

ПРОГРАММА
«Управление государственным долгом в среднесрочной перспективе (2019-2021)»

I. ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

В соответствии с положениями 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 (2019-2021)» (в дальнейшем - *Программа*).

Документ представляет собой продолжение Программы «Управление государственным долгом в среднесрочной перспективе на 2018-2020 годы», которая пересмотрена на промежуток времени 2019-2021 годов, согласно прогнозам о среднесрочном государственном долге и обновленному прогнозу макроэкономических показателей, предоставленному Министерством экономики и инфраструктуры.

В среднесрочной перспективе Республика Молдова исследует новые возможности финансирования, что позволит получить доступ к источникам финансирования по более высоким ценам. В процессе управления государственным долгом необходимо принимать во внимание, что это может сопровождаться возникновением новых рисков или обострением уже существующих рисков.

Программа устанавливает 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 финансовой стратегии 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 количественные оценки, касающиеся соотношения стоимости/риска, связанного с альтернативными стратегиями обеспечения финансовых нужд. В то же время позволяет осуществлять симуляции воздействия различных шоковых сценариев развития рыночных показателей на государственный долг и его обслуживание.

Настоящая Программа разработана исходя из экономической ситуации страны, определенных ограничений местного финансового рынка, рейтинга страны, который был пересмотрен корпорацией Moody's в ноябре 2018, с подтверждением рейтинга В3 со стабильной перспективой, а также показателя СРІА для Республики Молдова – средняя 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. В то же время, установленные интервалы обеспечивают высокий уровень гибкости в управлении государственным долгом, чтобы реагировать на изменения условий финансовых рынков, представляя желаемую композицию портфеля государственного долга. Лимит, указанный как минимальный или максимальный, не может быть превышен во временных рамках стратегии, 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 2019-2021 годов	Значение на период 2019-2021 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)	1,2 (минимум) – 2,0
Параметры устойчивости* для периода 2019-2021 годов	
Обслуживание государственного долга (% по сравнению с доходами государственного бюджета)	≤ 10%

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

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

II. ЦЕЛИ УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ НА 2019-2021 ГОДЫ

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

Конкретные цели управления государственным долгом на период 2019-2021 годов следующие:

- 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. СТРАТЕГИИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ОСТАТКА (ДЕФИЦИТА) ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА

Макроэкономические предположения Программы на период 2019-2021 годов представлены в таблице 2.

Таблица 2

Прогноз макроэкономических показателей

Показатели	2017г.	2018г.	2019г.	2020г.	2021г.
	текущий	прогнозируемый			
Валовой внутренний продукт (номинальная стоимость, млрд лей)	176,8	191,7	209,3	228,1	248,8
Реальный коэффициент роста экономики (%)	4,5	4,5	4,0	3,8	3,8
Индекс потребительских цен (среднегодовой, %)	6,6	3,2	4,9	5,0	5,0
Средний обменный курс лея к доллару США	18,49	16,65	17,20	17,97	18,51
Средний обменный курс лея к евро	20,83	19,15	19,78	20,67	21,29
Остаток (дефицит) государственного бюджета (% от ВВП)	-0,9%	-2,3%	-2,6%	-2,4%	-1,9%

**ВВП рассчитан согласно методологии SCN-2008/2010*

Учитывая прогнозы макроэкономических показателей, остаток (дефицит) государственного бюджета на период 2019-2021 годов составит в среднем 2,3%, размещаясь в интервале (-2,6%) – (-1,9%) от ВВП.

С учетом оценки остатка (дефицита) государственного бюджета на период 2019-2021 годов, а также из 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 остатка государственного долга в номинальном значении.

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

Прогноз источников финансирования в качестве доли в Валовом внутреннем продукте, 2019-2021 гг.

Показатели	Единица измерения	2019г.	2020г.	2021г.
Финансовые активы и другие источники финансирования	% от ВВП	-0,6%	-0,4%	0,0%
Чистое финансирование, из которого:	% от ВВП	3,2%	2,8%	1,9%
внутреннее	% от ВВП	1,2%	1,2%	1,1%
внешнее	% от ВВП	2,0%	1,6%	0,9%
Бюджетный остаток	% от ВВП	-2,6%	-2,4%	-1,9%

Следует отметить, что в среднесрочной перспективе преобладает тенденция покрытия остатка (дефицита) государственного бюджета преимущественно из внешних источников. Данное развитие указывает на значительную зависимость Республики Молдова от внешних кредиторов и, косвенно, от финансовых и структурных условий доступа к внешним фондам.

