

**PROGRAMUL
„Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2020-2022)”**

1. DISPOZIȚII GENERALE

În conformitate cu prevederile Legii nr. 419/2006 cu privire la datoria sectorului public, garanțiile de stat și recreditarea de stat, Ministerul Finanțelor administrează datoria de stat și garanțiile de stat. În acest scop a fost elaborat Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2020-2022)” (în continuare – *Program*).

Documentul reprezintă o continuare a Programului „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2019-2021)”, fiind revizuit pentru orizontul de timp 2020-2022, în concordanță cu prognoza privind evoluția datoriei de stat pentru perioada 2020-2022 și prognoza actualizată a indicatorilor macroeconomici furnizată de Ministerul Economiei și Infrastructurii din 04.10.2019 și coordonată cu reprezentanții Fondului Monetar Internațional.

Pe termen mediu și lung, Republica Moldova va explora tot mai puține oportunități de finanțare în condiții concesionale și semiconcesionale, acestea urmând a fi înlocuite cu finanțarea la costuri de piață, respectiv mai înalte. În procesul de gestiune a datoriei de stat ar trebui să se ia în considerare că aceasta ar putea duce la apariția unor noi riscuri sau la acutizarea celor existente.

Programul stabilește obiectivul fundamental al procesului de management al datoriei de stat, obiectivele specifice, precum și acțiunile care vor fi întreprinse de către autorități în vederea asigurării finanțării și îmbunătățirii structurii portofoliului datoriei de stat, iar implementarea acestora nu va crea presiuni asupra sustenabilității politicii fiscale în ansamblu.

Programul se axează pe descrierea strategiei de finanțare a soldului (deficitului) bugetului de stat și pe identificarea factorilor de cost și de risc aferenți. Documentul a fost realizat în conformitate cu bunele practici internaționale definite în „Liniile directoare ale Băncii Mondiale și FMI referitoare la elaborarea strategiilor de datorie pe termen mediu”, cu utilizarea instrumentului analitic *Medium Term Debt Management Strategy (MTDS AT)*. Instrumentul oferă estimări cantitative aferente raportului cost-risc asociat cu strategiile alternative de asigurare a necesităților de finanțare. Totodată, permite efectuarea de simulări ale impactului diverselor scenarii de șoc privind evoluția indicatorilor de piață asupra datoriei de stat și a deservirii acesteia.

Prezentul Program este elaborat ținând seama de situația economică din țară, constrângerile determinate de piața financiară locală, de ratingul de țară al Republicii Moldova, care a fost revizuit de către Moody's pe parcursul lunii noiembrie 2019, fiind confirmat ratingul B3, cu perspectivă stabilă, precum și de scorul CPIA (Country Policy and Institutional Assessment) pentru Republica Moldova – performanță puternică în ceea ce privește politicile și prevederile instituționale.

În cadrul prezentului Program a fost realizată o analiză cantitativă a trei strategii de finanțare bazate pe diferite scenarii de evoluție a condițiilor pieței locale și externe.

Pentru a evita expunerea majoră a portofoliului datoriei de stat față de riscul valutar, riscul ratei dobânzii și riscul de refinanțare, Programul stabilește intervale-țintă pentru principalii parametri de risc și de sustenabilitate, pornind de la structura istorică și curentă a portofoliului datoriei de stat, precum și în baza rezultatelor analizei scenariului de bază de finanțare cu ajutorul instrumentului analitic MTDS. În același timp, intervalele stabilite asigură un grad înalt de flexibilitate în administrarea datoriei de stat pentru a răspunde la modificarea condițiilor de pe piețele financiare, reprezentând structura dorită a portofoliului datoriei de stat. Limita menționată ca minimă sau maximă nu poate fi depășită pe orizontul de timp al Programului, în timp ce cealaltă reprezintă limita către care se tinde și care poate fi

depășită. Devieri minore de la limitele propuse sunt permise în cazul în care acestea nu cauzează riscuri financiare adiționale.

Tabelul 1

Parametrii de risc și sustenabilitate aferenți datoriei de stat

Parametri de risc pentru perioada 2020-2022	Valori pentru perioada 2020-2022
Datoria de stat scadentă în decurs de un an (% din total)	15% - 25% (maximum)
Datoria de stat internă (% din total)	35% (minimum) - 50%
Datoria de stat într-o anumită valută străină (% din total)	20% - 40% (maximum)
Datoria de stat cu rata dobânzii variabilă* (% din total)	25% - 40% (maximum)
VMS emise pe piața primară scadente în decurs de un an (% din total)	70% - 85% (maximum)
ATM pentru VMS emise pe piața primară (ani)	1,2 (minimum) - 2,0
Parametri de sustenabilitate** pentru perioada 2020-2022	
Serviciul datoriei de stat (% în raport cu veniturile bugetului de stat)	≤ 10%

**În scopul monitorizării riscurilor aferente datoriei de stat, datoria de stat internă cu maturitatea de până la un an și purtătoare de rată a dobânzii fixă, va fi atribuită la categoria datoriei cu rata dobânzii variabilă, întrucât din cauza maturității reduse aceasta urmează a fi refixată la o nouă rată a dobânzii în momentul în care ajunge la scadență.*

***Indicatorul de sustenabilitate a fost stabilit în baza metodologiei propuse în Cadrul sustenabilității datoriei pentru țările cu venituri mici (Banca Mondială – Fondul Monetar Internațional)*

Alți indicatori relevanți (perioada medie de maturitate, perioada medie de refixare, profilul rambursării datoriei) pentru monitorizarea datoriei de stat vor fi cuantificați și diseminați în cadrul rapoartelor trimestriale privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat publicate pe pagina oficială a Ministerului Finanțelor.

II. OBIECTIVELE MANAGEMENTULUI DATORIEI DE STAT PENTRU ANII 2020-2022

Obiectivul fundamental al managementului datoriei de stat este de a asigura necesitățile de finanțare ale soldului (deficitului) bugetului de stat la un nivel acceptabil de cheltuieli pe termen mediu și lung, în condițiile limitării riscurilor implicate.

Obiectivele specifice privind gestionarea datoriei de stat în perioada 2020-2022 sînt:

- 1) dezvoltarea pieței interne a valorilor mobiliare de stat (VMS);
- 2) contractarea împrumuturilor de stat externe, ținînd cont de raportul cost-risc;
- 3) realizarea managementului riscului operațional asociat datoriei de stat.

