

ПРОГРАММА
«Управление государственным долгом в среднесрочной
перспективе (2020-2022)»

I. ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

На основании Закона № 419/2006 о долге публичного сектора, государственных гарантиях и государственном рекредитовании Министерство финансов осуществляет управление государственным долгом и государственными гарантиями. С этой целью была разработана Программа «Управление государственным долгом в среднесрочной перспективе (2020-2022)» (в дальнейшем – *Программа*).

Документ представляет собой продолжение Программы «Управление государственным долгом в среднесрочной перспективе на 2019-2021 годы», которая пересмотрена на промежуток времени 2020-2022 годов, в соответствии с макроэкономическими показателями, использованными в процессе разработки закона о государственном бюджете на 2020 год.

В среднесрочной и долгосрочной перспективе Республика Молдова будет иметь все меньше и меньше возможностей финансирования на концессионных и полуконцессионных условиях, которые будут заменены финансированием на рыночных условиях, соответственно более дорогим. В процессе управления государственным долгом необходимо принимать во внимание, что это может сопровождаться возникновением новых рисков или обострением уже существующих рисков.

Программа определяет основную цель процесса управления государственным долгом, конкретные цели, а также действия, которые будут предприняты органами с целью обеспечения финансирования и улучшения структуры портфеля государственного долга, а их внедрение не создаст давления на устойчивость фискальной политики в целом.

Программа фокусируется на описании стратегии финансирования остатка (дефицита) государственного бюджета и на выявлении сопутствующих факторов стоимости и риска. Документ был разработан в соответствии с лучшими международными практиками, определенными в «Руководящих принципах Всемирного банка и МВФ в отношении разработки среднесрочных долговых стратегий», с использованием аналитического инструмента *Medium Term Debt Management Strategy* (MTDS AT). Инструмент предоставляет возможность анализировать количественные оценки, касающиеся соотношения стоимости/риска, связанного с альтернативными стратегиями обеспечения финансовых нужд. В то же время, он позволяет осуществлять симуляции воздействия различных шоковых сценариев развития рыночных показателей на государственный долг и его обслуживание.

Настоящая Программа разработана с учетом экономической ситуации страны, определенных ограничений на местном финансовом рынке, рейтинга Республики Молдова, который был пересмотрен корпорацией Moody's в ноябре 2019 года, с подтверждением рейтинга В3 со стабильной перспективой, а также показателя CPIA (*Country Policy and Institutional Assessment*) для Республики Молдова – высокая эффективность в том, что касается политики и институциональных положений.

В рамках настоящей Программы проведен количественный анализ трех стратегий финансирования, основанных на различных сценариях развития условий на местном и внешнем рынках.

Для того, чтобы не подвергать портфель государственного долга чрезмерному воздействию валютного риска, риска процентной ставки и риска рефинансирования, Программа устанавливает ориентировочные целевые интервалы для основных параметров риска и устойчивости, исходя из исторической и текущей структуры

портфеля государственного долга, а также на основании результатов анализа основного сценария финансирования при помощи аналитического инструмента MTDS AT. В то же время, установленные интервалы обеспечивают высокий уровень гибкости в управлении государственным долгом, чтобы реагировать на изменения условий финансовых рынков, представляя желаемую структуру портфеля государственного долга. Лимит, указанный как минимальный или максимальный, не может быть превышен во временных рамках Программы, в то время как другой лимит представляет собой лимит, к которому она стремится и который может быть превышен. Разрешаются незначительные отклонения от предложенных пределов, если они не создают дополнительных финансовых рисков.

Таблица 1

Параметры риска и устойчивости, связанные с государственным долгом

Параметры риска на период 2020-2022 годов	Значение на период 2020-2022 годов
Государственный долг, подлежащий оплате в течение одного года (% из всего)	15% – 25% (максимум)
Внутренний государственный долг (% из всего)	35% (минимум) – 50%
Государственный долг в определенной иностранной валюте (% из всего)	20% – 40% (максимум)
Государственный долг с переменной процентной ставкой* (% из всего)	25% – 40% (максимум)
ГЦБ, выпущенные на первичном рынке, подлежащие оплате в течение одного года (% из всего)	70% – 85% (максимум)
АТМ для ГЦБ, выпущенных на первичном рынке (лет)	1,0 (минимум) – 2,0
Параметры устойчивости** для периода 2020-2022 годов	
Обслуживание государственного долга (% по сравнению с доходами государственного бюджета)	≤ 10%

** Для мониторинга рисков, связанных с государственным долгом, внутренний государственный долг со сроком погашения до одного года и с фиксированной процентной ставкой будет присвоен категории долга с плавающей процентной ставкой, поскольку в связи с низкими сроками погашения он будет установлен на уровне новой процентной ставки в момент, когда наступит срок погашения.*

*** Показатель устойчивости установлен на основании методологии, предложенной в рамках устойчивости долга для стран с низкими доходами (Всемирный банк – Международный валютный фонд)*

Другие релевантные показатели (средний срок погашения, средний срок повторной фиксации процентной ставки, профиль возврата долга) для мониторинга государственного долга подсчитываются и распространяются в квартальных отчетах о состоянии долга публичного сектора, государственных гарантий и государственного рекредитования, опубликованных на веб-странице Министерства финансов.

II. ЦЕЛИ УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ НА 2020-2022 ГОДЫ

Основной целью управления государственным долгом является обеспечение финансирования остатка (дефицита) государственного бюджета на приемлемом для расходов уровне в среднесрочной и долгосрочной перспективе в условиях ограничения сопутствующих рисков.

Конкретными целями управления государственным долгом на период 2020-2022 годов являются:

- 1) развитие внутреннего рынка государственных ценных бумаг (ГЦБ);

2) получение внешних государственных займов, с учетом соотношения стоимости и риска;

3) управление операционным риском, связанным с государственным долгом.

