

ПРОГРАММА
«Управление государственным долгом в среднесрочной
перспективе (2022-2024)»

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 (2022-2024)» (в дальнейшем - Программа).

Документ представляет собой продолжение Программы «Управление государственным долгом в среднесрочной перспективе на 2020-2022 годы», которая пересмотрена на промежуток времени 2022-2024 годов, в соответствии с прогнозом динамики государственного долга на период 2022-2024 годов и макроэкономических показателей, использованными в процессе разработки государственного бюджета на 2022 год.

Программа определяет фундаментальную задачу 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 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).

Программа разработана на фоне продолжающейся пандемии COVID-19, исходя из экономической ситуации в стране, мер денежно-кредитной политики Национального банка Молдовы, ограничений на внутреннем финансовом рынке и их влияния на финансирование дефицита бюджета, утвержденных в Законе о государственном бюджете на 2022 год и прогнозах на 2023-2024 годы».

В рамках настоящей Программы проведен количественный анализ трех стратегий финансирования, основанных на различных сценариях развития условий на внутреннем 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, отраженные в таблице 1, 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.

**Параметры риска и устойчивости, связанные
с государственным долгом**

Параметры риска на период 2022-2024 годов	Значение на период 2022-2024 годов
Государственный долг, подлежащий оплате в течение одного года (% из общего)	20% - 30% (максимум)
Внутренний государственный долг (% из общего)	35% (минимум) – 50%
Государственный долг в определенной иностранной валюте (% из общего)	20% - 45% (максимум)
Государственный долг с переменной процентной ставкой* (% из общего)	25% - 45% (максимум)
ГЦБ, выпущенные на первичном рынке, подлежащие оплате в течении одного года (% из общего)	80% - 90% (максимум)
Среднее время до погашения для ГЦБ, выпущенных на первичном рынке (лет)	1,2 (минимум) – 2,0
Параметры устойчивости** для периода 2022-2024 годов	
Обслуживание государственного долга по отношению к доходам государственного бюджета за исключением грантов (%)	≤ 8%

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

**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 процентной ставки, профиль возврата долга) для мониторинга государственного долга подсчитываются и включаются в квартальные отчеты о состоянии долга публичного сектора, государственных гарантий и государственного рекредитования, опубликованных на веб-странице Министерства Финансов.

II. ЦЕЛИ УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ НА 2022-2024 ГОДЫ

Фундаментальной задачей управления государственным долгом является обеспечение финансирования дефицита государственного бюджета на приемлемом уровне расходов в среднесрочном и долгосрочном периоде в условиях ограничения сопутствующих рисков.

Конкретные цели управления государственным долгом на период 2022-2024 годов следующие:

- 1) развитие внутреннего рынка государственных ценных бумаг (ГЦБ);
- 2) привлечение 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 долга и диверсификация инвестиционной базы исходя из ситуации на внутреннем финансовом рынке;
- 4) установление наиболее единообразного профиля погашения долга, избегая, насколько возможно, концентрации погашения краткосрочных ГЦБ;
- 5) улучшение коммуникации с участниками рынка ГЦБ;
- 6) диверсификация каналов продажи ГЦБ параллельно с внедрением платформы по выпуску ГЦБ напрямую физическим лицам;
- 7) обеспечение высокой степени прозрачности и прогнозируемости рынка ГЦБ;
- 8) мониторинг и оценка результатов деятельности первичных дилеров;
- 9) выявление новых финансовых средств для финансирования дефицита бюджета и ведение переговоров о новых внешних займах на выгодных финансовых условиях (например, касательно срока погашения, процентной ставки и т.д.);
- 10) реализация Плана управления операционным риском Министерства Финансов.

III. СТРАТЕГИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕФИЦИТА ГОСУДАРСТВЕННОГО БЮДЖЕТА

Макроэкономические предположения Программы на период 2022-2024 годов представлены в таблице 2.

Таблица 2

Прогноз макроэкономических показателей

Показатели	2020г.	2021г.	2022г.	2023г.	2024г.
	эффективный	прогнозируемый			
Валовой внутренний продукт (номинальная стоимость, млрд лей)	206,4	232,5	255,7	285,0	318,1
Реальный коэффициент роста экономики (%)	-7,0	7,5	4,5	5,5	5,7
Доходы государственного бюджета, млрд лей	38,5	45,9	50,1	55,5	60,5
Расходы государственного бюджета, млрд лей	49,6	57,6	65,2	69,8	73,5
Индекс потребительских цен (среднегодовой, %)	3,8	4,0	6,9	5,0	5,0
Средний обменный курс лея к доллару США	17,32	17,87	18,77	19,39	19,95
Средний обменный курс лея к евро	19,74	20,82	22,00	22,9	23,5
Остаток (дефицит) государственного бюджета (% от ВВП)	-5,4%	-5,1%	-5,9%	-5,0%	-4,1%

Источник: Министерство финансов и прогнозы макроэкономических показателей на 2022-2024 годы от 04.11.2021 года, подготовленные Министерством Экономики.