În scopul realizării obiectivelor propuse, Ministerul Finanțelor va întreprinde următoarele acțiuni:

- 1) menținerea sub control a portofoliului datoriei de stat prin limitarea expunerii față de riscul valutar, riscul de refinanțare și riscul ratei de dobîndă;
- 2) gestionarea portofoliului datoriei de stat în vederea reducerii riscurilor asociate portofoliului datoriei de stat și obținerii unei structuri optime a acestuia, ținînd cont de raportul cost-risc;
- 3) extinderea maturității portofoliului datoriei și diversificarea bazei investiționale;
- 4) realizarea unui profil uniform al rambursării datoriei, evitînd pe cît posibil concentrarea rambursării valorilor mobiliare de stat pe termen scurt;
- 5) diversificarea canalelor de vînzare a VMS odată cu creșterea accesibilității persoanelor fizice la procurarea VMS;

- 6) asigurarea unui grad înalt de transparență și predictibilitate a pieței VMS;
- 7) monitorizarea și evaluarea performanțelor dealerilor primari;
- 8) identificarea unor noi surse financiare pentru finanțarea deficitului bugetar și negocierea acordurilor noi de împrumut externe la condiții financiare avantajoase (de exemplu: maturitate, rată a dobânzii etc.);
- 9) revizuirea Planului de gestionare a riscului operațional odată cu actualizarea Planului de acțiuni al Direcției datoriei publice din cadrul Ministerului Finanțelor.

III. STRATEGIA DE FINANȚARE A SOLDULUI (DEFICITULUI) BUGETULUI DE STAT

Ipotezele macroeconomice ale Programului pentru perioada 2019-2022 sunt prezentate în tabelul 2.

Tabelul 2

Prognoza indicatorilor macroeconomici

Indicatori	2018	2019	2020	2021	2022
	actual	estimat			
Produsul intern brut (valoarea nominală, mld. lei)	192,3	208,3	227,9	248,4	270,8
Rata reală de creștere a economiei (%)	4,0	4,2	3,8	3,8	3,8
Veniturile bugetului de stat (mld. lei)	36,4	40,6	44,1	47,9	50,9
Cheltuielile bugetului de stat (mld. lei)	38,7	46,3	51,6	53,9	56,1
Indicele prețurilor de consum (mediu anual, %)	3,0	4,9	5,7	5,0	5,0
Cursul de schimb mediu lei/ dolari SUA	16,80	17,74	18,47	19,05	19,63
Cursul de schimb mediu lei/euro	19,82	20,93	22,53	23,62	24,34
Soldul (deficitul) bugetului de stat (% din PIB)	-1,2%	-2,7%	-3,3%	-2,4%	-1,9%

Sursa: Ministerul Finanțelor și Prognoza indicatorilor macroeconomici pentru anii 2020-2022 din 04.10.2019 furnizată de Ministerul Economiei și Infrastructurii

Luând în considerare prognoza indicatorilor macroeconomici, soldul (deficitul) bugetului de stat raportat la PIB va înregistra o tendință de diminuare în perioada 2020-2022 și va constitui în medie 2,5%, situându-se în intervalul (-3,3%) – (-1,9%) din PIB.

Ținând cont de estimările soldului (deficitului) bugetului de stat pentru perioada 2020-2022, precum și de spațiul fiscal existent al Republicii Moldova, necesitățile de finanțare pe termen mediu ale Guvernului vor fi acoperite, în cea mai mare parte, prin finanțarea netă din surse externe și interne, aceasta constituind unul din principalii factori care contribuie la majorarea soldului datoriei de stat în valori nominale.

Astfel, pe termen mediu, acoperirea soldului (deficitului) bugetului de stat va fi asigurată conform următorului scenariu de bază (S1):

Tabelul 3

Prognoza surselor de finanțare ca pondere în PIB, 2020 – 2022

Indicatori	U/M	2020	2021	2022
Finanțarea netă, din care:	% în PIB	3,5%	3,1%	2,5%
internă	% în PIB	0,7%	0,5%	0,4%
externă	% în PIB	2,8%	2,7%	2,1%
Alte surse de finanțare	% în PIB	-0,3%	-0,7%	-0,6%
Sold bugetar	% în PIB	-3,3%	-2,4%	-1,9%

După cum se observă, pe termen mediu, soldul (deficitul) bugetului de stat, preponderent pe componenta proiecte investiționale, va fi finanțat din surse externe. Această evoluție relevă în continuare necesitatea atragerii fondurilor externe pentru finanțarea

proiectelor investiționale și, implicit, respectarea condițiilor financiare și structurale de accesare a acestora.

În perioada 2020-2022 se estimează că Guvernul va beneficia de intrări din împrumuturi de stat externe, din care în medie de 18,5% vor fi direcționate pentru susținerea bugetului, iar circa 81,5% – pentru finanțarea proiectelor investiționale.

În această perioadă, 16,6% din împrumuturile de stat externe vor fi acordate de creditorii bilaterali, iar 83,4% – de instituțiile multilaterale.

Structura pe termen mediu a finanțării externe pe categorii de instrumente este prezentată în tabelul 4.

Tabelul 4

Finanțarea externă în perioada anilor 2020-2022

Indicatori	U/M	2020	2021	2022
Finanțarea externă brută, inclusiv:	% din PIB	4,3%	2,8%	2,6%
Împrumuturi de la creditorii multilaterali în condiții semiconcesionale	% din total	47,7%	35,2%	42,6%
Împrumuturi de la creditorii multilaterali cu rata dobânzii variabilă	% din total	36,9%	47,1%	40,3%
Împrumuturi de la creditorii bilaterali cu rata dobânzii fixă	% din total	13,3%	14,2%	14,3%
Împrumuturi de la creditorii bilaterali cu rata dobânzii variabilă	% din total	2,1%	3,5%	2,7%

Astfel, structura pe creditorii a intrărilor de surse de finanțare externă prognozate relevă cei mai importanți creditorii pentru perioada 2020-2022:

- 1) Grupul Băncii Mondiale – 28,3%;
- 2) Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare – 22,6%;
- 3) Banca Europeană de Investiții – 20,2%;
- 4) Guvernul Federației Ruse – 13,9%;
- 5) Banca de Dezvoltare a Consiliului Europei – 5,7%;
- 6) Comisia Europeană – 3,8%;
- 7) Banca de Dezvoltare a Republicii Belarus – 2,7%;
- 8) Fondul Internațional pentru Dezvoltare Agricolă – 1,9%;
- 9) Fondul Monetar Internațional – 0,9%.

Structura pe termen mediu a finanțării interne pe piața primară este prezentată în tabelul 5.