Для достижения предложенных целей Министерство финансов предпримет следующие действия:

1) контроль портфеля государственного долга путем ограничения подверженности воздействию валютного риска, риска рефинансирования и риска процентной ставки;

2) управление портфелем государственного долга с целью уменьшения рисков, связанных с портфелем государственного долга, и достижения его оптимальной структуры, с учетом соотношения стоимости/риска;

3) продление срока погашения портфеля долга и диверсификация инвестиционной базы;

4) реализация наиболее единообразного профиля погашения долга, избегая, насколько возможно, концентрации погашения краткосрочных государственных ценных бумаг;

5) диверсификация каналов продажи ГЦБ параллельно с ростом доступности приобретения ГЦБ физическими лицами;

6) обеспечение высокой степени прозрачности и прогнозируемости рынка ГЦБ;

7) мониторинг и оценка результатов деятельности первичных дилеров;

8) выявление новых финансовых средств для финансирования дефицита бюджета и ведение переговоров о новых внешних договорах займа на выгодных финансовых условиях (например, касательно срока погашения, процентной ставки и т.д.);

9) пересмотр Плана управления операционным риском одновременно с обновлением Плана действий Управления публичного долга Министерства финансов.

III. СТРАТЕГИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ОСТАТКА (ДЕФИЦИТА) ГОСУДАРСТВЕННОГО БЮДЖЕТА

Макроэкономические предположения Программы на период 2019-2022 годов представлены в таблице 2.

Таблица 2

Прогноз макроэкономических показателей, использованных в процессе разработки закона о государственном бюджете на 2020 год

Показатели	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
	текущий		прогнозируемый		
Валовой внутренний продукт (номинальная стоимость, млрд. леев)	192,3	208,3*	227,9	248,4	270,8
Реальный коэффициент роста экономики (%)	4,0	4,2*	3,8	3,8	3,8
Доходы государственного бюджета (млрд. леев)	36,4	40,0	44,1	47,9	50,9
Расходы государственного бюджета (млрд. леев)	38,7	43,1	51,6	53,9	56,1
Индекс потребительских цен (среднегодовой, %)	3,0	4,8	5,7	5,0	5,0
Средний обменный курс лея к доллару США	16,80	17,58	18,47	19,05	19,63
Средний обменный курс лея к евро	19,82	19,67	22,53	23,62	24,34
Остаток (дефицит) государственного бюджета (% от ВВП)	-1,2%	-1,5%	-3,3%	-2,4%	-1,9%

* Расчетные значения

Учитывая прогнозы макроэкономических показателей, в период 2020-2022 годов остаток (дефицит) государственного бюджета по отношению к ВВП будет снижаться и составит в среднем 2,5%, располагаясь в интервале (-3,3%) – (-1,9%) от ВВП.

С учетом оценки остатка (дефицита) государственного бюджета на период 2020-2022 годов, а также существующего налогового пространства Республики Молдова, среднесрочные потребности Правительства в финансировании будут покрыты в большей степени за счет чистого финансирования из внешних и внутренних источников, что является одним из основных факторов, способствующих увеличению государственного долга в номинальном значении.

Таким образом, в среднесрочной перспективе покрытие остатка (дефицита) государственного бюджета будет обеспечено согласно следующему основному сценарию (S1):

Таблица 3

**Прогноз источников финансирования
в качестве доли в ВВП, 2020-2022 гг.**

Показатели	Единица измерения	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021г.	2022г.
		текущий		прогнозируемый		
Чистое финансирование, из которого:	% от ВВП	0,6%	0,3%	3,5%	3,1%	2,5%
внутреннее	% от ВВП	0,2%	0,1%	0,7%	0,5%	0,4%
внешнее	% от ВВП	0,3%	0,2%	2,8%	2,7%	2,1%
Другие источники финансирования	% от ВВП	0,6%	1,2%	-0,3%	-0,7%	-0,6%
Бюджетный остаток	% от ВВП	-1,2%	-1,5%	-3,3%	-2,4%	-1,9%

Как можно заметить, в среднесрочной перспективе остаток (дефицит) государственного бюджета, преимущественно по компоненту инвестиционных проектов, будет финансироваться из внешних источников. Эта эволюция дополнительно подчеркивает необходимость привлечения внешних средств для финансирования инвестиционных проектов и, следовательно, соблюдения финансовых и структурных условий кредитора для доступа к ним.

В период 2020-2022 годов предполагается, что Правительство получит поступления от внешних государственных займов, из которых в среднем 18,5% будут направлены на поддержку бюджета, а около 81,5% – на финансирование инвестиционных проектов.

В данный период 16,6% внешних государственных займов будут предоставлены двусторонними кредиторами, а 83,4% – многосторонними учреждениями.

Структура внешнего финансирования по категориям инструментов в среднесрочной перспективе представлена в таблице 4.

Таблица 4

Внешнее финансирование в период 2020-2022 годов

Показатели	Единица измерения	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Валовое внешнее финансирование, в том числе:	% от ВВП	4,3%	2,8%	2,6%
Займы от многосторонних кредиторов на полуконцессионных условиях	% от всего	47,7%	35,2%	42,6%
Займы от многосторонних кредиторов с плавающей процентной ставкой	% от всего	36,9%	47,1%	40,3%
Займы от двусторонних кредиторов с фиксированной процентной ставкой	% от всего	13,3%	14,2%	14,3%
Займы от двусторонних кредиторов с плавающей процентной ставкой	% от всего	2,1%	3,5%	2,7%

Таким образом, структура прогнозируемых поступлений источников внешнего финансирования по кредиторам выявляет самых важных кредиторов на период 2020-2022 годов следующим образом:

- 1) Группа Всемирного банка – 28,3%;
- 2) Европейский банк реконструкции и развития – 22,6%;
- 3) Европейский инвестиционный банк – 20,2%;
- 4) Правительство российской федерации – 13,9%;
- 5) Банк развития Совета Европы – 5,7%;
- 6) Европейская комиссия – 3,8%;
- 7) Банк Развития Республики Беларусь – 2,7%;
- 8) Международный фонд сельскохозяйственного развития – 1,9%;
- 9) Международный валютный фонд – 0,9%.

