние върху публичните финанси и нивото на държавния дълг, се свързват с несигурността за развитието на международната търговия, динамиката на международните цени.

Основните рискове по линия на външната среда са свързани с нестабилната геополитическа обстановка и нарастващия брой протекционистични мерки, въвеждани от отделни държави. Нарушаването на общопризнати икономически споразумения ограничава външната търговия и влияе негативно на инвестиционната активност, като в зависимост от степента на изостреност, противопоставянето може да доведе до сериозни последици за определени икономически сектори, региони и/или държави. Доколкото ЕС и

основените ни търговски партньори са част от тези процеси, засилване на несигурността или активизиране на протекционистичните политики може съществено да повлияе както на износа на България, така и на възможността за осигуряване на необходимото количество и качество вносни суровини и материали – и двете биха се отразили отрицателно на икономическата активност в страната. Продължаващото обезценяване на новата турска лира доведе до отрицателен баланс на външната търговия с южната ни съседка. Липсата на ясни и предвидими очаквания за обменния курс на турската валута затруднява сключването на дългосрочни договори между икономическите агенти и ограничава конкурентоспособността на българския износ. Ново обезценяване на валутата или забавяне на икономическия растеж на Турция би имало отрицателен ефект върху износа на страната ни. В допълнение, несигурността относно начина, по който ще протече излизането на Обединеното кралство от ЕС и в частност затруднените преговори по търговското споразумение, биха могли допълнително да ограничат ръста на износа. Реализацията на тези рискове би увеличила отрицателния принос на нетния износ към ръста на икономиката и би довела до по-голямо нарастване на дефицита по текущата сметка.

Друг съществен фактор, оказващ влияние върху номиналните растежи на БВП и неговите компоненти, са международните цени. Настоящата прогноза е изготвена при допускане за минимално понижение на цената на нефта в доларово изражение през 2019 г. Евентуално повишение на цената през 2019 г. обаче ще се отрази в по-висока инфлация. По-силното нарастване на цените от своя страна ще допринесе за по-високи номинални растежи на БВП и неговите компоненти през 2018 г., като ефектът върху БВП и потреблението ще остане съществен и през 2019 г., въпреки ограничаването на растежите им в реално изражение.

Въпреки негативните ефекти върху икономическата активност, реализирането на комбинацията от гореизброените рискове би повлияло в посока увеличение на бюджетните параметри в рамките на настоящия прогнозен хоризонт. От една страна, по-ниският износ при равни други условия се свързва с по-високи нетни касови постъпления от облагане на потреблението и вноса. В допълнение, повишение на цената на петрола би довело до номинално нарастване на вноса, а от там и на по-високи постъпления от ДДС от внос и акцизи, които формират основния дял от постъпленията от косвени данъци. От друга страна, отчитане на по-висока инфлация през текущата година би се отразило автоматично в същата посока върху разходите за издръжка, както и върху тези за пенсии през следващата година, посредством механизма за индексирание. Така, съвкупният ефект от реализиране на рисковете върху бюджетното салдо и съответно върху необходимостта от финансиране, би бил неутрален. ■

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

През следващия тригодишен период дълговата структура се запазва устойчива на влиянието на рисковете, което се потвърждава от резултатите от проведенния анализ за периода от 2019 г. до 2021 г. При съпоставка на прогнозите за основните наблюдавани параметри, свързани с неговата оценка, включени в Стратегията за управление на държавния дълг за периода 2018–2020 г. не се наблюдават съществени отклонения в стойностите им. За целите на разработване на анализа е взето предвид планираното дългово финансиране, съгласно допусканията, залегнали в проекта на актуализираната СБП за периода 2019–2021 г. и проекта на ЗДБРБ за 2019 г., разчетено в съответствие с макроикономическите и фискални прогнози.