Tabelul 5

Finanțarea internă brută pe piața primară în perioada anilor 2020-2022, conform scenariului de bază

Indicatori	U/M	2020	2021	2022
VMS emise pe piața primară prin licitații, inclusiv:	% în PIB	5,8%	5,9%	6,0%
Bonuri de trezorerie	% din total	85,0%	83,0%	80,5%
Obligațiuni de stat	% din total	15,0%	17,0%	19,5%

Activitatea pe piața internă va fi direcționată în continuare spre dezvoltarea pieței VMS – atât cea primară, cât și cea secundară:

- 1) extinderea maturității VMS emise pe piață și majorarea graduală a ponderii VMS cu termen lung în circulație;
- 2) continuarea emisiunii obligațiunilor de stat cu maturitatea de 2 ani, cu rata fixă și variabilă a dobânzii, 3 și 5 ani, cu rata fixă a dobânzii, iar în funcție de cererea pieței, se va

analiza posibilitatea emisiunii obligațiunilor de stat cu maturitatea de 7 și 10 ani, cu rata fixă a dobânzii;

3) în scopul consolidării și extinderii curbei de randamente pe piața internă a VMS, Ministerul Finanțelor va continua pe termen mediu operațiunile de redeschidere a valorilor mobiliare de stat (*reopening*) implementate cu succes începând cu luna octombrie a anului 2018;

4) din anul 2020 se preconizează utilizarea operațiunilor de administrare a pasivelor, precum răsкупărarea anticipată (*buy back*) sau operațiuni *switch*;

5) pentru a crește accesibilitatea persoanelor fizice la cumpărarea VMS ca instrumente de economisire și a diversificării canalelor de vânzare a valorilor mobiliare de stat, pe termen mediu Ministerul Finanțelor va sprijini derularea unui program de distribuție a valorilor mobiliare de stat pentru populație prin intermediul unei platforme de tranzacționare electronice (de exemplu: *Treasury Direct*).

Piața secundară

Lichiditatea valorilor mobiliare de stat pe piața secundară reprezintă un indicator important în ce privește nivelul de dezvoltare al pieței valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova. În luna octombrie 2018 a fost lansată platforma electronică de cotare și tranzacționare E-Bond, furnizată de către Bloomberg. Drept urmare, dealerilor primari le-au fost atribuite obligațiuni minime de cotare și tranzacționare pe piața secundară a VMS. Performanța activității acestora este trimestrial monitorizată și evaluată de către Ministerul Finanțelor.

După aproximativ un an de funcționare, se observă un impact pozitiv asupra pieței VMS, majorându-se atât volumul tranzacțiilor cât și numărul acestora.

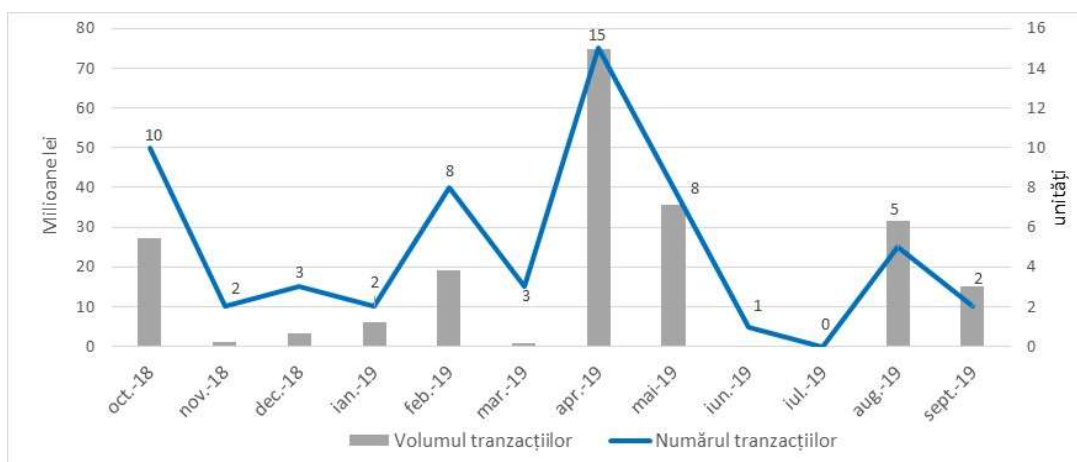


Figura 1: Evoluția tranzacțiilor pe piața secundară a VMS Oct. 2018-Sept. 2019

Gradul de lichiditate, calculat ca raport între volumul total al tranzacțiilor lunare pe piața secundară și volumul total al VMS aflate în circulație, a înregistrat mai puțin de 1,0% în perioada Octombrie 2018 - Septembrie 2019, ceea ce atestă încă un nivel incipient de dezvoltare al pieței respective.

Prin urmare, implementarea în continuare a platformei electronice de tranzacționare E-Bond va avea un impact semnificativ asupra transparentizării procesului de formare a prețului, fiind o referință validă pentru piața secundară. Totodată, prin monitorizarea respectării obligațiunilor de cotare și tranzacționare de către dealerii primari se va asigura o clară departajare a lor prin prisma performanțelor, dar, pe de altă parte, prin respectarea cerințelor minime de cotare se va impune o disciplină în această activitate.

IV. ANALIZA STRATEGIILOR ALTERNATIVE DE FINANȚARE A SOLDULUI (DEFICITULUI) BUGETULUI DE STAT

Ținând cont de tendința de diminuare a intrărilor de împrumuturi în condiții concesionale de la instituțiile financiare internaționale, pe termen mediu Republica Moldova va accesa noi oportunități de finanțare, inclusiv preferință va fi acordată pieței financiare locale.

În scop analitic, Ministerul Finanțelor a examinat două opțiuni alternative de finanțare (S2) și (S3) a soldului (deficitului) bugetului de stat.

S2 presupune majorarea moderată a finanțării interne nete și diversificarea treptată a instrumentelor prin extinderea maturității acestora. S2 se axează pe dezvoltarea de instrumente noi spre a fi emise pe piața internă începând cu anul 2020, care să ofere alternative de investire atât pentru investitorii rezidenți, cât și nerezidenți. Scenariul presupune diminuarea cu câte 20,0% a emisiunilor de bonuri de trezorerie prognozate pentru orizontul de timp 2020-2022, concomitent cu majorarea emisiunii de obligațiuni cu maturitatea de 2, 3 și 5 ani, cu rată fixă a dobânzii, dar și introducerea de noi instrumente – obligațiuni cu maturitatea de 7 ani, cu rată fixă a dobânzii (majorarea emisiunilor cu câte 5% pentru fiecare maturitate, comparativ cu S1). Totodată, scenariul presupune că pentru anii 2020, 2021, 2022 finanțarea internă netă prognozată conform S1 se majorează cu câte 200,0 mil. lei, 300,0 mil. lei și 400,0 mil. lei respectiv.

Conform S2, ca urmare a rezultatelor simulărilor efectuate, către finele anului 2022 datoria de stat scadentă în decurs de un an s-ar diminua cu 3,3 p.p., perioada medie de maturitate a datoriei de stat s-ar majora cu 0,2 ani, datoria ce urmează a fi refixată la rate noi de dobândă s-ar diminua cu 3,9 p.p., iar ponderea bonurilor de trezorerie în totalul datoriei de stat s-ar diminua cu 4,5 p.p.