Учитывая прогнозы макроэкономических показателей, в период 2022-2024 годов дефицит государственного бюджета к ВВП снизится и составит в среднем 5,0%, размещаясь в интервале (-5,9%) – (-4,1%) от ВВП.

С учетом оценки дефицита государственного бюджета на период 2022-2024 годов, а также исходя 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 государственного долга в номинальном значении.

Таким образом, в среднесрочной перспективе покрытие дефицита государственного долга будет обеспечено согласно следующему основному сценарию (S1) как показано в таблице 3:

Таблица 3

Прогноз источников финансирования по отношению к валовому внутреннему продукту, 2022-2024 г.

Показатели	Единица измерения	2022 г.	2023 г.	2024 г.
Чистое финансирование, из которого:	% от ВВП	5,4%	4,3%	3,3%
внутреннее	% от ВВП	1,8%	1,3%	1,2%
внешнее	% от ВВП	3,6%	3,0%	2,1%
Другие источники финансирования	% от ВВП	0,5%	-1,1%	-0,7%
Остаток (дефицит) бюджета	% от ВВП	-5,9%	-5,0%	-4,1%

В среднесрочной перспективе дефицит государственного бюджета, в основном по компоненту инвестиционных проектов, будет финансироваться из внешних источников. Эта эволюция подчеркивает необходимость привлечения внешних средств для финансирования инвестиционных проектов и, следовательно, соблюдения финансовых и структурных условий.

В период 2022-2024 годов предполагается, что Правительство получит поступления от внешних государственных займов, которые будут направлены в среднем в размере 45,0% на поддержку бюджета, а около 55,0% – на финансирование инвестиционных проектов.

В данный период 0,7% от внешних государственных займов будут предоставлены двусторонними кредиторами, а остальные 99,3% – многосторонними кредиторами.

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

Таблица 4

Внешнее финансирование в период 2022-2024 годов

Показатели	Единица измерения	2022г.	2023г.	2024г.
Валовое внешнее финансирование, в том числе:	% от ВВП	4,6%	4,3%	3,6%
Займы от многосторонних кредиторов на полуконцессионных условиях	% от всего	40,1%	52,4%	40,5%
Займы от многосторонних кредиторов с плавающей процентной ставкой	% от всего	59,1%	47,2%	58,7%
Займы от двусторонних кредиторов с фиксированной процентной ставкой	% от всего	0,8%	0,4%	0,9%

Таким образом, структура прогнозируемых поступлений источников внешнего финансирования по кредиторам выявляет главных кредиторов на период 2022-2024 годов, следующим образом:

- 1) Группа Всемирного Банка- 27,5%
- 2) Международный Валютный Фонд-21,9%;
- 3) Европейский Инвестиционный Банк – 17,9%;
- 4) Европейский Банк Реконструкции и Развития – 16,2%;

- 5) Европейская Комиссия – 9,6%;
- 6) Банк Развития Совета Европы – 3,6%;
- 7) Международный Фонд Сельскохозяйственного Развития – 0,7%;
- 8) Японское Агентство по Международному Сотрудничеству – 0,7%;
- 9) Другие кредиторы – 1,9%.

Структура внутреннего финансирования за счет внутренних источников первичного рынка в среднесрочном периоде представлена в таблице 5.

Таблица 5

Валовое внутреннее финансирование на первичном рынке в период 2022-2024 годов, согласно основному сценарию

Показатели	Единица измерения	2022г.	2023г.	2024г.
ГЦБ, выпущенные посредством аукционов на первичном рынке, в том числе:	% в ВВП	11,5%	11,7%	11,8%
Казначейские обязательства	% из всего	98,2%	96,0%	93,5%
Государственные облигации	% из всего	2,0%	4,0%	6,5%

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

- 1) постепенное повышения доли ГЦБ с длительным сроком обращения в зависимости от спроса инвесторов;
- 2) продолжение выпуска государственных облигаций со сроком погашения 2 года с фиксированной и плавающей процентной ставкой, 3, 5 и 7 лет с фиксированной процентной ставкой. В зависимости от спроса на рынке будет проанализирована возможность выпуска государственных облигаций со сроком погашения 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 2022 года ожидается проведение операций по администрированию пассивов, 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 ГЦБ, к концу 2022 года будет внедрена платформа для выпуска ГЦБ напрямую физическим лицам.

