

ПРОГРАММА
«Управление государственным долгом
в среднесрочной перспективе (2023–2025 гг.)»

I. ВВЕДЕНИЕ

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 (2023–2025 гг.)» (в дальнейшем – *Программа*).

Документ представляет собой продолжение Программы «Управление государственным долгом в среднесрочной перспективе (2022–2024 гг.)», пересмотренной для периода с 2023 до 2025 года в соответствии с прогнозом динамики государственного долга на 2023–2025 годы и макроэкономических показателей, использованных в процессе разработки государственного бюджета на 2023 год.

Настоящая Программа устанавливает основную цель и конкретные задачи управления государственным долгом, оценивает риски, связанные с управлением государственным долгом, а также действия, которые должны быть предприняты органами с целью обеспечения финансирования и улучшения структуры портфеля государственного долга, так чтобы их внедрение не создавало давления на устойчивость налоговой политики в целом.

Программа фокусируется на описании стратегии финансирования сальдо (дефицита) государственного бюджета по базовому сценарию и выявлении сопутствующих факторов стоимости и риска. Документ был разработан в соответствии с лучшими международными практиками, определенными в «Руководящих принципах Всемирного банка и МВФ по разработке среднесрочных долговых стратегий», с использованием аналитического инструмента *Medium Term Debt Management Strategy (MTDS AT)*.

Настоящая Программа разработана с учетом высоких темпов роста инфляции в Республике Молдова, обусловленных отсутствием собственных энергетических ресурсов и негативно сказывающихся на перспективах развития и экономического роста в стране, а также с учетом мер денежно-кредитной политики Национального банка Молдовы, ограничений на внутреннем финансовом рынке и их влияния на финансирование дефицита бюджета, утвержденного в Законе о государственном бюджете на 2023 год № 359/2022 и прогнозов на 2024–2025 годы.

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

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, которые были определены по результатам аналитического инструмента MTDS. Для формирования долгового портфеля Министерство финансов постоянно проводит анализ стоимость-риск и влияния возможных шоков на эти показатели. Установленные интервалы обеспечивают высокий уровень гибкости в управлении государственным долгом в целях реагирования на изменения условий финансовых рынков и представляют желаемую структуру портфеля государственного долга. Разрешаются незначительные отклонения от предложенных пределов, если они не создают дополнительных финансовых рисков. Параметры риска и устойчивости, установленные на период с 2023 до 2025 года, отражены в таблице 1.

Таблица 1

**Показатели риска, связанные с государственным долгом,
на 2023–2025 годы**

Параметры риска на 2023–2025 годы	Значение на 2023–2025 гг.
Валютный риск	
Доля внутреннего государственного долга в общем государственном долге (% от общего объема)	минимум 25
Доля государственного долга в определенной иностранной валюте (% от общего объема)	максимум 45
Риск рефинансирования	
Доля государственного долга, подлежащего оплате в течение одного года (% от общего объема)	максимум 25
АТМ* всего государственного долга (лет)	7–10 лет
ГЦБ**, выпущенные на первичном рынке, подлежащие оплате в течение одного года (% от общего объема)	максимум 85
Риск процентной ставки	
Доля государственного долга с плавающей процентной ставкой (% от общего объема)	максимум 45
Параметры устойчивости на 2023–2025 годы	
Обслуживание государственного долга по отношению к доходам государственного бюджета, за исключением грантов (%)	максимум 10
Доля государственного долга в ВВП	максимум 43

*АТМ – средний период погашения долга

**ГЦБ – государственные ценные бумаги

Исходя из исторической и текущей структуры портфеля государственного долга, а также на основании результатов анализа базового сценария финансирования при помощи аналитического инструмента MTDS, будет определено, каким образом будут удовлетворяться будущие потребности в финансировании.

Другие релевантные показатели (средний срок погашения, средний период рефиксации процентной ставки, профиль погашения долга) для мониторинга государственного долга подсчитываются и включаются в квартальные отчеты о состоянии долга публичного сектора, государственных гарантий и государственного рекредитования, публикуемые на веб-странице Министерства финансов.

II. ОПИСАНИЕ ПОРТФЕЛЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА

Раздел 1

Эволюция государственного долга начиная с 2021 года

По состоянию на 31 декабря 2021 года сальдо государственного долга составило 77 752,7 млн леев, увеличившись на 14,6% по сравнению с концом 2020 года, на что, в частности, повлияло увеличение остатка внутреннего государственного долга на 4 045,8 млн леев и увеличение остатка внешнего государственного долга на 5 886,2 млн леев. По итогам десяти месяцев 2022 года остаток государственного долга составил 86 584,7 млн леев, увеличившись на 11,4% по сравнению с концом 2021 года. Увеличение остатка государственного долга объясняется необходимостью привлечения внешних источников финансирования дефицита бюджета в связи с невозможностью привлечения источников на внутреннем рынке по приемлемым ценам.

Структура государственного долга по оставшимся срокам погашения показывает, что по состоянию на 31 декабря 2021 года краткосрочный государственный долг находится на уровне 27,6%, что означает, что более четверти остатка государственного долга подлежит погашению в течение одного года. При этом долгосрочная задолженность составляет 72,4% портфеля государственного долга, согласно графику 1, увеличившись на 0,5% по сравнению с текущей ситуацией на 31 октября 2022 года, таким образом, наиболее длительные сроки погашения приходятся на внешние государственные займы и ГЦБ, выпущенных для исполнения платежных обязательств, вытекающих из государственных гарантий.

года в результате повышения процентных ставок, особенно, процентных ставок, связанных с внутренним долгом. В условиях повышения процентных ставок, применяемых к основным операциям денежно-кредитной политики, Министерство финансов постоянно отслеживает ситуацию на первичном рынке ГЦБ и торгует ГЦБ только по приемлемым процентным ставкам.

Раздел 2

Риски, связанные с портфелем государственного долга по состоянию на 31 октября 2022 года

Основными видами рисков, связанных с портфелем государственного долга Республики Молдова, которые определены как риски, являются:

1) Валютный риск

Валютный риск является одной из основных категорий рисков, связанных с портфелем государственного долга, поскольку влияет как на стоимость государственного долга, так и на его объем. Так, согласно графику 3, по состоянию на 31 октября 2022 года 61,7% портфеля государственного долга приходится на внешний государственный долг, что на 4,5 пп. больше по сравнению с концом 2021 года, при этом внешний государственный долг полностью выражен в иностранной валюте и, следовательно, подвержен валютному риску.

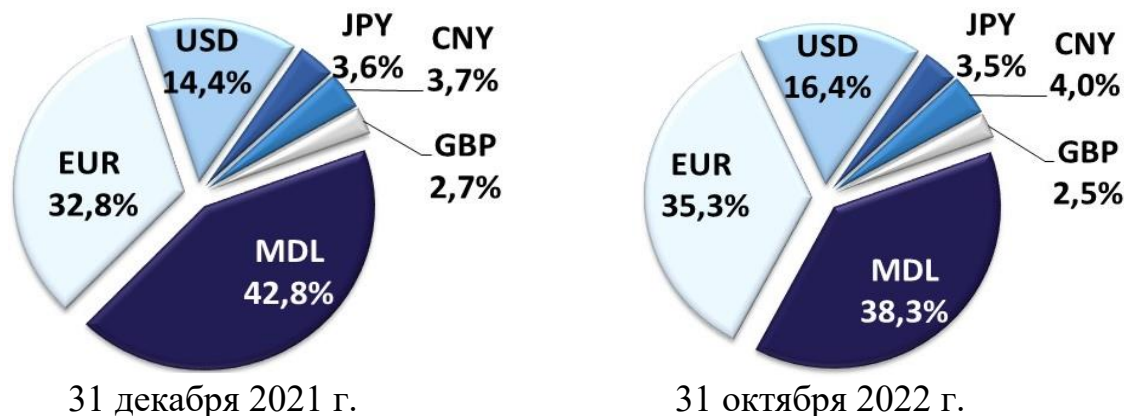


График 3. Структура государственного долга по видам валют по состоянию на 31 декабря 2021 года и 31 октября 2022 года

Структура государственного долга по видам валют подчеркивает уязвимость портфеля государственного долга по отношению к евро и доллару США, что предполагает необходимость постоянного мониторинга курса этих валют. Следовательно, обесценивание национальной валюты подвергло бы портфель государственного долга валютному риску, что создало бы дополнительную нагрузку по обслуживанию внешнего государственного долга.