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

Риск	Индикатор	2017 г. отчет	2018 г. очаквано	2019 г. проект	2020 г. прогноза *	2021 г. прогноза*
Риск за рефинансиране	Дълг до 1 г. (по остатъчен срок като дял от държавния дълг, %)	5.5	4.3	5.0	3.7	12.6
	Среден период до матуритета (години) - Average time to maturity (ATM)	7.2	6.8	6.3	5.9	5.3
Лихвен риск	Съотношение между дълг с фиксиран лихвен процент и дълг с плаващ лихвен процент (%)	95.5 / 4.5	96.1 / 3.9	96.8 / 3.2	97.5 / 2.5	98.0 / 2.0
	Среден период до следващо фиксиране на лихвените купони (години) - Average time to refixing (ATR)	7.2	6.8	6.3	5.9	5.3
	Продължителност (години) - Duration	6.9	6.5	6.1	5.7	5.1
Валутен риск	Съотношение между външен и вътрешен държавен дълг (%)	71.5 / 28.5	75.4 / 24.6	75.2 / 24.8	75.0 / 25.0	74.9 / 25.1
	Съотношение между дълга в рисково неутрални валути - лева и евро спрямо дял на дълга в други валути (% от общия размер на държавния дълг)	99.4 / 0.6	99.4 / 0.6	99.5 / 0.5	99.5 / 0.5	99.6 / 0.4
Ликвиден риск	Съотношение между дълг до 1 г. (по остатъчен срок) и данъчно-осигурителни приходи (%)	4.4	3.2	3.2	2.2	7.2
Риск, свързан с размера на дълга	Съотношение между дълга на сектор "Държавно управление" и БВП (%)	25.6	22.5	20.5	19.0	17.7
	Съотношение между държавен дълг и БВП (%)	23.3	20.5	19.1	17.7	16.5
Риск, свързан с условията задължения	Съотношение между държавногарантиран дълг и държавен дълг (%)	8.5%	8.6%	8.0%	7.5%	7.1%
	Съотношение между държавногарантиран дълг и БВП (%)	2.0%	1.8%	1.5%	1.3%	1.2%
Оперативен риск	– изградена стабилна институционална структура за управление на държавния дълг, с ясно делегирани отговорности на персонала, която действа в рамките на Министерството на финансите;					
	– поддържане на информационна система за анализ, прогнози и управление на държавния и държавногарантирания дълг - официален регистър за държавния и държавногарантирания дълг;					
	– провеждане на политика за намаляване на оперативния риск чрез прилагане и спазване на вътрешни стандарти и системи за контрол;					
	– подробно разписани правила и процедури за организация на дейността на структурното звено, отговорно за управление на държавния дълг.					

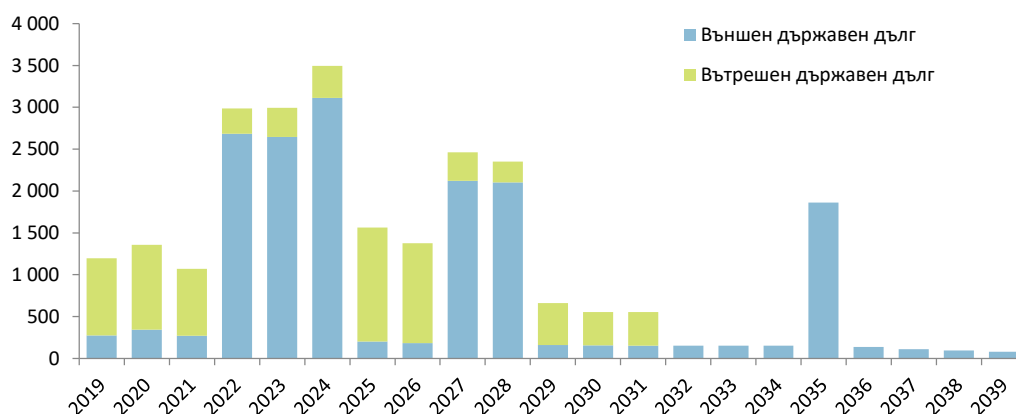
Заб.: \* Данните са прогнозни. Взети са предвид прогнозите за финансирането съгласно актуализираната СБП 2019-2021 г.

## 4.1 Риск от рефинансиране

Времето разпределение и размера на плащанията по главници в дълговия портфейл са представени на графиката по-долу. В годините, когато се падежират облигациите, емитирани на МКП<sup>1</sup> се наблюдава концентрация на плащания, което е предпоставка за прилагането на подходящ инструментариум за рефинансиране на дълга в тези години. Основен приоритет при определяне конкретната структура на новото заемно финансиране е доброто позициониране на бъдещите амортизационни плащания по държавния дълг.

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

(млн. лв.)