В период 2019-2021 годов предполагается, что Правительство получит поступления от внешних государственных займов, которые будут направлены в среднем в размере 25,0% на поддержку бюджета, а около 75,0% – на финансирование инвестиционных проектов.

В данный период 20,0% от внешних государственных займов будут предоставлены двусторонними учреждениями, а остальные 80,0% – многосторонними учреждениями.

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

Таблица 4

Внешнее финансирование в период 2019-2021 годов

Показатели	Единица измерения	2019г.	2020г.	2021г.
Валовое внешнее финансирование, в том числе:	% от ВВП	3,1%	2,9%	2,0%
Займы от многосторонних кредиторов на концессионных условиях (фиксированная процентная ставка)	% от всего	1,8%	1,3%	1,3%
Займы от многосторонних кредиторов на полуконцессионных условиях	% от всего	40,3%	32,3%	23,6%
Займы от многосторонних кредиторов с плавающей процентной ставкой	% от всего	45,7%	49,2%	43,1%
Займы от двусторонних кредиторов с фиксированной процентной ставкой	% от всего	0,8%	0,8%	1,0%
Займы от двусторонних кредиторов с плавающей процентной ставкой	% от всего	11,5%	16,4%	31,0%

Тенденция увеличения доли поступлений займов от двусторонних кредиторов с плавающей процентной ставкой связана особенно с прогнозированием поступлений финансовых источников со стороны Правительства Китая и Банка развития Беларуси для инвестиционных проектов, предназначенные на восстановление дорог Республики Молдова.

Таким образом, структура прогнозируемых поступлений источников внешнего финансирования по кредиторам выявляет самых важных кредиторов на период 2019-2021 годов, следующим образом:

- 1) Европейский инвестиционный банк – 26,9%;
- 2) Группа Всемирного банка – 20,8%;
- 3) Правительство Китая – 17,1%;
- 4) Европейский банк реконструкции и развития – 16,2%;
- 5) Европейская комиссия – 6,7%;
- 6) Банк развития Совета Европы – 4,4%;
- 7) Международный валютный фонд – 3,9%;
- 8) Банк развития Беларуси – 1,7%;
- 9) Международный фонд сельскохозяйственного развития – 1,5%;
- 10) Правительство Польши – 0,8%.

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 повышения 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 использование операций по управлению пассивами, а также досрочного выкупа (*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 2019 году Министерство финансов будет поддерживать реализацию программы распространения государственных ценных бумаг среди населения посредством платформы электронной торговли (например: *Treasury Direct*).

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

Валовое внутреннее финансирование на первичном рынке в период 2019-2021 годов, согласно основному сценарию

Показатели	Единица измерения	2019г.	2020г.	2021г.
ГЦБ, выпущенные посредством аукционов на первичном рынке, в том числе*:	% в ВВП	5,4%	6,2%	6,9%
Казначейские обязательства	% из всего	80,0%	75,5%	71,0%
Государственные облигации	% из всего	20,0%	24,5%	29,0%

**За исключением ГЦБ, выпущенных в целях создания резервов ликвидности*

Также Министерство финансов будет поддерживать в среднесрочной перспективе резерв ликвидности в национальной валюте (*cash buffer*) и обеспечивать его пополнение до достижения предела 2 000,0 млн. леев. Таким образом, в 2018 году ожидается его пополнение на 291,1 млн. леев, а в течение 2019 года он будет пополнен еще на 1 200,0 млн. леев. Соответствующий резерв также будет пополняться посредством ГЦБ, выпущенных на первичном рынке, государственных облигаций со сроком погашения 2-5 лет. Резерв не будет включать в себя дополнительные затраты по обслуживанию государственного долга и не сможет быть использован для финансирования дефицита бюджета, за исключением случаев, установленных Законом № 181/2014 о публичных финансах и бюджетно-налоговой ответственности.

