Утверждена

Постановлением Правительства №1250/2018

**ПРОГРАММА**

**«Управление государственным долгом в среднесрочной**

**перспективе (2019-2021)»**

1. **ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ**

В соответствии с положениями Закона №419/2006 о долге публичного сектора, государственных гарантиях и государственном рекредитовании, Министерство финансов осуществляет управление государственным долгом и государственными гарантиями. С этой целью была разработана Программа «Управление государственным долгом в среднесрочной перспективе (2019-2021)» (в дальнейшем - *Программа*).

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

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

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

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

Настоящая Программа разработана исходя из экономической ситуации страны, определенных ограничений местного финансового рынка, рейтинга страны, который был пересмотрен корпорацией Moody’s в ноябре 2018, с подтверждением рейтинга В3 со стабильной перспективой, а также показателя CPIA для Республики Молдова – средняя эффективность в том, что касается политики и институционных положений.

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

Для того, чтобы не подвергать портфель государственного долга чрезмерному воздействию валютного риска, риска процентной ставки и риска рефинансирования, Программа устанавливает ориентировочные целевые интервалы для основных параметров риска и устойчивости, исходя из исторической и текущей структуры портфеля государственного долга, а также на основании результатов анализа основного сценария финансирования при помощи аналитического инструмента MTDS. В то же время, установленные интервалы обеспечивают высокий уровень гибкости в управлении государственным долгом, чтобы реагировать на изменения условий финансовых рынков, представляя желаемую композицию портфеля государственного долга. Лимит, указанный как минимальный или максимальный, не может быть превышен во временных рамках стратегии, в то время как другой лимит представляет собой лимит, к которому она стремится и который может быть превышен. Разрешаются незначительные отклонения от предложенных пределов, если они не создают дополнительных финансовых рисков.

Таблица 1

**Параметры риска и устойчивости, связанные**

**с государственным долгом**

|  |  |
| --- | --- |
| **Параметры риска на период 2019-2021 годов** | **Значение на период 2019-2021 годов** |
| Государственный долг, подлежащий оплате в течение одного года (% из всего) | 15% - 25% (максимум) |
| Внутренний государственный долг (% из всего) | 35%(минимум) – 50% |
| Государственный долг в определенной иностранной валюте (% из всего) | 20% - 40% (максимум) |
| Государственный долг с переменной процентной ставкой (% из всего) | 25% - 40% (максимум) |
| ГЦБ, выпущенные на первичном рынке, подлежащие оплате в течение одного года (% из всего) | 70% - 85% (максимум) |
| АТМ для ГЦБ, выпущенных на первичном рынке (лет) | 1,2 (минимум) – 2,0 |
| **Параметры устойчивости\* для периода 2019-2021 годов** |  |
| Обслуживание государственного долга (% по сравнению с доходами государственного бюджета) | ≤ 10% |

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

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

**II.** **ЦЕЛИ УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМ**

**ДОЛГОМ НА 2019-2021 ГОДЫ**

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

Конкретные целиуправления государственным долгом на период 2019-2021 годов следующие:

1. развитие внутреннего рынка государственных ценных бумаг (ГЦБ);
2. получение внешних государственных займов, с учетом соотношения стоимости и риска;
3. управление операционным риском, связанным с государственным долгом.

Для достижения предложенных целей Министерство финансов предпримет следующие действия***:***

1. контроль портфеля государственного долга путем ограничения подверженности воздействию валютного риска, риска рефинансирования и риска процентной ставки;
2. управление портфелем государственного долга с целью уменьшения рисков, связанных с портфелем государственного долга, и достижения его оптимальной структуры, с учетом соотношения стоимости/риска;
3. продление срока погашения портфеля долга и диверсификация инвестиционной базы;
4. реализация наиболее единообразного профиля погашения долга, избегая, насколько возможно, концентрации погашения краткосрочных государственных ценных бумаг;
5. диверсификация каналов продажи ГЦБ параллельно с ростом доступности приобретения ГЦБ физическими лицами;
6. обеспечение высокой степени прозрачности и прогнозируемости рынка ГЦБ;
7. мониторинг и оценка результатов деятельности первичных дилеров;
8. выявление новых финансовых средств для финансирования дефицита бюджета и ведение переговоров о новых внешних договорах займа на выгодных финансовых условиях (например, касательно срока погашения, процентной ставки и т.д.);
9. пересмотр Плана управления операционным риском одновременно с обновлением Плана действий Управления публичного долга Министерства финансов.