\* По дългът, поет към 30 септември 2018 г. и прогнози за поемане на дълг в съответствие с разчетите в актуализираната СБП 2019–2021 г.

Източник: МФ

В периода 2018-2020 г. индикаторът „дял на държавния дълг с остатъчен срок до 1 година в общия размер на държавния дълг в обращение“ отбелязва спад от 4,3% до 3,7%, запазвайки се на ниво, което не предполага дълговият портфейл да бъде изложен на сътресения при рефинансиране. В края на 2021 г. се очаква този показател да достигне ниво от 12,6% в следствие на предстоящия през 2022 г. падеж на 7-годишната емисия еврооблигации, пласирана като част от първата трансакция под основаната GMTN програмата през м.март 2015 г.

Последващо изменение в контекста на предстоящия през 2022 г. падеж се регистрира и при стойността на параметъра среден период до матуритета (Average time to maturity – ATM), която намалява от 6,8 години през 2018 г. до 5,3 години в края на 2021 г.

<sup>1</sup> Към настоящия момент в дълговото портфолио на Република България има шест емисии еврооблигации, пласирани на МКП – пет под GMTN програмата с падеж 2022 г., 2023 г., 2027 г., 2028 г. и една със самостоятелна документация с падеж през 2024 г.

## 4.2 Пазарен риск

Валутната и лихвената структура на държавния дълг, очаквана към края на 2018 г. с преобладаващ дял на задължения в лева и евро - от около 99,4% и фиксирани лихвени купони – 96,1% се планира да се запази и през целия период 2019–2021 г. Неутралното влияние от изменението в стойностите на основните пазарни променливи върху дълга и на средствата за неговото обслужване не индикира зависимост на дълговия портфейл от въздействието на пазарните рискове.

И в бъдеще следването на подход за поемане на ново дългово финансиране основно с фиксирани лихвени проценти и рисково неутрални валути, в контекста на съществуващия режим на паричен съвет при фиксирано равнище на валутния курс на лева към еврото, минимизира влиянието на пазарните рискове и осигурява по-добра прогнозируемост на разходите за обслужване на дълга.

За периода 2018–2021 г. стойността на средното време за фиксиране на лихвените купони по дълга (Average time to refixing) се съкращава от 6,8 години на 5,3 години, основно поради настъпващия падеж на 7-годишните еврооблигации, емитирани на МКП през 2015 г. под основаната GMTN програма. Въпреки изменението, нивото на параметъра не индикира сериозна чувствителност на дълговия портфейл към влиянието на пазарния риск.

## 4.3 Ликвиден риск

В средносрочен план, вследствие на последователната фискална политика през последните години и заложените цели за постигане и поддържане на близка до балансирана бюджетна позиция и ниското ниво на показателя дълг към БВП, рисковете пред устойчивостта на държавната задлъжнялост също са ниски. Управлението на ликвидния риск и свеждането му до приемливи нива, в контекста на дълговото управление, изисква провеждането на емисионна политика, която се асоциира с възможностите при необходимост за набавяне и осигуряване на ликвидни средства за покриване на краткосрочните задължения на правителството, в т. ч. за рефинансиране на дълга в обращение. Поддържането на стабилна ликвидна позиция и наличието на значителен по размер фискален резерв<sup>2</sup> (по отчетни данни към 31.08.2018 г. – 10,9 млрд. лв.) е с превантивно действие и способства за минимизиране влиянието на ликвидните рискове.

---

<sup>2</sup> Обхватът на показателя фискален резерв е в съответствие с § 1, т. 41 от допълнителните разпоредби на Закона за публичните финанси.



Нивото на съотношението „дълг до 1 година/данъчно-осигурителни приходи“ (измерител на ликвидния риск) в средносрочен план се движи в порядъка от 3,2% през 2018 г. до 2,2% през 2020 г. Предстоящият падеж на 7-годишната емисия еврооблигации от 2015 г., пласирана в рамките на GMTN програмата за емитиране на дълг на МКП оказва последващо влияние и при измерване на визирания показател, като съотношението ще нарастне до 7,2% в края на 2021 г.

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

Предварителните оценки за динамиката на съотношението „дълг на сектор Държавно управление към БВП“ през текущата и следващите три години (2019–2021 г.) остават далеч под максимално допустимата референтна стойност на Маастрихтския критерий за конвергенция от 60% и гарантират запазване на равнището на държавна задлъжнялост в рамките на устойчиви граници.