Структура среднесрочного внутреннего финансирования на первичном рынке представлена в таблице 5.

Таблица 5

**Валовое внутреннее финансирование
на первичном рынке в период 2020-2022 годов,
согласно основному сценарию**

Показатели	Единица измерения	2020 г.	2021 г.	2022 г.
ГЦБ, выпущенные посредством аукционов на первичном рынке, в том числе:	% в ВВП	5,8%	5,9%	6,0%
Казначейские обязательства	% из всего	85,0%	83,0%	80,5%
Государственные облигации	% из всего	15,0%	17,0%	19,5%

Деятельность на внутреннем рынке будет направлена на дальнейшее развитие рынка ГЦБ, как первичного, так и вторичного:

1) увеличение срока погашения ГЦБ, выпущенных на рынке, и постепенное повышение доли ГЦБ с длительным сроком обращения;

2) продолжение выпуска государственных облигаций со сроком погашения 2 года с фиксированной и плавающей процентной ставкой, 3 и 5 лет с фиксированной процентной ставкой, а в зависимости от спроса на рынке будет проанализирована возможность выпуска государственных облигаций со сроком погашения 7 и 10 лет с фиксированной процентной ставкой;

3) с целью укрепления и расширения кривой доходности на внутреннем рынке ГЦБ Министерство финансов продолжит в среднесрочной перспективе операции по повторному открытию государственных ценных бумаг (*reopening*), успешно реализованные начиная с октября 2018 года;

4) с 2020 года ожидается проведение таких операций как досрочный выкуп (*buy back*) или операций *switch*;

5) с целью повышения доступа физических лиц к приобретению ГЦБ в качестве инструментов сбережения и диверсификации каналов продажи государственных ценных бумаг в среднесрочной перспективе Министерство финансов будет поддерживать реализацию программы распространения государственных ценных бумаг среди населения посредством платформы электронной торговли (например: *Treasury Direct*).

Вторичный рынок

Ликвидность государственных ценных бумаг на вторичном рынке является важным показателем уровня развития рынка государственных ценных бумаг в Республике Молдова. В октябре 2018 года была запущена электронная платформа

листинга и торговли *E-Bond*, предоставлена *Bloomberg*-ом. В результате, первичным дилерам были присвоены минимальные листинговые и торговые обязательства на вторичном рынке ГЦБ. Результаты их деятельности ежеквартально контролируются и оцениваются Министерством финансов.

Примерно через год работы это оказывает положительное влияние на рынок ГЦБ, увеличивая, как объем транзакций, так и их количество.

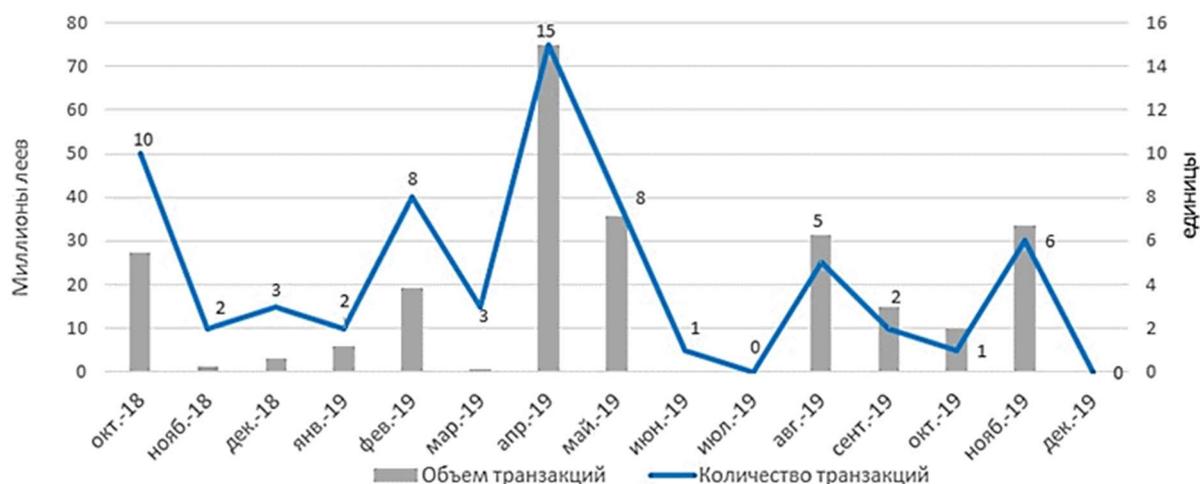


Рисунок 1: Эволюция транзакций на вторичном рынке ГЦБ (октябрь 2018 – декабрь 2019)

Степень ликвидности, рассчитанная как отношение общего объема ежемесячных транзакций на вторичном рынке к общему объему ГЦБ в обращении, составляет менее 1,0% в период с октября 2018 года по декабрь 2019 года, что по-прежнему говорит о начальном уровне развития соответствующего рынка.

Следовательно, дальнейшее внедрение электронной торговой платформы *E-Bond* окажет значительное влияние на прозрачность процесса ценообразования, являясь действительным ориентиром для вторичного рынка. В то же время, мониторируя соблюдение обязательств по листингу и торговли первичными дилерами, их четкое разделение будет обеспечиваться с точки зрения эффективности, но, с другой стороны, при соблюдении минимальных требований к листингу потребуется дисциплина в этой области.

IV. АНАЛИЗ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ СТРАТЕГИЙ ФИНАНСИРОВАНИЯ ОСТАТКА (ДЕФИЦИТА) ГОСУДАРСТВЕННОГО БЮДЖЕТА

Принимая во внимание тенденцию к уменьшению поступления займов на концессионных условиях от международных финансовых учреждений, в среднесрочной перспективе Республика Молдова будет рассматривать новые финансовые возможности, в то же время предпочтение будет отдано местному финансовому рынку.

В аналитических целях Министерство финансов рассмотрело две альтернативные опции финансирования (S2) и (S3) остатка (дефицита) государственного бюджета.

