

THE GOVERNMENT DEBT MANAGEMENT STRATEGY FOR THE PERIOD 2019-2021

ANIFE A. SALIEVA

ABSTRACT: *Government debt management is the overall process, the coordination of which is carried out through the creation and implementation of a Government Debt Management Strategy (SDMS). The strategy paper sets out the approach to achieving the objectives aimed at meeting the debt financing needs, taking into account the impact and constraints of the external and internal macroeconomic environment and potential risks. The strategy for government debt management for the period 2019–2021 is developed by the Minister of Finance on the basis of Art. 16, para. 1 of the State Debt Act and Art. 77 a of the Public Finance Act, for the period of the respective Medium-Term Budget Forecast (SBI). The object of the Strategy is the government debt - internal and external, undertaken under the Government Debt Act.*

KEYWORDS: *Strategy, Risks, Plan, Government debt, Internal and external management*

СТРАТЕГИЯТА ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ ЗА ПЕРИОДА 2019-2021*

АНИФЕ А. САЛИЕВА

АБСТРАКТ: *Управлението на държавния дълг е цялостният процес, чиято координация се осъществява чрез създаване и изпълнение на Стратегия за управление на държавния дълг (СУДД). 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 Средносрочна бюджетна прогноза (СБП). Обект на Стратегията е държавният дълг – вътрешен и външен, поет по реда на Закона за държавния дълг.*

1 Основни допускания в плана за развитие на дълговото управление

База за разработване на СУДД за периода 2019–2021 г. е Закон за държавния бюджет на Република България (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

* Настоящата статия е частично финансирана по проект №РД-08-93/28.01.2020г. „Икономика 2020: национални приоритети и стратегии“

финансиране при запазване устойчивостта на основните дългови параметри. 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
Държавен дълг					
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%
Държавногарантиран дълг					
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%
Дълг на сектор "Държавно управление"					
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%
Разходи за обслужване на държавния дълг					
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%
БВП, млн.лв. (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.

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%. 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.

2 Държавен и държавногарантиран 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.

Табл. 2: Основни показатели на държавния дълг

Показатели	31.12.2017 г.	30.09.2018 г.	31.12.2018 г.
	отчет	отчет	очаквано изпълнение
Общо държавен дълг, млн. лв.	23 534.1	22 275.5	22 186.3
БВП, млн. лв.	101 042.5	108 141.0	108 141.0
Общо държавен дълг /БВП, (%)	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%
Лихвена структура на държавния дълг			
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%
Валутна структура на държавния дълг			
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%
Матуритетна структура на държавния дълг (по остатъчен срок)			
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%
Среден остатъчен срок на държавния дълг (години)	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

В края на 2018 г. се очаква минимално намаление на Държавногарантиран дълг (ДГД) ли в размер на 1,9 млрд. лв. при 2,0 млрд. лв. в края на 2017 г. 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	1928.2	1809.2	1823.7
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
Общ размер на държавногарантирания дълг	1996.8	1876.4	1908.7
Държавногарантиран дълг/БВП (%)	2.0%	1.7%	1.8%

Източник: МФ

3 Икономически перспективи за периода 2019-2021

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 поограничено 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. 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. 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.

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 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. През 2020 и 2021 г. растежът на вземанията от частния сектор се прогнозира да бъде съответно 6,9% и 7,3%.

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, въведени от отделни държави.

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.

Настоящата прогноза е изготвена при допускане за минимално понижение на цената на нефта в доларово изражение през 2019 г. 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.

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 проведеня 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 условните 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.

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 програма през м.март 2015 г.

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.

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 задължнялост също са ниски.

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%³ през 2018 г., 20,5%³ през 2019 г., 19,0%³ през 2020 г. и 17,7%³ през 2021 г. 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.

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 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.

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.

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, подобреното на бюджетните параметри и акумулираните средства във фискалния резерв. 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..

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.

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.

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.

6 Заключение

В заключение може да се отбележи, че анализът на тежестта от дълга се свежда до разпределението на данъчната тежест между членовете на дадено поколение или между самите поколения. Това прави резултатите от анализа много условни и комплексни. Така в концепцията на Лернер вътрешният дълг не създава тежест за бъдещите поколения, защото той е просто трансфер на доходи вътре в рамките на дадено поколение. От друга страна, в модела на застъпване на поколенията обаче дефицитното финансиране поражда реална тежест за бъдещото поколение. България е сред държавите членки на ЕС с най-нисък държавен дълг. Първият значим ръст на дълга е от 2014 г., следващият беше резултат от фалита на четвъртата по големина българска банка, предизвикан от злоупотреба с вътрешна информация. Правителството осигури ликвидност на друга българска банка с допълнителен дълг, който тя върна в рамките на една година. Въпреки стабилната понастоящем банкова система, беше взет заем за гарантиране на ликвидността при нужда, който е във фискалния резерв. Така замразените средства не създават възможности за икономическо оживление и повишаване на потреблението. Консервативният подход засега създава стабилност, но на ниски нива. Това не дава положителна перспектива на страната. Знак за това са и становищата на европейски комисари, които подчертаха, че финансовата стабилност не създава социална такава, поради което се въздържат да окуражат България да пристъпи към влизане в Еврорезоната.

ЛИТЕРАТУРА:

- [1] Антонов, П., Захаров Ю. Към въпроса за анализа и избора на комплексните показатели за оценка на качеството. Стандарти и качество, 5 (1981), 23-30.
- [2] Захариев, Андрей. Управление на дълга, Свищов АИ „Ценов”
- [3] Иванов, И., Георгиев Г., Информатика. Техника, София (1992).
- [4] Adati, T., Miyazawa, T., On paracontact Riemann manifolds. TRU Math. 13 (2) (1977), 27-39.
- [5] СИМЕОНОВ С. и Захариева, Г. Дефицитно финансиране на бюджета в: BROWN C. and P. Jackson. Икономика на публичния сектор. София, FSSA, 1998.
- [6] РАДКОВ, Р. и Захариев, А. Международни финанси. (2016). В.Търново: ФАБЕР..
- [7] СТОЯНОВ, В., Фолкерс, К., Кузманова, Кр. и Стоянов, П. Данъчна хармонизация в страните – членки на ЕС. НУЦ „Икономика на публичния сектор, София, 2002.
- [8] БЕРЕМСКА, Г. Непазарни дългови инструменти предназначени за дългови инвеститори. Government Debt Management Seminar, Sofia, Interpred, 19-20 October 1995.
- [9] Davids, D.L., Recovery effects in binary aluminum alloys, Ph.D. thesis, Harvard University (1998).
- [10] <https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/05/24/PR17190-Bulgaria-IMF-Executive-Board-Approves-2017-Financial-System-Stability-Assessment>
- [11] <https://ideas.repec.org/a/dat/almphd/v15y2019i15p213-225.html>

[12] <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/bg/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0904>