На база последните годишни данни, публикувани от Евростат през месец октомври 2018 г., съотношението - дълг на сектор „Държавно управление“ спрямо БВП към края на 2017 г. възлиза на 25,6% (при 29,6 % в края на 2016 г.). Текущата стойност на показателя отрежда на Република България за поредна година трето място сред страните-членки на ЕС с най-ниска държавна задлъжнялост. По прогнозни данни, нивото на този параметър се очаква постепенно да се понижава всяка година от периода 2018–2021 г., достигайки съответно до 22,5%<sup>3</sup> през 2018 г., 20,5%<sup>3</sup> през 2019 г., 19,0%<sup>3</sup> през 2020 г. и 17,7%<sup>3</sup> през 2021 г.

Основен дял и компонент с най-съществено влияние върху дълга на сектора продължава да заема държавният дълг, поет по реда на ЗДД, с дял от около 91% към края на 2017 г., което предопределя водещото значение на провеждата дългова политика в контекста изменението на консолидационните задължения. В условията на намалена потребност от дългово финансиране на бюджета, добрата бюджетна позиция и благоприятна макроикономическа среда, по прогнозни изчисления размерът на държавния дълг в номинално изражение през периода 2018–2021 г. се предвижда да намалее до 22,0 млрд. лв. Съотношението „държавен дълг/ БВП“ също следва тенденция на намаление през целия разглеждан период съответно от 20,5% през 2018 г. до 16,5% в края на 2021 г.

<sup>3</sup> Спрямо прогнозното ниво на БВП съгласно есенната макроикономическа прогноза на МФ, октомври 2018 г., октомври 2018 г., <http://www.minfin.bg/bg/866>

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

През 2018–2019 г. се наблюдава подобрене при изменението на индикаторите за оценка на този вид риск - съотношението на ДГД към БВП и към общия размер на държавния дълг.

Предвижда се ДГД да регистрира спад, както в номинално изражение, така и като съотношение спрямо БВП. Като дял от БВП се предвижда ДГД да отчете ниво от 1,8% в края на 2018 г. (при 2,0% в края на 2017 г.), а спрямо размера на държавния дълг до ниво от 8,6% (при 8,5% в края на 2017 г.). През 2021 г. се очаква ДГД да отбележи последващ спад до ниво от 1,2% от БВП или до 7,1% от държавния дълг.

Допълнителен положителен ефект се очаква и от стриктно регулирания, подчинен на определени критерии и обвързан с оценка на риска за бюджета подход при одобряването на нови държавни гаранции. Текущото проследяване на финансовото състояние на бенефициентите, оценката на риска от материализация на съществуващите условни задължения, респ. ежегодното определяне на ограничения за максималния размер на новите държавни гаранции, които могат да бъдат издадени през съответната година, както и предвиждания в годишния ЗДБРБ резерв за покриване на риска от активиране на държавни гаранции също спомагат за лимитиране влиянието на риска и поддържането му на безопасно ниво.

## **4.6 Оперативен риск**

През периода 2019–2021 г. се предвижда запазване на насочените към формата на организация дейности по управление и контрол на суверенните задължения, пряко свързани с прилагането на последователна и стандартизирана вътрешна система за контрол. Подходът за спазване на досега прилаганите законови разпоредби за финансово управление и контрол в публичния сектор, както и разработените в тази връзка правила и процедури за работа в звеното, отговорно за управление на дълга в МФ, с ясно систематизирани отговорности на служителите ще продължи да бъде прилаган и в бъдеще. Текущата поддръжка и усъвършенстването на функционалните възможности на създадения официален регистър на държавния и държавногарантирания дълг, софтуер – автоматизиращ процесите по обработка на данните, свързани с управлението на суверенните задължения и осигуряващ качество и надеждност на информацията, допълнително подобрява рисковият профил. ■