S3 presupune accesarea pieței financiare internaționale și emiterea unui Eurobond cu maturitatea de 7 ani în anul 2021, în sumă totală de 500,0 mil. USD, cu scopul de a extinde maturitatea portofoliului, de a diversifica baza investițională dar și pentru a acoperi insuficiența de resurse externe care a fost prognozată pentru anul 2021 și 2022, 1,0% din PIB și 0,6% din PIB respectiv.

Conform simulărilor efectuate, S3 ar îmbunătăți considerabil indicatorii de risc aferenți portofoliului datoriei de stat, întrucât datoria de stat scadentă în decurs de un an s-ar diminua cu 7,5 p.p., perioada medie de maturitate a datoriei de stat s-ar majora cu 1,0 ani, datoria ce urmează a fi refixată la rate noi de dobândă s-ar diminua cu 7,6 p.p., iar ponderea bonurilor de trezorerie în totalul datoriei de stat s-ar diminua cu 7,5 p.p.

Totodată, finanțarea conform primelor două strategii implică pe termen mediu aproximativ aceeași evoluție a indicatorului datoriei de stat în PIB, însă potrivit S3 ponderea datoriei de stat externe în PIB s-ar majora cu 3,7 p.p. iar ponderea acesteia în totalul datoriei de stat s-ar majora cu aproximativ 3,8 p.p., ceea ce presupune o acutizare a expunerii față de riscul valutar.

Este de menționat și faptul că toate cele trei strategii de finanțare mențin pe termen mediu cheltuielile aferente plăților de dobândă aproximativ la același nivel, cu mult sub pragul de 10% în raport cu veniturile bugetului de stat.

Ținând cont de cele relatate, Ministerul Finanțelor va avea în vedere în procesul de finanțare o structură flexibilă a maturității, dar care să permită în continuare extinderea duratei portofoliului datoriei de stat și reducerea riscului de refinanțare. Luând în considerare constrângerile impuse de piața financiară locală și internațională, pe termen mediu, Ministerul Finanțelor se va orienta spre diversificarea surselor de creditare externă pentru a finanța proiectele prioritare ale economiei naționale, iar pe plan intern, având în vedere diminuarea impactului reducerii finanțării externe în condiții concesionale și semiconcesionale, vor fi propuse instrumente noi spre a fi emise pe piață, punându-se accentul pe extinderea maturității

acestora, dar și pe majorarea atractivității instrumentului VMS în valută națională pentru investitorii nerezidenți, sporind astfel atractivitatea pieței locale a VMS.

Ministerul Finanțelor va continua să mențină o abordare flexibilă în realizarea procesului de finanțare a soldului (deficitului) bugetului de stat de pe piața locală, urmărind asigurarea predictibilității și transparenței ofertei de valori mobiliare de stat pentru a putea reacționa prompt la eventualele modificări în tendințele pieței și comportamentul investitorilor. Cât privește accesarea piețelor financiare internaționale, emiterea nemijlocită a valorilor mobiliare pe aceste piețe va fi condiționată de imposibilitatea de a accesa resursele respective de la instituțiile financiare internaționale sau de la creditorii bilaterali, analizându-se desigur și implicațiile riscului valutar în acest sens.

V. RISCURILE ASOCIATE PORTOFOLIULUI DATORIEI DE STAT LA SITUAȚIA DE LA SFÎRȘITUL ANULUI 2022

Secțiunea 1

Conceptualizarea riscurilor asociate portofoliului datoriei de stat și analiza acestora

Volatilitatea piețelor financiare – ca urmare a fluctuației ratelor de dobândă, a cursurilor de schimb sau a modificărilor inflației – determină volatilitatea crescândă a portofoliului datoriei de stat. Fenomenul în cauză poate fi identificat drept risc de piață. Acesta este principalul tip de risc asociat soldului și costului datoriei de stat al Republicii Moldova și include:

- 1) riscul de refinanțare;
- 2) riscul valutar;
- 3) riscul ratei de dobândă.

Pe lângă cele menționate mai sus, se atestă și riscul operațional, care acționează indirect asupra datoriei de stat, dar și riscul materializării obligațiilor contingente.

În tabelul 6 este prezentată evoluția indicatorilor de risc asociați datoriei de stat de la finele anului 2022, ca urmare a implementării strategiei de finanțare – scenariul de bază, comparativ cu situația înregistrată la 30 septembrie 2019.

Tabelul 6

Indicatorii riscurilor de piață aferenți datoriei de stat la sfârșitul anului 2022

Indicatori	30 septembrie 2019	31 decembrie 2022
Riscul de refinanțare		
1) Datoria scadentă în decurs de 1 an (% din total)	17,6%	15,3%
2) Datoria scadentă în decurs de 1 an (% din PIB)	4,4%	4,6%
3) ATM* pentru datoria de stat externă (ani)	9,6	9,1
4) ATM* pentru datoria de stat internă (ani)	8,8	5,7
5) ATM* Total datoria de stat (ani)	9,2	7,9
Riscul valutar		
Datoria de stat externă (% din total)	55,9%	65,7%
Riscul ratei de dobândă		
1) ATR* Total datoria de stat (ani)	7,9	6,2
2) Datoria cu rata dobânzii ce urmează a fi refixată în decurs de 1 an, (% din total)	33,7%	39,8%
3) Datoria cu rata fixă a dobânzii, inclusiv bonuri de trezorerie (% din total)	82,6%	74,6%

4) Datoria sub formă de bonuri de trezorerie (% din total)	10,8%	10,9%
--	-------	-------

*ATM presupune perioada medie de maturitate, iar ATR – perioada medie de refixare

Riscul de refinanțare

Ca urmare a diminuării finanțării externe în condiții concesionale, dar și pe măsura executării graficului de rambursare și majorării graduale a sumelor destinate rambursării obligațiilor de plată derivate din garanțiile de stat oferite de Guvern pe parcursul anilor 2014 și 2015 (Legea nr. 235/2016 privind emisiunea obligațiunilor de stat în vederea executării de către Ministerul Finanțelor a obligațiunilor de plată derivate din garanțiile de stat nr. 807 din 17 noiembrie 2014 și nr. 101 din 1 aprilie 2015), se va înregistra o diminuare a perioadei medie de maturitate pentru datoria de stat spre sfârșitul anului 2022, cu aproximativ 1,3 ani.