2) Риск рефинансирования¹

На ожидания относительно спроса на ГЦБ, в том числе с длительными сроками, в 2021-2022 годах повлияла крайне сложная экономическая ситуация, сложившаяся как вследствие процесса восстановления после COVID, так и в результате геополитического кризиса, вызванного конфликтом в Украине, что привело к увеличению стоимости топлива и сырья, росту инфляции, а также увеличению процентных ставок, применяемых к основным операциям денежно-кредитной политики, и, соответственно, процентной ставки по ГЦБ, выпущенным на первичном рынке. Сохранение напряженного геополитического климата усиливает неопределенность среди инвесторов и вызывает колебания спроса на ГЦБ в экономической среде, что характеризуется растущими процентными ставками и нестабильной рыночной конъюнктурой. Например, принимая во внимание оценки профиля погашения внутреннего государственного долга, в ближайшие годы пик погашения приходится на 2023 год, что свидетельствует о том, что внутренний государственный долг продолжает оставаться преимущественно краткосрочным. В то же время отметим, что ежегодно, в октябре, ГЦБ погашаются в соответствии с Законом № 235/2016 о выпуске государственных облигаций во исполнение Министерством финансов платежных обязательств, вытекающих из государственных гарантий № 807 от 7 ноября 2014 года и № 101 от 1 апреля 2015 года. Сегмент краткосрочного внутреннего государственного долга, ежегодно рефинансируемый за счет новых выпусков ГЦБ, представляет собой значительный риск для государственного бюджета в условиях возможного повышения процентных ставок на внутреннем рынке.

Что касается внешнего государственного долга, в результате структуры погашения кредитных договоров от международных кредиторов с льготными периодами и длительными сроками погашения, риск рефинансирования снижается.

Профиль погашения государственного долга, согласно таблице 2, определяет средний оставшийся срок к погашению в 7,6 лет по состоянию на 31 октября 2022 года, что, соответственно, на 0,8 года больше по сравнению с состоянием на конец 2021 года, где для внутреннего государственного долга средний срок погашения составляет 5,4 года и 9,2 года – для внешнего долга, а 27,1% государственного долга подлежит погашению в течение одного года.

¹ Профиль погашения внутреннего государственного долга не включает в себя долг Правительства перед Национальным банком Молдовы (конвертированные ГЦБ), за исключением сумм, предусмотренных для погашения, включенных в закон о государственном бюджете на соответствующий год, поскольку он ежегодно совершенствуется на основе Соглашения между Министерством финансов и Национальным банком Молдовы, что снижает уровень риска рефинансирования. Профиль погашения внешнего государственного долга не включает в себя инструмент распределения СПЗ, так как представляет собой процентный долг в виде резервных активов, распределяемых Международным валютным фондом среди своих членов, который не предусматривает погашения основной суммы и не будет рефинансироваться.

Показатели риска рефинансирования

Показатели	Внутренний государственный долг		Внешний государственный долг		Общий государственный долг	
	31 дек. 2021 г.	31 окт. 2022 г.	31 дек. 2021 г.	31 окт. 2022 г.	31 дек. 2021 г.	31 окт. 2022 г.
Средний срок погашения, лет	4,9	5,4	8,4	9,2	6,8	7,6
Государственный долг, подлежащий оплате в течение одного года, %	57,6	59,7	5,1	6,9	27,6	27,1

Для управления данным риском Министерству финансов необходимо продолжить политику построения ликвидных рядов на основе выпусков ГЦБ с длительными сроками погашения. Соответственно, эти меры будут способствовать консолидации и расширению кривой доходности в леях и обеспечат снижение подверженности долгового портфеля к риску рефинансирования и ликвидности на внутреннем рынке, насколько это позволяют рыночные условия.

3) Риск процентной ставки²

Риск процентной ставки продолжает считаться одним из наиболее значимых рисков, связанных с портфелем государственного долга, которым не следует пренебрегать. С учетом того, что доля долга с плавающей процентной ставкой на 31 октября 2022 года составила 45,9% (график 4) и отражает рост на 0,7 пп. по сравнению с концом 2021 года, это связано в большей степени с внутренним государственным долгом, который из-за инструментов со сроком погашения до одного года представляет собой риск процентной ставки, а также выраженный риск рефинансирования.

² В рамках анализа риска процентной ставки внутренний государственный долг со сроком погашения до одного года и фиксированной процентной ставкой отнесен к категории долга с плавающей процентной ставкой, так как в связи с сокращенным сроком погашения он рефинансируется каждый год на новых условиях рынка, подверженных риску процентной ставки. В отличие от профиля погашения внутреннего и внешнего государственного долга, при расчете показателей риска процентной ставки учитывается весь портфель государственного долга, включая долг Правительства перед Национальным банком Молдовы (конвертированные ГЦБ), а также распределение СДР, которые подвержены риску процентной ставки.



График 4. Структура государственного долга по типу процентной ставки

Показатель «средний период рефиксации» безопаснее, чем выше его значение, соответственно внутренний государственный долг в наибольшей степени подвержен риску процентной ставки, так как на 31 октября 2022 г. 60,5 % внутреннего государственного долга в течение одного года подлежат рефиксации по новым процентным ставкам. Таким образом, повышение процентных ставок на внутреннем рынке напрямую повлияет на расходы, связанные с внутренним государственным долгом. Процентные ставки по внешнему государственному долгу пересматриваются в среднем в течение 6,6 лет, что на 0,4 года дольше, чем на конец 2021 года.

Что касается государственного долга в целом, хотя период рефиксации всего портфеля составляет 6,2 года, тем не менее 48,7% из них подлежат рефиксации по новым процентным ставкам в течение 1 года, что подчеркивает подверженность портфеля государственного долга риску процентной ставки.

Таблица 3

Показатели риска процентной ставки

Показатели	Внутренний государственный долг		Внешний государственный долг		Общий государственный долг	
	31 дек. 2021 г.	31 окт. 2022 г.	31 дек. 2021 г.	31 окт. 2022 г.	31 дек. 2021 г.	31 окт. 2022 г.
Средний период рефиксации, лет	4,9	5,4	6,1	6,6	5,6	6,2
Государственный долг, фиксируется по новым процентным ставкам в течение одного года, %	58,0	60,5	40,5	41,4	48,0	48,7

В отношении рисков, представленных в таблице 3, можно сделать вывод, что риск рефинансирования и риск процентной ставки продолжают оставаться рисками, связанными с портфелем государственного долга, которыми не следует пренебрегать и которые следует соотносить с первой целью в отношении управления государственным долгом, а именно – развитие внутреннего рынка ГЦБ.

Раздел 3

Реализация Программы «Управление государственным долгом в среднесрочной перспективе (2022–2024 гг.)»

В 2021 году дефицит государственного бюджета был профинансирован за счет внешнего и внутреннего финансирования, соответственно, за счет чистого внутреннего финансирования – в размере 3 721,5 млн. леев – и чистого внешнего финансирования – в размере 6 733,3 млн. леев.

В результате инфляционных давлений на уровне национальной экономики, начиная с 2022 года бюджетный дефицит финансируется за счет внешних займов по причине высокой стоимости источников на внутреннем рынке. В 2022 году основными кредиторами Правительства Республики Молдова являются: Всемирный банк, через Международное агентство развития и Международный банк реконструкции и развития, который предоставит займы на сумму 3 690,1 млн леев (эквивалент 196,6 млн долларов США), что составляет примерно 31,1% от общего объема поступлений иностранных государственных займов, за которым следуют Европейский банк реконструкции и развития с 2143,5 млн леев (эквивалент 114,2 млн долларов США), что составляет 18,1% от общего объема поступлений внешних государственных займов, Европейский инвестиционный банк с 1 752,9 млн леев (эквивалент 93,4 млн долларов США), что составляет 14,8%, Международный валютный фонд с 1 501,8 млн леев (эквивалент 80,0 млн долларов США), что составляет 12,7% от общего объема поступления внешних государственных займов, Европейский союз с 1 100,0 млн леев (эквивалент 58,6 млн. долларов США), что составляет 9,3% от общего притока иностранных государственных займов.