Вторичный рынок

Ликвидность ГЦБ на вторичном рынке является важным показателем уровня развития рынка ГЦБ в Республике Молдова. В октябре 2018 года была запущена электронная торговая платформа E-Bond, предоставленная Bloomberg. В результате, на дилеров были возложены минимальные обязательства по листингу и торговле на вторичном рынке ГЦБ. Эффективность их деятельности ежеквартально контролируется и оценивается Министерством Финансов.

Эволюция транзакций на вторичном рынке ГЦБ показана на рисунке 1. Начиная с 2020 года объем ежеквартальных транзакций на вторичном рынке относительно постоянен, а в последние четыре квартала количество транзакций остается прежним – 5 транзакций в квартал.

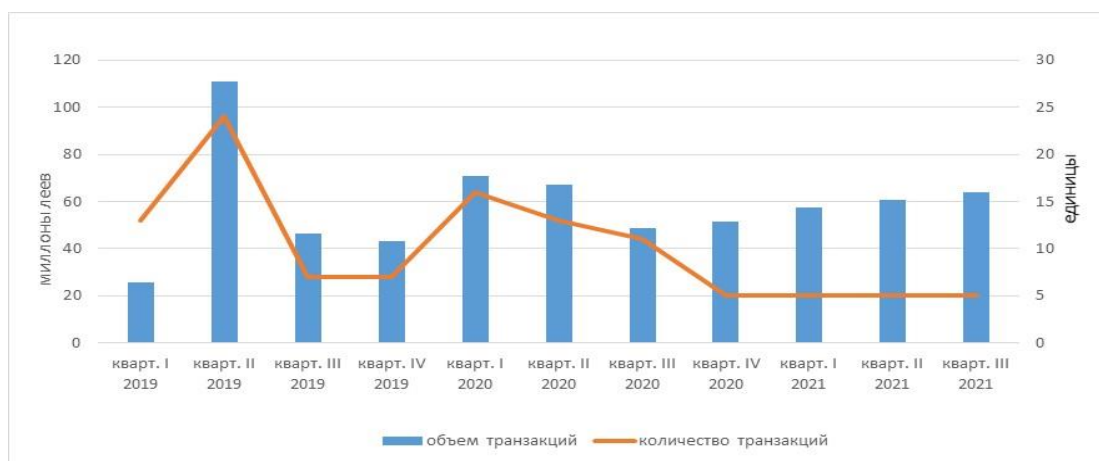


Рисунок 1: Эволюция транзакций на вторичном рынке ГЦБ заключено в E-Bond квартал, I 2019 - квартал, III 2021

Степень ликвидности, рассчитываемая как соотношение между общим объемом ежемесячных операций на вторичном рынке, заключенных за десять месяцев 2021 года, в том числе в системе Единого центрального депозитария, и общий объем ГЦБ, выпущенных на первичном рынке, находящемся в обращении, составляет 6,7%, что является еще одним свидетельством низкого уровня ликвидности вторичного рынка ГЦБ.

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 за соблюдением 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 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 том числе предпочтение будет отдано внутреннему финансовому рынку.

В аналитических целях Министерство Финансов рассмотрело две альтернативные опции финансирования дефицита государственного бюджета (S2) и (S3):

S2 – анализирует умеренное увеличение чистого внутреннего финансирования, увеличения доли государственных облигаций и диверсификации инструментов путем введения розничных ГЦБ. S2 предполагает уменьшение на 6,0 п.п. выпуска казначейских обязательств в период 2022-2024 годов, параллельно с увеличением выпуска облигаций со сроком погашения 2, 3, 5 и 7 лет, с фиксированной процентной ставкой, с фиксированной процентной ставкой (увеличение выпуска на 1,5 п.п., для каждого срока погашения в сравнении с S1). Сценарий предполагает, что на 2022, 2023 и 2024 годы чистое финансирование, прогнозируемое по S1, увеличится на 50,0 млн. леев, 75,0 млн. леев и 100,0 млн. леев, соответственно, в результате увеличения спроса на ГЦБ.