**III. СТРАТЕГИИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ОСТАТКА (ДЕФИЦИТА) ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА**

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

Таблица 2

**Прогноз макроэкономических показателей**

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

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

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

С учетом оценки остатка (дефицита) государственного бюджета на период 2019-2021 годов, а также из существующего налогового пространства Республики Молдова, среднесрочные потребности Правительства в финансировании будут покрыты в большей степени за счет чистого финансирования из внешних и внутренних источников, что является одним из основных факторов, способствующих увеличению остатка государственного долга в номинальном значении.

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

Таблица 3

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

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

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

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

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

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

Таблица 4

**Внешнее финансирование в период 2019-2021 годов**

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

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

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

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

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

1. увеличение срока погашения ГЦБ, выпущенных на рынке, и постепенное повышения доли ГЦБ с длительным сроком обращения;
2. продолжение выпуска государственных облигаций со сроком погашения 2 года с фиксированной и плавающей процентной ставкой, 3 и 5 лет с фиксированной процентной ставкой, а в зависимости от спроса на рынке будет проанализирована возможность выпуска государственных облигаций со сроком погашения 7 и 10 лет с фиксированной процентной ставкой;
3. с целью укрепления и расширения кривой доходности на внутреннем рынке ГЦБ Министерство финансов продолжит в среднесрочной перспективе операции по повторному открытию государственных ценных бумаг (*reopening*), успешно реализованные начиная с октября 2018 года;
4. с 2020 года ожидается использование операций по управлению пассивами, а также досрочного выкупа (*buy back*) или операций *switch*;
5. с целью повышения доступа физических лиц к приобретению ГЦБ в качестве инструментов сбережения и диверсификации каналов продажи государственных ценных бумаг в 2019 году Министерство финансов будет поддерживать реализацию программы распространения государственных ценных бумаг среди населения посредством платформы электронной торговли (например: *Treasury Direct*).

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

Таблица 5

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

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

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

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

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

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

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

**S3 –** анализирует умеренное увеличение чистого внутреннего финансирования и постепенной диверсификации инструментов посредством расширения срока их погашения. S3 фокусируется на развитии новых инструментов для выпуска на внутреннем рынке, начиная с 2019 года, которые предоставляли бы инвестиционные альтернативы как инвесторам-резидентам, так и инвесторам-нерезидентам. Сценарий предполагает уменьшение на 20,0% выпуска казначейских обязательств, прогнозируемых на промежуток времени 2019-2021 годов, параллельно с увеличением выпуска облигаций со сроком погашения 2, 3 и 5 лет, с фиксированной процентной ставкой, а также вводом новых инструментов – облигаций со сроком погашения 7 лет, с фиксированной процентной ставкой (увеличение выпуска на 5% для каждого срока погашения в сравнении с **S1**)

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

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

Следует отметить и то, что все стратегии финансирования сохраняют в среднесрочной перспективе расходы, связанные с оплатой процентов, примерно на том же уровне, намного ниже порога в10% по отношению к доходам государственного бюджета.

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

Министерство финансов продолжит поддерживать гибкий подход к реализации процесса финансирования остатка (дефицита) государственного бюджета на местном рынке, преследуя цель обеспечения прогнозируемости и прозрачности предложения государственных ценных бумаг, чтобы иметь возможность быстро реагировать на возможные изменения в тенденциях рынка и в поведении инвесторов.