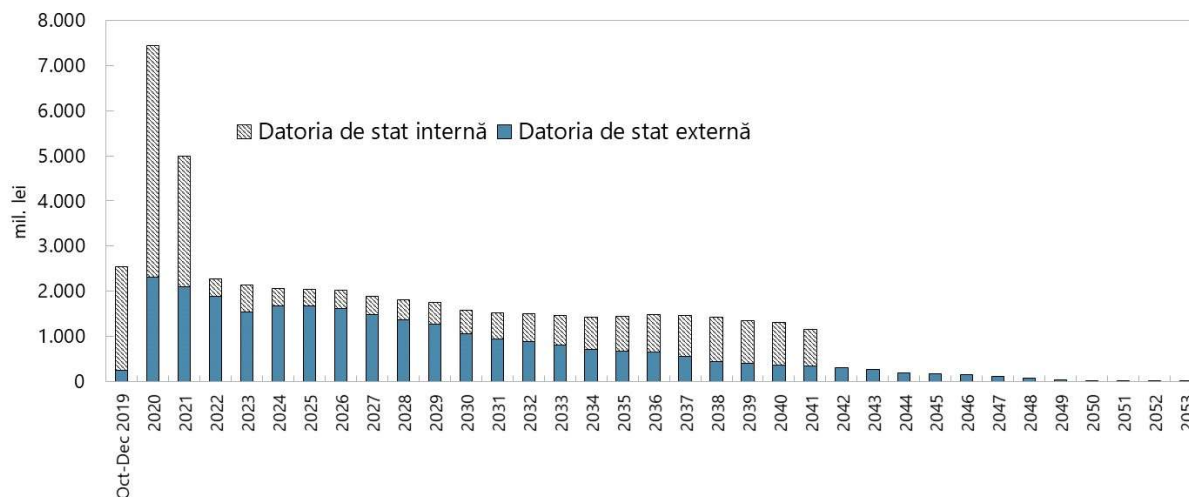


Figura 2: Prognoza rambursării datoriei de stat la situația din 30 septembrie 2019

Structura graficului de rambursare al datoriei de stat prezentat în figura 2 reflectă importanța valorilor mobiliare de stat pe termen scurt (bonurile de trezorerie) în finanțarea deficitului (soldului) bugetului de stat datorită preferinței investitorilor pentru valori mobiliare de stat cu termen mai scurt de circulație.

Riscul de refinanțare manifestă o tendință de îmbunătățire pentru sfârșitul anului 2022, astfel că, datoria ce urmează să ajungă la scadență în decurs de un an se va diminua cu 2,3 p.p., fapt ce se datorează implementării de către Ministerul Finanțelor a politicii de extindere a maturității portofoliului datoriei de stat interne și de majorare graduală a ponderii VMS cu termen mai lung de circulație dar și datorită diminuării sumelor externe spre rambursare începând cu anul 2021. Menționăm că, datoria de stat externă nou contractată în perioada 2020-2022 de la instituțiile financiare internaționale presupune în mediu o perioadă de grație de 5 ani, astfel că aceasta va avea un impact minim asupra profilului de rambursare în perioada de analiză.

Cu toate acestea, Ministerul Finanțelor va menține în continuare tendința de ajustare a graficului de rambursare cu efect de diminuare a riscului de refinanțare pe termen mediu și lung, evitând pe cât de posibil concentrarea rambursărilor de valori mobiliare de stat pe termen scurt.

Riscul valutar

Indicatorii riscului de piață aferenți datoriei de stat de la sfârșitul anului 2022 indică faptul că portofoliul datoriei de stat va fi în continuare expus riscului valutar din cauza faptului că 65,7% din soldul datoriei îi va reveni datoriei de stat externe, care este în totalitate denominată în valută străină. Mai mult decât atât, ponderea datoriei de stat externe în totalul datoriei de stat va înregistra la sfârșitul anului 2022 o majorare de 9,8 p.p. comparativ cu valoarea înregistrată la 30 septembrie 2019, fapt ce se datorează prognozei finanțării externe

nete pozitive în dolari SUA, dar și prognozei de depreciere a monedei naționale în raport cu dolarul SUA pentru perioada de referință. Conform analizei efectuate, observăm că parametrul de risc monitorizat în cadrul programului Datoria de stat internă (% din total), care nu trebuie să fie mai mic de 35,0% nu va putea fi atins în condițiile prognozei actuale deoarece datoria de stat externă (% din total), va înregistra cu 0,7 p.p. mai mult decât pragul de referință admisibil de 65,0%.

Astfel, în eventualitatea unui scenariu pesimist de majorare semnificativă a ratei de schimb a leului față de valutele străine în care este denominată datoria de stat externă, portofoliul datoriei de stat s-ar expune considerabil riscului valutar, ceea ce ar afecta atât costul datoriei de stat cât și volumul acesteia. În vederea diminuării expunerii portofoliului datoriei la riscul valutar dar și respectării țințelor stabilite pentru parametrii de risc în cadrul programului, se va avea în vedere majorarea ponderii finanțării nete în monedă națională, ținând cont în același timp de capacitatea de absorbție a pieței interne și, în general, de cererea pentru instrumentele de datorie în lei.

Totuși, împrumuturile externe vor rămâne pe termen mediu sursa principală de finanțare a soldului (deficitului) bugetului de stat, însă contractarea noilor datorii se va efectua în baza unei analize minuțioase a raportului cost-risc pe care acestea le implică.

Riscul ratei de dobândă

Datoria de stat cu rata dobânzii fixă va continua să înregistreze ponderea majoritară în portofoliul datoriei de stat la finele anului 2022, însă fiind în scădere cu 8,0 p.p. comparativ cu situația din 30 septembrie 2019, iar perioada medie de refixare pentru datoria de stat se va diminua cu 1,7 ani. Aceste modificări se datorează preponderent diminuării finanțării externe în condiții concesionale, dar și majorării intrărilor de împrumuturi cu rata variabilă a dobânzii prognozate de la creditorii precum Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare, Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare, Banca de Dezvoltare a Republicii Belarus, Fondul Monetar Internațional.

Expunerea la riscul ratei de dobândă este diminuată prin intermediul datoriei de stat externe datorită faptului că împrumuturile contractate de la instituțiile financiare internaționale implică preponderent maturități foarte lungi și o rată fixă a dobânzii. Pe de altă parte, ponderea semnificativă a datoriei de stat interne pe termen scurt induce un risc de refinanțare și de dobândă mai ridicat pentru acest portofoliu. Din acest motiv, indicatorul monitorizat *datoria de stat cu rata dobânzii variabilă (% din total)* presupune faptul că, în scopul monitorizării riscurilor, datoria de stat internă cu maturitatea de până la un an și purtătoare de rată a dobânzii fixă, va fi atribuită la categoria datoriei cu rata dobânzii variabilă, aceasta urmând să se încadreze în intervalul 25% - 40% (maximum).