Политика в области государственного долга была ориентирована на достижение основной цели в процессе управления государственным долгом, отраженной в Программе, а именно – обеспечение потребности в финансировании сальдо (дефицита) государственного бюджета в долгосрочной перспективе и в условиях ограничения рисков.

Для достижения поставленных целей в течение 2022 года Министерство финансов предприняло следующие действия:

1) Риски, связанные с портфелем государственного долга и условных долгов (риск рефинансирования, валютный риск, риск процентной ставки),

оценивались и управлялись на ежемесячной и ежеквартальной основе, а также осуществлялся мониторинг параметров риска, связанных с государственным долгом, установленных в Программе.

Таким образом, по состоянию на 31 октября 2022 года все параметры риска находились в пределах годовых пределов, установленных в Программе «Управление государственным долгом в среднесрочной перспективе на 2022–2024 гг.», за исключением следующих показателей: *государственный долг с плавающей процентной ставкой (% от общей суммы)*, который на 0,9 пп. больше по сравнению с установленным максимальным значением, и *ГЦБ, выпущенные на первичном рынке со сроком погашения в течение одного года*, который на 2,2 пп. больше по сравнению с максимальным значением, установленным в Программе. Это связано с выпуском в течение 2022 года большего объема преимущественно краткосрочных ГЦБ в связи с более высоким спросом краткосрочных инвесторов на ГЦБ.

2) Также ежеквартально проводился мониторинг устойчивости государственного долга. В связи с этим был рассчитан показатель устойчивости государственного долга, который публикуется в ежеквартальных отчетах о состоянии долга публичного сектора, государственных гарантий и государственного рекредитования. Таким образом, доля обслуживания государственного долга по отношению к доходам государственного бюджета (за исключением грантов) находится в устойчивых пределах и составляет 4,0% по состоянию на III квартал 2022 года, что ниже предела в 8,0% ,установленного в Программе, и на 0,2 пп. ниже уровня, зафиксированного в конце 2021 года, соответственно, данные показатели в настоящее время не создают дополнительных рисков для макроэкономической стабильности страны.

3) В целях продления срока погашения портфеля ГЦБ, с учетом отсутствия спроса на ГЦБ с длительным периодом обращения, начиная с октября 2022 года был выпущен новый инструмент ГЦБ – государственные облигации с плавающей процентной ставкой со сроком обращения 3 года.

4) В целях достижения более равномерного погашения ГЦБ в течение 2022 года Министерство финансов в процессе выпуска ГЦБ на первичном рынке учитывало потребности в рефинансировании внутреннего государственного долга, избегая концентрации выкупа значительных объемов ГЦБ в будущих периодах.

5) Не реже одного раза в квартал проводились встречи с первичными дилерами, в ходе которых также обсуждались перспективы развития рынка ГЦБ. Таким же образом были проведены встречи с небанковскими брокерами, чтобы определить, каковы потенциальные препятствия для торговли ГЦБ на Фондовой бирже Молдовы. В то же время по случаю дня Америки в Кишинэу, Кэушень, Бэлць, Единец и Резина были проведены

опросы для оценки уровня знаний и потенциала физических лиц для инвестирования в ГЦБ.

6) В целях реализации Концепции Программы прямой продажи государственных ценных бумаг физическим лицам в Республике Молдова (уникальный номер 1004/MF/2020) была выбрана компания для внедрения информационной системы. Таким образом, ближе к концу 2023 года ожидается запуск соответствующей программы.

7) За девять месяцев 2022 года для обеспечения степени прозрачности и предсказуемости рынка ГЦБ на веб-странице Министерства финансов было опубликовано 322 информационных сообщений.

8) В целях проведения мероприятия по мониторингу и оценке деятельности первичных дилеров была проведена годовая (2021 год) и четыре квартальные (IV квартал 2021 года, I, II и III кварталы 2022 года) оценки деятельности первичных дилеров в соответствии с Регламентом о размещении, торговле и выкупе государственных ценных бумаг в форме записи на счете, № 170/2018, результаты которых были доведены до сведения первичных дилеров на встречах, организуемых Министерством финансов, и посредством электронной почты в связи с ситуацией в стране, вызванной пандемией COVID-19.

9) По состоянию на 31 октября 2022 года в структуре внешних государственных займов основными кредиторами продолжают оставаться многосторонние кредиторы, составляющие 95,3% от общего остатка внешнего долга. Согласно графику 5, наибольшая доля в балансе внешнего государственного долга принадлежит Международному валютному фонду – 33,1%, за которым следуют Международное агентство развития – 27,0%, Европейский инвестиционный банк – 12,8%, Европейский союз – 6,3%, Европейский банк реконструкции и развития – 6,1%, Международный банк реконструкции и развития – 4,9%, и прочие кредиторы – 9,8%.



График 5. Структура внешнего государственного долга по кредиторам на 31 октября 2022 года

В течение первых десяти месяцев 2022 года было заключено и подписано 11 соглашений о внешнем финансировании/займе на общую сумму около 748,7 млн евро. Соответствующие соглашения о финансировании были подписаны как с двусторонними, так и с многосторонними учреждениями, из них три соглашения о финансировании были подписаны с Международным агентством развития – со сроком погашения 30 лет и фиксированной процентной ставкой, два кредитных соглашения – с Международным банком реконструкции и развития – со сроком погашения от 19 до 35 лет и плавающей процентной ставкой, кредитный договор revolving – с Европейским банком реконструкции и развития – со сроком погашения 3 года и плавающей процентной ставкой (Euribor 6 месяцев + маржа 1 пп.), кредитный договор – с Европейским союзом – со сроком погашения 15 лет и процентной ставкой, устанавливаемой для каждого взноса отдельно в зависимости от ставок, действующих на международном рынке (для первого транша процентная ставка составляла 1,75%), договор финансирования – с Европейским инвестиционным банком – со сроком погашения 18 лет и процентной ставкой, устанавливаемой для каждого взноса отдельно в зависимости от ставок, действующих на международном рынке, кредитный договор – с Правительством Республики Польша – со сроком погашения 15 лет и фиксированной процентной ставкой 0,01% и два кредитных договора – с Французским агентством развития – со сроком погашения 15 лет и фиксированной процентной ставкой 1,38% для одного соглашения и плавающей процентной ставкой для другого соглашения.

Кроме того, в течение первых десяти месяцев 2022 года было проанализировано шесть предложений о выплатах с несколькими вариантами финансовых условий за счет займов, предоставленных Европейским инвестиционным банком для реализации проектов „Moldova Drumuri III”, „Reabilitarea infrastructurii feroviare”, „Livada Moldovei” и „Moldelectrica Power Transmission” на общую сумму 44,8 млн евро, что является наиболее оптимальным вариантом с точки зрения срока займа и процентной ставки по каждому отдельному займу (траншу).

10) В течение 2022 года реализован План управления операционным риском и обеспечения непрерывности деятельности, связанной с управлением государственным долгом, на 2022 год. Документ устанавливает основные меры реагирования на операционные риски с целью одновременного снижения вероятности их возникновения.

III. СТРАТЕГИЯ УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ НА 2023–2025 ГГ.

Раздел 1

Макроэкономические предположения и факторы риска

Макроэкономические предположения Программы на период с 2023 до 2025 года представлены в таблице 4.