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

**Раздел 1**

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

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

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 2021 года, в результате внедрения стратегии финансирования – основного сценария, по сравнению с ситуацией, зарегистрированной на 30 сентября 2018 г.

Таблица 6

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

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

*\*По состоянию на 30 июня 2018г*

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

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

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

В результате уменьшения внешнего финансирования на концессионных условиях, а также по мере выполнения графика возврата и постепенного увеличения сумм, предназначенных для возврата платежных обязательств, вытекающих из государственных гарантий, предложенных Министерством финансов в течение 2014 и 2015 годов (Закон № 235/2016 о выпуске государственных облигаций во исполнение Министерством финансов платежных обязательств, вытекающих из государственных гарантий № 807 от 17 ноября 2014 г. и № 101 от 1 апреля 2015 г.), значительно уменьшится средний период погашения/рефиксации для внутреннего государственного долга, примерно на 3,7 лет каждый.

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

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

**Операционный риск**

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

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

**Риск материализации условных обязательств**

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

По состоянию на 30 сентября 2018 остаток государственных гарантий по отношению к ВВП в рамках Государственной программы «Первый дом» составил 0,1%, а в среднесрочной перспективе ожидается, что он составит примерно 0,8% от ВВП к концу 2021 года.

Учитывая остаток государственных гарантий, которые могут быть выпущены в рамках Государственной программы «Первый дом», риск, связанный с материализацией условных обязательств, остается умеренным, так как оценки касательно выплат, которые должны быть осуществлены из государственного бюджета в счет данных гарантий, не превышают 0,02% от ВВП на период 2019-2021гг.

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

**Раздел 2**

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

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

В данном контексте разработано четыре шоковых сценария A, B, C, и D, в основе которых лежат изменения условий рынка. Аргументацией, лежащей в основе выбранных шоков, было развитие обменных курсов и процентных ставок в течение последних лет, в том числе в течение первых девяти месяцев 2018 года, а также неопределенность, связанная с развитием вышеуказанных финансовых рынков. Данные шоки будут применены дополнительно к основному сценарию развития данных показателей.

Таким образом, далее представлены проанализированные сценарии:

1. А – *обесценивание национальной валюты* в 2019 году на 15% по отношению к доллару США и евро;
2. В – *ежегодное повышение процентных ставок по сравнению с основным сценарием:*
3. на внешнем рынке на 1,5 п.п.;
4. на внутреннем рынке на 3,0 п.п.;
5. С – *значительное ежегодное повышение процентных ставок по сравнению с основным сценарием:*
6. на внешнем рынке на 3,0 п.п.;
7. на внутреннем рынке на 6,0 п.п;
8. D – *комбинированный шок* между обесцениванием национальной валюты на 10% по отношению к доллару США и евро одновременно в 2019 году и вторым сценарием (В).

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

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

|  |
| --- |
|  |

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

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

1. доля государственного долга в ВВП представляет самую высокую подверженность влиянию сценария D. Таким образом, при обесценивании на 10% молдавского лея, примененного в 2019 году, по отношению к доллару США и евро и умеренном увеличении процентной ставки доля государственного долга в ВВП может увеличиться на 2,4 п.п.;
2. текущий размер государственного долга в ВВП может увеличиться на 2,9 п.п. к концу 2021 года в случае значительного увеличения процентной ставки на внутреннем и международном рынке (шоковый сценарий С) и уменьшения степени концессионности новых приобретенных задолженностей;
3. обслуживание (выплата процентов) государственного долга, то есть связанные с этим расходы, подвержены в большей мере риску процентной ставки. Таким образом, в случае шока, связанного со значительным увеличением процентных ставок, показатель доли обслуживания (выплата процентов) государственного долга в ВВП увеличится на 0,8 п.п, а показатель обслуживания (выплата процентов) государственного долга по сравнению с доходами государственного бюджета увеличится на 4,2 п.п., с 5.3% до 9,5%.