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

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

### 5.1 Подцел: Поддържане на контролирани темпове на изменение на параметрите на държавния дълг

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

В предстоящия тригодишен период 2019–2021 г. политиката по ново заемане ще се осъществява при стриктното спазване на законоустановените ред и процедури и при съблюдаване на заложените в Закона за държавния бюджет дългови ограничения. Заемната политика ще се детерминира от постигнатия устойчив икономически растеж, подобрението на бюджетните параметри и акумулираните средства във фискалния резерв. Нуждите от финансиране на бюджета, в т.ч. с цел осигуряване на средства за рефинансиране на дълга в обращение, ще продължат да бъдат обезпечавани чрез приоритетно поемане на дълг в евро и лева, при фиксирани лихвени проценти. Този подход, предшестван от извършването на комплексен анализ на пазарните източници и оценка на съответните дългови инструменти, ще осигури както добра прогнозируемост по отношение на разходите за обслужване на дълга, така и устойчивост на изменението на основните му характеристики.

Одобряването на нови инвестиционни проекти за финансиране с държавни и държавногарантирани заеми и в рамките на разглеждания период (2019–2021 г.) ще продължи да бъде рестриктивно в контекста на изпълнението на поставените правителствени приоритети за насърчаване развитието на ключови сектори в икономиката. Ще се следва последователен аналитичен подход и отчитане изпълнението на нормативно определените ред и условия<sup>4</sup> в съответствие със степента на готовност за реализация и финансиране на проектите и бъдещото отражение на дълговото

<sup>4</sup> 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, приета с Постановление № 337 на Министерския съвет от 2015 г. (обн., ДВ, бр. 94 от 2015 г.).

финансиране върху държавния бюджет. И през 2018 г. в рамките на проведената процедура по реда на Наредбата за 2019 г. не са одобрени нови инвестиционни проекти, за чието финансиране да се сключват договори за ДЗ и нови проекти, за които да се издава държавна гаранция по заеми за финансирането им.

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

Предвид актуалността на дефинираната подцел и като част от мерките за подобряване на бюджетната позиция на страната ще продължи провежданата от правителството политика на придържане към регламентиранията ограничения за ниво на държавна задлъжнялост. За постигане на заложената подцел, с оглед превенция от неконтролируемото нарастване на държавния дълг и запазването му на устойчиво ниво, в средносрочен план се предвижда същото да бъде осигурено чрез определяните в годишните закони за държавния бюджет дългови ограничения. Като се имат предвид очакванията за доброто изпълнение на държавния бюджет през 2018 г., водещи до намалена потребност от набавяне на дългово финансиране и отсъствието на големи плащания по падежиращ се дълг през периода, се очаква през 2019 г. държавният дълг да остане на ниво от около 22,2 млрд. лв. или 19,1% от прогнозното ниво на БВП. При прогноза за благоприятно макроикономическо развитие и поддържането на устойчив и относително висок темп на растеж на БВП и намаляваща необходимост за осигуряване на финансов ресурс от дългови източници се предвижда съотношението на държавния дълг спрямо БВП да намалява. Към края на 2021 г. дългът ще възлезе на ниво от около 22,0 млрд. лв. или 16,5% от БВП.

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

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

Отсъствието на пикови плащания по външните еврооблигации през периода 2019–2021 г. и протичащата фискална консолидация превръщат вътрешният дългов пазар в най-ефективния достъпен източник за осигуряване на дългово финансиране на бюджета. Емисионната политика през този период ще има за цел да обезпечи при необходимост текущите ликвидни нужди на бюджета

и да рефинансира настъпващите падежи на ДЦК, емитирани на вътрешния пазар.

Изборът на матуритетната структура на новите дългови книжа ще бъде съобразен със съществуващия погасителен профил на държавния дълг, преобладаващите пазарни условия и инвеститорското търсене, както и с поддържането на бенчмарк облигация за хармонизиран дългосрочен лихвен процент за оценка степента на сближаване, който е един от Маастрихтските критерии за членство в еврозоната.

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

В началото на 2015 г. беше основана Глобалната средносрочна програма на Република България за издаване на облигации на МКП. Програмата представлява стандартизиран за международната инвестиционна общност инструмент за емитиране на облигации, подчинени на английското право, регистрирани за търговия на Люксембургската фондова бора, с клиринг и сетълмент в Юроклиър и Клиърстрийм. Максималният обем на дълга, който може да бъде поет по нея е 8 млрд. евро, като до момента са емитирани еврооблигации със съвкупен номинален обем от 5,144 млрд. евро. Условие за поемането на дълг по програмата е наличието на одобрение за това в съответния приет от Народното събрание годишен закон за държавния бюджет, където се определя и годишен лимит за издаване на книжа по програмата. Програмата осигурява възможност за гъвкавост при избор на най-оптималната стратегия за реализиране на емисионната политика.

