

ПРОЕКТ

СТРАТЕГИЯ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ 2026–2028



СЪДЪРЖАНИЕ

1. Перспективи за развитие на дълговото управление – основни допускания.....	4
2. Държавен и държавногарантиран дълг	11
2.1 Държавен дълг	11
2.2 Държавногарантиран дълг	14
3. Икономически перспективи за периода 2025–2028 г.	16
3.1 Развитие на националната икономика през 2025 г.	16
3.2 Очаквания за икономическото развитие през 2026 –2028 г.	17
3.3 Рискове пред макроикономическата прогноза	18
4. Анализ на рисковете, свързани със структурата на държавния дълг за периода 2026 – 2028 г.....	19
4.1 Риск от рефинансиране	20
4.2 Пазарен риск.....	21
4.3 Ликвиден риск	23
4.4 Риск, свързан с размера на дълга	24
4.5 Риск, свързан с условните задължения под формата на държавни гаранции.....	25
4.6 Оперативен риск	26
5. Цели на политиката по управление на държавния дълг.....	28
5.1 Подцел: Поддържане на устойчиви параметри на държавния дълг ..	28
5.2 Подцел: Обезпечаване на възможностите за пазарноориентирано дългово финансиране, гарантиращо устойчивостта на държавния бюджет	30
5.3 Подцел: Развитие на пазара на ДЦК.....	33
Абревиатури и речник.....	36

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

Предложената Стратегия за управление на държавния дълг за периода 2026–2028 г. е изготвена при използване на добри международни практики и съгласно разпоредбите на чл. 16, ал. 1 от Закона за държавния дълг и чл. 77а от Закона за публичните финанси. Обект на Стратегията е държавният дълг – вътрешен и външен, поет по реда на Закона за държавния дълг. ■

1. ПЕРСПЕКТИВИ ЗА РАЗВИТИЕ НА ДЪЛГОВОТО УПРАВЛЕНИЕ – ОСНОВНИ ДОПУСКАНИЯ

Стратегията за управление на държавния дълг за периода 2026–2028 г. е изготвена при отчитане на показателите за очакваното изпълнение на държавния бюджет за 2025 г. и на база допусканията, при които са разработени законопроекта за държавния бюджет за 2026 г. и проектът на актуализираната СБП за периода 2026-2028 г., като са взети предвид основните макроикономически показатели и прогнозата за тяхното развитие от есенната макроикономическа прогноза на Министерството на финансите за периода 2025-2028 г. Информацията в документа е изготвена в евро при официален валутен курс от 1,95583 лева за 1 евро, съгласно чл. 5 от Закона за въвеждане на еврото в Република България.

През периода 2026-2028 г. управлението на държавния дълг запазва стратегическата си насоченост към осигуряване на необходимите ресурси за рефинансиране на дълга в обращение, финансиране на планираните дефицити по държавния бюджет и подкрепа на ликвидността. Дефинираните цели в тази област на политика са насочени към обезпечаване на възможности за пазарноориентирано финансиране на местния и на международните капиталови пазари, както и за договаряне на държавни заеми по линия на инструменти на Европейския съюз и от международни финансови институции, включително за финансиране на проекти и програми, при спазване на нормативно регламентиранияте годишни дългови ограничения.

С проекта на ЗДБРБ за 2026 г. се предвижда максималният размер на новия държавен дълг, който може да бъде поет през годината да бъде до 10 500 млн. евро, в т.ч. сключване на споразумение за предоставяне на финансова помощ под формата на заем в размер до 3 261,7 млн. евро по линия на европейския инструмент „Мерки за сигурността на Европа (SAFE) чрез укрепване на европейската отбранителна промишленост“, създаден с Регламент (ЕС) 2025/1106 на Съвета от 27 май 2025 г. В рамките на законово ограничение за нов държавен дълг могат да се емитират ДЦК на вътрешния дългов пазар и на международните капиталови пазари в общ номинален размер до 6,7 млрд. евро, както и да се ратифицират подписаните през 2025 г. Финансови договори за структурни програмни заеми в общ размер до 500 млн. евро с ЕИБ (250 млн. евро) и БРСЕ (250 млн. евро) за съфинансиране на проекти, изпълнявани със средства от Европейските фондове при споделено управление, през програмния период 2021-2027 г. Предвидена е и възможност за поемане на дълг чрез сключване на договор за финансов лизинг от Държавния авиационен оператор в размер до 60,0 млн. евро по проект „Закупуване на 3 броя комбинирани вертолети за пожарогасене от въздух, търсене и спасяване и други дейности“.

Размерът на дълга в обращение, който следва да бъде рефинансиран през 2025 г. (падаещ се дълг от предходни години) възлиза на 1,4 млрд. евро, основната част от които 1,3 млрд. евро за падежи на ДЦК, емитирани на вътрешния пазар. Освен за рефинансиране на дълга в обращение, в ограничението за нов държавен дълг е предвидено да бъде осигурено ново дългово финансиране за покриване на планирания дефицит по държавния бюджет и подкрепа на ликвидността, в т.ч. за осигуряване на възможност за поемане на дълг за специфични програми за капитализация на търговски дружества с държавно участие в капитала в сферите на сектор В и К, регионално развитие, отбрана, здравеопазване, енергетика и иновации (подробно описани в т. 4.4 Придобиване на дялове, акции и съучастия от АСБП за периода 2026-2028 г.).

Заемът в размер до 3 261,7 млн. евро (определена индикативна стойност от ЕК за Република България) по линия на европейския инструмент „Мерки за сигурността на Европа (SAFE) чрез укрепване на европейската отбранителна промишленост“, създаден с Регламент (ЕС) 2025/1106 на Съвета от 27 май 2025 г. е предназначен за финансиране на идентифицирани като приоритетни проекти с ключово за отбраната и сигурността на страната значение, съответстващи на изискванията за допустимост на финансовия инструмент. Финансовият механизъм осигурява финансова помощ на държавите членки под формата на дългосрочни заеми в общ размер до 150 млрд. евро, позволяваща им да направят спешни и мащабни публични инвестиции с цел постигането на по-устойчива, иновативна и конкурентоспособна подкрепа на европейската отбранителна промишленост.

Финансовият договор между Република България и ЕИБ за финансиране на проект „България – съфинансиране по фондовете на ЕС 2021 – 2027 г. (СПЗ)“ Б (одобрен с решение по т. 8 от дневния ред на заседанието на Министерския съвет, проведено на 6 август 2025 г.) е подписан за Република България на 11 септември 2025 г. в София и за Европейската инвестиционна банка на 17 септември 2025 г. в Люксембург и е внесен за ратификация от Народно събрание. Средствата от заема осигуряват необходимия финансов ресурс за покриването на националния принос по проектите, изпълнявани по програмите „Транспортна свързаност“, „Околна среда“, „Развитие на регионите“, „Конкурентоспособност и иновации в предприятията“ и „Научни изследвания, иновации и дигитализация за интелигентна трансформация“.

Рамковото споразумение за заем в размер на 250 млн. евро между Банката за развитие на Съвета на Европа и Република България, Механизъм за съфинансиране на програми, съфинансирани от Европейския социален фонд плюс, през 2021-2027 г. програмен период (одобрено с решение по т. 6 от заседанието на Министерския съвет на 8 май 2025 г., като основа за водене на преговори) е подписано на 2 юни 2025 г. в Париж и на 25 юни 2025 г. в София и е внесено за ратифициране от Народното събрание. Заемът е предназначен да подпомага усвояването на средствата от Европейския социален фонд плюс, като

частично ще покрива българския принос при финансиране изпълнението на инвестиционни проекти, изпълнявани със средства от програми „Развитие на човешките ресурси 2021-2027“ и „Образование 2021-2027“.

Усвояванията на средствата от тези заеми се обвързват с разчетите по закона за държавния бюджет на Република България за съответната бюджетна година. След въвеждане на еврото като официална валута Република България следва да се присъедини към Договора за създаване на Европейския механизъм за стабилност (ЕМС), като съгласно чл. 12, параграф 3 от този договор в българското законодателство трябва да се въведат клаузи за колективно действие по модел на Икономическия и финансов комитет на ЕС, приложими за всички държавни ценни книжа (ДЦК) с първоначален срок на падеж над една година, емитирани след влизане в сила на Договора за създаване на ЕМС.

За въвеждане на тези клаузи в националното законодателство се предвижда да бъде изменен Законът за държавния дълг, както и договорите, с които е установена Средносрочната програма за емитиране на облигации на международните капиталови пазари. В допълнение на задължението за въвеждането на клаузите за колективно действие по модела на Икономическия и финансов комитет на ЕС, договорите, с които е установена Средносрочната програма следва да бъдат актуализирани и с настъпилите през изминалите десет години регулаторни и законодателни промени в областта на финансовите пазари. В тази връзка с проектозакона за държавния бюджет се предоставя мандат на Министерския съвет, съответно на министъра на финансите да предприема действия за промени по тази програма, при условие на последваща ратификация.

През следващия период 2027-2028 г. се планира ново дългово финансиране в размер на 7,7 млрд. евро годишно, като предстоящите през този период погашения по дълга са в размер на 1,8 млрд. евро през 2027 г. и 2,1 млрд. евро през 2028 г.

Съпътстващите реализирането на новото дългово финансиране основни рискове през 2025 г., в т.ч.: геополитически, пазарни и др., са относими и за целия тригодишен период. Рисковете, породени от външни фактори, които емитентът не би могъл да управлява, като волатилност на финансовите пазари, геополитическа несигурност и др., потенциално се отразяват и на вътрешния дългов пазар, който е със сравнително ограничен капацитет и пазарни участници. Преобладаващият дял на пазарни източници за дългово финансиране предполага привнасяне на всички потенциални външни рискове при осигуряване на необходимото финансиране на планираните дефицити по държавния бюджет и на вътрешния пазар.