Принимая во внимание представленное выше, можно заключить, что портфель государственного долга соответствует в среднесрочной перспективе разумным ограничениям касательно сопутствующих рисков, но валютный риск и риск процентной ставки могут оказывать давление на портфель государственного долга в случае значительных изменений рыночных показателей. Одновременно, хотя Министерством финансов был зарегистрирован прогресс за последние годы в том, что касается уменьшения риска рефинансирования ГЦБ, выпущенных на первичном рынке, в любом случае, учитывая преимущественно небольшой срок погашения данных инструментов, этот риск также нельзя оставить без внимания.

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

1. дальнейшем осуществлении подхода к предсказуемой и гибкой политике выпуска ГЦБ на рынке, адаптированной к требованиям инвестиционной среды. Акцент будет сделан на расширение срока погашения внутреннего государственного долга, параллельно с консолидацией ликвидности по соответствующим срокам погашения;
2. анализ возможности расширения инвестиционной базы, в том числе путем привлечения иностранных инвесторов и создания для них благоприятных условий для инвестирования в ГЦБ в национальной валюте;
3. внедрение операций по управлению пассивами, а именно: досрочный выкуп и операции *switch* для внутреннего государственного долга, конверсия для внешнего государственного долга, с уменьшением затрат на обслуживание государственного долга в качестве основной цели.

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

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

Приложение

к Программе «Управление государственным долгом

в среднесрочной перспективе (2019-2021 годы)»

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

| **Потенциальный источник риска** | **Воздействие, если риск материализуется** | **Предложенные меры по снижению** |
| --- | --- | --- |