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

В аналитических целях Министерство финансов рассмотрело две альтернативные опции финансирования (S2 и S3) остатка (дефицита) государственного бюджета из внутренних и внешних источников:

S2 – анализирует возможность финансирования инвестиционных проектов по восстановлению национальных дорог другими кредиторами, а именно: Азиатский банк инфраструктурных инвестиций (АБИИ) или Международный банк реконструкции и развития (МБРР). Если финансирование двух данных проектов будет осуществлено указанными кредиторами, АТМ государственного долга увеличится в среднем на 0,5 лет, а государственный долг, подлежащий оплате в течение года, будет уменьшен на 0,1 п.п., по сравнению с S1, к концу 2021 года;

S3 – анализирует умеренное увеличение чистого внутреннего финансирования и постепенной диверсификации инструментов посредством расширения срока их погашения. S3 фокусируется на развитии новых инструментов для выпуска на внутреннем рынке, начиная с 2019 года, которые предоставляли бы инвестиционные альтернативы как инвесторам-резидентам, так и инвесторам-нерезидентам. Сценарий предполагает уменьшение на 20,0% выпуска казначейских обязательств, прогнозируемых на

промежуток времени 2019-2021 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)

Согласно S3, вследствие результатов осуществленных симуляций к концу 2021 года государственный долг, подлежащий к оплате в течение года, уменьшится на 4,3 п.п., средний период погашения государственного долга увеличится на 0,1 года, долг, подлежащий рефиксации по новой процентной ставке, уменьшится на 4,9 п.п., а доля казначейских обязательств в общей сумме государственного долга уменьшится на 5,4 п.п.

Вместе с тем, финансирование согласно этим трем стратегиям включает в среднесрочной перспективе то же развитие показателя государственного долга в ВВП, хотя согласно S3 доля внутреннего государственного долга увеличится примерно на 1,0 п.п. в общей сумме государственного долга, что предполагает уменьшение степени подверженности валютному риску.

Следует отметить и то, что все 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, но которая позволит в дальнейшем расширить длительность портфеля 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, преследуя цель обеспечения прогнозируемости и прозрачности предложения государственных ценных бумаг, чтобы иметь возможность быстро реагировать на возможные изменения в тенденциях рынка и в поведении инвесторов.

V. РИСКИ, СВЯЗАННЫЕ С ПОРТФЕЛЕМ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА ПО СОСТОЯНИЮ НА КОНЕЦ 2021 ГОДА

Раздел 1

Концептуализация рисков, связанных с портфелем государственного долга и их анализ

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

- a) риск рефинансирования;
- b) валютный риск;
- c) 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 2021 года, в результате внедрения стратегии финансирования – основного сценария, по сравнению с ситуацией, зарегистрированной на 30 сентября 2018 г.

Таблица 6

Показатели рыночных рисков, связанных с государственным долгом, на конец 2021 года

Показатели	30 октября 2018	31 декабр я 2021
Доля государственного долга в ВВП	26,9%	31,0%
Доля обслуживания (выплата процентов) государственного долга в ВВП	0,9%*	1,0%
Риск рефинансирования		
1) Долг, подлежащий оплате в течение одного года (% из всего)	21,0%	18,7%
2) Долг, подлежащий оплате в течение одного года (% от ВВП)	5,7%	5,8%
3) АТМ** для внешнего государственного долга (лет)	9,6	10,0
4) АТМ** для внутреннего государственного долга (лет)	9,3	5,6
5) АТМ** общего государственного долга (лет)	9,5	8,1
Валютный риск		
Внешний государственный долг (% из всего)	55,1%	59,6%
Риск процентной ставки		
1) АТМ** общего государственного долга (лет)	8,2	5,7
2) Долг с процентной ставкой, подлежащий рефиксации в течение одного года (% из всего)	36,1%	46,2%
3) Долг с фиксированной процентной ставкой, включая казначейские обязательства (% из всего)	83,5%	71,2%
4) Долг в форме казначейских обязательств (% из всего)	15,1%	13,0%

**По состоянию на 30 июня 2018г*

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

Показатели рыночного риска, связанные с государственным долгом, к концу 2021 года указывают на то, что портфель государственного долга будет подвержен и в дальнейшем валютному риску, в результате того, что 60% остатка государственного долга будет выражено в иностранной валюте.