S2 предполагает умеренное увеличение чистого внутреннего финансирования и постепенной диверсификации инструментов посредством расширения срока их погашения. S2 фокусируется на развитии новых инструментов для выпуска на внутреннем рынке, начиная с 2020 года, которые предоставляют инвестиционные альтернативы как инвесторам-резидентам, так и инвесторам-нерезидентам. Сценарий предполагает уменьшение на 20,0% выпуска казначейских обязательств на период 2020-2022 годов, параллельно с увеличением выпуска облигаций со сроком погашения 2, 3 и 5 лет, с фиксированной процентной ставкой, а также вводом новых инструментов – облигаций со сроком погашения 7 лет, с фиксированной процентной ставкой

(увеличение выпуска на 5% для каждого срока погашения в сравнении с S1). В то же время сценарий предполагает, что за 2020, 2021, 2022 годы чистое внутреннее финансирование, прогнозируемое согласно S1, увеличится на 200,0 млн. леев, 300,0 млн. леев и 400,0 млн. леев соответственно.

Согласно S2, по результатам моделирования, к концу 2022 года государственный долг, подлежащий оплате в течение одного года, уменьшится на 3,2 п.п., средний срок погашения государственного долга увеличится на 0,1 года, долг, который будет фиксироваться по новым процентным ставкам, уменьшится на 3,9 п.п., а доля казначейских обязательств в общем государственном долге снизится на 4,4 п.п.

S3 предполагает выход на международный финансовый рынок и выпуск Евробонда со сроком погашения 7 лет в 2021 году, на общую сумму 500,0 млн. долларов США, с тем чтобы увеличить срок погашения портфеля, диверсифицировать инвестиционную базу, а также покрыть дефицит внешних ресурсов, которые были спрогнозированы на 2021 и 2022 годы, составляя 1,0% в ВВП и 0,6% в ВВП соответственно.

Согласно результатам моделирования, S3 значительно улучшит показатели риска, связанные с портфелем государственного долга, поскольку государственный долг, подлежащий погашению в течение одного года, уменьшится на 8,9 п.п., средний срок погашения государственного долга увеличится на 1,2 года, а долг, который будет фиксироваться по новым процентным ставкам, уменьшится на 8,7 п.п.

В то же время, финансирование в соответствии с первыми двумя стратегиями предполагает в среднесрочной перспективе примерно одинаковую эволюцию показателя государственного долга по отношению к ВВП, но согласно S3 доля внешнего государственного долга в ВВП увеличится на 3,8 п.п., а его доля в общем государственном долге увеличится примерно на 4,0 п.п., что означает увеличение подверженности валютному риску.

Следует отметить и то, что все три стратегии финансирования сохраняют в среднесрочной перспективе расходы, связанные с оплатой процентов, примерно на том же уровне, намного ниже порога в 10% по отношению к доходам государственного бюджета.

Исходя из изложенного, Министерство финансов будет учитывать в процессе финансирования гибкую структуру срока погашения, которая позволит в дальнейшем расширить сроки погашения государственного долга и уменьшить риск рефинансирования. Учитывая ограничения, установленные местным и международным финансовыми рынками, в среднесрочной перспективе Министерство финансов будет ориентироваться на диверсификацию источников внешнего кредитования для финансирования приоритетных проектов национальной экономики, а на внутреннем плане, с целью уменьшения влияния сокращения внешнего финансирования на концессионных и полуконцессионных условиях, будут развиваться новые инструменты для выпуска на рынке, уделяя особое внимание сроку их погашения, а также повышению привлекательности инструмента ГЦБ в национальной валюте для инвесторов-нерезидентов, повышая тем самым привлекательность местного рынка ГЦБ.

Министерство финансов продолжит поддерживать гибкий подход к реализации процесса финансирования остатка (дефицита) государственного бюджета на местном рынке, с целью обеспечения прогнозируемости и прозрачности предложения государственных ценных бумаг, чтобы иметь возможность быстро реагировать на возможные изменения в тенденциях рынка и в поведении инвесторов. Что касается доступа к международным финансовым рынкам, то выпуск ценных бумаг на этих рынках будет обусловлен невозможностью доступа к соответствующим ресурсам международных финансовых учреждений или двусторонних кредиторов, анализируя, конечно, последствия валютного риска в этом отношении.

V. РИСКИ, СВЯЗАННЫЕ С ПОРТФЕЛЕМ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА

ПО СОСТОЯНИЮ НА КОНЕЦ 2022 ГОДА

Раздел 1

Концептуализация рисков, связанных с портфелем государственного долга, и их анализ

Переменчивость финансовых рынков – в результате колебания процентных ставок, обменных курсов валют или изменений инфляции – определяет повышающуюся волатильность портфеля государственного долга. Данное явление можно идентифицировать как рыночный риск. Это главный вид риска, связанный с размером и стоимостью государственного долга Республики Молдова, который включает:

- а) риск рефинансирования;
- б) валютный риск;
- с) риск процентной ставки.

Кроме вышеуказанного, отмечается и операционный риск, который косвенно влияет на государственный долг, а также риск материализации условных обязательств.

В таблице 6 представлено развитие показателей риска, связанных с государственным долгом, на конец 2022 года, в результате внедрения стратегии финансирования – основного сценария, по сравнению с ситуацией, зафиксированной в конце 2019 года.

Таблица 6

Показатели рыночных рисков, связанных с государственным долгом, на конец 2022 года

Показатели	31 декабря 2019 г.	31 декабря 2022 г.
Риск рефинансирования		
1) Долг, подлежащий оплате в течение одного года (% из всего)	18,4%	15,3%
2) Долг, подлежащий оплате в течение одного года (% от ВВП)	4,6%	4,4%
3) АТМ* для внешнего государственного долга (лет)	8,8	9,1
4) АТМ* для внутреннего государственного долга (лет)	7,9	5,9
5) АТМ* общего государственного долга (лет)	8,4	8,0
Валютный риск		
Внешний государственный долг (% из всего)	55,9%	65,2%
Риск процентной ставки		
1) АТТ* общего государственного долга (лет)	7,2	6,2
2) Долг с процентной ставкой, подлежащий рефиксации в течение одного года (% из всего)	34,3%	39,9%
3) Долг с фиксированной процентной ставкой, включая казначейские обязательства (% из всего)	82,8%	74,5%
4) Долг в форме казначейских обязательств (% из всего)	11,0%	10,8%

* АТМ означает средний период погашения долга, а АТТ – средний период рефиксации долга.