| **1** | **2** | **3** |
| --- | --- | --- |
| 1.Ограниченное кредитование на концессионных условиях | Сокращение поступлений от грантов;  повышение расходов на обслуживание государственного долга | -Преобразование местного финансового рынка в стабильный источник покрытия потребностей бюджета в финансировании;  -диверсификация инструментов внутреннего государственного долга и повышение их привлекательности;  -регулярный мониторинг показателей устойчивости государственного долга, с тем, чтобы их динамика соответствовала приемлемым рамкам в долгосрочной перспективе;  -анализ финансовых условий новых полученных внешних займов на этапе ведения переговоров и принятие оптимального варианта срока погашения займа и процентной ставки, по каждому займу отдельно |
| 2.Неопределенность касательно освоения средств от официальных кредиторов, с учетом зависимости страны от внешних партнеров по развитию | Невозможность финансирования первоначально прогнозированных в бюджете статей расходов | -Непрерывное взаимодействие между управлением долга и управлением ликвидности государственного бюджета;  -продолжение внедрения программы МВФ через механизм расширенного кредитования (ECF) и механизм расширенного финансирования (EFF) для осуществления реформы в финансовой и экономической области;  -регулярный мониторинг регистрируемого хода внедрения действий и полученных показателей, включенных в матрицы политики, связанной с контрактами с внешними кредиторами. |
| 3. Неопределенность на мировом уровне в отношении влияния поведения денежной политики основных центральных банков мира (ВСЕ и Fed), а также последствия Брексита | Переменчивость касательно инвестиционного «аппетита» на финансовые активы, выпущенные странами с переходной экономикой;  повышение процентных ставок на международном уровне;  неопределенность касательно годового бюджетного усилия, необходимого для осуществления выплаты процентов | -Оценка остатка государственного долга и расходов на его обслуживание, с учетом самых пессимистичных сценариев, а именно: значительных колебаний указанных показателей;  -дальнейшее поддержание мажоритарной доли долга с фиксированной процентной ставкой в общем государственном долге с целью уменьшения неопределенности касательно бюджетных усилий, необходимых для осуществления выплаты процентов;  -регулярный мониторинг установленных параметров риска и выполнение необходимых действий для их приведения в соответствие с пределами, установленными в Программе;  -изменение структуры государственного внешнего долга посредством операций по преобразованию процентной ставки, с учетом соотношения стоимости и риска |
| 4. Увеличение ставки инфляции и ужесточение денежной политики Национального банка Молдовы | Повышение Национальным банком Молдовы процентных ставок на основные операции денежной политики в краткосрочной перспективе одновременно влечет за собой увеличение ставок на выпущенные на рынке ГЦБ |
| 5.Падение официального обменного курса национальной валюты по сравнению с основными валютами, в которых выражен внешний государственный долг | Увеличение остатка внешнего государственного долга, выраженного в национальной валюте;  Увеличение расходов на обслуживание внешнего государственного долга | -Оценка остатка государственного долга и расходов на его обслуживание, с учетом самых пессимистичных сценариев, а именно: значительные колебания указанных показателей;  -увеличение доли чистого финансирования в национальной валюте, что облегчит уменьшение подверженности валютному риску, одновременно учитывая способность к абсорбции внутреннего рынка и, в целом, спрос на долговые инструменты в леях;  -изменение структуры внешнего государственного долга посредством операций по преобразованию процентной ставки, с учетом соотношения стоимости и риска;  -регулярный мониторинг установленных параметров риска и выполнение необходимых действий для их приведения в соответствие с установленными Программой пределами |
| 6.Материализация условных обязательств (например, активация гарантии согласно Программе «Первый дом») | Дополнительное давление на государственный бюджет;  увеличение объема внутреннего государственного долга и расходов на его обслуживание | -Ограничение расширения государственной гарантии только на проекты, представляющие особую важность для национальной экономики (согласно статье 33 Закона №419/2006 о долге публичного сектора, государственных гарантиях и государственном рекредитовании);  -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 |
| 7.Уменьшение доверия со стороны инвесторов к финансовому инструменту «государственные ценные бумаги», как на национальном, так и на международном уровне | Уменьшение инвестиционного «аппетита» на инструмент ГЦБ в национальной валюте;  невозможность финансирование остатка (дефицита) государственного бюджета из источников, существующих на местном рынке;  предпочтение инвесторами ГЦБ с коротким сроком обращения | -Облегчение доступа международных инвесторов к инструменту ГЦБ в национальной валюте посредством Единого центрального депозитария;  -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;  -постоянный мониторинг деятельности первичных дилеров как маркет-мейкеров и осуществление квартальных оценок их деятельности на первичном и вторичном рынке;  -проведение кампаний по продвижению ГЦБ, в том числе ознакомление физических лиц с возможностью инвестирования в государственные ценные бумаги как в инструмент сбережения;  -разработка, развитие и обслуживание платформы торговли ГЦБ (например, *Treasury Direct*), с целью повышения доступа физических лиц и диверсификации каналов продажи государственных ценных бумаг;  -построение и укрепление кривой доходности ГЦБ, что способствовало бы развитию местного финансового рынка;  -регулярное опубликование на официальной веб-странице Министерства финансов [www.mf.gov.md](http://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.;  -инициирование процедуры проведения международного аукциона с целью заключения договора о сотрудничестве с ещё одним рейтинговым агентством, помимо уже существующего договора с Moody’s Investor Service; |
| 8.Операционный риск | Неправильные данные относительно статистики в области долга  технические неисправности информационных систем | -Готовность всех сотрудников Управления публичного долга Министерства финансов к ответным реакциям, определенным и установленным в Плане управления операционным риском и обеспечению непрерывности деятельности по управлению государственным долгом на 2018 год;  -пересмотр вышеуказанного документа на период 2019 года, параллельно с актуализацией Плана действия Управления публичного долга;  -использование возможностей обновленной версии информационной системы управления долгом DMFAS 6.1, для периодической валидации базы данных;  -дальнейшая разработка и руководство деятельностью согласно Регистру рисков, связанных с достижением целей, с четким установлением контрольных действий, необходимых для эффективного управления рисками, связанными с областью долга;  -непрерывное совершенствование возможностей персонала посредством его участия во внутреннем и внешнем обучении;  -исследование новых возможностей технической поддержки в области управления долгом |