Согласно S2, по результатам моделирования, к концу 2024 года государственный долг подлежащий оплате в течение одного года уменьшится на 3,0 п.п., средний срок погашения государственного долга увеличится на 0,2 года, долг, который будет

фиксироваться по новым процентным ставкам, уменьшится на 3,1 п.п.. При увеличении доли выпуска облигаций, обслуживание государственного долга увеличится незначительно, на 1,5 п.п., при этом риск рефинансирования снизится, доля казначейских обязательств в общем объеме государственного долга уменьшится на 3,0 п.п.

S3 – предполагает выход на международные финансовые рынки и выпуск [Евробонда](#) со сроком погашения 7 лет в 2023 году, на общую сумму 500,0 млн. евро, с целью увеличения срока погашения портфеля, диверсификации инвестиционной базы и для покрытия дефицита внешних ресурсов, который прогнозировался на 2023 г., а именно 1,6% от ВВП.

Согласно результатам моделирования, S3 значительно улучшит показатели риска, связанные с портфелем государственного долга, поскольку государственный долг, подлежащий погашению в течение одного года, уменьшится на 6,3 п.п., средний срок погашения государственного долга увеличится на 0,3 год, а долг, который будет фиксироваться по новым процентным ставкам, уменьшится на 7,1 п.п., а доля казначейских обязательств в общем государственном долге снизится на 6,3 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 3,0 п.п. и его доля в общем государственном долге увеличится примерно на 7,2 п.п., что означает увеличение 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 8% 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 внутренним 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 предложены 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 внутреннего рынка ГЦБ.

Министерство Финансов продолжит поддерживать гибкий подход к реализации процесса финансирования дефицита государственного бюджета на внутреннем рынке, преследуя цель обеспечения прогнозируемости и прозрачности предложения ГЦБ, 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 и, конечно, исследуя последствия валютного риска в этом отношении.

V. РИСКИ, СВЯЗАННЫЕ С ПОРТФЕЛЕМ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА ПО СОСТОЯНИЮ НА КОНЕЦ 2024 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:

- 1) риск рефинансирования;
- 2) валютный риск;
- 3) 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 2024 года, как результат внедрения стратегии финансирования – основного сценария, по сравнению с ситуацией, по состоянию на 31 октября 2021 года.

Таблица 6

Показатели рыночных рисков, связанных с государственным долгом, на конец 2024 года

Показатели	31 октября 2021	31 декабря 2024
Риск рефинансирования		
1) Долг, подлежащий оплате в течение одного года (% из всего)	28,6%	26,1%
2) Долг, подлежащий оплате в течение одного года (% от ВВП)	9,0%	10,6%
3) АТМ* для внешнего государственного долга (лет)	9,3	9,3
4) АТМ* для внутреннего государственного долга (лет)	5,8	3,1
5) АТМ* общего государственного долга (лет)	7,7	7,1
Валютный риск		
Внешний государственный долг (% из всего)	54,8%	64,7%
Риск процентной ставки		
1) АТР* общего государственного долга (лет)	6,6	5,2
2) Долг с процентной ставкой, подлежащий рефиксации в течение одного года (% из всего)	44,8%	50,6%
3) Долг с фиксированной процентной ставкой, включая казначейские обязательства (% из всего)	79,7%	74,3%
4) Долг в форме казначейских обязательств (% из всего)	21,8%	23,0%

*АТМ означает средний период погашения долга, а АТР – 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.), и в соответствии с инфляционными ожиданиями в 2022 г., что способствуют снижению объема выпуска государственных облигаций, произойдет снижение среднего срока погашения государственного долга к концу 2024 г., примерно на 0,6 лет.