La fel, se va continua cu implementarea operațiunilor de conversiune a datoriei de stat externe, implementate cu succes în anul 2019. De la începutul anului 2019, Ministerul Finanțelor a efectuat cu succes operațiuni de convertire a împrumuturilor de stat externe în sumă de 92,7 mil. dolari SUA. Astfel, pentru 6 împrumuturi contractate de la Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare a fost modificată valuta de la USD la EUR și rata dobânzii de la *Libor 6 months* la *Euribor 6 months*, fapt ce presupune diminuarea cheltuielilor pentru serviciul datoriei de stat din motiv că costurile finanțării în condiții *Euribor 6 months* sunt mult mai atractive la moment comparativ cu costurile *Libor 6 months*.

Riscul operațional

Pe termen mediu, în vederea optimizării riscului operațional care poate avea impact asupra operațiunilor de înregistrare, procesare și raportare a datelor privind datoria de stat, Ministerul Finanțelor va utiliza pe deplin versiunea actualizată a sistemului informațional de gestionare a datoriei DMFAS 6.1, instalată în anul 2016, și va efectua cu regularitate validarea bazei de date, în conformitate cu calendarul de validare existent.

De asemenea, colaboratorii Direcției datoriei publice din cadrul Ministerului Finanțelor se vor conforma reacțiilor de răspuns identificate și stabilite în Planul de gestionare a riscului operațional și de continuitate a activităților aferente managementului datoriei de stat pentru anul 2019. Totodată, va fi revizuit planul respectiv pentru perioada anului 2020 odată cu definitivarea Planului de acțiuni al Direcției datoriei publice pentru anul 2020.

Riscul materializării obligațiilor contingente

Riscul materializării obligațiilor contingente presupune plățile care ar putea fi efectuate de către Ministerul Finanțelor în calitate de garant.

La situația din 30 septembrie 2019, soldul garanțiilor de stat raportat la PIB în cadrul Programului de stat „Prima casă” a constituit 0,4%, iar pe termen mediu se estimează că acesta va constitui aproximativ 1,0% din PIB la sfârșitul anului 2022.

Având în vedere soldul garanțiilor de stat ce ar putea fi emise în cadrul Programului de stat „Prima casă”, riscul asociat materializării obligațiilor contingente rămâne a fi unul moderat, întrucât estimările privind plățile ce urmează a se efectua din bugetul de stat în contul acestor garanții se situează sub 0,02% din PIB în perioada anilor 2020-2022.

Programul de stat „Prima casă” are drept scop facilitarea accesului persoanelor fizice la achiziția unei locuințe prin contractarea de credite garantate parțial de stat (50 % din soldul creditului acordat), în special pentru familii tinere. Implementarea Programului respectiv are loc prin intermediul Organizației pentru Dezvoltarea Sectorului Întreprinderilor Mici și Mijlocii.

Conform proiectului legii bugetului de stat pentru anul 2020, soldul garanțiilor de stat externe nu va depăși 1704,6 milioane de lei (echivalentul a 90,0 mil. dolari SUA) la sfârșitul anului 2020. Este prematur a estima impactul acordării garanției respective asupra cheltuielilor bugetului de stat deoarece contractul în cauză se află la etapa inițială de negocieri.

Informația detaliată privind riscurile care pot afecta implementarea managementului datoriei de stat pe termen mediu, impactul și măsurile de atenuare propuse sunt expuse în anexa la prezentul Program.

Secțiunea a 2-a

Scenarii de șoc privind evoluția indicatorilor de piață care au impact asupra datoriei de stat și a deservirii acesteia

Pentru a examina volatilitatea portofoliului datoriei de stat la expunerea față de principalele riscuri de piață (riscul ratei de dobândă și riscul valutar), a fost analizată influența modificărilor potențiale ale ratelor de dobândă și ale cursurilor de schimb asupra portofoliului datoriei de stat.

În acest context, au fost elaborate patru scenarii de șoc, care au la bază modificările condițiilor de piață. Raționamentul ce s-a aflat la baza selectării acestor eventuale șocuri a fost evoluția cursurilor de schimb și a ratelor de dobândă pe parcursul ultimilor ani, inclusiv primele nouă luni ale anului 2019, dar și incertitudinile legate de evoluția piețelor financiare. Aceste șocuri vor fi aplicate suplimentar la scenariul de bază privind evoluția acestor indicatori.

Astfel, scenariile analizate sunt prezentate în cele ce urmează:

- 1) deprecierea monedei naționale în anul 2020 cu 20,0% față de valutele în care este denominată datoria de stat externă;
- 2) majorarea anuală a ratelor de dobândă comparativ cu scenariul de bază:
 - a) pe piața externă cu 1,0 p.p.;
 - b) pe piața internă cu 3,0 p.p.;

3) majorarea anuală considerabilă a ratelor de dobândă comparativ cu scenariul de bază:

a) pe piața externă cu 2,0 p.p.;

b) pe piața internă cu 6,0 p.p.;

4) șoc combinat în anul 2020 între deprecierea monedei naționale cu 10,0% față de valutele în care este denominată datoria de stat externă concomitent cu de-al doilea scenariu.

Modificarea ratelor de dobândă pe piața externă vizează ratele de dobândă flotante (Euribor pe 6 luni, USD Libor pe 6 luni și CIRR Euro).

Pentru a urmări efectele șocurilor stabilite asupra portofoliului datoriei de stat în combinație cu strategia de finanțare pe termen mediu, sunt analizați indicatorii: ponderea datoriei de stat în PIB și ponderea serviciului datoriei de stat în PIB pentru situația de la sfârșitul anului 2022. Evoluția acestor indicatori prezintă variațiile soldului datoriei de stat și ale costurilor aferente acestuia sub influența scenariului de bază, dar și a șocurilor sus-menționate. Scenariul de bază prevede asumările Ministerului Finanțelor privind evoluția ratelor de dobândă și prognoza Ministerului Economiei și Infrastructurii privind evoluția ratelor de schimb, ținând cont și de condițiile actuale ale pieței locale și internaționale.