Риск рефинансирования

В результате уменьшения внешнего финансирования на концессионных условиях, а также по мере выполнения графика возврата и постепенного увеличения сумм, предназначенных для возврата платежных обязательств, вытекающих из государственных гарантий, предложенных Правительством в течение 2014 и 2015 годов (Закон № 235/2016 о выпуске государственных облигаций во исполнение Министерством финансов платежных обязательств, вытекающих из государственных гарантий № 807 от 17 ноября 2014 г. и № 101 от 1 апреля 2015 г.), средний период погашения государственного долга уменьшится примерно на 0,4 года.



Рисунок 2: Прогноз погашения государственного долга по состоянию на 31 декабря 2019 года

Структура графика погашения государственного долга, представленная на рисунке 2, отражает важность краткосрочных государственных ценных бумаг (казначейских обязательств) в финансировании дефицита государственного бюджета из-за предпочтения инвесторами краткосрочных государственных ценных бумаг.

Риск рефинансирования демонстрирует тенденцию к улучшению к концу 2022 года, таким образом, долг, подлежащий оплате в течение одного года, снизится на 3,1 п.п. в результате внедрения Министерством финансов политики увеличения срока погашения портфеля внутреннего государственного долга и постепенного увеличения доли ГЦБ с более длительным сроком погашения, а также вследствие уменьшения обязательств по внешним кредитам начиная с 2021 года. Отметим, что новые внешние поступления в период 2020-2022 годов от международных финансовых учреждений предусматривают в среднем льготный период в течение 5 лет, так что это окажет минимальное влияние на профиль погашения в течение анализируемого периода.

Тем не менее, Министерство финансов продолжит поддерживать тенденцию корректировки графика погашения с эффектом уменьшения риска рефинансирования в среднесрочной и долгосрочной перспективе, избегая, насколько это возможно, концентрации краткосрочных выплат государственных ценных бумаг.

Валютный риск

Показатели рыночного риска, связанные с государственным долгом, к концу 2022 года указывают на то, что портфель государственного долга будет подвержен и в дальнейшем валютному риску, в результате того, что 65,2% остатка составит внешний государственный долг, который полностью номинирован в иностранной валюте. Более того, доля внешнего государственного долга в общей сумме государственного долга на конец 2022 увеличится на 9,3 п.п. по сравнению со значением, зафиксированным 31 декабря 2019 года, что связано с прогнозом положительного чистого внешнего финансирования в долларах США, а также с прогнозом обесценения национальной валюты по отношению к доллару США за отчетный период. Согласно проведенному анализу, можно заметить, что отслеживаемый в рамках Программы параметр риска «Внутренний государственный долг (% от общей суммы)», который должен быть не менее 35,0%, не может быть достигнут в условиях текущего прогноза, поскольку внешний государственный долг (% от общей суммы) будет на 0,2 п.п. больше допустимого эталонного порога 65,0%.

Таким образом, в случае пессимистического сценария значительного увеличения обменного курса лея по сравнению с иностранными валютами, в которых номинирован

внешний государственный долг, портфель государственного долга будет значительно подвержен валютному риску, что повлияет на стоимость государственного долга, а также на его объем. В целях уменьшения подверженности долгового портфеля валютному риску, а также для достижения целевых показателей, установленных для параметров риска в рамках программы, будет рассмотрено увеличение доли чистого финансирования в национальной валюте, принимая во внимание одновременно поглощающую способность внутреннего рынка и, в целом, спрос на долговые инструменты в леях.

В то же время, внешние займы останутся основным источником финансирования остатка (дефицита) государственного бюджета в среднесрочной перспективе, но заключение новых долговых контрактов будет осуществляться на основе тщательного анализа соотношения затрат и рисков, связанных с ними.

Риск процентной ставки

Государственный долг с фиксированной процентной ставкой продолжит составлять большую часть в портфеле государственного долга в конце 2022 года, но уменьшится на 8,3 п.п. по сравнению с ситуацией на 31 декабря 2019 года, а средний период рефиксации государственного долга уменьшится на 1,0 года. Данные изменения происходят преимущественно в результате уменьшения внешнего финансирования на концессионных условиях, а также увеличения поступлений займов с плавающей процентной ставкой от кредиторов, таких как Европейский банк реконструкции и развития, Международный банк реконструкции и развития, Банк развития Республики Беларусь, Международный валютный фонд.

Подверженность риску изменения процентных ставок снижается за счет внешнего долга в связи с тем, что займы от международных финансовых учреждений предусматривают более длительный период погашения и фиксированную процентную ставку. С другой стороны, значительная доля внутреннего краткосрочного государственного долга несет в себе более высокий риск рефинансирования и процентных ставок для этого портфеля. По этой причине контролируемый показатель государственного долга с плавающей процентной ставкой (% от общей суммы) предполагает, что для целей мониторинга рисков внутренний государственный долг со сроком погашения до одного года и с фиксированной процентной ставкой будет присвоен категории долга с плавающей процентной ставкой, которая будет находиться в диапазоне 25% – 40% (максимум).

Аналогичным образом будет продолжена реализация операций по конвертации внешнего государственного долга, успешно реализованных в 2019 году. С начала 2019 года Министерство финансов успешно провело операции по конвертации внешних государственных займов на сумму 92,7 млн. долларов США. Таким образом, для 6 займов, привлеченных от Международного банка реконструкции и развития, валюта была изменена с доллара США на евро, а процентная ставка – с *Libor* на 6 месяцев на *Euribor* на 6 месяцев, что подразумевает сокращение расходов на обслуживание государственного долга в связи с более низкой стоимостью обслуживания по ставкам *Euribor* на 6 месяцев по сравнению с условиями *Libor* на 6 месяцев.