Табл. 1: Дълг и лихвени разходи – ключови параметри

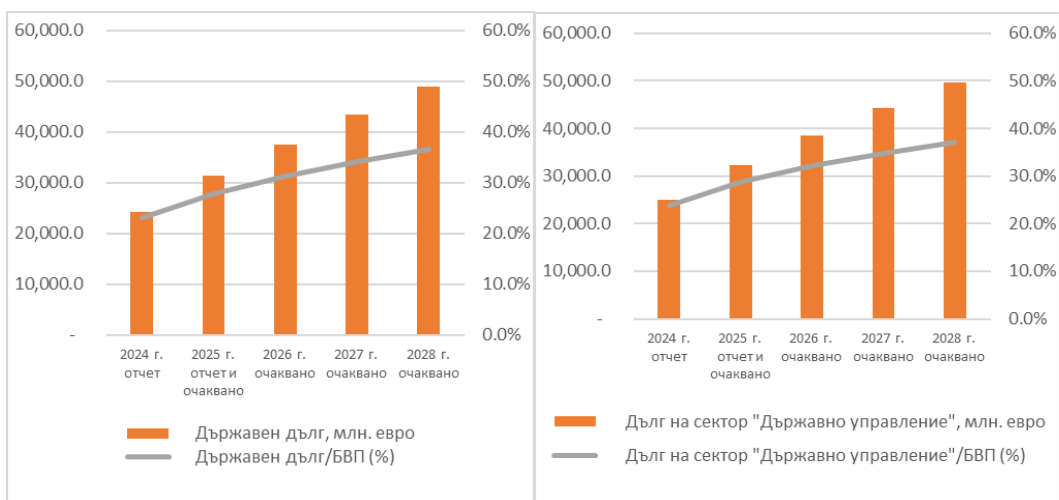
Показател	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.
	отчет	отчет и очаквано	проект	прогноза	прогноза
Държавен дълг					
Държавен дълг, млн. евро	24,227.0	31,335.5	37,587.7	43,462.6	48,976.3
Държавен дълг/БВП (%)	23.1%	27.8%	31.3%	34.2%	36.6%
Държавногарантиран дълг					
Държавногарантиран дълг, млн. евро	869.0	769.1	4,623.2	4,642.0	4,578.0
Държавногарантиран дълг/БВП (%)	0.8%	0.7%	3.8%	3.7%	3.4%
Дълг на сектор "Държавно управление"					
Дълг на сектор "Държавно управление", млн. евро	24,976.9	32,327.3	38,573.9	44,239.5	49,624.6
Дълг на сектор "Държавно управление"/БВП (%)	23.8%	28.6%	32.1%	34.8%	37.1%
Разходи за обслужване на държавния дълг					
Лихвени разходи по дълга, млн. евро	487.4	710.6	1,069.5	1,417.3	1,727.8
Лихвени разходи по дълга/БВП (%)	0.5%	0.6%	0.9%	1.1%	1.3%
БВП*, млн. евро	104,767.2	112,902.9	120,163.3	127,053.4	133,739.1

* БВП за 2024 г. по данни на НСИ, за периода 2025-2028 г. - съгласно есенната макроикономическа прогноза на Министерството на финансите за периода 2025-2028 г.

Източник: МФ

Въз основа на допусканията за ново дългово финансиране през периода 2026-2028 г. се наблюдава нарастване на държавния дълг както в абсолютна стойност, така и като дял от БВП. Предвижда се нивото му в номинално изражение да достигне до около 49,0 млрд. евро към края на 2028 г., а съотношението на държавния дълг към БВП съответно до 36,6%.

Фиг. 1: Размер на държавния дълг и дълга на сектор „Държавно управление“ за периода 2024 – 2028 г.



* БВП за 2024 г. по данни на НСИ, за периода 2025-2028 г. - съгласно есенната макроикономическа прогноза на Министерството на финансите за периода 2025-2028 г.

Източник: МФ

За целия тригодишен прогнозен период се очаква в лихвената и във валутната структура на държавния дълг доминантен да се запази делът на дълга с фиксиран

лихвен процент и на този, деноминиран в евро. В края на периода цялото дългово портфолио ще бъде съставено от задължения с фиксирани лихвени проценти, а 97,4% от дълга ще е в евро.

Очакваното нарастване на държавния дълг обуславя и увеличаване на лихвените разходи за обслужването на държавния дълг в средносрочен хоризонт. През периода 2026-2028 г. разходите за лихви се предвижда да се увеличават и да формират съответно 1 069,5 млн. евро или 0,9% от БВП за 2026 г., 1 417,3 млн. евро или 1,1% от БВП за 2027 г. и 1 727,8 млн. евро или 1,3% от БВП за 2028 г.

През 2026 г. със законопроекта е определен максимален размер на новите държавни гаранции, които могат да бъдат издадени през годината до 3 800 млн. евро, от които 2 050 млн. евро по Закона за държавния дълг във връзка с финансиране на проекти със стратегическо значение от енергийния сектор:

1. на „Булгартрансгаз“ ЕАД в размер до 192 299 056 евро или тяхната равностойност в друга валута за финансиране на инвестиционен проект „Разширение на газопреносната инфраструктура на „Булгартрансгаз“ ЕАД във връзка с инициативата Вертикален коридор на газопреносните оператори на България, Гърция, Румъния, Унгария, Словакия, Украйна и Молдова“, осигуряваща възможност за пренос на допълнителни обеми природен газ, при спазване на законодателството в областта на държавните помощи, чрез реализация на следните инвестиционни проекти:

- а) „Повишаване на капацитета за пренос на природен газ в точка на междусистемно свързване Кулата/Сидирокастро в посока от Гърция към България“;

- б) „Повишаване на капацитета за пренос на природен газ в точка на междусистемно свързване Негру Вода/Кардам в посока от България към Румъния“;

- в) „Довеждаща газопреносна инфраструктура с високо налягане за храняване на потребители в Източномаришкия регион“.

2. на „Булгартрансгаз“ ЕАД за финансиране на инвестиционен проект от общ интерес 6.20.2 „Разширение на капацитета на ПГХ Чирен“, в размер до 207 586 411 евро или тяхната равностойност в друга валута, при спазване на условията в решението на ЕК по дело за държавна помощ SA.106120 (2023/N) – Bulgaria State guarantee to Bulgartransgaz EAD for expansion of the capacity of the Chiren natural gas storage facility.

3. на „Националната електрическа компания“ ЕАД за финансиране на инвестиционен проект „Модернизация и рехабилитация на ПАВЕЦ „Чаира“, в размер до 79 250 242 евро или тяхната равностойност в друга валута, при спазване на законодателството в областта на държавните помощи.

4. на „Националната електрическа компания“ ЕАД за финансиране на инвестиционен проект „Увеличаване обема на долния изравнител на ПАВЕЦ

„Чаира“ с изграждането на язовир „Яденица“ и реверсивен напорен тунел за връзка с язовир „Чаира“ в размер до 38 346 891 евро или тяхната равностойност в друга валута, при спазване на законодателството в областта на държавните помощи.

5. на АЕЦ „Козлодуй – Нови мощности“ ЕАД за финансиране на проект „Изграждане на нова ядрена мощност от най-ново поколение на площадка на АЕЦ „Козлодуй“ (7 блок) в размер до 1 500 417 089 евро или тяхната равностойност в друга валута, при спазване на законодателството в областта на държавните помощи.

В рамките на следващата бюджетна година, съгласно чл. 37, ал. 1, т. 4 от Закона за публичните финанси могат да бъдат издавани държавни гаранции в размер до 1 750 млн. евро, в т.ч.:

1. по Закона за кредитиране на студенти и докторанти в общ размер до 15,4 млн. евро. за прилагането на програмата за студентско кредитиране;
2. по Закона за Българската банка за развитие, които Министерския съвет може да издава, както и да одобрява споразуменията за държавни гаранции и да ги предлага на Народното събрание за ратифициране по заеми от местни, чуждестранни и международни институции и/или емитирани от Българската банка за развитие облигации в размер до 1 728,3 млн. евро или тяхната равностойност в друга валута във връзка с финансирането на „Националната програма за енергийна ефективност на многофамилните жилищни сгради за периода 2026-2030 г.“ по чл. 111 от проекта на ЗДБРБ и във връзка с реализиране на Инвестиционната програма за общински проекти по чл. 115 от проекта на закон, при спазване на законодателството в областта на държавните помощи.

При допускания за издаване на планираните в проекта на Закон за държавния бюджет на Република България за 2026 г. държавни гаранции в максимален размер до 3 800 млн. евро и усвояване на заемите през годината в пълен размер, през 2026 г. се очаква нарастване на държавногарантирания дълг до ниво от около 4,6 млрд. евро или 3,8% от БВП. За периода до 2028 г. прогнозите са за запазване размера на държавногарантирания дълг в абсолютна стойност на нивото му от края на 2026 г. (4,6 млрд. евро). Като относителен дял спрямо БВП в края на 2028 г. (3,4%) се предвижда намаление от 0,4 пр. п. спрямо прогнозното му ниво в края на 2026 г. (3,8%).

В тригодишна перспектива се очаква консолидираният дълг на сектор „Държавно управление“¹ да достигне до 38,6 млрд. евро (32,1% от БВП) в края на 2026 г., 44,2

¹ Дългът на сектор „Държавно управление“ се състои от дълга на подсектор „Централно управление“ (преобладаваща част от него заема държавният дълг), подсектор „Местно управление“ и подсектор „Социалноосигурителни фондове“, при спазване на принципа на консолидация (елиминирание на онези задължения, чиито съответстващи финансови активи са притежание на институционални единици от сектор „Държавно управление“).

млрд. евро (34,8% от БВП) в края на 2027 г. и 49,6 млрд. евро (37,1% от БВП) в края на 2028 г.

При управлението на суверенните задължения се запазва уязвимостта на рисковете, които кореспондират както с прогнозите за дълга в абсолютна стойност, обезпечаване на предвидените в средносрочен план обеми ново дългово финансиране, планирани да бъдат набавени основно на пазарен принцип, така и със структурата и профила на дълга в обращение, главно формиран от секюритизиран дълг и преобладаващ дял на външни дългови задължения, в т.ч. очаквания номинален ръст на лихвените разходи и др. ■

DRAFT

2. ДЪРЖАВЕН И ДЪРЖАВНОГАРАНТИРАН ДЪЛГ²

2.1 Държавен дълг

Към края на 2025 г. се очаква номиналният размер на държавния дълг да възлезе на ниво от 31,3 млрд. евро, при максимално допустим размер съгласно ЗДБРБ за 2025 г. от 31,5 млрд. евро (61,7 млрд. лв.). В абсолютна стойност дългът нараства със 7,1 млрд. евро в сравнение с отчетеното в края на 2024 г. ниво от 24,2 млрд. евро, в резултат на новоемитираните ДЦК на вътрешния пазар и на МКП, усвояване на средства по държавен заем от ЕИБ и извършени погашения по държавния дълг към външни и вътрешни кредитори. Съотношението на дълга към БВП се очаква да достига до 27,8% от БВП в края на 2025 г., което представлява нарастване с 4,7 пр. п. спрямо отчетеното ниво в края на 2024 г. (23,1%).