Таблица 4

Прогноз основных макроэкономических показателей

Показатели	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025 г.
	текущий	прогнозируемый			
Валовой внутренний продукт (номинальная стоимость, млрд леев)	241,9	278,2	308,8	335,4	360,3
Реальный коэффициент роста экономики (%)	13,9	-3,0	2,0	3,5	4,0
Доходы государственного бюджета (млрд леев)	49,4	59,3	64,9	66,5	70,1
Расходы государственного бюджета (млрд леев)	54,1	73,9	83,2	82,8	84,9
Индекс потребительских цен (среднегодовой, %)	5,1	29,3	15,7	6,6	5,0
Средний обменный курс лея к доллару США	17,69	18,89	20,01	20,80	21,32
Средний обменный курс лея к евро	20,93	20,20	21,41	22,26	23,24
Остаток (дефицит) государственного бюджета (% от ВВП)	-2,0%	-5,2%	-5,9%	-4,9%	-4,0%

Источник: Министерство финансов и прогноз макроэкономических показателей на 2023-2025 годы от 23 ноября 2022 года, подготовленные Министерством экономики.

Данные за текущий год свидетельствуют о первых признаках экономического спада с прогнозируемым снижением ВВП примерно на 3% в номинальном выражении. На 2023 год предполагается снижение проинфляционных давлений, в результате чего годовой уровень инфляции оценивается в 15,7%, а среднегодовой – в 6,7%. На 2024-2025 годы прогнозируется возврат годового уровня инфляции к установленному Национальным банком Молдовы диапазону колебаний, составляющему 5-6%, и среднегодовому уровню инфляции 5%–7%.

Принимая во внимание прогнозы макроэкономических показателей, в период с 2022 до 2024 года сальдо (дефицит) государственного бюджета к ВВП снизится и составит в среднем 4,9%, находясь в интервале (-5,9%) – (-4,0%) от ВВП.

Раздел 2

Цели управления долгом

Настоящая стратегия представляет собой документ политики в области управления государственным долгом. Фундаментальной задачей управления государственным долгом является обеспечение потребности в финансировании дефицита государственного бюджета на приемлемом уровне расходов в среднесрочном и долгосрочном периоде, в условиях ограничения сопутствующих рисков.

Конкретные цели управления государственным долгом являются:

- 1) поддержание и развитие внутреннего рынка ГЦБ;
- 2) привлечение внешних государственных займов с учетом соотношения стоимость-риск;
- 3) управление операционным риском, связанным с государственным долгом.

Для достижения поставленных целей Министерство финансов предпринимает следующие действия:

- 1) удержание под контролем портфеля государственного долга путем ограничения подверженности воздействию валютного риска, риска рефинансирования и риска процентной ставки;
- 2) анализ возможных шоков, которые могут возникнуть на внешнем и внутреннем рынках и могут повлиять на объем обслуживания государственного долга;
- 3) управление портфелем государственного долга с целью уменьшения рисков, связанных с портфелем государственного долга, и достижения его оптимальной структуры, с учетом соотношения стоимость-риск;
- 4) диверсификация инвестиционной базы исходя из ситуации на внутреннем финансовом рынке;
- 5) установление наиболее единообразного профиля погашения долга, во избежание, насколько это возможно, концентрации погашения краткосрочных ГЦБ;
- 6) улучшение коммуникации с участниками рынка ГЦБ;
- 7) диверсификация каналов продажи ГЦБ параллельно с внедрением платформы по выпуску ГЦБ напрямую физическим лицам;
- 8) обеспечение высокой степени прозрачности и прогнозируемости рынка ГЦБ;
- 9) мониторинг и оценка результатов деятельности первичных дилеров;
- 10) выявление новых финансовых источников для финансирования дефицита бюджета и ведение переговоров о новых внешних займах на выгодных финансовых условиях (например, касательно срока погашения, процентной ставки и т.д.);

11) реализация Плана управления операционным риском и обеспечения непрерывности деятельности, связанной с управлением государственным долгом.

Раздел 3 Среднесрочный прогноз источников финансирования

Министерство финансов будет рассматривать гибкую структуру сроков погашения в процессе финансирования, которая, тем не менее, позволит продлить сроки погашения государственного долга и снизить риск рефинансирования. Принимая во внимание ограничения, налагаемые местным и международным финансовыми рынками, в среднесрочной перспективе Министерство финансов сосредоточится на диверсификации внешних кредитных источников для финансирования приоритетных проектов национальной экономики, а относительно внутренних источников, по мере улучшения ситуации на внутреннем рынке ГЦБ, Министерство финансов возобновит операции по повторному открытию ГЦБ и выпуску ГЦБ с длительным сроком обращения.

На период с 2023 до 2025 года, с учетом оценки сальдо (дефицита) государственного бюджета, а также существующего фискального пространства, среднесрочные потребности Правительства в финансировании будут покрываться в основном за счет внешних источников, что является одним из основных факторов, способствующих увеличению сальдо государственного долга.

Таким образом, в среднесрочной перспективе покрытие сальдо (дефицита) государственного бюджета будет обеспечиваться по базовому сценарию (S1), как показано в таблице 5:

Таблица 5

Прогноз источников финансирования в процентах от ВВП, 2023–2025 гг.

Показатели	2023 г.	2024 г.	2025 г.
Чистое финансирование (% от ВВП), <i>из которого:</i>	5,1%	4,7%	4,5%
внутреннее (% от ВВП)	0,9%	1,1%	1,0%
внешнее (% от ВВП)	4,2%	3,6%	3,5%
Другие источники финансирования (% от ВВП)	0,8%	0,2%	-0,5%
Сальдо (дефицит) бюджета (% от ВВП)	-5,9%	-4,9%	-4,0%

В среднесрочной перспективе сальдо (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 их доступности.

Раздел 4

Внутреннее финансирование по базовому сценарию

Министерство финансов будет поддерживать предсказуемую и гибкую эмиссионную политику, адаптированную к требованиям инвестиционной среды, особенно на фоне увеличения потребностей в финансировании в условиях энергетического кризиса и эволюции условий на внутреннем рынке, которые продолжают влиять на ГЦБ, стремясь обеспечить предсказуемость и прозрачность предложения ГЦБ, чтобы иметь возможность оперативно реагировать на возможные изменения рыночных тенденций и поведения инвесторов. Среднесрочная структура внутреннего финансирования на первичном рынке представлена в таблице 6.

Таблица 6

Прогноз выпуска ГЦБ через аукционы по базовому сценарию

Показатели	2023 г.	2024 г.	2025 г.
ГЦБ, выпущенные посредством аукционов на первичном рынке (% от ВВП), в том числе:	8,6%	9,1%	9,6%
казначейские обязательства (% от общей суммы)	97,0%	94,0%	90,0%
государственные облигации (% от общей суммы)	3,0%	6,0%	10,0%

Деятельность на внутреннем рынке будет и дальше направлена на поддержание и развитие рынка ГЦБ. В связи с этим был утвержден План действий по развитию рынка государственных ценных бумаг, основными из которых являются:

- 1) расширение рынка ГЦБ;
- 2) продвижение рынка ГЦБ;
- 3) внедрение новых финансовых инструментов в отношении управления долгом;

- 4) политика Министерства финансов, направленная на неприятие роста расходов на обслуживание внутреннего государственного долга, будет и впредь сохранять гибкий подход в осуществлении процесса финансирования, направленного на обеспечение предсказуемости и прозрачности предложения ГЦБ, чтобы иметь возможность оперативно и адекватно реагировать на возможные изменения рыночных тенденций и поведения инвесторов;

- 5) продолжение выпуска государственных облигаций с плавающей процентной ставкой со сроком погашения 2 и 3 года, а также с фиксированной процентной ставкой со сроком погашения 2, 3, 5 и 7 лет;

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

7) с целью повышения доступа физических лиц к приобретению ГЦБ и диверсификации каналов продажи ГЦБ к концу 2023 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 этого на дилеров были возложены минимальные обязательства по листингу и торговле на вторичном рынке ГЦБ. Эффективность их деятельности ежеквартально контролируется и оценивается Министерством финансов.