Операционный риск

В среднесрочной перспективе с целью оптимизации операционного риска, который может повлиять на операции по регистрации, обработке и отчетности данных по государственному долгу, Министерство финансов будет полностью использовать обновленную версию информационной системы управления долгом DMFAS 6.1, установленную в 2016 году, и будет регулярно проводить проверку базы данных в соответствии с существующим Календарем.

В то же время, сотрудники Управления публичного долга Министерства финансов будут готовы к ответным реакциям, определенным и установленным в Плане

управления операционным риском и обеспечения непрерывности деятельности, связанной с управлением государственным долгом. Одновременно будет пересмотрен соответствующий план на последующие периоды параллельно с пересмотром Плана действий Управления публичного долга.

Риск материализации условных обязательств

Риск материализации условных обязательств, предполагает выплаты, которые могут быть осуществлены Министерством финансов в качестве гаранта.

По состоянию на 31 декабря 2019 года остаток государственных гарантий по отношению к ВВП в рамках Государственной программы «Первый дом» составил 0,4%, а в среднесрочной перспективе ожидается, что он составит примерно 1,0% от ВВП к концу 2022 года.

Учитывая остаток государственных гарантий, которые могут быть выпущены в рамках Государственной программы «Первый дом», риск, связанный с материализацией условных обязательств, остается умеренным, так как прогноз выплат, которые могут быть осуществлены из государственного бюджета в счет данных гарантий, не превышает 0,02% от ВВП на период 2020-2022 годов.

Государственная программа «Первый дом» имеет своей целью облегчение доступа физических лиц к приобретению жилья посредством предоставления кредитов, частично гарантированных государством (50% остатка предоставленного кредита), в особенности для молодых семей. Внедрение данной Программы осуществляется посредством Организации для развития малых и средних предприятий.

Детальная информация о рисках, которые могут повлиять на управление государственным долгом в среднесрочной перспективе, их влияние и предложенные меры по их смягчению представлены в приложении к настоящей Программе.

Раздел 2

Шоковые сценарии касательно развития рыночных показателей, влияющих на государственный долг и его обслуживание

Для рассмотрения волатильности портфеля государственного долга относительно подверженности основным рыночным рискам (рisku процентной ставки и валютному риску) было проанализировано влияние потенциальных изменений процентных ставок и обменных курсов на портфель государственного долга.

В данном контексте было разработано четыре шоковых сценария, в основе которых лежат изменения условий рынка. Аргументацией, на которой был основан выбор этих возможных шоков, было развитие обменных курсов и процентных ставок на протяжении последних лет, в том числе и неопределенность, связанная с развитием финансовых рынков. Данные шоки будут применены дополнительно к основному сценарию развития данных показателей.

Таким образом, далее представлены проанализированные сценарии:

1) обесценивание национальной валюты в 2020 году на 20,0% по отношению к валютам, в которых номинирован внешний государственный долг;

2) ежегодное повышение процентных ставок по сравнению с основным сценарием:

а) на внешнем рынке на 1,0 п.п.;

б) на внутреннем рынке на 3,0 п.п.;

3) значительное ежегодное повышение процентных ставок по сравнению с основным сценарием:

а) на внешнем рынке на 2,0 п.п.;

б) на внутреннем рынке на 6,0 п.п.;

а) комбинированный шок в 2020 году между обесцениванием национальной валюты на 10,0% по отношению к валютам, в которых номинирован внешний государственный долг, одновременно со вторым сценарием.

Изменение процентных ставок на внешнем рынке относится к плавающим процентным ставкам (*Euribor* на 6 месяцев, *USD Libor* на 6 месяцев и *CIRR Euro*).

В целях наблюдения за влиянием установленных шоков на портфель государственного долга в совокупности со стратегией финансирования в среднесрочной перспективе проанализированы показатели: доля государственного долга в ВВП и доля обслуживания (выплата процентов) государственного долга в ВВП. Развитие данных показателей представляет вариации остатка государственного долга и связанных с ним расходов под влиянием основного сценария, а также вышеуказанных шоков. Основной сценарий предусматривает допущения Министерством финансов в отношении изменения процентных ставок и прогноз обменных курсов, использованных в процессе разработки закона о государственном бюджете на 2020 год, с учетом текущих условий местного и международного рынка.

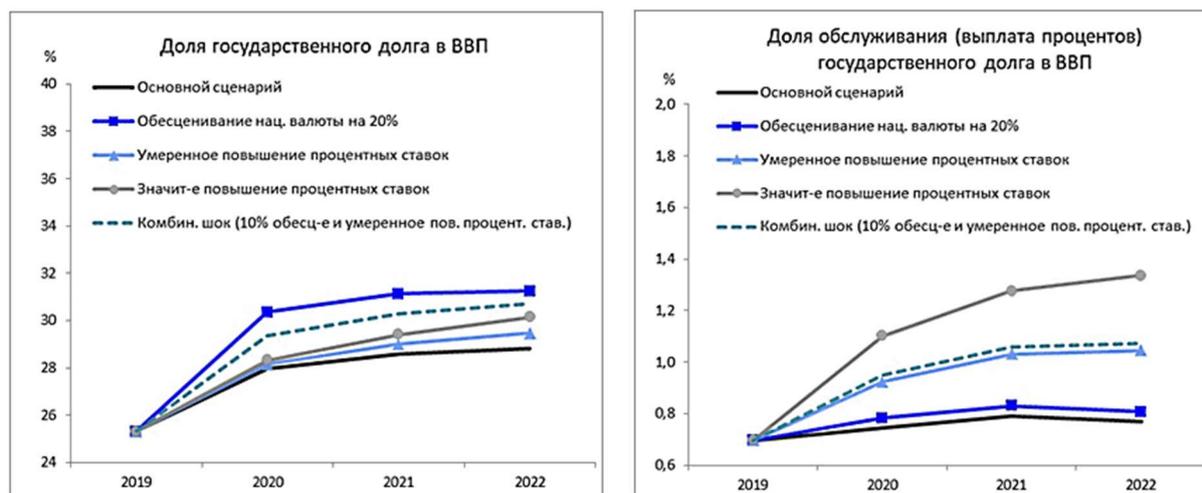


Рисунок 3. Развитие показателей государственного долга в результате применения шоковых сценариев к показателям рынка