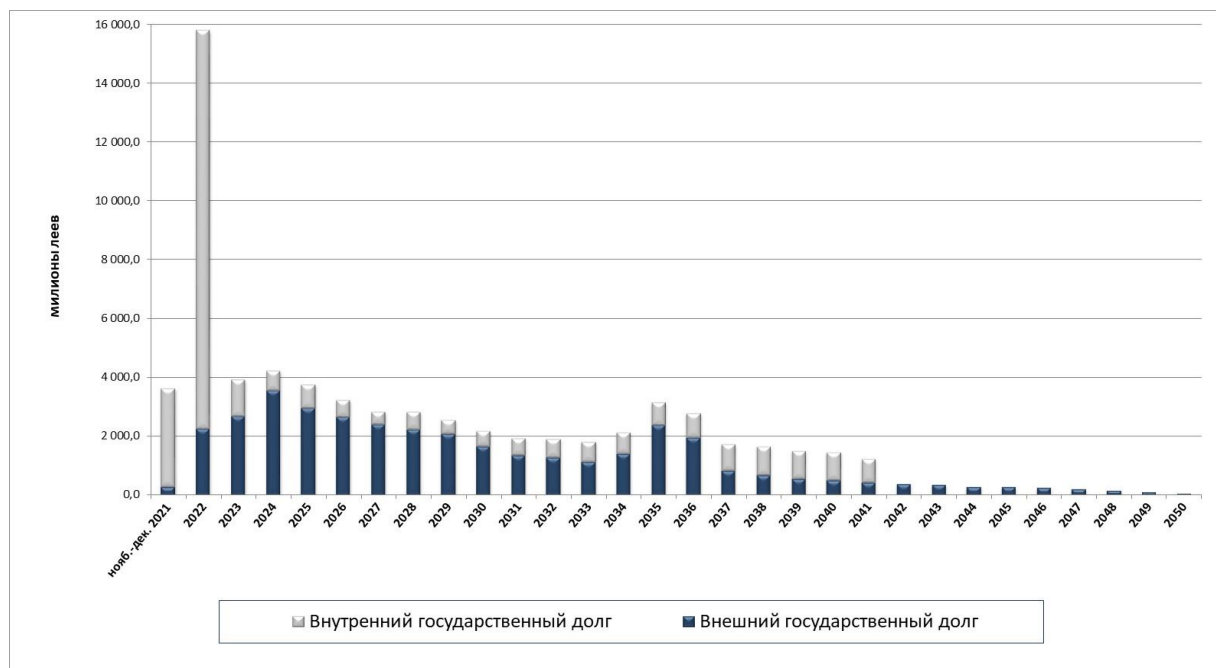


Рисунок 2: Прогноз погашения государственного долга по состоянию на 31 октября 2021 года

Структура графика погашения государственного долга, представленная на рисунке 2, отражает большую долю краткосрочных ГЦБ (казначейских обязательств) в финансировании дефицита государственного бюджета из-за предпочтения инвесторами краткосрочных ГЦБ.

Риск рефинансирования демонстрирует тенденцию к улучшению к концу 2024 года, так что долг, подлежащий оплате в течение одного года, снизится на 2,5 п.п., вследствие внедрения Министерством Финансов политики увеличения доли ГЦБ с более длительным сроком погашения. Отметим, что новые внешние поступления в период 2022-2024 годов от международных финансовых учреждений, предусматривают в среднем льготный период в 5 лет, так что это окажет минимальное влияние на профиль погашения в течение анализируемого периода.

Несмотря на вышеизложенное, 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 2024 года указывают на то, что портфель государственного долга будет подвержен и в дальнейшем валютному риску, в результате того, что 64,7% долга составит внешний государственный долг, который полностью деноминирован в иностранной валюте. Более того, доля внешнего государственного долга в общей сумме государственного долга на конец 2024 увеличится на 9,9 п.п. по сравнению со значением, зафиксированным 31 октября 2021 года, что связано с прогнозом положительного

чистого внешнего финансирования в долларах США, а также с прогнозом обесценения национальной валюты по отношению к доллару США в отчетном периоде. Согласно анализу, мы видим, что параметр риска, отслеживаемый в рамках Программы, внутренний государственный долг (% от общей суммы), который должен быть не менее 35,0%, может быть достигнут в условиях текущего прогноза, поскольку внешний государственный долг (% от общей суммы), будет на 0,3 п.п. меньше, чем допустимый эталонный порог в 65,0%.

В случае пессимистического сценария значительного увеличения обменного курса лея по сравнению с иностранными валютами, в которых деноминирован 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 общем, спрос на долговые инструменты в леях.

Однако внешние займы останутся основным источником финансирования остатка (дефицита) государственного бюджета в среднесрочной перспективе, но заключение новых долговых контрактов будет основано на тщательном анализе соотношения затрат и рисков, к которому они относятся.

Риск процентной ставки

Государственный долг с фиксированной процентной ставкой продолжит составлять большую часть в портфеле государственного долга в конце 2024 года, но уменьшится на 5,4 п.п. по сравнению с ситуацией на 31 октября 2021 года, а средний период рефиксации государственного долга уменьшится на 1,4 год. 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, Международный Валютный Фонд.

Подверженность риску изменения процентных ставок снижается за счет внешнего долга в связи с тем, что займы от международных финансовых учреждений, привлекаются на более длительный период погашения и по фиксированной процентной ставке. 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 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, и должен будет находиться в диапазоне 25% - 45% (максимум).