Данные, представленные в графике 6, дают возможность наблюдать, что количество транзакций в последние кварталы относительно стабильно – около пяти транзакций в квартал, а объем торгов ГЦБ, начиная с первого квартала 2022 года, имеет тенденцию к снижению.

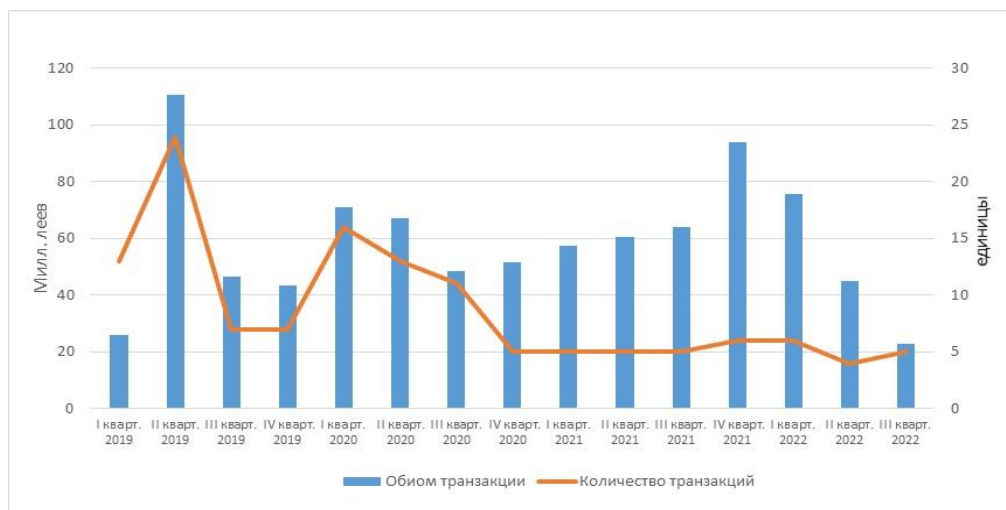


График 6. Эволюция транзакций на вторичном рынке ГЦБ, заключенных в E-Bond, I квартал 2019 года – III квартал 2022 года

Таким образом, дальнейшее внедрение электронной торговой платформы E-Bond окажет значительное влияние на прозрачность процесса ценообразования, являясь действительным ориентиром для вторичного рынка. В то же время путем мониторинга соблюдения первичными дилерами обязательств по листингу и торговле будет обеспечена их четкое разграничение с точки зрения эффективности, а с другой стороны,

соблюдение минимальных требований к листингу обеспечит дисциплину в этой деятельности.

В целях расширения торговых каналов ГЦБ государственные облигации будут допущены к торгам на Фондовой бирже Молдовы.

Раздел 5 Внешнее финансирование по базовому сценарию

В период с 2023 до 2025 года предполагается, что Правительство получит поступления от внешних государственных займов, которые будут направлены в среднем размере 58,0% на поддержку бюджета, а около 42,0% – на финансирование инвестиционных проектов. В данный период 5,6% от внешних государственных займов будут предоставлены двусторонними кредиторами, а остальные 94,4% – многосторонними кредиторами.

Структура внешнего финансирования по категориям инструментов в среднесрочной перспективе представлена в таблице 7.

Таблица 7

Прогноз внешнего финансирования по базовому сценарию

Показатели	2023 г.	2024 г.	2025 г.
Валовое внешнее финансирование (% от ВВП), в том числе:	6,0	6,1	4,8
Займы от многосторонних кредиторов на полуконцессионных условиях (% от общей суммы)	38,2	59,7	63,9
Займы от многосторонних кредиторов с плавающей процентной ставкой (% от общей суммы)	46,0	39,8	35,5
Займы от двусторонних кредиторов с фиксированной процентной ставкой (% от общей суммы)	15,8	0,5	0,6

Таким образом, структура прогнозируемых поступлений источников внешнего финансирования по кредиторам выявляет главных кредиторов на период с 2023 до 2025 года:

- 1) Группа Всемирного Банка – 23,4%;
- 2) Международный валютный фонд – 23,2%;
- 3) Европейский союз – 16,1%;
- 4) Японское Агентство по международному сотрудничеству – 11,2%;
- 5) Европейский инвестиционный банк – 10,2%;
- 6) Европейский банк реконструкции и развития – 8,9%;
- 7) Французское агентство развития – 4,6%;
- 8) Банк развития Совета Европы – 1,8%;
- 9) Международный фонд сельскохозяйственного развития – 0,8%.

Новые внешние займы, которые будут привлечены, будут иметь срок погашения не менее 12 лет, и предпочтение будет отдаваться

многосторонним кредиторам. Что касается доступа к международным финансовым рынкам, то выпуск ценных бумаг непосредственно на этих рынках будет обусловлен невозможностью доступа к соответствующим ресурсам международных финансовых учреждений или двусторонних кредиторов, а также и анализом последствий связанного с этим валютного риска.

Раздел 6

Анализ альтернативных стратегий финансирования дефицита государственного бюджета

Принимая во внимание тенденцию к уменьшению поступления займов на концессионных условиях от международных финансовых организаций, в среднесрочной перспективе Правительство будет рассматривать новые возможности финансирования, в том числе предпочтение будет отдаваться местному финансовому рынку.

В аналитических целях Министерство финансов рассмотрело два альтернативных варианта финансирования сальдо (дефицита) государственного бюджета – (S2) и (S3).

S2 предполагает уменьшение на 6,0 пп. выпуска казначейских обязательств в период с 2023 до 2025 года, одновременно с увеличением на 1,0 пп. выпусков облигаций со сроком погашения 2 и 3 года (с фиксированной и плавающей ставками), а также выпусков облигаций со сроком погашения 5 и 7 лет (с фиксированной ставкой), по сравнению с S1.

Исходя из сценария S2, в результате моделирования к концу 2025 года государственный долг, подлежащий оплате в течение одного года, уменьшится на 3,8 пп., средний срок погашения государственного долга увеличится на 0,3 года, а долг, который будет фиксироваться по новым процентным ставкам в течение года, уменьшится на 2,8 пп. При увеличении доли выпущенных государственных облигаций долг с фиксированной процентной ставкой, включая казначейские обязательства, уменьшится на 1,0 пп., при этом доля казначейских обязательств в общем объеме государственного долга уменьшится на 3,9 пп., таким образом подверженность процентной ставке и риску рефинансирования снижается для портфеля государственного долга. Чтобы снизить риски, связанные с описываемым периодом, политика Министерства финансов примет продвижение варианта финансирования S2 только в случае восстановления макроэкономического и финансового прогноза.

S3 предполагает выход на международные финансовые рынки и выпуск Евробонда со сроком погашения 7 лет в 2025 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 2025 год, а именно 3,1% от ВВП.

По результатам моделирования S3 значительно улучшит показатели риска, связанные с портфелем государственного долга, поскольку государственный долг со сроком погашения в течение одного года уменьшится на 10,9 пп., средний срок погашения государственного долга увеличится на 1,3 года, а долг, который будет фиксироваться по новым процентным ставкам в течение одного года, уменьшится на 8,6 пп., а доля казначейских обязательств в общем объеме государственного долга уменьшится на 11,0 пп.

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 по S3 долг уменьшится на 0,1 пп., а доля внешнего государственного долга в общем объеме увеличится примерно на 12,4 пп., что означает увеличение подверженности валютному риску.

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

Раздел 7

Риски, связанные с портфелем государственного долга по базовому сценарию

Управление рисками необходимо с точки зрения эффективного управления государственным долгом. Изменчивость финансовых рынков в результате колебаний процентных ставок, обменных курсов валют или уровня инфляции определяет возрастающую волатильность портфеля государственного долга.

С этой точки зрения, в качестве рисков, связанных с портфелем государственного долга, выделяем: валютный риск, риск рефинансирования и риск процентной ставки. Наряду с указанными рисками существуют также операционный риск, который косвенно влияет на государственный долг, а также риск материализации условных обязательств.