В рамките на определения в ЗДБРБ за 2025 г. максимален размер на новия държавен дълг, който може да бъде поет през годината от 9,7 млрд. евро (18,9 млрд. лв.), към края на октомври 2025 г. е поет нов държавен дълг в размер на 8 983,9 млн. евро, в т.ч. 7 200 млн. евро от емисии на облигации, деноминирани в евро, по Глобалната средносрочна програма за емитиране на дълг на международните капиталови пазари (GMTN програма), 1 533,9 млн. евро под формата на емитирани държавни ценни книжа (ДЦК) на вътрешния пазар и 250 млн. евро усвоявания по Финансов договор между Република България и Европейската инвестиционна банка за финансиране на проект "България–съфинансиране по фондовете на Европейския съюз 2021–2027 (СПЗ)", подписан за Европейската инвестиционна банка на 9 декември 2024 г. в Люксембург и за Република България на 12 декември 2024 г. в София (ратифициран от Народното събрание със закон, обн., ДВ, бр. 7/ 24.01.2025 г.).

Емисионната дейност през 2025 г. стартира в условията на неприет закон за държавния бюджет за годината, като за периода до приемане на ЗДБРБ за 2025 г. бяха прилагани разпоредбите на чл. 87, ал. 1 и ал. 2 на Закона за публичните финанси, при действието на разпоредбите на Закона за събирането на приходи и извършването на разходи през 2025 г. до приемането на Закона за държавния бюджет на Република България за 2025 г., Закона за бюджета на държавното обществено осигуряване за 2025 г. и Закона за бюджета на Националната здравноосигурителна каса за 2025 г. В рамките на разпоредбата на чл. 87, ал. 2 от Закона за публичните финанси, през този период са емитирани ДЦК на вътрешния пазар, деноминирани в лева, в общ номинален размер от 511,4 млн. евро (1,0 млрд. лв.), включващи 3-годишни ДЦК и 7-годишни ДЦК.

² Поради закръгление в млн. евро някои сумарни позиции не се изчерпват от съставните им числа.

За периода 01 януари - 31 октомври 2025 г., на вътрешния пазар са емитирани ДЦК на обща номинална стойност 1 533,9 млн. евро (3 000,0 млн. лв.), разпределени в две нови емисии. Проведени са 12 аукциона на вътрешния пазар разпределени по равно между 3-годишни ДЦК с номинален размер от 818,1 млн. евро (1 600 млн. лв.) и 7-годишни облигации с номинален размер от 715,8 млн. евро (1 400 млн. лв.). Двете облигации са пуснати в обращение през месец януари, като същите са претворени през февруари, март, април, юни, август, септември и октомври, както следва:

- 3-годишни ДЦК деноминирани в лева, с падеж 22.01.2028 г. и годишен лихвен купон от 2,75% с общ пласиран обем от 818,1 млн. евро (1 600 млн. лв.), в т.ч. през януари 153,4 млн. евро (300 млн. лв.); през февруари 51,1 млн. евро (100 млн. лв.); през март 51,1 млн. евро (100 млн. лв.); през април 255,6 млн. евро (500 млн. лв.), през август 153,4 млн. евро (300 млн. лв.) и през октомври 153,4 млн. евро (300 млн. лв.);

- 7-годишни ДЦК, деноминирани в лева, с падеж 29.01.2032 г. и годишен лихвен купон от 3,25% с общ пласиран обем от 715,8 млн. евро (1 400 млн. лв.), в т.ч. през януари 153,4 млн. евро (300 млн. лв.), през февруари 51,1 млн. евро (100 млн. лв.), през март 51,1 млн. евро (100 млн. лв.), през април 153,4 млн. евро (300 млн. лв.), през юни 153,4 млн. евро (300 млн. лв.) и през септември 153,4 млн. евро (300 млн. лв.).

На 28 април 2025 г. в рамките на Средносрочната програма за емитиране на дълг на международните капиталови пазари (GMTN), е пласиран двоен транш облигации в евро на обща номинална стойност от 4,0 млрд. евро: 9-годишни книжа с лихвен купон от 3,50% и обем от 2,250 млрд. евро и 13-годишни книжа с лихвен купон от 4,125% и обем от 1,750 млрд. евро.

Втората трансакция за пласмент на емисии на облигации, деноминирани в евро, на МКП е осъществена на 15 юли 2025 г., като са емитирани облигации в общ размер на 3,2 млрд. евро номинална стойност, разпределени в два транша: първият с номинален обем от 2,0 млрд. евро, срочност 10 г. и лихвен купон от 3,375%, а вторият с номинален обем от 1,2 млн. евро, срочност 20 г. и лихвен купон в размер на 4,125%.

В допълнение към пазарноориентираното финансиране, на 30.06.2025 г. са усвоени средствата от заема по Финансовия договор между Република България и Европейската инвестиционна банка за финансиране на проект "България–съфинансиране по фондовете на Европейския съюз 2021 –2027 (СПЗ)", в размер на 250,0 млн. евро (489,0 млн. лв.). Заемът е първият договорен в рамките на одобрената от банката кредитна линия за страната, в размер до 1 млрд. евро, по която могат да бъдат сключвани финансови договори за структурни програмни заеми за покриването на националния принос по проектите, изпълнявани със средства от Фондовете на ЕС при споделено управление през програмния период 2021 – 2027 г.

Погашенията по държавния дълг през 2025 г. се очаква възлязат в общ размер на 1,8 млрд. евро (3,6 млрд. лв.), от които 1,7 млрд. евро (3,3 млрд. лв.) по вътрешния държавен дълг. Общият размер на лихвените разходи възлиза на 0,7 млрд. евро (1,4 млрд. лв.), от които 0,6 млрд. евро (1,2 млрд. лв.) по външния и 0,1 млрд. евро (0,2 млрд. лв.) по вътрешния държавен дълг. Съотношението на лихвените разходи към БВП възлиза на 0,6%, което е увеличение от 0,1 пр. п. в сравнение с края на предходната година (0,5% за 2024 г.).

Табл. 2: Основни показатели на държавния дълг

Показатели	31.12.2023 г.	31.12.2024 г.	31.12.2025 г.
	отчет	отчет	отчет и очаквано
Общо държавен дълг, млн. евро	20,714.5	24,227.0	31,335.5
БВП, млн. евро	94,525.1	104,767.2	112,902.9
Общо държавен дълг / БВП, (%)	21.9%	23.1%	27.8%
Вътрешен държавен дълг, млн. евро	5,427.6	6,102.5	6,055.0
Външен държавен дълг, млн. евро	15,286.9	18,124.5	25,280.5
Вътрешен държавен дълг/Общо държавен дълг (%)	26.2%	25.2%	19.3%
Външен държавен дълг/Общо държавен дълг (%)	73.8%	74.8%	80.7%
Лихвена структура на държавния дълг			
Дълг с фиксиран лихвен процент, млн. евро	20,605.8	24,155.9	31,292.1
Дълг с променлив лихвен процент, млн. евро	108.6	71.1	43.4
Дълг с фиксиран лихвен процент (%)	99.5%	99.7%	99.9%
Дълг с променлив лихвен процент (%)	0.5%	0.3%	0.1%
Валутна структура на държавния дълг			
Дълг в EUR, млн. евро	15,498.7	16,897.5	23,986.5
Дълг в BGN, млн. евро	5,193.5	5,868.4	6,055.0
Дълг в USD, млн. евро	-	1,443.8	1,274.4
Дълг в други валути, млн. евро	22.3	17.2	19.7
Дълг в EUR (%)	74.8%	69.7%	76.5%
Дълг в BGN (%)	25.1%	24.2%	19.3%
Дълг в USD (%)	0.0%	6.0%	4.1%
Дълг в други валути (%)	0.2%	0.1%	0.1%
Матуритетна структура на държавния дълг (по остатъчен срок)			
Дълг до 1 година включително, млн. евро	1,701.7	1,742.9	1,283.9
Дълг от 1 до 5 години включително, млн. евро	5,521.2	7,042.1	8,204.8
Дълг от 5 до 10 години включително, млн. евро	7,484.6	7,601.3	12,379.3
Дълг над 10 години включително, млн. евро	6,007.1	7,840.7	9,467.5
Дълг до 1 година включително (%)	8.2%	7.2%	4.1%
Дълг от 1 до 5 години включително (%)	26.7%	29.1%	26.2%
Дълг от 5 до 10 години включително (%)	36.1%	31.4%	39.5%
Дълг над 10 години включително (%)	29.0%	32.4%	30.2%
Среден остатъчен срок на държавния дълг (години)	7 г. и 10 м.	8 г. и 3 м.	8 г. и 7 м.

Източник: МФ

В структурата на държавния дълг към 31.12.2025 г. се очаква относителният дял на вътрешния държавен дълг да възлезе на 19,3%, а на външния държавен дълг – на 80,7%, при съответно 25,2% и 74,8% през 2024 г.

Лихвената структура на държавния дълг в края на 2025 г. е съставена основно от задължения, по които се изплащат фиксирани лихвени купони с дял от 99,9% (99,7% за 2024 г.), а частта на задълженията с плаващи лихви представлява 0,1% (0,3% за 2024 г.).

Във валутната деноминация на дълга към края на 2025 г., със сумарно тегло от 95,8% (93,9% за 2024 г.) преобладават задълженията в лева и в евро. През годината се наблюдава намаляване на теглото на дълга в щатски долари до 4,1% (6% за 2024 г.) и запазване на дела на дълга в други валути от 0,1%.

В сравнение с предходната година в матуритетната структура на дълга (по остатъчен срок) намаление отбелязва делът на: дълга с остатъчен срок до 1 г., достигайки до 4,1% (при 7,2 в края на 2024 г.), дълга с остатъчен срок от 1 г. до 5 г. – достигайки до 26,2% (при 29,1 в края на 2024 г.) и дълга с остатъчен матуритет от над 10 г. – достигайки до 30,2% (при 32,4 в края на 2024 г.), за сметка на увеличението на дълга с остатъчен матуритет от 5 г. до 10 г., който нараства с 8,1 пр. п. от 31,4% до 39,5%.

Средният остатъчен срок на държавния дълг в края на 2025 г. се удължава до 8 г. и 7 м. спрямо нивото, отчетено от края на 2024 г. (8 г. и 3 месеца).

2.2 Държавногарантиран дълг

Към края на 2025 г. държавногарантираният дълг се очаква да отбележи спад до 769,1 млн. евро (869,0 млн. евро за 2024 г.), в резултат основно на погасените изцяло два държавногарантирани заема на ФГВБ към ЕБВР и МБВР във връзка с финансиране на проект „Гарантиране на влоговете в банките“. Съотношението „Държавногарантиран дълг/ БВП“ също намалява до 0,7% спрямо нивото от края на предходната година – 0,9%.