Проведенный анализ показывает, что валютный риск и риск процентной ставки остаются в дальнейшем рисками, связанными с портфелем государственного долга, которые не должны оставаться без внимания. В случае пессимистичных сценариев развития местного и международного рынков (сценарии 1-4) основные выводы, сформулированные на основании представленных данных, следующие.

Доля государственного долга в ВВП наиболее подвержена валютному риску. Таким образом, при 20-процентном обесценивании молдавского лея в 2020 году по отношению к доллару США, евро и СПЗ доля государственного долга в ВВП может составить 31,3% на конец 2022 года, или на 2,4 п.п. больше, чем прогнозируется Министерством финансов по основному сценарию. Таким образом, на каждые 1% обесценивания в 2020 году молдавского лея по отношению к валютам внешнего государственного долга, доля государственного долга в ВВП может быть увеличена на 0,12 п.п., или остаток государственного долга может увеличиться в среднем на 299,7 млн. леев в период 2020-2022 гг. В то же время, в случае применения шока значительного повышения процентных ставок доля остатка государственного долга в ВВП подвергается риску в меньшей степени, так что она может увеличиться на 1,2 п.п. в конце 2022 года по сравнению с основным сценарием.

Обслуживание государственного долга (то есть связанные с ним расходы) в наибольшей степени подвержено риску изменения процентных ставок. Таким образом, в случае шока, связанного со значительным повышением процентных ставок (сценарий, который очень маловероятен), к концу 2022 года обслуживание государственного долга может увеличиться в 1,7 раза, а показатель доли обслуживания государственного долга в ВВП увеличивается на 0,6 п.п. по сравнению с прогнозом Министерства финансов по

основному сценарию (0,8%). Таким образом, при увеличении на 1 п.п. процентных ставок на внешнем/внутреннем рынке, доля обслуживания внешнего/внутреннего государственного долга в ВВП увеличится на 0,08/0,04 п.п.

Принимая во внимание изложенное, можно заключить, что портфель государственного долга соответствует в среднесрочной перспективе разумным ограничениям касательно сопутствующих рисков, но, согласно осуществленному анализу, отмечаем более высокую подверженность долгового портфеля валютному риску по сравнению с риском изменения процентных ставок и риском рефинансирования, что может создать дополнительное давление на портфель государственного долга в случае обесценения национальной валюты.

Таким образом, в среднесрочной перспективе реформы будет продолжено осуществление реформ с целью достижения конкретной цели в отношении развития внутреннего рынка государственных ценных бумаг и превращения местного финансового рынка в стабильный источник для покрытия потребностей бюджета в финансировании. Вместе с тем, важно отметить, что действия, которые должны быть предприняты Министерством финансов в отношении долгового сектора, недостаточны для существенного развития внутреннего рынка государственных ценных бумаг. Одной из предпосылок развития этого рынка и расширения базы инвесторов является также проведение реформ в других сегментах финансового рынка, например, в пенсионном секторе, страховании и т. д.

Прогресс в ходе реализации мер, содержащихся в настоящей Программе, будет отражен в Годовом отчете о ситуации относительно долга публичного сектора, государственных гарантий и государственного рекредитования, а информация о соответствии параметров риска/устойчивости в пределах, установленных Программой, будет включена в Статистический ежемесячный бюллетень о государственном долге/Квартальный отчет о ситуации относительно долга публичного сектора, государственных гарантий и государственного рекредитования, которые публикуются на веб-странице Министерства финансов.

Приложение
к Программе «Управление государственным долгом
в среднесрочной перспективе (2020-2022 годы)»

**РИСКИ,
которые могут повлиять на процесс управления государственным
долгом в среднесрочной перспективе, их влияние
и предложенные меры по их снижению**

Потенциальный источник риска	Влияние в случае материализации риска	Предложенные меры по снижению
1	2	3
1. Ограниченное кредитование на концессионных условиях	Сокращение поступлений от грантов; повышение расходов на обслуживание государственного долга	- Преобразование местного финансового рынка в стабильный источник покрытия потребностей бюджета в финансировании; - диверсификация инструментов внутреннего государственного долга и повышение их привлекательности; - регулярный мониторинг показателей устойчивости государственного долга, с тем чтобы их динамика соответствовала приемлемым рамкам в долгосрочной перспективе; - анализ финансовых условий новых полученных внешних займов на этапе