В таблице 8 представлено развитие показателей риска, связанных с государственным долгом, на конец 2025 года, в результате внедрения стратегии финансирования – базового сценария, по сравнению с ситуацией по состоянию на 31 октября 2022 года.

Таблица 8

Показатели рыночных рисков, связанных с государственным долгом, на конец 2025 года

Показатели	31 октября 2022 г.	31 декабря 2025 г.
Риск рефинансирования		
1) Долг, подлежащий оплате в течение одного года (% от общей суммы)	27,1	19,4
2) Долг, подлежащий оплате в течение одного года (% от ВВП)	8,4	8,3
3) АТМ для внешнего государственного долга (лет)	9,2	10,1
4) АТМ для внутреннего государственного долга (лет)	5,4	3,1
5) АТМ общего государственного долга (лет)	7,6	8,1
Валютный риск		
Внешний государственный долг (%от общего объема)	61,7	71,7
Риск процентной ставки		
1) АТР общего государственного долга (лет)	6,2	5,0
2) Долг с процентной ставкой, подлежащий рефиксации в течение одного года (% от общего объема)	48,7	53,3
3) Долг с фиксированной процентной ставкой, включая казначейские обязательства (% от общего объема)	75,4	65,7
4) Долг в форме казначейских обязательств (% от общего объема))	18,9	17,1

Риск рефинансирования

В результате увеличения внешнего финансирования и выполнения графика погашения, а также постепенного увеличения сумм, предназначенных для возврата платежных обязательств, вытекающих из государственных гарантий, предоставленных 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 с тенденцией к снижению риска рефинансирования, к концу 2025 года увеличивается средний срок погашения государственного долга примерно на 0,5 года.

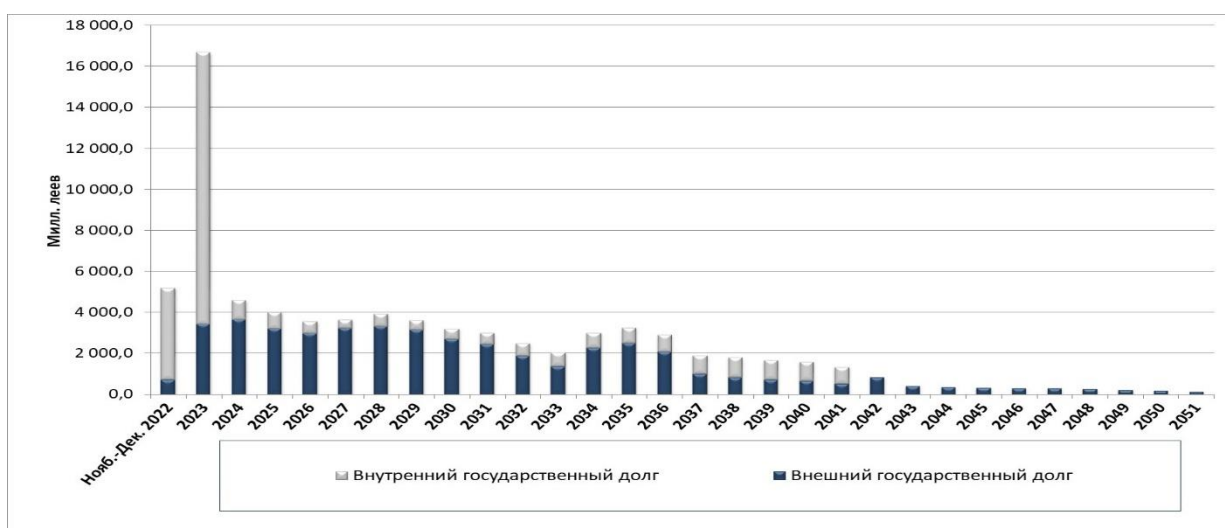


График 7. Прогноз погашения государственного долга по состоянию на 31 октября 2022

Структура графика погашения государственного долга, представленная на графике 7, отражает большую долю краткосрочных ГЦБ (казначейских обязательств) в финансировании сальдо (дефицита) государственного бюджета из-за предпочтения инвесторами краткосрочных ГЦБ.

Риск рефинансирования демонстрирует тенденцию к улучшению к концу 2025 года, так что долг, подлежащий оплате в течение одного года, уменьшится на 7,7 пп. Отметим, что новые внешние поступления в период с 2023 до 2025 года 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 сложную ситуацию, характеризующуюся ростом процентных ставок и неустойчивостью рыночных условий, что может усилить неопределенность среди инвесторов и может привести к значительным колебаниям их спроса на ГЦБ, Министерство финансов продолжит поддерживать тенденцию по корректировке графика погашения с целью снижения риска рефинансирования в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

Валютный риск

К концу 2025 года показатели рыночного риска, связанные с государственным долгом, указывают на то, что портфель государственного долга будет подвержен и в дальнейшем валютному риску, в результате того, что 71,7% долга составит внешний государственный долг, который полностью выражен в иностранной валюте. Более того, доля внешнего государственного долга в общем объеме государственного долга на конец 2025 года увеличится на 10,0 пп. по сравнению со значением, зафиксированным на 31 октября 2022 года, что связано с прогнозом положительного чистого внешнего финансирования в долларах США, а также с прогнозом обесценивания национальной валюты по отношению к доллару США в отчетном периоде.

В случае развития пессимистического сценария значительного обесценивания национальной валюты по отношению к иностранным валютам, в которых выражен внешний государственный долг, портфель государственного долга будет в значительной степени подвержен валютному риску, что повлияет как на стоимость государственного долга, так и 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 приниматься во внимание увеличение доли чистого финансирования в национальной валюте с учетом, в то же время, поглощающей способности внутреннего рынка и в целом спрос на долговые инструменты в леях.

Тем не менее, внешние займы останутся основным источником финансирования сальдо (дефицита) государственного бюджета в среднесрочной перспективе, но заключение новых долговых контрактов будет основано на тщательном анализе соотношения стоимость-риск, которые они влекут за собой.

Риск процентной ставки

Государственный долг с фиксированной процентной ставкой продолжит составлять большую часть в портфеле государственного долга в конце 2025 года, но сократится на 9,7 пп. по сравнению с ситуацией на 31 октября 2022 года, а средний период рефиксации государственного долга уменьшится на 1,2 года. Эти изменения связаны преимущественно с уменьшением внешнего финансирования на концессионных условиях, а также с увеличением поступлений займов с плавающей процентной ставкой от таких кредиторов, как Европейский банк реконструкции и развития, Международный банк реконструкции и развития, Европейский инвестиционный банк, Французское агентство по развитию и Международный валютный фонд.

В то же время значительная доля внутреннего краткосрочного государственного долга несет в себе более высокий риск рефинансирования и процентных ставок для портфеля государственного долга. По этой причине показатель государственного долга с плавающей процентной ставкой (% от общего объема) предполагает, что для целей мониторинга рисков, внутренний государственный долг со сроком погашения до одного года и с фиксированной процентной ставкой будет отнесен к категории долга с плавающей процентной ставкой, которая будет находиться в пределах установленного целевого диапазона, которым нельзя пренебрегать и который должен быть соотнесен с целями настоящей стратегии, поскольку доля займов на рыночных условиях постоянно увеличивается, соответственно, процентный риск требует повышенного внимания.

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 в полной мере использовать обновленную версию информационной системы управления долгом DMFAS 6.1, установленную в 2016 году, и регулярно проводить проверку базы данных в соответствии с существующим графиком.

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 государственного долга.

Риск материализации условных обязательств

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

По состоянию на 31 октября 2022 года остаток государственных гарантий по отношению к ВВП, выданных в рамках Государственной программы „Prima casă”, составил 0,7%, а в среднесрочной перспективе ожидается, что к концу 2025 года он составит примерно 0,7% от ВВП.

Принимая во внимание остаток государственных гарантий, которые могут быть выпущены в рамках Государственной программы „Prima casă”, 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 0,003% от ВВП в период с 2023 до 2025 года.