Преобладаващата част от държавногарантирания дълг – 64,1% се формира от външни държавногарантирани заеми, предоставени основно по линия на официални кредитори като ЕИБ, ЕК, БРСЕ, ЯАМС и др. Вътрешният държавногарантиран дълг се състои от държавните гаранции, издадени по реда на Закона за кредитиране на студенти и докторанти и гаранции, издадени в полза на „Булгаргаз“ ЕАД и на „Булгратрансгаз“, който към 31 декември 2025 г. се очаква да заеме дял от 35,9% в общия размер на ДГД.

В отрасловата структура на държавногарантирания дълг към 31.12.2025 г. доминантен дял заема сектор „Енергетика“ – 48,9%, следван от сектор „Инструменти на ЕС и ЕИБ“ – 22,0%, сектор „Финансов“ – 19,8%, сектор „Транспорт“ – 4,9%, сектор „Образование“ – 4,0% и сектор „Други“ – 0,4%.

Всички дължими плащания по гарантираните заеми се обслужват регулярно и в съответствие с поетите договорености, респ. не са използвани планираните в ЗДБРБ за 2025 г. средства за покриване на риска от активиране на държавни гаранции. През годината са изцяло погасени два държавногарантирани заема на ФГВБ към ЕБВР и МБВР за финансиране на проект „Гарантиране на влоговете в банките“.

В рамките на ограничението по чл. 74 от ЗДБРБ за 2025 г. през годината са издадени държавни гаранции в размер на 15,4 млн. евро по реда на Закона за

кредитиране на студенти и докторанти и са подписани две Гаранционни споразумения между Република България и „Обединена българска банка“ АД и „Инвестбанк“ АД във връзка с договори за дългосрочни кредити за частично финансиране на проекта „Разширение на газопреносната инфраструктура на „Булгартрансгаз“ ЕАД за изпълнение на инициативата Вертикален коридор на газопреносните оператори на България, Гърция, Румъния, Унгария, Словакия, Украйна и Молдова“ (одобрили с РМС № 623/10.09.2025 г.). Договорът за дългосрочен кредит в размер на 102,3 млн. евро между „Булгартрансгаз“ ЕАД и „Обединена българска банка“ АД е подписан на 12.09.2025 г., а този между „Булгартрансгаз“ ЕАД и „Инвестбанк“ АД за дългосрочен кредит в размер на 25 млн. евро е подписан на 16 септември 2025 г. Проектите от инициативата Вертикален газов коридор са обявени за национални обекти и обекти с национално значение с решение на Министерския съвет през 2024 г.

Табл. 3: Размер и динамика на държавногарантирания дълг

Държавногарантиран дълг, млн. евро	31.12.2023 г.	31.12.2024 г.	31.12.2025 г.
	отчет	отчет	отчет и очаквано
Вътрешен държавногарантиран дълг	29.4	123.9	276.3
1. Гаранции по Закона за кредитиране на студенти и докторанти	29.4	26.7	31.0
2. Гаранции, издадени в полза на "Булгаргаз" ЕАД	-	97.3	108.0
3. Гаранции, издадени в полза на "Булгартрансгаз" ЕАД - "ОББ" АД за финансиране на проект "Разширение на газопреносната инфраструктура"	-	-	137.3
Външен държавногарантиран дълг	780.2	745.1	492.8
1. МБВР /Световна банка/	270.0	220.0	-
2. ЕИБ	112.8	165.3	164.6
3. ЕБВР	150.0	75.0	-
4. Други (ЕВРАТОМ, ЯАМС, БРСЕ, ЕК и др.)	247.4	284.7	328.2
Общ размер на държавногарантирания дълг	809.5	869.0	769.1
Държавногарантиран дълг/БВП (%)	0.9%	0.8%	0.7%

Забележка: БВП за 2023 г. и 2024 г. по данни на НСИ, за 2025 - съгласно есенната макроикономическа прогноза на Министерството на финансите за периода 2025 -2028 г.

Източник: МФ

3. ИКОНОМИЧЕСКИ ПЕРСПЕКТИВИ ЗА ПЕРИОДА 2025–2028 г.

3.1 Развитие на националната икономика през 2025 г.

Промяната в митническата политика на САЩ допълнително увеличи нестабилността в международната среда. Ускорението на търговията преди влизането в сила на по-високите ставки компенсира само частично отрицателния ефект от въвеждането им. Очаква се въздействието да се усети до края на 2025 г. и в по-голяма степен през 2026 г., което се отразява и в понижаване на очаквания за темповете на растеж както на европейската, така и на световната икономика.

Растежът на БВП за периода януари-юни 2025 г. бе 3.2% и бе движан от вътрешното търсене. Нарастването на доходите подкрепи растежа на потреблението на домакинствата, а инвестициите се повишиха най-вече по линия на частната инвестиционна активност. В същото време бе отчетен спад на износа на стоки и услуги. За цялата година се очаква растеж на БВП от 3%.

През първата половина на 2025 г. ръстът на заетостта в българската икономика съществено се повиши до 2%. През втората половина на годината темпът на растеж на заетостта ще се завърне към равнищата наблюдавани през предходните периоди, като за годината се прогнозира нарастване от 1.6%. Коефициентът на безработица се очаква да намалее до 3.6%.

През първата половина на 2025 г. номиналният ръст на компенсацията на един нает достигна 11.1%. Очаква се през втората половина на годината нарастването на компенсацията на един нает леко да се забави и за годината да достигне растеж от 9.9%.

Годишният темп на инфлацията отчете известно ускорение до 4.1% според ХИПЦ през септември 2025 г. спрямо същия период на 2024 г., а инфлацията до края на годината се прогнозира да се забави до 3.9%. Средногодишната инфлация през 2025 г. се очаква да бъде 3.6%.

Балансът по текущата сметка достигна дефицит от 1.9% от БВП до месец юли 2025 г., като прогнозата е размерът да се увеличи до около 3.3% от БВП в края на годината. Стабилното вътрешно търсене ще продължи да подкрепя нарастването на вноса на стоки. През изминалите месеци на 2025 г. при износа бе отчетен номинален спад, повлиян в основна степен от планираните прекъсвания в работата на основни фирми производители и износители в секторите за обработка на нефт и цветни метали.

В края на 2025 г. общо вземанията от частния сектор ще нараснат с 13.9% и ще се забавят леко спрямо края на предходната година. Общо вземанията от предприятия ще се увеличат с 8.5%, понижавайки ръста си спрямо отчетения в

края на предходната година - 10.1%. Вземанията от домакинствата ще запазят относително високия си темп и ще нараснат с 20.9% в края на годината.

3.2 Очаквания за икономическото развитие през 2026 – 2028 г.

Растежът на икономиката ще се забави до 2.7% през 2026 г. Очакваното забавяне в растежа на доходите ще доведе до по-слабо нарастване на потреблението на домакинствата. Прогнозира се умерен растеж на износа и забавяне на нарастването на вноса спрямо 2025 г., като нетният износ ще има леко положителен принос за растежа на БВП. В периода 2027–2028 г. растежът на БВП ще бъде в рамките на 2.5–2.4%.

Негативното демографско развитие в страната и изчерпващите се възможности за увеличаване на предлагането на труд не позволяват трайното поддържане на високия ръст на заетостта, наблюдаван през първата половина на 2025 г. За прогнозния период очакванията за ръста на заетостта са към забавяне от 0.8% през 2026 г., 0.3% през 2027 г., до запазване на нивото без промяна през 2028 г.

През 2026 г. се очаква по-осезаемо забавяне на растежа на доходите от труд, като в номинално изражение темпът на растеж на показателя е оценен на 5.4%. По-съществено забавяне се очаква при доходите в обществената сфера, което ще е и определящо за общата динамика на показателя. В периода 2027 и 2028 г. номиналният растеж на компенсацията на един нает се очаква да се забави, съответно до 4.4% и 4.1%.

Средногодишната инфлация за 2026 г. се очаква да бъде близка до тази през 2025 г., като ще достигне 3.5%. Нарастването на потребителските цени в края на годината ще се забави до 3.3%, в съответствие с очакваното по-слабо нарастване на доходите от труд и съответно забавяне на растежа на потреблението. Компонентите на базисната инфлация и в частност услугите ще запазят водещия си принос за формиране на общия индекс. Средногодишната инфлация ще се забави до 2.9% през 2027 г. и 2.5% през 2028 г. Услугите ще запазят водещия си принос, следвани от храните, като очакваме нарастването на относителните цени при тези компоненти на ХИПЦ да се забавя в годините до края на прогнозния хоризонт.

През прогнозния период се очаква запазване на устойчива външна позиция на страната, въпреки известно увеличение на дефицита по текущата сметка, в условия на стабилно вътрешно търсене и ограничено външно. Балансът ще зависи и от отчитането на вноса на военна техника, което ще доведе до по-съществено нарастване на дефицита до 3.9% през 2027 г., и стойности от около 3.2% от БВП средно за прогнозния период.

През 2026 г. плавното забавяне на темпа на кредитиране ще продължи, този път основно чрез очакваното понижение на вземанията от домакинства, а вземанията от частния сектор ще нараснат общо с 12.6%. По-слабото нарастване

на вземанията от домакинства ще се изрази основно в по-нисък растеж на жилищните кредити и в по-малка степен на забавяне на ръста на потребителските кредити. През 2027 и 2028 г. вземанията от частния сектор ще продължат да се забавят и в края на периода ще нарастват общо с 9.4%. Това ще се случи основно поради по-слабите темпове на растеж на вземанията от домакинства успоредно с очакваното продължаващо понижение на ръста на доходите и потреблението.

3.3 Рискове пред макроикономическата прогноза

Запазват се рисковете свързани с международната икономическа обстановка и все още високата степен на несигурност произтичаща от възможностите за провеждане на протекционистични политики в отделни страни. Очаква се прякото въздействие на тези политики върху българската икономика да бъде ограничено, но са възможни вторични ефекти идващи от държави, които са основни търговски партньори на България по линия на ограничено външно търсене и, съответно, забавен растеж на износа.

Пред прогнозата съществуват и рискове в положителна посока. Предвижда се забавяне в растежа на потреблението на домакинствата през втората половина на 2025 г. и през 2026 г., но ако растежът се задържи висок това може да доведе до по-голямо нарастване на БВП.