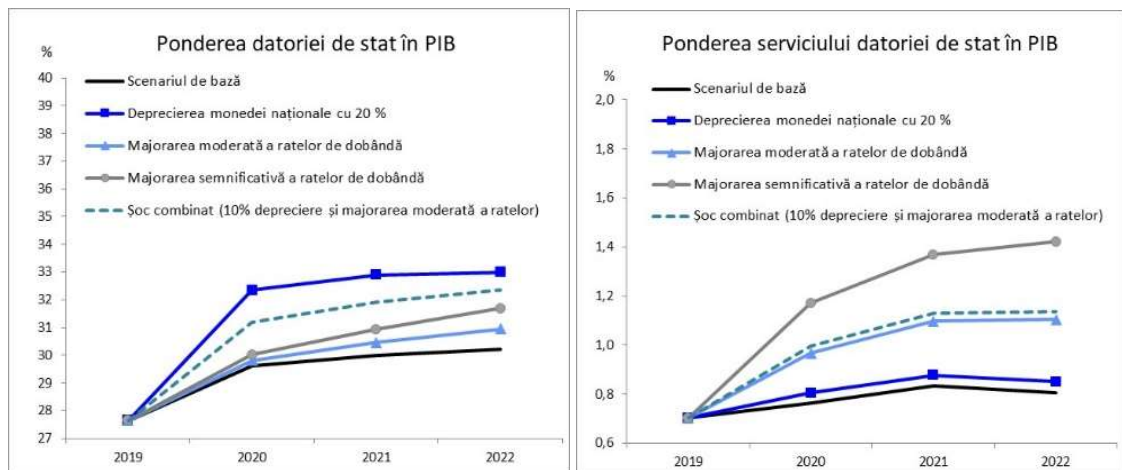


Figura 3: Evoluția indicatorilor datoriei de stat ca rezultat al aplicării scenariilor de șoc asupra indicatorilor de piață

Analiza efectuată demonstrează că riscul valutar și riscul ratei de dobândă rămân în continuare riscuri asociate portofoliului datoriei de stat care nu trebuie neglijate. În cazul unor scenarii pesimiste de evoluție a pieței locale și internaționale (scenariile 1-4), principalele concluzii formulate în baza datelor prezentate sunt următoarele.

Ponderea datoriei de stat în PIB prezintă cea mai mare expunere față de riscul valutar. Astfel, la o depreciere de 20% a leului moldovenesc aplicată în 2020 față de dolarul SUA, Euro și DST, ponderea datoriei de stat în PIB poate constitui 33,0% la sfârșitul anului 2022 sau cu 2,8 p.p. mai mult decât valoarea prognozată de Ministerul Finanțelor conform scenariului de bază. Astfel, pentru fiecare 1% depreciere în anul 2020 a leului moldovenesc în raport cu valutele în care este denominată datoria de stat externă, ponderea datoriei de stat în PIB se poate majora cu 0,1 p.p. sau soldul datoriei de stat se poate majora în medie cu 231,4 mil. lei în perioada 2020-2022. Totodată, în cazul aplicării șocului de majorare semnificativă a ratelor de dobândă, ponderea soldului datoriei de stat în PIB este expusă riscului într-o măsură mai mică, astfel că aceasta s-ar majora cu 1,5 p.p. la finele anului 2022 comparativ cu scenariul de bază.

Serviciul datoriei de stat (adică costul asociat acesteia) este expus în cea mai mare măsură riscului ratei de dobândă. Astfel, în cazul șocului asociat majorării semnificative a ratelor de dobândă (scenariu care este foarte puțin probabil să se materializeze), la sfârșitul anului 2022 serviciul datoriei de stat s-ar putea majora de 1,8 ori, iar indicatorul ponderea serviciului datoriei de stat în PIB se majorează cu 0,6 p.p., comparativ cu valoarea prognozată

de Ministerul Finanțelor conform scenariului de bază (0,8%). Astfel, la majorarea cu 1 p.p. a ratelor de dobândă pe piața externă/internă, ponderea serviciului datoriei de stat externe/interne în PIB s-ar majora cu 0,10/0,05 p.p

În concluzie, menționăm că portofoliul datoriei de stat se încadrează, pe termen mediu, în limite rezonabile în ceea ce privește riscurile asociate, însă conform analizei efectuate, constatăm o expunere mai mare a portofoliului de datorie față de riscul valutar, comparativ cu riscul ratei dobânzii și riscul de refinanțare, care ar putea crea presiuni adiționale asupra portofoliului datoriei de stat în cazul unei eventuale depreciere a monedei naționale.

Astfel, pe termen mediu se va continua cu implementarea reformelor în vederea atingerii obiectivului specific privind dezvoltarea pieței interne a valorilor mobiliare de stat și transformării pieței financiare locale într-o sursă stabilă de acoperire a necesităților de finanțare ale bugetului. Este important de menționat însă că acțiunile care urmează să fie efectuate de Ministerul Finanțelor pe segmentul de datorie, nu sunt suficiente pentru dezvoltarea substanțială a pieței interne a valorilor mobiliare de stat. Una dintre condițiile preliminare pentru dezvoltarea acestei piețe și extinderea bazei de investitori este, de asemenea, implementarea reformelor și în alte segmente ale pieței financiare precum în domeniul pensiilor, asigurărilor, etc.

Progresul privind implementarea măsurilor incluse în prezentul Program vor fi reflectate în Raportul anual privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat, iar informația privind încadrarea parametrilor de risc/sustenabilitate în limitele stabilite în Program, va fi inclusă în Buletinul statistic lunar privind datoria de stat/Raportul trimestrial privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat, publicate pe pagina oficială a Ministerului Finanțelor.

Riscurile care pot afecta implementarea managementului datoriei de stat pe termen mediu, impactul și măsurile de atenuare propuse

Sursa potențială a riscului	Impactul condiționat de materializarea riscului	Măsurile de atenuare propuse
1	2	3
1. Creditarea limitată la condiții concesionale	Diminuarea intrărilor de granturi; majorarea costurilor de deservire a datoriei de stat	<ul style="list-style-type: none"> - transformarea pieței financiare locale într-o sursă stabilă de acoperire a necesităților de finanțare a bugetului; - diversificarea instrumentelor de datorie de stat internă și sporirea atractivității acestora; - monitorizarea cu regularitate a indicatorilor de sustenabilitate ai datoriei de stat, astfel încât dinamica acestora să se încadreze în limite acceptabile pe termen mediu; - analiza condițiilor financiare ale împrumuturilor externe nou-contractate la etapa de negocieri fiind acceptată varianta optimă în termeni de maturitate a împrumutului, rată a dobânzii și valută pentru fiecare împrumut în parte
2. Incertitudinea privind debursările de la creditorii oficiali, ținând cont de dependența țării de partenerii externi de dezvoltare	Imposibilitatea finanțării articolelor de cheltuieli inițial prognozate în buget	<ul style="list-style-type: none"> - interacțiunea continuă dintre managementul datoriei și gestionarea lichidităților bugetului de stat; - monitorizarea cu regularitate a progresului înregistrat în implementarea acțiunilor și indicatorilor de rezultat incluși în matricele de politici aferente contractelor cu creditorii externi
3. Incertitudinea privind evoluția ratelor <i>Euribor</i> și <i>Libor</i> , precum și consecințele Brexitului	Volatilitate în privința apetitului investițional pentru activele financiare emise de economiile emergente; majorări ale ratelor de dobândă la	<ul style="list-style-type: none"> - estimarea soldului datoriei de stat și a cheltuielilor de deservire a acesteia luând în calcul scenariile cele mai pesimiste, și anume: fluctuații semnificative ale indicatorilor menționați; - menținerea în continuare a ponderii majoritare a datoriei cu rata dobânzii fixe în totalul datoriei de stat cu scopul reducerii incertitudinii referitor la eforturile bugetare necesare pentru achitarea plăților de dobândă;