Целью Государственной программы „Prima casă” является облегчение доступа физических лиц к приобретению жилья посредством кредитов, частично гарантированных государством (50% остатка предоставленного кредита), особенно для молодых семей. Внедрение данной Программы осуществляется посредством Организации по развитию предпринимательства.

Детальная информация о рисках, которые могут повлиять на управление государственным долгом в среднесрочной перспективе, об их влиянии и предложенных мерах по их снижению представлена в приложении.

Раздел 8

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

Энергетический кризис, галопирующая инфляция, российская агрессия в соседней стране и сложная внешняя ситуация являются факторами, негативно влияющими на развитие национальной экономики. В этой связи были смоделированы шоковые сценарии развития рыночных показателей, оказывающих существенное влияние на долговой портфель и соответствующую стоимость долга. Таким образом, будет рассмотрена волатильность портфеля государственного долга с точки зрения подверженности основным рыночным рискам (риску процентной ставки и валютному риску), а также было проанализировано влияние потенциальных изменений процентных ставок и обменных курсов на портфель государственного долга и его обслуживание, с тем чтобы своевременно реагировать на неопределенности, вызванные экономической средой.

В данном контексте было разработано четыре шоковых сценария, в основу которых положены изменения рыночных условий. В качестве аргументов для выбора этих возможных шоков выступили эволюция

обменных курсов и процентных ставок на протяжении последних лет, в том числе в течение первых десяти месяцев 2022 года, а также неопределенность, связанная с развитием финансовых рынков. Эти потрясения будут применяться в дополнение к базовому сценарию развития данных показателей.

Итак, представляем следующие проанализированные сценарии:

1) обесценивание национальной валюты в 2023 году на 10,0% по отношению к валютам, в которых выражен внешний государственный долг;

2) ежегодное умеренное повышение процентных ставок по сравнению с базовым сценарием:

а) на внешнем рынке в 2023–2025 гг. – на 2,0 пп.;

б) на внутреннем рынке в 2023 году – на 3,0 пп. и в 2024-2025 гг. – на 2,0 пп. по каждому виду ГЦБ;

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

а) на внешнем рынке в 2023–2025 гг. – на 4,0 пп.;

б) на внутреннем рынке в 2023–2025 гг. – на 4,0 пп. по каждому виду ГЦБ;

4) комбинированный шок в 2023 году, связанный с обесцениванием национальной валюты на 10,0% по отношению к валютам, в которых выражен внешний государственный долг, одновременно со вторым сценарием.

Изменение процентных ставок на внешнем рынке относится к плавающим процентным ставкам (Euribo на 6 месяцев, ставка SOFR для доллара США).

Чтобы проследить влияние установленных шоков на портфель государственного долга в сочетании со стратегией финансирования в среднесрочной перспективе, проанализированы показатели *доля государственного долга в ВВП* и *доля обслуживания государственного долга в ВВП* по состоянию на конец 2025 года, согласно графику 8. Динамика данных показателей представляет изменение сальдо государственного долга и связанных с ним расходов под влиянием базового сценария, а также указанных выше шоков. Базовый сценарий предусматривает предположения Министерства финансов, касающиеся изменения процентных ставок, и прогноз Министерства экономики по изменению обменных курсов с учетом, в том числе, нынешних внутренних и международных рыночных условий.

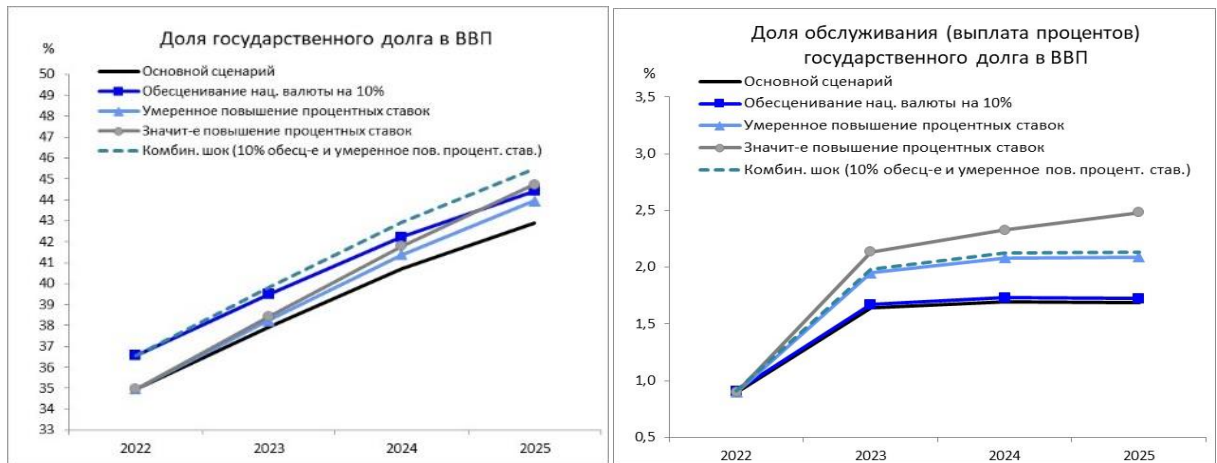


График 8. Развитие показателей государственного долга в результате применения шоковых сценариев для рыночных показателей

Проведенный анализ показывает, что валютный риск и риск процентной ставки остаются в дальнейшем рисками, связанными с портфелем государственного долга, которыми не следует пренебрегать. В случае пессимистичных сценариев развития внутреннего и международного рынков на основании представленных данных сформулированы следующие основные выводы.

Доля государственного долга в ВВП подвержена как риску процентной ставки, так и валютному риску. Таким образом, при 10-процентном обесценивании молдавского лея по отношению к иностранным валютам в сочетании с умеренным ростом процентных ставок доля государственного долга в ВВП может составить 45,5% на конец 2025 года, или на 2,6 пп. больше, чем прогнозируется Министерством финансов по базовому сценарию, но в случае существенного повышения процентных ставок доля государственного долга в ВВП может составить 44,7% на конец 2025 года, или на 1,8 пп. больше по сравнению с базовым сценарием. Таким образом, на каждый 1% обесценивания молдавского лея по отношению к валютам, в которых выражен внешний государственный долг, включая рост процентных ставок, в период с 2023 до 2025 года, сальдо государственного долга может увеличиться в среднем за год на 481,7 млн леев. В то же время, в случае применения умеренного шока процентной ставки доля сальдо государственного долга в ВВП подвержена риску в меньшей степени, так что в конце 2025 года она может увеличиться по сравнению с базовым сценарием на 1,1 пп.

Обслуживание государственного долга, то есть его стоимость, в наибольшей степени подвержено риску процентных ставок. Так, в случае шока, связанного со значительным повышением процентных ставок, в конце 2025 года показатель доли обслуживания государственного долга в ВВП увеличивается на 0,8 пп. В случае 10-процентного обесценивания национальной валюты в сочетании с умеренным ростом процентных ставок,

в период с 2023 до 2025 года обслуживание государственного долга может увеличиться на 21%, соответственно показатель *доли обслуживания государственного долга в ВВП* увеличивается на 0,4 пп. по сравнению с прогнозом Министерства финансов по базовому сценарию.

IV. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Портфель государственного долга соответствует в среднесрочной перспективе разумным ограничениям в отношении сопутствующих рисков. Однако, согласно проведенному анализу, мы обнаруживаем, что обострение энергетического кризиса, ускоренный рост цен и ухудшение геополитической ситуации в регионе являются основными факторами, существенно влияющими на экономику, что может создать дополнительное давление на портфель государственного долга. Несмотря на то, что на протяжении 2022 года большинство показателей риска, связанных с государственным долгом, соответствовали установленным годовым пределам, риск неблагоприятных последствий сохраняется. Соответственно, в случае значительного обесценивания национальной валюты или повышения процентной ставки в контексте решений денежно-кредитной политики, принимаемых как на национальном, так и на международном уровне, ожидается, что в ближайшие годы уязвимая и нестабильная рыночная ситуация сохранится.