Рисковете по отношение на инфлацията, от гледна точка на международната среда, са преобладаващо във възходяща посока и се свързват най-вече с повишената несигурност и геополитическо напрежение, които биха могли да доведат до поскъпване на основните суровини и съответно до по-висока от очакваната инфлация.

4. АНАЛИЗ НА РИСКОВЕТЕ, СВЪРЗАНИ СЪС СТРУКТУРАТА НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ ЗА ПЕРИОДА 2026–2028 г.

Стойностите на представените в табл. 4 основни рискови показатели и дългови параметри за периода 2024-2028 г. са изчислени въз основа на допусканията за ново дългово финансиране, планирани в проекта на ЗДБРБ за 2026 г. и проекта на АСБП за периода 2026-2028 г., в т.ч. на индикативното му разпределение между вътрешни и външни източници (обеми, конкретни инструменти и параметри, времево разполагане). През този период са предвидени емисии на ДЦК на вътрешния и на международните пазари, както и външно финансиране под формата на усвоявания по държавни заеми (в т.ч. по линия на инструменти от ЕС). Резултатите от извършения анализ отразяват степента на влиянието на отделните рискове върху дълговия профил и неговите основни параметри.

Табл. 4: Индикатори за оценка на риска

Риск	Индикатор	2024 г. - отчет	2025 г. - отчет и очаквано	2026 г. - проект	2027 г. - прогноза*	2028 г. - прогноза*
Риск за рефинансиране	Дълг до 1 г. (по остатъчен срок като дял от държавния дълг, %)	7.2%	4.1%	4.4%	4.6%	5.8%
	Среден период до матуритета (години) - Average time to maturity (ATM)	8.4	8.9	9.1	9.6	10.0
Лихвен риск	Съотношение между дълг с фиксиран лихвен процент и дълг с плаващ лихвен процент (%)	99.7% / 0.3%	99.9% / 0.1%	99.9% / 0.1%	100%	100%
	Среден период до следващо фиксиране на лихвените купони (години) - Average time to refixing (ATR)	8.5	8.9	9.1	9.6	10.0
	Продължителност (години) - Duration	7.2	7.5	7.5	7.8	8.0
Валутен риск	Съотношение между външен и вътрешен държавен дълг (%)	74.8% / 25.2%	80.7% / 19.3%	84.6% / 15.4%	84.5% / 15.5%	87.1% / 12.9%
	Съотношение между дълга в рисково неутрална валута спрямо дял на дълга в други валути (% от общия размер на държавния дълг)	94.0% / 6.0%	95.8% / 4.2%	96.6% / 3.4%	97.1% / 2.9%	97.4% / 2.6%
Ликвиден риск	Съотношение между дълг до 1 г. (по остатъчен срок) и данъчно-осигурителни приходи (%)	5.8%	3.5%	3.9%	4.7%	4.9%
Риск, свързан с размера на дълга	Съотношение между консолидиран дълг на сектор "Държавно управление" и БВП (%)	23.8%	28.6%	32.1%	34.8%	37.1%
	Съотношение между държавен дълг и БВП (%)	23.1%	27.8%	31.3%	34.2%	36.6%
Риск, свързан с условните задължения	Съотношение между държавногарантиран дълг и държавен дълг (%)	3.6%	2.5%	12.3%	10.7%	9.3%
	Съотношение между държавногарантиран дълг и БВП (%)	0.8%	0.7%	3.8%	3.7%	3.4%
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					

Забележка: Данните са прогнозни. Вzeti са предвид допусканията за ново дългово финансиране, заложи при изготвяне на разчетите по проекта на ЗДБРБ за 2026 г. и проекта на АСБП 2026-2028.

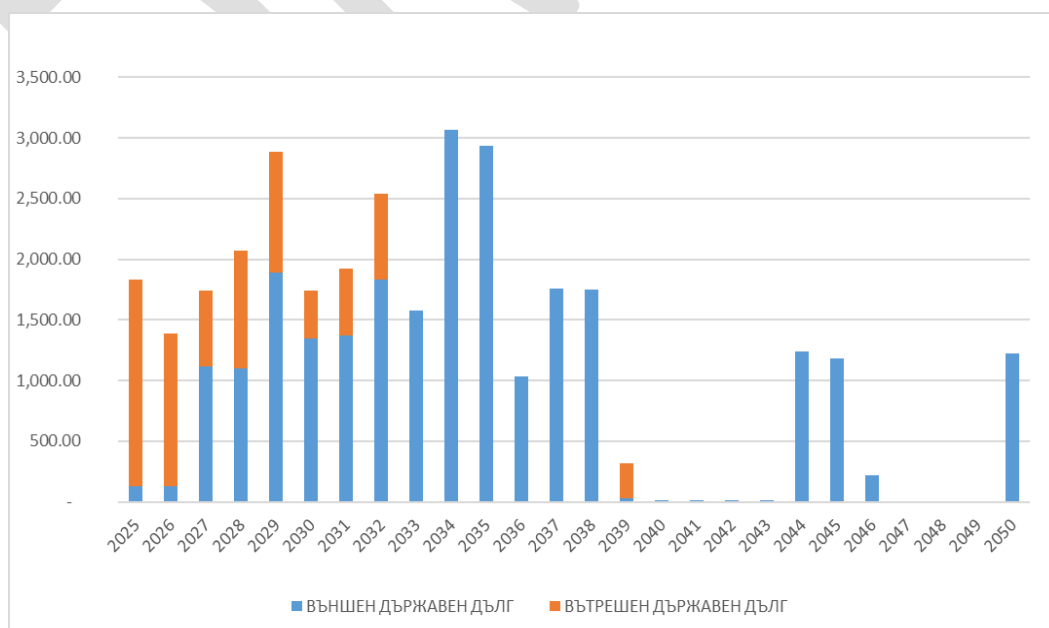
Източник: МФ

4.1 Риск от рефинансиране

Важен източник за идентифициране на влиянието на риска от рефинансиране е амортизационния профил на държавния дълг, който отразява размера настъпващите падежи по държавния дълг през даден период (обикновено една година) и времевото му разпределение. Доколкото този риск се свързва с вероятността падежиращият се дълг да не може да се рефинансира или полученото ново дългово финансиране да бъде осигурено на по-висока цена, в периоди на пазарна волатилност и/или епизодичен достъп до дълговите пазари, допълнително засилват неговото проявление.

Разглеждан като цяло, и в частност в тригодишна перспектива 2026-2028 г., погасителният профил на държавния дълг се характеризира с доминантен дял на падежи по търгуеми дългови инструменти, пласирани както на вътрешния дългов пазар, така и на международните пазари, в рамките на средносрочната програма за емитиране на дълг на МКП. Общият номинален размер на предстоящите за рефинансиране на погашения през този период възлиза на 1,4 млрд. евро през 2026 г. (в т.ч. 1,3 млрд. евро падежи по емисии ДЦК на вътрешния пазар), 1,8 млрд. евро през 2027 г. (в т.ч. 1,1 млрд. евро по емисии ДЦК на външния пазар) и 2,1 млрд. евро през 2028 г. (в т.ч. 1,2 млрд. евро по емисии ДЦК на външния пазар). Подобен погасителен профил кореспондира с увеличеното емитиране на ДЦК през последните години, което предполага и в средносрочен хоризонт нуждите от дългово финансиране да бъдат обезпечени предимно чрез пазарноориентирани дългови инструменти, респ. ясно изразено присъствие на местния и на международните дългови пазари.

Фиг. 2: Погасителен профил на държавния дълг*



* По активния дълг (в млн. евро), поет към 31 октомври 2025 г.

Източник: МФ

Способността за посрещане предстоящите дългови плащания, чийто падеж настъпва през следващите 12 месеца се оценява от дела на държавния дълг с остатъчен срок до 1 година към общия размер на държавния дълг в обращение. През следващия тригодишен период се очаква показателят да се движи в диапазона от 4,4% в края на 2026 г. до 5,8% в края на 2028 г., като сравнително ниските му нива не предполагат сериозна зависимост на дълговия портфейл.

Прогнозните стойности на Средния период до матуритета (АТМ), изчислен като претеглена сума от погашенията по дълга и оставащото време до падеж, показват удължаване на параметъра от 9,1 години през 2026 г. до 10,0 години в края на периода, т.е. дълговият портфейл подлежи на предоговаряне значително по-рядко и следователно по-малка степен на уязвимост при рефинансиране.

4.2 Пазарен риск

Пазарният риск се отнася до потенциални колебания в нивата на основните пазарни индикатори - лихвените проценти (лихвен риск) и валутните курсове (валутен риск). Наличието в дълговия портфейл на определена експозиция задължения, деноминирани в различни валути и с плаващи лихвени проценти, предопределя по-висока волатилност на разходите за обслужване на новия или съществуващия държавен дълг, респ. натиск върху държавния бюджет.

До края на периода се прогнозира лихвената структура на държавния дълг да бъде съставена изцяло от задължения с фиксиран лихвен процент (при 99,9% към 31.12.2025 г.). Във валутната структура на държавния дълг се предвижда в края на периода 97,4% от дълга да бъде деноминиран в евро, предвид предстоящото присъединяване от 01.01.2026 г. на страната към еврозоната и въвеждането на еврото като официална валута в Република България. Или практически дълговото портфолио не е изложено на сътресения при хипотеза за евентуални промени в нивата на лихвените проценти и валутните курсове

През периода 2024-2028 г. стойността на другия важен индикатор за измерване на лихвения риск - „средно време за фиксиране на лихвените купони по дълга“ (Average time to refixing) се очаква да се увеличи от 9,1 години в края на 2026 г. (при 8,9 години в края на 2025 г.) до 10,0 години в края на 2028 г., което не предполага голяма част от дълга да бъде обект на промяна на лихвения процент в средносрочен план.

В структурата на държавния дълг, представена по видове инструменти през целия прогнозен период се наблюдава увеличаване на дела на облигациите, емитирани на МКП (до 81,1% в края на 2028 г.), спрямо този на ДЦК на вътрешния пазар (12,9% в края на 2028 г.). Това разпределение е условно и е базирано на по-големия капацитет на международните пазари за пласиране

на стандартизирани и ликвидни като обем облигации. При благоприятни пазарни условия през визирания период е възможно мащабът за абсорбиране на нов дълг на вътрешния пазар да се задълбочи, което да допринесе за промяна на тази тенденция. Държавните и държавните инвестиционни заеми са с намаляващ дял до 5,8% и 0,2% в края на 2028 г.