Планираната фискална консолидация в средносрочен план, поддържането на стабилна ликвидна позиция на фиска и отсъствието на пикови плащания по държавния дълг през периода 2019–2021 г. не предвиждат използването на този инструмент за обезпечаване на необходимото дългово финансиране през следващите три години.

### 5.3 Подцел: Развитие на пазара на ДЦК

**■ Мярка: Предприемане на стъпки за разширяване обхвата на мониторинга на вторичния пазар на ДЦК**

В края на 2017 г. едновременно стартира вторичната търговия на ДЦК на многостранна система за търговия (E-Bond Bulgaria) и на регулиран пазар (Българска фондова борса – София“ АД), с което се разшири обхвата както на пазара на ДЦК и мониторинга върху него от страна на МФ.

В тази връзка през 2018 г. стартира процесът по изграждане на интегрирана информационна система (Система за мониторинг, анализ, регистрация и търговия на ДЦК /СМАРТ/), с цел обезпечаване мониторинга на вторичния пазар на ДЦК в съответствие с динамично променящите се нови регулации в областта на финансовите услуги и евентуална промяна в методологията за оценка на представянето и избор на първичните дилъри на ДЦК.

**■ Мярка: Перспективи за развитието на вторичния пазар на ДЦК през 2019–2021 г.**

В тази връзка през периода 2019–2021 г. ще продължат действията по внедряването и усъвършенстването на визираната система, с помощта на която, както и на базата на анализи на пазара на ДЦК, в средносрочен аспект ще бъде осъществена промяна на системата за първично дилърство, респективно на Критериите за избор на ПД на ДЦК с цел покриване от страна на ПД на изискванията за прозрачност и ликвидност на вторичния пазар на ДЦК.

В периода 2019–2021 г. се предвижда доизграждане на допълнителната функционалност на СМАРТ относно поддържане на информация за късите продажби и някои аспекти на суапите за кредитно неизпълнение, при осъществяване на правомощията на министъра на финансите по прилагането 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 (Регламент 236/2012).

Предвиждат се законодателни промени с цел хармонизиране на българското законодателство с европейското и моделиране на пазарната инфраструктура, посредством изграждане на механизми за постигане на стратегическите цели, поставени пред държавите членки за пруденциални изисквания към кредитните институции и инвестиционните посредници, както и осигуряване на подходящи правомощия, необходими на надзорните органи за изпълнение на техните функции. ■

## АБРЕВИАТУРИ И РЕЧНИК

### ■ Използвани абрeвиатури

БВП	Брутен вътрешен продукт
БНБ	Българска народна банка
ББР	Българска банка за развитие
БРСЕ	Банка за развитие към Съвета на Европа
ДГД	Държавногарантиран дълг
ДЗ	Държавни заеми
ДИЗ	Държавни инвестиционни заеми
ДЦК	Държавни ценни книжа
ЕБВР	Европейска банка за възстановяване и развитие
ЕИБ	Европейска инвестиционна банка
ЕК	Европейска комисия
ЕС	Европейски съюз
ЕЦБ	Европейска централна банка
ЗДБРБ	Закон за държавния бюджет на Република България
ЗДД	Закон за държавния дълг
ЗПФИ	Закон за пазарите на финансови инструменти
КфВ	Кредитанщалт фюр Виедерауфбау (KfW)
КФП	Консолидирана фискална програма
МКП	Международни капиталови пазари
МФ	Министерство на финансите
МФИ	Международни финансови институции
МБВР	Международна банка за възстановяване и развитие
ПД	Първични дилъри
СБП	Средносрочна бюджетна прогноза
СУДД	Стратегия за управление на държавния дълг
ФГВБ	Фонд за гарантиране на влоговете в банките
ФР	Фискален резерв
ЯБМС	Японска банка за международно сътрудничество
GMTN програма	Глобална средносрочна програма за емитиране на дълг на международните капиталови пазари
МСТ	Многостранна система за търговия
ОТС	Извърнборсов пазар
РП	Регулиран пазар
ОТФ	Организирана система за търговия

## ■ Речник

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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