Таким образом, в среднесрочной перспективе будут продолжаться реформы для достижения конкретной цели поддержания и развития внутреннего рынка ГЦБ и превращения внутреннего финансового рынка в стабильный источник покрытия финансовых потребностей бюджета. Однако важно отметить, что действия, которые должны быть предприняты Министерством финансов в области управления долгом, недостаточны для существенного развития внутреннего рынка ГЦБ. Одной из предпосылок развития этого рынка и расширения базы инвесторов является также проведение реформ в других сегментах финансового рынка, таких как пенсионное обеспечение, страхование и т. д. В среднесрочной перспективе Министерство финансов с привлечением ответственных органов предпримет необходимые меры для реализации Плана действий по развитию рынка государственных ценных бумаг.

Прогресс в области внедрения мер, содержащихся в настоящей Программе, будет отражен в Годовом отчете о состоянии долга публичного сектора, государственных гарантий и государственного рекредитования, а информация о соответствии параметров риска/устойчивости пределам, установленным Программой, будет включена в Статистический ежемесячный бюллетень о государственном долге/Квартальный отчет о состоянии долга публичного сектора, государственных гарантий и государственного рекредитования, которые публикуются на официальной веб-странице Министерства финансов.

Риски, которые могут повлиять на реализацию Программы «Управление государственным долгом в среднесрочной перспективе (2023–2025 гг.)», их влияние и предложенные меры по их снижению

Потенциальный источник риска	Влияние в случае материализации риска	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	<ul style="list-style-type: none"> - 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	<ul style="list-style-type: none"> - периодическая переоценка прогнозов макроэкономических показателей при пересмотре закона о государственном бюджете; - корректировка бюджетных показателей; - регулярный мониторинг показателей устойчивости государственного долга, с тем чтобы в среднесрочной перспективе их динамика находилась в допустимых пределах
3. Ограниченное кредитование на концессионных условиях	повышение расходов на обслуживание государственного долга	<ul style="list-style-type: none"> - преобразование внутреннего финансового рынка в стабильный источник покрытия потребностей бюджета в финансировании; - повышение привлекательности инструментов внутреннего государственного долга; - анализ финансовых условий новых договоренностей о внешних займах на этапе ведения переговоров и принятие оптимального варианта срока погашения займа и процентной ставки отдельно по каждому займу

1	2	3
4. Неопределенность в освоении средств от официальных кредиторов с учетом зависимости страны от внешних партнеров по развитию	невозможность финансирования первоначально спрогнозированных в бюджете статей расходов	<ul style="list-style-type: none"> - постоянное взаимодействие между управлением долгом и управлением ликвидностью государственного бюджета; - регулярный мониторинг регистрируемого прогресса в ходе внедрения действий и полученных показателей, включенных в матрицы политик, связанный с контрактами с внешними кредиторами
5. Неопределенность в отношении эволюции ставок (Euribor и др.)	изменчивость «инвестиционного аппетита» в отношении финансовых активов, выпущенных странами с переходной экономикой; повышение процентных ставок на международном уровне; неопределенность в отношении осуществления выплаты процентов	<ul style="list-style-type: none"> - оценка сальдо государственного долга и расходов на его обслуживание с учетом самых пессимистичных сценариев, в частности значительных колебаний указанных показателей; - привлечение кредитов на выгодных условиях; - осуществление операций управления пассивами, таких как: <i>buyback</i> и операции <i>switch</i>, для внутреннего государственного долга, конвертация внешнего государственного долга, главной целью которых является снижение затрат на обслуживание государственного долга
6. Увеличение инфляции и ужесточение денежной политики Национального банка Молдовы	повышение Национальным банком Молдовы процентных ставок на основные операции денежно-кредитной политики на краткосрочный	

1	2	3
	<p>период влечет за собой увеличение ставок на выпущенные на рынке ГЦБ</p>	
<p>7. Обесценение официального обменного курса национальной валюты по сравнению с основными валютами, в которых выражен внешний государственный долг</p>	<p>увеличение сальдо внешнего государственного долга, выраженного в национальной валюте; увеличение расходов на обслуживание внешнего государственного долга</p>	<ul style="list-style-type: none"> - оценка размера государственного долга и расходов на его обслуживание с учетом самых пессимистичных сценариев, в частности значительных колебаний указанного показателя; - увеличение доли чистого финансирования в национальной валюте, что облегчит уменьшение подверженности валютному риску, учитывая в то же время способность к абсорбции внутреннего рынка и спрос в целом на долговые инструменты в леях; - изменение структуры внешнего государственного долга посредством операций конвертации валюты с учетом соотношения стоимость-риск; - регулярный мониторинг установленных параметров риска и выполнение необходимых действий для их приведения в соответствие с пределами, установленными в Программе
<p>8. Материализация условных обязательств (например, активация гарантии по Государственной программе „Prima casă”, платежи по частно-государственному партнерству)</p>	<p>дополнительное давление на государственный бюджет; увеличение объема внутреннего государственного долга и расходов на его обслуживание</p>	<ul style="list-style-type: none"> - ограничение действия государственной гарантии только для исключительных случаев и согласно статье 33 Закона №419/2006 о долге публичного сектора, государственных гарантиях и государственном рекредитовании; - установление в ежегодном законе о государственном бюджете предела сальдо государственных гарантий, который не может быть превышен в течение соответствующего года, и ежемесячный мониторинг соответствия сальдо государственных гарантий установленным пределам; - усиление надзора контрактов частно-государственного партнерства со стороны Министерства финансов и мониторинг относящихся к ним

1	2	3
		рисков для государственного бюджета и влияния на сальдо долга публичного сектора
<p>9. Уменьшение доверия со стороны инвесторов к финансовому инструменту ГЦБ, как на национальном, так и на международном уровне</p>	<p>уменьшение «инвестиционного аппетита» в отношении инструмента ГЦБ в национальной валюте; уменьшение «инвестиционного аппетита» в отношении инструмента ГЦБ в национальной валюте; невозможность финансирования сальдо (дефицита) государственного бюджета из существующих источников на внутреннем рынке; предпочтение инвесторами ГЦБ с коротким сроком обращения</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 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 одновременно с консолидацией ликвидности с определенными сроками погашения; - анализ возможности расширения инвестиционной базы, в том числе за счет привлечения иностранных инвесторов и создания для них благоприятных условий инвестирования в ГЦБ в национальной валюте; - улучшение коммуникации с участниками рынка ГЦБ для регулярной оценки инвестиционных потребностей на уровне рынка, ожиданий в отношении рыночных условий, а также действий, принятых во внимание Министерством финансов; - постоянный мониторинг деятельности первичных дилеров как маркетмейкеров и осуществление квартальных оценок их деятельности на первичном и вторичном рынках, в том числе качественных оценок; - проведение кампаний по продвижению ГЦБ, в том числе ознакомление физических лиц с возможностями инвестирования в ГЦБ как инструмент сбережения; - реализация Программы прямой продажи государственных ценных бумаг физическим лицам в Республике Молдова; - укрепление кривой доходности ГЦБ, что способствовало бы развитию внутреннего финансового рынка; - регулярное опубликование на официальной веб-странице Министерства финансов www.mf.gov.md релевантной информации для инвесторов об объеме и структуре долга публичного сектора, а также информации о

1	2	3
		<p>торговле 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.;</p> <ul style="list-style-type: none"> - заключение договоров о сотрудничестве с другими рейтинговыми агентствами наряду с уже существующим договором с Moody's Investor Service
10. Операционный риск	ошибочные данные статистики в области долга; технические неисправности информационных систем	<ul style="list-style-type: none"> - готовность всех сотрудников, ответственных за управление публичным долгом в составе Министерства финансов, к ответным реакциям, определенным и утвержденным в Плате управления операционным риском и обеспечения непрерывности деятельности, связанной с управлением государственным долгом, за соответствующий год; - использование возможностей обновленной версии информационной системы управления долгом DMFAS 6.1 для периодической проверки базы данных; - непрерывное совершенствование навыков персонала посредством участия последнего во внутреннем и внешнем обучении; - изучение новых возможностей технической поддержки в области управления долгом