От края на първата половина на 2024 г. водещите централни банки започнаха предпазливо разхлабване на паричните си политики. В усилията си да подкрепи слабия растеж и по-бързата дезинфлация в страните от еврозоната, ЕЦБ предприе по-ранни стъпки по намаление на основните си лихвени проценти, докато Федералният резерв на САЩ стартира процеса по снижение на регулаторните лихви едва през септември 2024 г.

През 2025 г. ЕЦБ продължи с по-агресивното си облекчаване, като намали лихвите четири пъти, снижавайки лихвения процент по депозитното улеснение от 3% до 2%, а този по основните рефинансиращи операции от 3,15% до 2,15%. Така банката реагира на по-бързото забавяне на инфлацията и на по-слабата икономическа активност на страните от еврозоната. Към момента вероятността от нови понижения е ограничена, тъй като инфлацията се доближава до поставената цел, а икономическата активност се стабилизира. ЕЦБ вероятно ще направи пауза за остатъка от 2025 г., за да оцени ефекта на последните намаления. Перспектива за едно ново понижение през 2026 г. с 25–50 базисни пункта е реалистична, ако инфлацията се задържи под 2%. В случай, че растежът в еврозоната се ускори, ЕЦБ може да запази основните лихвени проценти и за по-дълго през разглеждания прогнозен период.

Федералният резерв на САЩ от своя страна остави лихвите непроменени за по-дълъг период през 2025 г., отчитайки хода на дезинфлацията и стабилността на пазара на труда и в контекста на възникналото повишено търговско напрежение в резултат от обявените мита от новата американска администрация. Първото за годината намаление на лихвите от Федералния резерв с 25 базисни пункта до диапазона 4,00–4,25%, бе осъществено едва през септември 2025 г., като отлагането бе аргументирано от банката с необходимото балансиране между ценова стабилност и запазване на заетостта и в страната. Основният сценарий за действие на банката до края на годината включва още 1–2 понижения на лихвите. Федералният резерв се движи поетапно към по-неутрална политика, запазвайки предпазливия си тон. За 2026 г. се очаква по-нататъшна плавна нормализация на регулаторните лихви към диапазон 2,75–3,50%, ако инфлацията се стабилизира около 2% и няма допълнителни шокове на пазарите на труда или на енергия. По прогнози на Bloomberg се очаква в края на 2026 г. лихвените проценти по федералните фондове в САЩ да се установят на нива от 3,01% – 3,26%, около и под които да се стабилизират до началото на 2028 г. Основният процент на рефинансиране и този по депозитното улеснение в еврозоната се

прогнозиран съответно от 2,10% и 1,95%, след което да се повишат умерено до нива съответно от 2,28% и 2,11% към началото на 2028 г., в резултат от постепенното ускоряване на икономиката.

В такава ситуация и отчитайки позитивните ефекти от предстоящото присъединяване на страната ни към еврозоната от 1 януари 2026 г., се очаква през следващата 2026 г. новопоеманите дългове да бъдат обезпечавани на по-ниски спрямо предходните години лихвени нива, което, при равни други условия, ще окаже положителен ефект в следващите години върху разходите за обслужване на задълженията и за снижаване тежестта по обслужване на държавния дълг върху бюджета. За оставащите години от прогнозния период и при реализиране на прогнозираните от Bloomberg лихвени равнища до началото на 2028 г., е възможно по-нататъшно запазване на подходящите условия за емитиране на нов секюритизиран дълг.

4.3 Ликвиден риск

Ликвидният риск се определя от нуждата от ликвидни средства за покриване на краткосрочни задължения и отчита вероятността от възникването на евентуални затруднения за бюджета. Асоциира се също като разновидност на риска за рефинансиране и е пряко свързан с пазарния риск, което изисква многоизмерна концепция за неговата оценка и комплексно отчитане на общата дългова структура.

В контекста на управлението на държавния дълг този риск основно произтича от ликвидността на финансирането, т.е. при недостатъчна ликвидност на пазара или отделен негов сегмент, като кореспондира с възможността на суверена да финансира своите заемни нужди. Обикновено свързаният риск се отнася до пазарната ликвидност на дълговите инструменти, което би могло пряко да се отрази върху рисковата премия и разходите за финансиране на емитента.

Съотношението „дълг до 1 година (по остатъчен срок)/данъчно-осигурителни приходи“, показва способността за посрещане на краткосрочните задължения. Неговата стойност се предвижда да се увеличи от 3,9% в края 2026 г. (при 3,5% в края 2025 г.) до 4,7% в края на 2027 г. и до 4,9% в края на 2028 г.

С оглед минимизиране влиянието на рисковете от потенциални ликвидни затруднения, в проекта на ЗДБРБ за 2026 г. е предвиден минимален праг на фискалния резерв от 2,4 млрд. евро. Добра практика при управление на риска е наличието на ликвидни буфери във фискалния резерв.

4.4 Риск, свързан с размера на дълга

В средносрочна перспектива се прогнозира нарастване в нивата на консолидирания дълг на сектор „Държавно управление“ и на държавния дълг както в номинално изражение, така и като дял от БВП.

В края на 2024 г. дългът на сектор „Държавно управление“ отбелязва ръст в номинално изражение спрямо нивото от предходната година, като достига до 25,0 млрд. евро (21,7 млрд. евро в края на 2023 г.). Съотношението на дълга към БВП също нараства с 0,9 пр. п. до ниво от 23,8% (22,9% към 31.12.2023 г.). За сравнение, средните нива за страните както в еврозоната, така и на ниво ЕС бележат леко увеличение съответно до 87,1% (87,0% в края на 2023 г.) и до 80,7% (80,5% в края на 2023 г.).

През 2024 г. най-ниските нива на този показател са отчетени в Естония (23,5%), България (23,8%) и Люксембург (26,3%), като дванадесет държави членки имат коефициенти на държавен дълг над 60% от БВП, в т.ч. най-високите са регистрирани в Гърция (154,2%), Италия (134,9%) и Франция (113,2%) и пр.

Към края на второ тримесечие на 2025 г., съотношението на дълга на сектор „Държавно управление“ към БВП продължава да нараства до 26,3%, при средни нива в еврозоната - 88,2% и в ЕС – 81,9%.

За 2025 г. се предвижда запазване на тенденцията за нарастване на дълга на сектор „Държавно управление“ както в абсолютна стойност, така и като дял от БВП, достигайки до ниво от 32,3 млрд. евро или 28,6%.

В следващите години се планира дългът на сектора, представен в абсолютна стойност, да достигне до 38,6 млрд. евро в края на 2026 г., 44,2 млрд. евро в края на 2027 г. и 49,6 млрд. евро в края на 2028 г. При тези допускания се предвижда ръст средно за прогнозния период 2026-2028 г. от около 5,8 млрд. евро годишно. Общата дългова задлъжнялост на сектор „Държавно управление“, съотнесена спрямо БВП, също се очаква да се увеличи до 32,1% през 2026 г., 34,8% през 2027 г. и 37,1% през 2028 г., със средногодишен темп на нарастване за периода 2026-2028 г. от 2,8 пр. п. Независимо от това, показателят ще остане под референтната стойност от 60% от БВП в средносрочен план.

При отделните компоненти, формиращи дълга на сектора, най-значителен принос през целия разглеждан период има дългът на подсектор „Централно управление“, като основно влияние за това има държавният дълг. Общият ефект от дълга на предприятията и болниците, включени в обхвата на сектор „Държавно управление“, върху дълга на сектора се запазва минимален.

По отношение на държавния дълг се предвижда аналогична тенденция, като към края на 2025 г. се очаква дългът да възлезе на 31,3 млрд. евро или 27,8%

от БВП, а максималният размер на държавния дълг към края на 2026 г. да не надвишава 37,6 млрд. евро или 31,3% от БВП. През периода 2027-2028 г. се очаква сходен на дълга на сектора темп на нарастване на държавния дълг, достигайки съответно до 43,5 млрд. евро или 34,2% от БВП и 49,0 млрд. евро или 36,6% от БВП, което представлява средногодишно номинално нарастване за периода 2026-2028 г. от около 5,9 млрд. евро или 3,0 пр. п. средногодишен темп на нарастване.

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

През 2026 г. със законопроекта за държавния бюджет се предвижда издаване на държавни гаранции в общ размер до 3,8 млрд. евро, основно предназначени за финансиране на инвестиционни проекти, които бяха предвидени за издаване в ЗДБРБ за 2025 г. и няма да се реализират до края на годината, в т.ч. проекти изпълнявани от дружества от сектор „Енергетика“ (в общ размер на 2 050 млн. евро.). За целите на финансиране на „Националната програма за енергийна ефективност за многофамилни жилищни сгради за периода 2026-2029 г.“ и за реализиране на Инвестиционната програма за общински проекти е предвидено участие в двете програми на ББР, както и възможност за издаване на държавни гаранции в полза на банката в общ размер до 1 728,3 млн. евро.

При допускане за издаване на предвидените нови държавни гаранции и пълно усвояване на средствата от заемите по тях до края на 2026 г. се очаква общият размер на държавногарантирания дълг да достигне до ниво от около 4,6 млрд. евро (при очаквано ниво от 769,1 млн. евро през 2025 г.). Съотношението на държавногарантирания дълг към БВП за 2026 г. също се очаква да нарасне до 3,8% (при 0,7% за 2025 г.). Предвид съсредоточаването на финансовия ресурс основно в енергийния и финансовия сектори, се очакват съответстващи промени и в отрасловата структура на гарантирания дълг, като делът на дълга на сектор „Енергетика“ през следващата година възлиза на ниво от 51,5%, а този на сектор „Финансов“ съответно от 43,2%.

В следващите две години от прогнозния период, при равни други условия, не се очаква промяна в размера на държавногарантирания дълг, като същият в номинално изражение се запазва до 4,6 млрд. евро (3,4% от БВП) в края на 2028 г. Относителният дял на държавните гаранции в общия размер на държавния дълг към края на 2025 г. възлиза на 2,5%, като в рамките на предстоящия тригодишен период се предвижда делът му да нарасне до 11,7% през 2026 г., а в края на 2027 г. и 2028 г. постепенно да намалява до 10,2% и 8,9%.

При допускане за издаване на предвидените нови държавни гаранции в пълен размер, нивото на условните задължения с потенциално значително

въздействие върху сектор „Държавно управление“ също ще се повиши до 3,9 млрд. евро през 2026 г. Размерът на държавните гаранции на сектор „Държавно управление“ са важен рисков индикатор и представляват обект на наблюдение и оценка.