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, Министерство Финансов будет соблюдать меры реагирования, определенными и утвержденными в Плане управления операционным риском и

обеспечения непрерывности деятельности, связанной с управлением государственным долгом.

Риск материализации условных обязательств

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

По состоянию на 31 октября 2021 года остаток государственных гарантий по отношению к ВВП, выданных в рамках Государственной программы «Первый дом» составил 0,7%, а в среднесрочной перспективе ожидается, что он составит примерно 0,8% от ВВП к концу 2024 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 превышают 0,004% от ВВП на период 2022-2024 г.

Государственная программа «Первый дом» имеет своей целью облегчение доступа физических лиц к приобретению жилья посредством 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. В 2020 г. в рамках Программы зарегистрирован первый случай исполнения государственной гарантии на сумму 167,7 тыс. леев. Эта сумма была погашена в госбюджет в 2021 году по итогам исполнения ипотечного договора.

Детальная информация о рисках, которые могут повлиять на управление государственным долгом в среднесрочной перспективе, их влияние и предложенные меры по их снижению 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 государственный долг. При этом прогноз основных макроэкономических показателей на 2022-2024 годы, представленный Министерством Экономики, был пересмотрен с учетом кризиса в энергетике и возможного повышения инфляции, в результате роста цен на энергию и продовольствие, может оказать существенное влияние на портфель государственного долга.

В данном контексте было разработано четыре шоковых сценария, 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 десять месяцев 2021 года, а также 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 2022 году на 10,0% по отношению к валютам внешнего государственного долга;
- 2) ежегодное повышение процентных ставок по сравнению с основным сценарием:
 - а) на внешнем рынке 2022-2024 г. на 2,0 п.п.;

- б) на внутреннем рынке в 2022 г. соответственно по казначейским обязательствам на 7,0 п.п., а по государственным облигациям на 5,0 п.п.; в 2023-2024 г. на 2,0 п.п. за каждый вид ГЦБ;
- 3) значительное ежегодное повышение процентных ставок по сравнению с основным сценарием:
 - а) на внешнем рынке 2022-2024 г. на 4,0 п.п.;
 - б) на внутреннем рынке в 2022 г. на 10 п.п. а в 2023-2024 г. на 4,0 п.п. за каждый вид ГЦБ;
- 4) комбинированный шок в 2022 году между обесцениванием национальной валюты на 10,0% по отношению к валютам внешнего государственного долга одновременно со вторым сценарием.

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

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 по состоянию на конец 2024 года. Динамика данных показателей представляет вариации остатка государственного долга и связанных с ним расходов под влиянием основного сценария, а также вышеуказанных шоков. Основным сценарий предусматривает предположения Министерства финансов об изменении процентных ставок, и прогноз Министерства экономики об изменении обменных курсов с учетом нынешних внутренних и международных рыночных условий.