Одновременно, государственный долг с фиксированной процентной ставкой подтверждает тенденцию к сокращению к концу 2021 года, по сравнению с ситуацией на 30 сентября 2018г., примерно на 12,3 п.п, а средний период рефиксации государственного долга уменьшится на 2,5 года. Данные изменения происходят преимущественно в результате уменьшения внешнего финансирования на концессионных и полуконцессионных условиях, а также увеличения поступлений займов от двусторонних кредиторов с плавающей процентной ставкой (Правительство Китая, Банк развития Белоруси).

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 Министерством финансов 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.), значительно уменьшится средний период погашения/рефиксации для внутреннего государственного долга, примерно на 3,7 лет каждый.

Также, вследствие внедрения Министерством финансов политики увеличения срока погашения портфеля внутреннего государственного долга и постепенного увеличения доли ГЦБ с более длительным сроком обращения, долг в форме казначейских обязательств уменьшится на 2,1 п.п. из общего портфеля государственного долга к концу 2021 года

В то же время, ситуация на внутреннем рынке может обостриться по причине предпочтения инвесторами ГЦБ с коротким сроком обращения и пока еще небольшого объема ГЦБ, выпущенных на рынок Министерством финансов, исходя из высоких затрат на обслуживание данных инструментов по сравнению с затратами внешнего финансирования.

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 валидацию базы данных в соответствии с существующим Календарем валидации

В то же время, сотрудники Управления публичного долга Министерства финансов будут готовы к ответным реакциям, определенным и установленным в Планах управления операционным риском и обеспечения непрерывности деятельности, связанной с управлением государственным долгом на 2018 год. Одновременно будет пересмотрен соответствующий план на 2019 год, параллельно с завершением Плана действий Управления публичного долга на 2019 год.

Риск материализации условных обязательств

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

По состоянию на 30 сентября 2018 остаток государственных гарантий по отношению к ВВП в рамках Государственной программы «Первый дом» составил 0,1%, а в среднесрочной перспективе ожидается, что он составит примерно 0,8% от ВВП к концу 2021 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 оценки касательно выплат, которые должны быть осуществлены из государственного бюджета в счет данных гарантий, не превышают 0,02% от ВВП на период 2019-2021 гг.

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.

Раздел 2

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

Основные риски, связанные с макроэкономическими предположениями основного сценария, показывают, что через призму неопределенности, связанной с будущим годом выборов в Республике Молдова, решения о дальнейшем росте ключевой процентной ставки ФРС, сворачивание программы приобретения активов Европейским центральным банком (ЕЦБ) и ожидания роста процентной ставки, контекст рынка, оцененный на следующий период, является наименее предпочтительным и акцентируется на подверженности портфеля государственного долга основным рыночным рискам. 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 расходы, связанные с государственным долгом.

В данном контексте разработано четыре шоковых сценария А, В, С, и D, в основе которых лежат изменения условий рынка. Аргументацией, лежащей в

основе выбранных шоков, было развитие обменных курсов и процентных ставок в течение последних лет, в том числе в течение первых девяти месяцев 2018 года, а также неопределенность, связанная с развитием вышеуказанных финансовых рынков. Данные шоки будут применены дополнительно к основному сценарию развития данных показателей.

Таким образом, далее представлены проанализированные сценарии:

1) А – *обесценивание национальной валюты* в 2019 году на 15% по отношению к доллару США и евро;

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

а) на внешнем рынке на 1,5 п.п.;

б) на внутреннем рынке на 3,0 п.п.;

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

а) на внешнем рынке на 3,0 п.п.;

б) на внутреннем рынке на 6,0 п.п.;

4) D – *комбинированный шок* между обесцениванием национальной валюты на 10% по отношению к доллару США и евро одновременно в 2019 году и вторым сценарием (В).

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

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; текущий размер государственного долга в ВВП; доля обслуживания государственного долга в ВВП; доля обслуживания (выплата процентов) государственного долга в ВВП и доля обслуживания (выплата процентов) государственного долга по сравнению с доходами государственного бюджета по состоянию на конец 2021 года. Развитие данных показателей представляет вариации остатка государственного долга и связанных с ним расходов под влиянием основного сценария, а также вышеуказанных шоков. Основной сценарий предусматривает прогноз властей касательно развития процентных ставок и ставок обменного курса, исходя из текущих условий местного и международных рынков.