При оценка на бъдещото влияние на риска, свързан с условните задължения под формата на държавни гаранции следва да се отчита и необходимостта както от поемането на нови държавни гаранции с цел осигуряване на подкрепа в приоритетни сфери на икономиката, така и потенциалните възможности за материализиране на риска за активиране на вече издадени гаранции. От първостепенно значение за влиянието на риска представлява оценката на финансовото състояние и кредитоспособността на ползвателите на държавногарантирани заеми, с оглед превенция на риска от активиране на държавните гаранции (т.е. от фактическо реализиране на условните задължения). Това кореспондира с риска за държавния бюджет, който би генерирала евентуалната невъзможност на бенефициентите по държавногарантирани заеми да изпълняват навременно задълженията си към кредиторите. За покриване на този риск ежегодно в годишните закони за държавния бюджет се планират средства, които обичайно обезпечават едногодишните плащания по обслужване на държавногарантираните заеми. По този начин се минимизира проявлението на негативните ефекти от влиянието на риска върху фиска, а именно предотвратява се невъзможността на бюджета да посрещне евентуално активиране на тези задължения.

Оценката на условните задължения с потенциално значително въздействие върху сектор „Държавно управление“ е важна за поддържането на фискалната устойчивост и управлението на фискалните рискове регламентирани в Закона за публичните финанси.

4.6 Оперативен риск

Организацията на дейността по управление на държавния дълг е съсредоточена в рамките на едно структурно звено в Министерството на финансите и се основава на широко приложими принципи за прилагане на последователна и стандартизирана вътрешна система за мониторинг и контрол. Управлението на държавния дълг се осъществява чрез подробно разписани правила и процедури за дейността с ясно разпределени задължения на персонала. Оперативният контрол се извършва и посредством текущо поддържане и усъвършенстване на функционалните възможности на изградената в Министерството на финансите информационна система за анализ, прогнози и управление на държавния и държавногарантирания дълг, т.нар. официален регистър на държавния и държавногарантирания дълг (поддържан на основание на чл. 38 от ЗДД), която притежава различни функционални възможности, в т.ч. регистрация, анализ и мониторинг на държавния и държавногарантирания дълг, респективно софтуер,

автоматизиращ процесите по обработка на данните, свързани с управлението на суверените задължения и осигуряващ качество и надеждност. Последователното и стриктно придържане в бъдеще към установените в тази област надеждни практики ще обезпечат възможността за минимизиране на оперативния риск. ■

5. ЦЕЛИ НА ПОЛИТИКАТА ПО УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ

Основната цел на дълговото управление е осигуряване на необходимите ресурси за рефинансиране на дълга в обращение, финансиране на планираните дефицити по държавния бюджет и подкрепа на ликвидността

5.1 Подцел: Поддържане на устойчиви параметри на държавния дълг

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

Пред реализирането на дълговото финансиране както през 2026 г., така и през целия прогнозен период се запазват рисковете, свързани с външни фактори, които емитентът не би могъл да управлява, като волатилност на финансовите пазари, геополитическа несигурност и др. Преобладаващият дял на пазарните източници за дългово финансиране предполага привнасяне на всички външни рискове, както при изпълнение на финансирането на бюджета, така и при вътрешния дългов пазар, който е със сравнително ограничен капацитет и пазарни участници.

Предстоящото присъединяване към еврозоната от 1 януари 2026 г. се очаква да окаже благоприятно въздействие при емитирането на държавен дълг, изразяващо се в намаляване на доходностите по държавните ни облигации, респективно стесняване на спредовете спрямо бенчмарковите книжа. Повишените рейтинги от водещите агенции за кредитен рейтинг и всяко потенциално повишаване на кредитния рейтинг също ще има позитивно влияние върху цената на дълговото финансиране.

При осигуряването на финансови ресурси от дългови източници се предвижда да се запази тенденцията за превес на пазарните инструменти както на местния пазар, така и на международните капиталови пазари. В този контекст цикълът на намаляване на лихвените проценти от централните банки на водещите световни икономики и низходящата траектория на инфлационния натиск се предвижда да се отразят в подобрене на условията на финансиране. Стриктното спазване на законоустановените ред и процедури и прилагането на утвърдените практики при поемането на нов държавен дълг са предпоставки за високо доверие на инвеститорите, което намира отражение в проявения интерес при предлагането на суверенните

облигации и допринася за минимизиране на риска от рефинансиране и ликвидния риск.

В допълнение към пазарноориентираното финансиране се предвиждат усвоявания по сключените през 2025 г. споразумения за държавни заеми с международни финансови институции (ЕИБ и БРСЕ) за финансиране на проекти и програми (след ратификация от Народното събрание през 2026 г.), което предоставя необходимата гъвкавост и разширяване на източниците на финансиране през целия прогнозен период, респ. диверсификация при избора на дългови инструменти. Разглеждат се и възможности за договаряне на държавни заеми по линия на инструменти на Европейския съюз съвет, вкл. сключване с Европейската комисия споразумение за заем за получаване на финансова подкрепа под формата на заем по линия на инструмента „Мерки за сигурността на Европа (SAFE) чрез укрепване на европейската отбранителна промишленост“, при условие за последваща ратификация.

В следващите години политиката при издаването на нови държавни гаранции и при финансирането на инвестиционни проекти с държавни заеми ще продължи да бъде осъществявана в рамките на нормативната уредба при отчитане както на правителствените приоритети за подпомагане на стратегически сектори в икономиката, така и с параметрите на държавния бюджет. Основната част от проектите, които се предвижда да се финансират с държавни гаранции са свързани със сектор „Енергетика“ по специално реализирането на проектите от 2025 г., в това число и договаряне на финансирането им и като се има предвид значението на тези проекти за енергийната система на страната, се предвижда продължаване на възможностите за издаване на държавни гаранции по тях и през 2026 година.

От друга страна, във връзка с планираното изпълнение програмата за енергийна ефективност на многофамилни жилищни сгради за периода 2026-2028 г. и реализиране на Инвестиционната програма за общински проекти, както и предвиденото участие на Българската банка за развитие, е обезпечена възможност при осигуряването на средства банката да използва държавногарантирано финансиране.

■ Мярка: Поддържане нивото на държавния и държавногарантирания дълг в стойности, непревишаващи законово планираните ограничения

Определянето с годишните закони за държавния бюджет на ограничения за поемането на нов държавен дълг и издаване на нови държавни гаранции, както и на максималния размер на държавния дълг към края на годината е подход, доказал своята ефективност. Тези правила и ограничения (за сектор „Държавно управление“ и национални фискални правила) са заложили в европейското и националното законодателство. По същество, определянето на максимални прагове за дълга от гледна точка на дълговото управление

следва да се възприемат като част от мерките, насочени към насърчаване на фискалната дисциплина и за поддържане на устойчиви нива на дълга. Спазването на тези ограничения налага концентриране на действия в посока извършването на внимателен анализ, добро планиране и непрекъснат мониторинг на нивото и профила на държавния дълг, както и постоянно проследяване динамиката на неговите параметри, което има значителен принос за превенция от влошаване на ключовите дългови параметри и неговата динамика. От друга страна, това спомага за по-доброто управление на фискалните рискове и смекчава опасността от реализиране на бъдещи тенденции за натрупване на дългови задължения, несъвместими с предварително декларираните цели и дефинираната рамка за управление на дълга.

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

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

Процесът по определяне на източниците на ново дългово финансиране ще продължи да се съпътства от извършване на анализ и комплексна оценка на конкретните условия на финансиране. Оценявайки динамиката на пазарната конюнктура, емисионната политика и избора на конкретни емисии, както и тяхното параметризиране се планира да се реализират при отчитане на комплекс от фактори, в т.ч. характеристиката на погасителния профил на държавния дълг в обращение, моментното състояние на местния и международните капиталови пазари, сроковете за набавяне на финансирането, мащаба и цената на търсеното финансиране, цикъла на провежданите парични политики от страна на централните банки, диверсификацията и предпочитанията на инвеститорската база, дълбочината на пазара, кредитния рейтинг на страната и пр.

В следващите години при пласмента на нов суверенен дълг и изборът на дългови инструменти, освен текущото състояние, условия и дълбочина на дълговите пазари на държавен дълг, обект на наблюдение и анализ ще представлява и динамиката на вторичния пазар от гледна точка измерване на пазарното възприятие, диверсификацията на инвеститорската база, ролята на инвеститорите, в т.ч. поведението, активността им и потенциалния инвеститорски интерес към предлаганите книжа. Следвайки добрите практики се предвижда да продължи да прилагат комуникационни механизми, респ. да провеждат консултации с инвестиционната общност,

която периодично да бъде информирана за емисионните си намерения и инициативи за развитие на местния дългов пазар.

За ограничаване на концентрацията на плащания, падежите на новия дълг се разпределят в години, през които не е налице струпване на дългови плащания. С цел осигуряване на стабилност и прогнозируемост на бюджетните разходи се предвижда предлагане на стандартизирани дългови инструменти, основно при фиксирани лихвени купони и деноминирани в евро като рисково неутрална валута, в контекста на предстоящото въвеждане на еврото от 01.01.2026 г. като официална валута в Република България, без да бъдат изключвани другите възможни опции.

За ефективното текущо управление на бюджетните касови потоци и с цел предотвратяване на временни ликвидни разриви е запазена възможността, в случай на необходимост, да могат да се предлагат краткосрочни емисии на ДЦК, които се емитират и падежират в рамките на съответната бюджетна година, не натоварват плащанията по държавния дълг през следващите години и не влияят върху размера на дълга в края на годината.

От началото на 2026 г. с влизането на еврото като законно разплащателно средство в България и приемането от страна на Европейската централна банка на емитираните от българското правителство ценни книжа като подходящо обезпечение издига ролята на вътрешния пазар за обезпечаването на съществена част от необходимото финансиране на бюджета. Присъединяването към Европейския механизъм за стабилност (ЕМС), което се очаква да стане факт през първото тримесечие на 2026 г. само по себе си издига авторитета на страната и увеличава доверието на инвеститорите поради очакваната по-силна интеграция с европейските финансови пазари, включително и чрез въвеждането на т. нар. клаузи за колективно действие (CAC) на ниво закон. Планира се също така да се улесни достъпа до вътрешния първичен пазар на ДЦК на външни банки и инвестиционни посредници, които да увеличат конкуренцията и спомогнат за обезпечаване на необходимото финансиране на бюджета при по-изгодни условия.