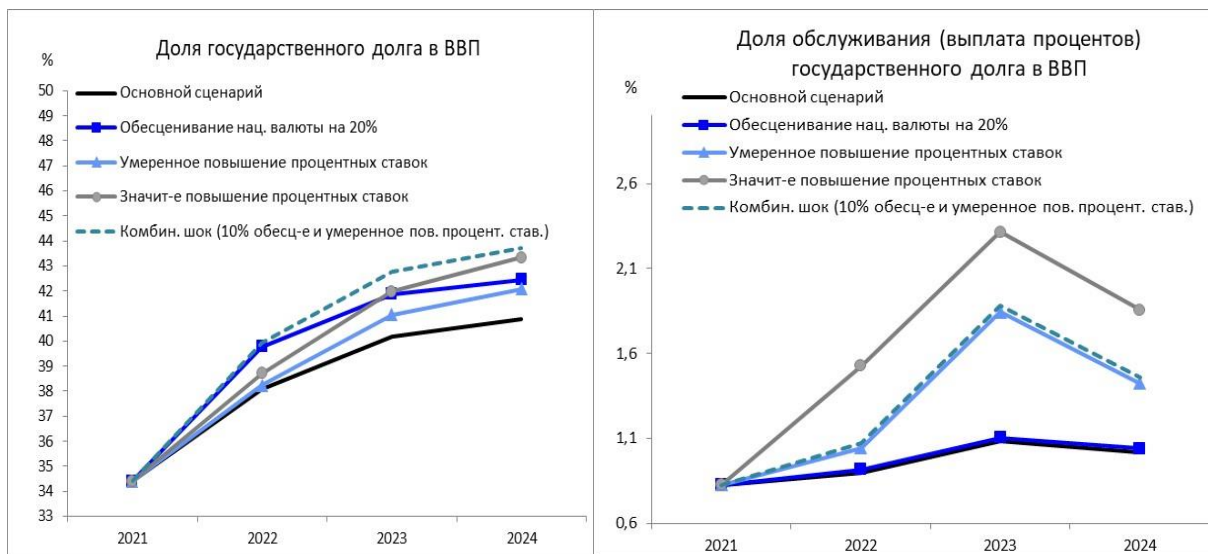


Рисунок 3: Развитие показателей государственного долга в результате применения шоков касательно развития показателей рынка

Проведенный анализ показывает, что валютный риск и риск изменения процентной ставки остаются в дальнейшем рисками, связанными с портфелем государственного долга, которые не должны быть оставлены без внимания. В случае пессимистичных сценариев развития внутреннего и международного рынков основные выводы, сформулированные на основании представленных данных, следующие.

Доля государственного долга в ВВП наиболее подвержена валютному риску. Таким образом, при 10-процентном обесценивании молдавского лея, в 2022 г. по отношению к доллару США, Евро и СПЗ, доля государственного долга в ВВП может составить 42,5% на конец 2024 г. или на 1,6 п.п. больше, чем прогнозируется Министерством Финансов по основному сценарию, но в случае обесценивание

национальной валюты в сочетании с умеренным ростом ставок, доля государственного долга в ВВП может составить 43,7% на конец 2024 г. или больше на 2,8 п.п. по сравнению с базовым сценарием. Таким образом, на каждые 1% обесценивания молдавского лея по отношению к валютам внешнего государственного долга, а также роста процентных ставок остаток государственного долга может увеличиться в среднем на 316,6 млн. леев в период 2022-2024 г. В то же время, в случае применения шока значительного повышения процентных ставок, доля государственного долга в ВВП подвержена риску в меньшей степени, так что она может увеличиться на 2,8 п.п. в конце 2024 г. по сравнению с основным сценарием.

Обслуживание долга (то есть его стоимость) в наибольшей степени подвержено риску изменения процентных ставок. Таким образом, в случае шока, связанного с умеренным повышением процентных ставок, показатель доли обслуживания государственного долга в ВВП увеличивается на 0,7 п.п. в конце 2023 г. В случае значительного шока, в конце 2024 года обслуживание государственного долга может увеличиться в 1,8 раза, соответственно показатель доли обслуживания государственного долга в ВВП увеличивается на 0,9 п.п. по сравнению с прогнозом Министерства Финансов по основному сценарию (1,0%).

Вывод

Портфель государственного долга соответствует в среднесрочной перспективе разумным ограничениям касательно сопутствующих рисков, но согласно анализу, мы обнаруживаем 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 течение отчетного периода с помощью MTDS, отслеживаются изменения процентных ставок, обменных курсов, изменения инфляции, чтобы своевременно и адекватно реагировать на возможные изменения в тенденциях рынка.

Таким образом, в среднесрочной перспективе будут проводиться реформы с целью достижения конкретной цели в отношении развития внутреннего рынка государственных ценных бумаг и превращения внутреннего финансового рынка в стабильный источник для финансирования потребностей бюджета. Однако важно отметить, что действия, которые должны быть предприняты Министерством Финансов в отношении долга, недостаточны для существенного развития внутреннего рынка ГЦБ. Одной из предпосылок развития этого рынка является и расширения базы инвесторов, также, проведение реформ в других сегментах финансового рынка, таких как пенсионный сектор, страхование и т. д.

Отчет о внедрении 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 (2022-2024)»

Риски, которые могут повлиять на реализацию Программы «Управление государственным долгом в среднесрочной перспективе (2022-2024)», их влияние и предложенные меры по их снижению