		ведения переговоров и принятие оптимального варианта срока погашения займа, процентной ставки и валюты по каждому займу отдельно
2. Неопределенность касательно освоения средств от официальных кредиторов, с учетом зависимости страны от внешних партнеров по развитию	Невозможность финансирования статей расходов, первоначально прогнозированных в бюджете	<ul style="list-style-type: none"> - Непрерывное взаимодействие между управлением долга и управлением ликвидности государственного бюджета; - регулярный мониторинг регистрируемого хода внедрения действий и полученных показателей, включенных в матрицы политики, связанной с контрактами с внешними кредиторами
3. Неопределенность в отношении эволюции ставок <i>Euribor</i> и <i>Libor</i> , а также последствия Брексита	Переменчивость касательно инвестиционного «аппетита» на финансовые активы, выпущенные странами с переходной экономикой; повышение процентных ставок на международном уровне; неопределенность касательно годового бюджета, необходимого для осуществления выплаты процентов	<ul style="list-style-type: none"> - Оценка остатка государственного долга и расходов на его обслуживание, с учетом самых пессимистичных сценариев, а именно: значительных колебаний указанных показателей; - дальнейшее поддержание мажоритарной доли долга с фиксированной процентной ставкой в общем государственном долге с целью уменьшения неопределенности касательно бюджетных усилий, необходимых для осуществления выплаты процентов; - регулярный мониторинг установленных параметров риска и выполнение необходимых действий для их приведения в соответствие с пределами, установленными в Программе; - осуществление операций пассивного управления, а именно: <i>buyback</i> и операции <i>switch</i> для внутреннего государственного долга, конвертация для внешнего государственного долга, основной целью которых является снижение затрат на обслуживание государственного долга
4. Увеличение ставки инфляции и ужесточение денежной политики со стороны Национального банка Молдовы	Повышение Национальным банком Молдовы процентных ставок на основные операции денежной политики в краткосрочной перспективе одновременно влечет за собой увеличение ставок на выпущенные на рынке ГЦБ	<ul style="list-style-type: none"> - осуществление операций пассивного управления, а именно: <i>buyback</i> и операции <i>switch</i> для внутреннего государственного долга, конвертация для внешнего государственного долга, основной целью которых является снижение затрат на обслуживание государственного долга
5. Падение официального обменного курса национальной валюты по сравнению с основными валютами, в которых номинирован внешний государственный долг	Увеличение внешнего государственного долга, номинированного в национальной валюте; увеличение расходов на обслуживание внешнего государственного долга	<ul style="list-style-type: none"> - Оценка размера государственного долга и расходов на его обслуживание, с учетом самых пессимистичных сценариев, а именно: значительные колебания указанных показателей; - увеличение доли чистого финансирования в национальной валюте, что облегчит уменьшение подверженности валютному риску, одновременно учитывая способность к абсорбции внутреннего рынка и, в целом, спрос на долговые инструменты в леях; - изменение структуры внешнего государственного долга посредством

		<p>операций конвертации валюты, с учетом соотношения стоимости и риска;</p> <ul style="list-style-type: none"> - регулярный мониторинг установленных параметров риска и выполнение необходимых действий с целью их соответствия пределам, установленным Программой
<p>6. Материализация условных обязательств (например, активация гарантии согласно Программе «Первый дом», платежи в рамках частно-государственного партнерства)</p>	<p>Дополнительное давление на государственный бюджет; увеличение объема государственного долга и расходов на его обслуживание</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Ограничение расширения государственной гарантии только исключительными случаями и согласно положениям статьи 33 Закона № 419/2006 о долге публичного сектора, государственных гарантиях и государственном рекредитовании; - установление в годовом законе о государственном бюджете предела остатка государственных гарантий, который не может быть превышен в течение соответствующего года, и ежемесячный мониторинг остатка государственных гарантий с целью соответствия установленным пределам; - усиление мониторинга контрактами частно-государственного партнерства со стороны Министерства финансов и мониторинг связанных с ними рисков для государственного бюджета и влияния на остаток долга государственного сектора
<p>7. Уменьшение доверия инвесторов к финансовому инструменту «государственные ценные бумаги», как на национальном, так и на международном уровне</p>	<p>Уменьшение инвестиционного «аппетита» на инструмент ГЦБ в национальной валюте; невозможность финансирования остатка (дефицита) государственного бюджета из источников, существующих на местном рынке; предпочтение инвесторами ГЦБ с коротким сроком обращения</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Дальнейшее осуществление предсказуемой и гибкой политики выпуска ГЦБ на рынке, адаптированной к требованиям инвестиционной среды. Акцент будет сделан на продлении срока погашения внутреннего государственного долга, наряду с консолидацией ликвидности на определенные сроки погашения; - анализ возможности расширения инвестиционной базы, в том числе за счет привлечения иностранных инвесторов и создания для них благоприятных условий для инвестирования в ГЦБ в национальной валюте; - улучшение коммуникации с участниками рынка ГЦБ для регулярной оценки инвестиционных потребностей на уровне рынка, ожиданий касательно рыночных условий, а также действий, принимаемых во внимание Министерством финансов; - постоянный мониторинг достижений

		<p>первичных дилеров как субъектов, формирующих рынок, и осуществление ежеквартальной оценки их деятельности на первичном и вторичном рынках;</p> <ul style="list-style-type: none"> - проведение кампаний по продвижению ГЦБ, в том числе ознакомление физических лиц с возможностью инвестирования в государственные ценные бумаги как в инструмент сбережения; - разработка, развитие и обслуживание платформы торговли ГЦБ (например, <i>Treasury Direct</i>), с целью повышения доступа для физических лиц и диверсификации каналов продажи ГЦБ; - построение и укрепление кривой доходности ГЦБ, что способствовало бы развитию местного финансового рынка; - регулярное опубликование на официальной веб-странице Министерства финансов (www.mf.gov.md) релевантной информации для инвесторов относительно объема и структуры долга в публичном секторе, а также информации касательно торговли ГЦБ: календарь и сообщения о размещении, повторное открытие определенных сроков погашения, результаты аукционов, информация о процентной ставке проданных ГЦБ, сведения об операциях на вторичном рынке и т.д.; - заключение договоров о сотрудничестве с другими международными рейтинговым агентством, помимо уже существующего договора с Moody's Investor Service
8. Операционный риск	<p>Ошибочные данные относительно статистики в области долга публичного сектора;</p> <p>технические неисправности информационных систем</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Готовность всех сотрудников Управления публичного долга Министерства финансов к ответным реакциям, определенным и установленным в Плане управления операционным риском; - пересмотр вышеуказанного документа на последующие периоды одновременно с пересмотром Плана действий Управления публичного долга Министерства финансов; - использование возможностей обновленной версии Информационной системы управления долгом «DMFAS 6.1» для периодической проверки базы данных;

		<ul style="list-style-type: none">- непрерывное совершенствование знаний персонала посредством его участия во внутреннем и внешнем обучении;- исследование новых возможностей технической поддержки в области управления долгом.
--	--	---