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

Глобалната средносрочна програма на Република България за издаване на облигации на МКП (GMTN програма) е създадена в началото на 2015 г. с ратифицираните от Народното събрание със закон (ДВ, бр. 16 от 2015 г.) договор за дилърство, договор за агентство и акт за поемане на задължения (обнародвани в ДВ, бр. 25 от 2015 г.). Тя представлява стандартизиран за

международната инвестиционна общност инструмент за емитиране на облигации, подчинени на английското право, регистрирани за търговия на Люксембургската фондова борса, с клиринг и сетълмент в Юроклиър и Клиърстрийм. Посредством тази програма държавата има възможност за пласиране на облигации както на европейския, така и на американския пазар, използване на различни алтернативи при избора на инструменти, валути, срочности, публичен или частен пласмент и подходящ времеви период за излизане на външните пазари.

Максималният съвкупен номинален обем на облигациите, които могат да бъдат издадени в изпълнение на GMTN програмата (лимит на програмата), с приемането на ЗДБРБ за 2025 г. за беше увеличен от 20 млрд. евро на 27 млрд. евро. Максималната срочност на книжата, които могат да бъдат поети по програмата, е 30 години, като книжа с такава срочност вече бяха емитирани през септември 2020 г.

До момента по програмата са емитирани еврооблигации със съвкупен номинален обем от почти 25,25 млрд. евро или остатъкът по програмата възлиза на 1,75 млрд. евро. С оглед обезпечаване на максимална гъвкавост при избора на пазар и инструмент за финансиране, както и в случай на евентуална невъзможност за диверсификация на дълговите източници за набавяне пълния обем на нужното дългово финансиране през 2026 г., с проекта на Закон за държавния бюджет на Република България за 2026 г. се предвижда увеличаване на максималния съвкупен номинален обем на облигациите (от 27 млрд. евро на 32 млрд. евро), които могат да бъдат издадени в изпълнение на средносрочната програма. С предвиденото увеличение се покрива риска от евентуална невъзможност от диверсификация на дълговите източници, респективно за набавяне на пълния обем на нужното дългово финансиране през 2026 г. и се осигурява максимална гъвкавост при избора на пазар и инструменти за финансиране.

Предвид очакванията за нивата на необходимото дългово финансиране през периода 2026-2028 г. и с цел запазване на диверсификацията на източниците на дългово финансиране, се предвижда максималният лимит за издаване на облигации по програмата да бъде ежегодно обект на разглеждане и при необходимост на промяна, в зависимост от определените дългови ограничения за новопоеет дълг, предвидени в съответните годишни закони за държавния бюджет.

Конкретният пазар, матуритет и обем на предстоящите траншове по програмата ще бъде съобразен с погасителния профил на държавния дълг и преобладаващия инвеститорски интерес. Наличието на правна рамка за издаване на серия от книжа на МКП предоставя достъп до водещите глобални инвеститори и възможност за оптимално планиране и реализиране

на емисионната политика и ефективно управление на рисковия профил на държавния дълг.

5.3 Подцел: Развитие на пазара на ДЦК

■ **Мярка: Усъвършенстване на нормативната и инфраструктурната среда на пазара на държавни ценни книжа**

През периода 2026 - 2028 Министерството на финансите ще продължи усилията си за усъвършенстване на нормативната и инфраструктурната среда на пазара на държавни ценни книжа (ДЦК) и цялостната модернизация на пазара, с цел повишаване на неговата ефективност, прозрачност и устойчивост, в съответствие с добрите европейски практики и изискванията на инвеститорите.

Предвижда се предприемане на инфраструктурни подобрения, включително в Депозитаря на ДЦК, опериран от Българската народна банка (БНБ). Основен акцент ще бъде поставен върху актуализиране и усъвършенстване на нормативната рамка, чрез преработване на подзаконовите нормативни актове, с оглед привеждането им в съответствие с направените изменения и допълнения в Закона за държавния дълг. Целта е да бъдат регламентирани съвременни пазарни механизми, включително да се оптимизира системата за първично предлагане на държавни ценни книжа, така че да е достъпна за по-широк кръг от инвеститори - потенциални първични дилъри.

Присъединяването към еврозоната и интеграцията на Българската народна банка в Евросистемата налагат нормативно и инфраструктурно адаптиране на пазара на ДЦК с цел осигуряване на неговата пълна оперативна съвместимост с европейските стандарти. Посредством поредица от нормативни и инфраструктурни изменения се цели постигане на съответствие с изискванията на Евросистемата относно допустимостта на българските ДЦК в операциите на паричната политика на Евросистемата, рамката за обезпечения и механизмите за сетълмент. Предвидените промени включват, както актуализиране на законовата и подзаконова нормативна уредба, така и техническо и процедурно обезпечаване на процесите по мобилизиране на ДЦК за кредитните операции на Евросистемата, включително чрез въвеждане на механизми за равнение и отчетност на мобилизираните обезпечения. Чрез реализирането на тези промени българските ДЦК ще станат напълно интегрирани и разпознаваеми за участниците на европейските финансови пазари, включително чрез платформите на Евросистемата. По този начин се повишава прозрачността, ликвидността и привлекателността на българските емисии ДЦК за широк кръг инвеститори - както местни, така и международни, и се подкрепя пълната интеграция на българския пазар в единното финансово пространство на ЕС.

В допълнение се предвижда ратифициране на международен договор, чрез който ще бъдат въведени клаузи за колективно действие (Collective Action Clauses, CACs) в условията на емисиите на държавни ценни книжа, издавани на международните капиталови пазари, в съответствие със стандартите на Европейския съюз.

Успоредно с нормативните промени ще продължат усилията за модернизиране на пазарната инфраструктура и повишаване на ефективността на сетълмента, включително ще продължи работа по пълната интеграция с европейските системи. Очаква се това да доведе до повишаване на ликвидността и стимулиране на участието на институционални и чуждестранни инвеститори. Ще се насърчи прилагането на добри пазарни практики и по-висока прозрачност чрез въвеждане на международно признати стандарти за отчетност и пазарно поведение и засилване на комуникацията между Министерството на финансите, БНБ и пазарните участници.

Важен приоритет ще бъде и укрепването на устойчивостта и сигурността на пазарната инфраструктура чрез подобряване на управлението на риска, осигуряване на непрекъсваемост на операциите и прилагане на съвременни изисквания в тази област.

В резултат на тези мерки пазарът на ДЦК ще стане по-прозрачен, конкурентоспособен и интегриран в европейската и международната финансова среда, като по този начин ще се осигури по-ефективно и устойчиво управление на държавния дълг.

■ Мярка: Предприемане на стъпки за допълнително насърчаване на автоматизацията на процеса по обмен на информация между МФ и КФН

Във връзка с реализираната законодателна инициатива на Министерството на финансите и подписаното Споразумение за сътрудничество и обмен на информация между Министерството на финансите и Комисията за финансов надзор (КФН), считано от 2026 г. ще е финализирана технологичната интеграция между двете институции в областта на пазара на държавни ценни книжа и производни на тях инструменти.

Както е предвидено обменът на информация се осъществява чрез сигурни механизми за автоматизирана интеграция между системите на Министерството на финансите, КФН и Единната информационна система (ЕИС). Данните, подавани от КФН, постъпват автоматизирано в Системата за мониторинг, анализ, регистрация и търговия на ДЦК (СМАРТ), която вече е напълно интегрирана с ЕИС.

Тази интеграция надгражда аналитичния инструментариум на СМАРТ и осигурява по-ефективно обхващане и анализ на информацията за държателите на български държавни ценни книжа и свързаните с тях финансови инструменти. По този начин се подпомагат процесите по ранна идентификация, анализ и оценка на потенциални рискове, произтичащи от динамиката на глобалните финансови пазари.

Надграденият аналитичен модул на СМАРТ обработва постъпващата информация от КФН и ЕИС, като подпомага Министерството на финансите при осъществяване на наблюдение и анализ на пазарните процеси. Това технологично обезпечавя правомощията на министъра на финансите за превантивно управление и своевременна реакция при потенциални пазарни сътресения, засягащи пазара на държавни ценни книжа и свързаните с тях инструменти.

Предстои изграждането на допълнителна функционалност в СМАРТ, която ще подпомага дейността на Министерството 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 на ЕС № 236/2012). Функционалността ще осигурява автоматизиран анализ на рисковете, свързани с потенциални пазарни нарушения и ще предоставя възможности за оценка на експозициите и потенциалното въздействие върху финансовата стабилност. Това ще позволи на Министерството на финансите да осъществява своевременни регулаторни действия, да засилва превантивния контрол и да реагира адекватно при случаи на аномалии или потенциални рискове на пазара. Интеграцията на този модул със съществуващите аналитични функции на СМАРТ и с Единната информационна система (ЕИС) ще осигури пълноценна автоматизация и ефективно сътрудничество между институциите, засилвайки прозрачността и надеждността на пазарния надзор. ■

АБРЕВИАТУРИ И РЕЧНИК

■ Използвани аббревиатури

АСБП	Актуализирана средносрочна бюджетна прогноза
БВП	Брутен вътрешен продукт
БНБ	Българска народна банка
ББР	Българска банка за развитие
БРСЕ	Банка за развитие към Съвета на Европа
ДГД	Държавногарантиран дълг
ДЗ	Държавни заеми
ДИЗ	Държавни инвестиционни заеми
ДЦК	Държавни ценни книжа
ЕБВР	Европейска банка за възстановяване и развитие
ЕИБ	Европейска инвестиционна банка
ЕК	Европейска комисия
ЕС	Европейски съюз
ЕЦБ	Европейска централна банка
ЗДБРБ	Закон за държавния бюджет на Република България
ЗДД	Закон за държавния дълг
ЗПФ	Закон за публичните финанси
КФН	Комисия за финансов надзор
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
ЯАМС	Японска агенция за международно сътрудничество (JICA)
GMTN програма	Глобална средносрочна програма за емитиране на дълг на международните капиталови пазари
ОТС	Извънборсов пазар
РП	Регулиран пазар
ОТФ	Организирана система за търговия

■ Речник

Валутен риск – Отнася се за уязвимостта на дълговия портфейл, амортизациите и разходите за обслужването му от обезценяване на стойността на националната валута. Промените в обменните курсове могат да окажат въздействие върху разходите за обслужване на дълга и оттам върху държавния бюджет. Дългът, деноминиран в чуждестранна валута, води до волатилност на разходите за обслужване на дълга, измервани в национална валута;

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

R_t : Погашения в момент t ;

t : Период до матуритета

Nom : номинална стойност на неизплатения дълг

n : Окончателен матуритет на дълга

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

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

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

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

RV: Дълг с плаващи лихвени проценти в момент **t₀**;

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

t₀: време за промяна на лихвените проценти; за дълга с променлив лихвен процент е прието **t₀=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 оказват 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.