Потенциальный источник риска	Влияние, если риск материализуется	Предложенные меры по снижению
1	2	3
1. Увеличение расходов бюджета в результате последствий пандемии и энергетического кризиса	Увеличение дефицита бюджета; Большее увеличение государственного долга	- пересмотр существующей политики для более эффективного использования расходов; - привлечение источников финансирования дефицита бюджета на привлекательных условиях.
2. Замедление экономического роста по сравнению с прогнозом	Увеличение дефицита бюджета	- периодическая переоценка прогнозов макроэкономических показателей при пересмотре закона о государственном бюджете; - корректировка бюджетных показателей - регулярный мониторинг показателей устойчивости государственного долга, чтобы их динамика находилась в допустимых пределах в среднесрочной перспективе.
3. Ограниченное кредитование на концессионных условиях	Сокращение поступлений в форме грантов; повышение расходов на обслуживание государственного долга	- преобразование внутреннего финансового рынка в стабильный источник покрытия потребностей бюджета в финансировании; - повышение привлекательности инструментов внутреннего государственного долга; - 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
4. Неопределенность касательно освоения средств от официальных кредиторов, с учетом зависимости страны от внешних партнеров по развитию	Невозможность финансирования первоначально прогнозируемых в бюджете статей расходов	- непрерывное взаимодействие между управлением долга и управлением ликвидности государственного бюджета; - регулярный мониторинг регистрируемого хода внедрения действий и полученных показателей, включенных в матрицы политик, связанных с контрактами с внешними кредиторами.

1	2	3
5. Неопределенность в отношении эволюции ставок (Euribor и др)	<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 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>- осуществление операций управления пассивами, таких как: <i>buyback</i> и операции <i>switch</i> для внутреннего государственного долга, конвертация внешнего государственного долга, основной целью которого является снижение затрат на обслуживание государственного долга</p>
6. Увеличение инфляции и ужесточение денежной политики Национального Банка Молдовы	<p>Повышение Национальным Банком Молдовы процентных ставок на основные операции денежной политики на краткосрочный период одновременно влечет за собой увеличение ставок на выпущенные на рынке ГЦБ</p>	
7. Обесценивание официального обменного курса национальной валюты по сравнению с основными валютами, в которых выражен внешний государственный долг	<p>Увеличение внешнего государственного долга, выраженного в национальной валюте;</p> <p>Увеличение расходов на обслуживание внешнего государственного долга</p>	<p>- оценка размера 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 конвертации валюты, 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>

1	2	3
<p>8. Материализация условных обязательств (например, активация гарантии по Программе «Первый дом», платежи по частно-государственному партнерству(ЧГП))</p>	<p>Дополнительное давление на государственный бюджет;</p> <p>увеличение объема внутреннего государственного долга и расходов на его обслуживание</p>	<p>-ограничение на увеличение предоставления государственной гарантии только в исключительных случаях и 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>-усиление мониторинга контрактами ЧГП со стороны Министерства Финансов и мониторинг их рисков для государственного бюджета и влияния на размер долга публичного сектора.</p>
<p>9. Уменьшение доверия со стороны инвесторов к финансовому инструменту ГЦБ, как на национальном, так и на международном уровне</p>	<p>Уменьшение инвестиционного «аппетита» на инструмент ГЦБ в национальной валюте;</p> <p>невозможность финансирование остатка (дефицита) государственного бюджета из источников, существующих на внутреннем рынке;</p> <p>предпочтение инвесторами ГЦБ с коротким сроком обращения</p>	<p>-дальнейшее внедрение предсказуемой и гибкой политики выпуска ГЦБ на рынке, адаптированной к требованиям инвестиционной среды. Акцент будет сделан на увеличение срока погашения внутреннего государственного долга, вместе с консолидацией ликвидности на определенные сроки погашения;</p> <p>- 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;</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 Министерством Финансов;</p> <p>-постоянный мониторинг деятельности первичных дилеров как market-makers и осуществление квартальных оценок их деятельности на первичном и вторичном рынке, в том числе качественных оценок;</p> <p>-проведение кампаний по продвижению ГЦБ, в том числе ознакомление физических лиц о возможности инвестирования в государственные ценные бумаги как в инструмент сбережения;</p> <p>-разработка, развитие и обслуживание платформы торговли ГЦБ (например, e-VMS), с целью повышения доступа физических лиц и</p>

1	2	3
		<p>диверсификации каналов продажи государственных ценных бумаг;</p> <ul style="list-style-type: none"> -построение и укрепление кривой доходности ГЦБ, что способствует развитию внутреннего 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 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.; -заключение договоров о сотрудничестве с ещё одним рейтинговым агентством, помимо уже существующего договора с Moody's Investor Service;
10.Операционный риск	<p>Ошибочный данные относительно статистики в области долга</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 утвержденным в Плане управления операционным риском и обеспечению непрерывности деятельности по управлению государственным долгом за этот год; -использование возможностей обновленной версии информационной системы управления долгом DMFAS 6.1, для периодической проверки базы данных; -непрерывное совершенствование знаний персонала посредством его участия во внутреннем и внешнем обучении; -исследование новых возможностей технической поддержки в области управления долгом.