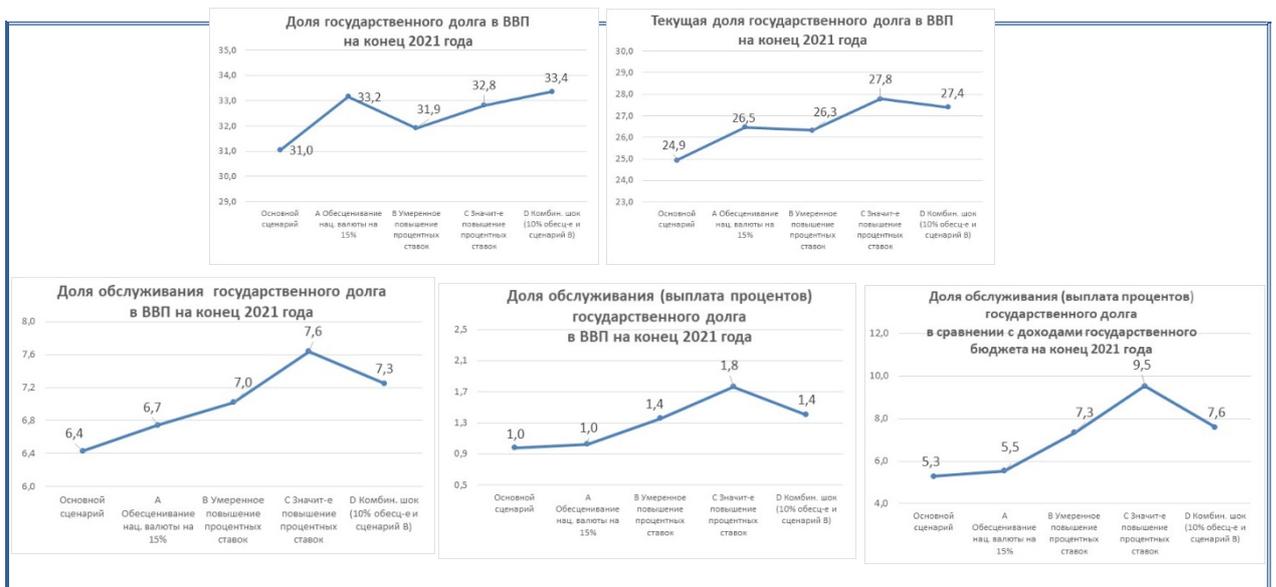


Рис 1. Развитие показателей государственного долга в результате применения шоков касательно развития показателей рынка к основному сценарию финансирования, по состоянию на конец 2021 года

Проведенный анализ показывает, что валютный риск и риск процентной ставки остаются в дальнейшем рисками, связанными с портфелем государственного долга, которые не должны быть оставлены без внимания. В случае пессимистичных сценариев развития местных и международных рынков (сценарии A-D), основные выводы, сформулированные на основании представленных данных, следующие:

1) доля государственного долга в ВВП представляет самую высокую подверженность влиянию сценария D. Таким образом, при обесценивании на 10% молдавского лея, примененного в 2019 году, по отношению к доллару США и евро и умеренном увеличении процентной ставки доля государственного долга в ВВП может увеличиться на 2,4 п.п.;

2) текущий размер государственного долга в ВВП может увеличиться на 2,9 п.п. к концу 2021 года в случае значительного увеличения процентной ставки на внутреннем и международном рынке (шоковый сценарий C) и уменьшения степени концессионности новых приобретенных задолженностей;

3) обслуживание (выплата процентов) государственного долга, то есть связанные с этим расходы, подвержены в большей мере риску процентной ставки. Таким образом, в случае шока, связанного со значительным увеличением процентных ставок, показатель доли обслуживания (выплата процентов) государственного долга в ВВП увеличится на 0,8 п.п., а показатель обслуживания (выплата процентов) государственного долга по сравнению с доходами государственного бюджета увеличится на 4,2 п.п., с 5,3% до 9,5%.