1	2	3
	<p>nivel internațional;</p> <p>incertitudine cu privire la efortul bugetar anual necesar efectuării plăților de dobândă</p>	<ul style="list-style-type: none"> - monitorizarea cu regularitate a parametrilor de risc stabiliți și întreprinderea acțiunilor necesare în vederea încadrării acestora în limitele stabilite în Program; - implementarea operațiunilor de administrare a pasivelor precum: <i>buyback</i> și operațiuni <i>switch</i> pentru datoria de stat internă, conversiunea pentru datoria de stat externă, scopul principal fiind reducerea costurilor de deservire a datoriei de stat
<p>4. Majorarea ratei inflației și înăsprirea politicii monetare a Băncii Naționale a Moldovei</p>	<p>Majorarea ratelor de dobândă de către Banca Națională a Moldovei la principalele operațiuni de politică monetară pe termen scurt concomitent atrage majorarea ratelor la VMS emise pe piață</p>	
<p>5. Deprecierea cursului de schimb oficial al monedei naționale în raport cu principalele valute în care este denominată datoria de stat externă</p>	<p>Majorarea soldului datoriei de stat externe denominat în monedă națională;</p> <p>majorarea cheltuielilor pentru deservirea datoriei de stat externe</p>	<ul style="list-style-type: none"> - estimarea soldului datoriei de stat și a cheltuielilor de deservire a acesteia, luând în calcul scenariile cele mai pesimiste, și anume: fluctuația semnificativă a indicatorului menționat; - majorarea ponderii finanțării nete în monedă națională, ceea ce ar facilita diminuarea expunerii la riscul valutar, ținând cont în același timp de capacitatea de absorbție a pieței interne și, în general, de cererea pentru instrumentele de datorie în lei; - modificarea structurii datoriei de stat externe prin intermediul operațiunilor de conversiune a valutei, ținând cont de raportul cost-risc; - monitorizarea cu regularitate a parametrilor de risc stabiliți și întreprinderea acțiunilor necesare în vederea încadrării acestora în limitele stabilite în Program
<p>6. Materializarea obligațiilor contingente (ex. activarea garanției conform Programului „Prima casă”, plăți în cadrul parteneriatelor public-private)</p>	<p>Presiuni adiționale asupra bugetului de stat;</p> <p>majorarea volumului datoriei de stat interne și a costurilor de deservire a acesteia</p>	<ul style="list-style-type: none"> - limitarea extinderii garanțiilor doar în cazuri excepționale și în conformitate cu prevederile art. 33 din Legea nr. 419/2006 cu privire la datoria sectorului public, garanțiile de stat și recreditarea de stat; - stabilirea în legea anuală a bugetului de stat a plafonului soldului garanțiilor de stat ce nu poate fi depășit pe parcursul anului respectiv și monitorizarea lunară a soldului garanțiilor de stat în vederea încadrării în limitele stabilite - consolidarea supravegherii contractelor PPP de către Ministerul Finanțelor și monitorizarea riscurilor aferente acestora pentru bugetul de stat și impactul asupra soldului datoriei sectorului public

1	2	3
<p>7. Diminuarea credibilității investitorilor pentru instrumentul financiar valori mobiliare de stat, atât pe plan național cât și internațional</p>	<p>Diminuarea apetitului investițional pentru instrumentul VMS în monedă națională;</p> <p>imposibilitatea finanțării soldului (deficitului) bugetului de stat din sursele existente pe piața locală;</p> <p>preferința investitorilor pentru VMS cu termen scurt de circulație</p>	<ul style="list-style-type: none"> - abordarea în continuare a unei politici predictibile și flexibile de emisiune a VMS pe piață, adaptată la cerințele mediului investițional. Accentul va fi pus pe extinderea maturității datoriei de stat interne, odată cu consolidarea lichidităților pe anumite maturități; - analiza posibilității de extindere a bazei investiționale, inclusiv prin atragerea investitorilor străini și crearea condițiilor favorabile acestora pentru a investi în VMS în monedă națională; - consolidarea comunicării cu participanții pe piața VMS pentru a evalua cu regularitate necesitățile investiționale la nivelul pieței, așteptările referitoare la condițiile de piață, precum și acțiunile luate în considerare de către Ministerul Finanțelor; - monitorizarea în permanență a performanțelor dealerilor primari ca formatori de piață și efectuarea evaluării trimestriale a activității acestora pe piața primară și secundară; - efectuarea unor campanii de promovare a VMS, inclusiv familiarizarea persoanelor fizice privind posibilitatea investirii în VMS ca instrument de economisire; - elaborarea, dezvoltarea și menținerea unei platforme de tranzacționare a VMS (de exemplu: <i>Treasury Direct</i>), în scopul creșterii accesibilității persoanelor fizice și a diversificării canalelor de vânzare a VMS; - consolidarea și extinderea curbei de randament pentru VMS, ceea ce ar contribui la dezvoltarea pieței financiare locale; - publicarea cu regularitate pe pagina oficială a Ministerului Finanțelor www.mf.gov.md a informațiilor relevante pentru investitori cu referire la volumul și structura datoriei sectorului public, dar și a informațiilor aferente tranzacțiilor cu VMS: calendarul și comunicatele de plasare, redeschiderea anumitor maturități, rezultatele licitațiilor, informația privind rata dobânzii aferentă VMS comercializate, informațiile privind tranzacțiile pe piața secundară etc.; - încheierea contractelor de colaborare cu alte agenții internaționale de rating, pe

1	2	3
		lângă contractul deja existent cu Moody's Investor Service;
8. Riscul operațional	<p>Date eronate privind statistica în domeniul datoriei</p> <p>defecțiuni tehnice ale sistemelor informaționale</p>	<ul style="list-style-type: none"> - conformarea tuturor colaboratorilor Direcției datoriei publice din cadrul Ministerului Finanțelor la reacțiile de răspuns identificate și stabilite în Planul de gestionare a riscului operațional și de continuitate a activităților aferente managementului datoriei de stat pentru anul 2019; - revizuirea documentului sus-menționat pentru perioada anului 2020 concomitent cu actualizarea Planului de acțiuni al Direcției datoriei publice din cadrul Ministerului Finanțelor; - utilizarea posibilităților versiunii actualizate a sistemului informațional DMFAS 6.1 de gestionare a datoriei pentru validarea periodică a bazei de date; - îmbunătățirea continuă a capacităților personalului prin participarea acestuia la instruire interne și externe; - explorarea unor noi posibilități de misiuni de asistență tehnică în domeniul managementului datoriei.