Принимая во внимание представленное выше, можно заключить, что портфель государственного долга соответствует в среднесрочной перспективе разумным ограничениям касательно сопутствующих рисков, но валютный

риск и риск процентной ставки могут оказывать давление на портфель государственного долга в случае значительных изменений рыночных показателей. Одновременно, хотя Министерством финансов был зарегистрирован прогресс за последние годы в том, что касается уменьшения риска рефинансирования ГЦБ, выпущенных на первичном рынке, в любом случае, учитывая преимущественно небольшой срок погашения данных инструментов, этот риск также нельзя оставить без внимания.

Таким образом, в среднесрочной перспективе действия Министерства финансов будут сфокусированы на:

1) дальнейшем осуществлении подхода к предсказуемой и гибкой политике выпуска ГЦБ на рынке, адаптированной к требованиям инвестиционной среды. Акцент будет сделан на расширение срока погашения внутреннего государственного долга, параллельно с консолидацией ликвидности по соответствующим срокам погашения;

2) анализ возможности расширения инвестиционной базы, в том числе путем привлечения иностранных инвесторов и создания для них благоприятных условий для инвестирования в ГЦБ в национальной валюте;

3) внедрение операций по управлению пассивами, а именно: досрочный выкуп и операции *switch* для внутреннего государственного долга, конверсия для внешнего государственного долга, с уменьшением затрат на обслуживание государственного долга в качестве основной цели.

Детальная информация о рисках, которые могут повлиять на внедрение управления государственным долгом в среднесрочной перспективе, воздействие и предложенные меры по их снижению представлены в приложении к настоящей программе.

Прогресс касательно внедрения мер, содержащихся в настоящей Программе, будет включен в Годовой отчет о долге публичного сектора, государственных гарантиях и государственном рекредитовании, а информация о соответствии параметров риска/устойчивости в пределах, установленных Программой, будет включена в Статистический ежемесячный бюллетень о государственном долге/Квартальный отчет о долге публичного сектора, государственных гарантиях и государственном рекредитовании, которые публикуются на веб-странице Министерства финансов.

Приложение
к Программе «Управление государственным долгом
в среднесрочной перспективе (2019-2021 годы)»

Риски, которые могут повлиять на внедрение управления государственным долгом в среднесрочной перспективе, воздействие и предложенные меры по их снижению

Потенциальный источник риска	Воздействие, если риск материализуется	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 и процентной ставки, по каждому займу отдельно

1	2	3
<p>2. Неопределенность касательно освоения средств от официальных кредиторов, с учетом зависимости страны от внешних партнеров по развитию</p>	<p>Невозможность финансирования первоначально прогнозируемых в бюджете статей расходов</p>	<p>-Непрерывное взаимодействие между управлением долга и управлением ликвидности государственного бюджета;</p> <p>-продолжение внедрения программы МВФ через механизм расширенного кредитования (ECF) и механизм расширенного финансирования (EFF) для осуществления реформы в финансовой и экономической области;</p> <p>-регулярный мониторинг регистрируемого хода внедрения действий и полученных показателей, включенных в матрицы политики, связанной с контрактами с внешними кредиторами.</p>
<p>3. Неопределенность на мировом уровне в отношении влияния поведения денежной политики основных центральных банков мира (ВСЕ и Fed), а также последствия Брексита</p>	<p>Переменчивость касательно инвестиционного «аппетита» на финансовые активы, выпущенные странами с переходной экономикой;</p> <p>повышение процентных ставок на международном уровне;</p> <p>неопределенность касательно годового бюджетного усилия, необходимого для осуществления выплаты процентов</p>	<p>-Оценка остатка государственного долга и расходов на его обслуживание, с учетом самых пессимистичных сценариев, а именно: значительных колебаний указанных показателей;</p> <p>-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;</p> <p>-регулярный мониторинг установленных параметров риска и выполнение необходимых действий для их приведения в соответствие с пределами, установленными в Программе;</p>
<p>4. Увеличение ставки инфляции и ужесточение денежной политики Национального банка Молдовы</p>	<p>Повышение Национальным банком Молдовы процентных ставок на основные операции денежной политики в краткосрочной перспективе одновременно влечет за собой увеличение ставок на</p>	<p>-изменение структуры государственного внешнего долга посредством операций по преобразованию процентной ставки, с учетом соотношения стоимости и риска</p>

1	2	3
<p>5. Падение официального обменного курса национальной валюты по сравнению с основными валютами, в которых выражен внешний государственный долг</p>	<p>выпущенные на рынке ГЦБ</p> <p>Увеличение остатка внешнего государственного долга, выраженного в национальной валюте;</p> <p>Увеличение расходов на обслуживание внешнего государственного долга</p>	<p>- Оценка остатка государственного долга и расходов на его обслуживание, с учетом самых пессимистичных сценариев, а именно: значительные колебания указанных показателей;</p> <p>- 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;</p> <p>- изменение структуры внешнего государственного долга посредством операций по преобразованию процентной ставки, с учетом соотношения стоимости и риска;</p> <p>- регулярный мониторинг установленных параметров риска и выполнение необходимых действий для их приведения в соответствие с установленными Программой пределами</p>
<p>6. Материализация условных обязательств (например, активация гарантии согласно Программе «Первый дом»)</p>	<p>Дополнительное давление на государственный бюджет;</p> <p>увеличение объема внутреннего государственного долга и расходов на его обслуживание</p>	<p>- Ограничение расширения государственной гарантии только на проекты, представляющие особую важность для национальной экономики (согласно статье 33 Закона №419/2006 о долге публичного сектора, государственных гарантиях и государственном рекредитовании);</p> <p>- 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</p>
<p>7. Уменьшение доверия со стороны инвесторов к финансовому инструменту «государственные ценные бумаги», как на</p>	<p>Уменьшение инвестиционного «аппетита» на инструмент ГЦБ в национальной валюте;</p> <p>невозможность финансирования остатка (дефицита)</p>	<p>- Облегчение доступа международных инвесторов к инструменту ГЦБ в национальной валюте посредством Единого центрального депозитария;</p> <p>- улучшение коммуникации с участниками рынка ГЦБ для регулярной оценки инвестиционных потребностей на уровне рынка, ожиданий касательно рыночных условий, а также действий, принятых во внимание</p>

1	2	3
национальном, так и на международном уровне	<p>государственного бюджета из источников, существующих на местном рынке;</p> <p>предпочтение инвесторами ГЦБ с коротким сроком обращения</p>	<p>Министерством финансов;</p> <p>-постоянный мониторинг деятельности первичных дилеров как маркет-мейкеров и осуществление квартальных оценок их деятельности на первичном и вторичном рынке;</p> <p>-проведение кампаний по продвижению ГЦБ, в том числе ознакомление физических лиц с возможностью инвестирования в государственные ценные бумаги как в инструмент сбережения;</p> <p>-разработка, развитие и обслуживание платформы торговли ГЦБ (например, <i>Treasury Direct</i>), с целью повышения доступа физических лиц и диверсификации каналов продажи государственных ценных бумаг;</p> <p>-построение и укрепление кривой доходности ГЦБ, что способствовало бы развитию местного финансового рынка;</p> <p>-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 государственными ценными бумагами: 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.;</p> <p>-инициирование процедуры проведения международного аукциона с целью заключения договора о сотрудничестве с ещё одним рейтинговым агентством, помимо уже существующего договора с Moody's Investor Service;</p>
8.Операционный риск	Неправильные данные относительно статистики в области долга	-Готовность всех сотрудников Управления публичного долга Министерства финансов к ответным реакциям, определенным и установленным в Плане управления операционным риском и

1	2	3
	<p>технические неисправности информационных систем</p>	<p>обеспечению непрерывности деятельности по управлению государственным долгом на 2018 год;</p> <p>-пересмотр вышеуказанного документа на период 2019 года, параллельно с актуализацией Плана действия Управления публичного долга;</p> <p>-использование возможностей обновленной версии информационной системы управления долгом DMFAS 6.1, для периодической валидации базы данных;</p> <p>-дальнейшая разработка и руководство деятельностью согласно Регистру рисков, связанных с достижением целей, с четким установлением контрольных действий, необходимых для эффективного управления рисками, связанными с областью долга;</p> <p>-непрерывное совершенствование возможностей персонала посредством его участия во внутреннем и внешнем обучении;</p> <p>-исследование новых возможностей технической поддержки в области управления долгом</p>