

PROGRAMUL
„Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2019-2021)”

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 (2019-2021)” (în continuare – *Program*).

Documentul reprezintă o continuare a Programului „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2018-2020)”, fiind revizuit pentru orizontul de timp 2019-2021, în concordanță cu prognozele privind datoria de stat pe termen mediu și prognoza actualizată a indicatorilor macroeconomici furnizată de Ministerul Economiei și Infrastructurii.

Pe termen mediu, Republica Moldova va explora noi oportunități de finanțare, accesând surse de finanțare la costuri 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 2018, fiind confirmat ratingul B3, cu perspectivă stabilă, precum și de scorul CPIA pentru Republica Moldova – performanță medie 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 sînt permise în cazul în care acestea nu cauzează riscuri financiare adiționale.

Parametrii de risc și sustenabilitate aferenți datoriei de stat

Parametri de risc pentru perioada 2019-2021	Valori pentru perioada 2019-2021
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 2019-2021	
Serviciul datoriei de stat (% în raport cu veniturile bugetului de stat)	≤ 10%

**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 2019-2021

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 2019-2021 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. STRATEGII DE FINANȚARE A SOLDULUI (DEFICITULUI) BUGETULUI DE STAT

Ipotezele macroeconomice ale Programului pentru perioada 2019-2021 sînt prezentate în tabelul 2.

Tabelul 2

Prognoza indicatorilor macroeconomici

Indicatori	2017	2018	2019	2020	2021
	actual	estimat			
Produsul intern brut (valoarea nominală, mld. lei)*	176,8	191,7	209,3	228,1	248,8
Rata reală de creștere a economiei (%)	4,5	4,5	4,0	3,8	3,8
Indicele prețurilor de consum (mediu anual, %)	6,6	3,2	4,9	5,0	5,0
Cursul de schimb mediu lei/ dolari SUA	18,49	16,65	17,20	17,97	18,51
Cursul de schimb mediu lei/euro	20,83	19,15	19,78	20,67	21,29
Soldul (deficitul) bugetului de stat (% din PIB)	-0,9%	-2,3%	-2,6%	-2,4%	-1,9%

*PIB calculat conform metodologiei SCN 2008/2010

Luînd în considerare prognoza indicatorilor macroeconomici, soldul (deficitul) bugetului de stat în perioada 2019-2021 va constitui în medie 2,3%, situîndu-se în intervalul (-2,6%) – (-1,9%) din PIB.

Ținînd seama de estimările soldului (deficitului) bugetului de stat pentru perioada 2019-2021, 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, 2019 – 2021

Indicatori	U/M	2019	2020	2021
Active financiare și alte surse de finanțare	% în PIB	-0,6%	-0,4%	0,0%
Finanțarea netă, din care:	% în PIB	3,2%	2,8%	1,9%
internă	% în PIB	1,2%	1,2%	1,1%
externă	% în PIB	2,0%	1,6%	0,9%
Sold bugetar	% în PIB	-2,6%	-2,4%	-1,9%

După cum se observă, pe termen mediu prevalează tendința de acoperire a soldului (deficitului) bugetului de stat din surse externe. Această evoluție relevă dependența considerabilă a Republicii Moldova de creditorii externi și, implicit, de condițiile financiare și structurale de accesare a fondurilor externe.

În perioada 2019-2021 se estimează că Guvernul va beneficia de intrări din împrumuturi de stat externe, din care în medie de 25,0% vor fi direcționate pentru susținerea bugetului, iar circa 75,0% – pentru finanțarea proiectelor investiționale.

În această perioadă, 20,0% din împrumuturile de stat externe vor fi acordate de creditorii bilaterali, iar 80,0% – 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 2019-2021

Indicatori	U/M	2019	2020	2021
Finanțarea externă brută, inclusiv:	% din PIB	3,1%	2,9%	2,0%
Împrumuturi de la creditorii multilaterali în condiții concesionale (rata dobânzii fixă)	% din total	1,8%	1,3%	1,3%
Împrumuturi de la creditorii multilaterali în condiții semiconcesionale	% din total	40,3%	32,3%	23,6%
Împrumuturi de la creditorii multilaterali cu rata dobânzii variabilă	% din total	45,7%	49,2%	43,1%
Împrumuturi de la creditorii bilaterali cu rata dobânzii fixă	% din total	0,8%	0,8%	1,0%
Împrumuturi de la creditorii bilaterali cu rata dobânzii variabilă	% din total	11,5%	16,4%	31,0%

Tendința de majorare a ponderii intrărilor de împrumuturi de la creditorii bilaterali cu rata dobânzii variabilă este cauzată în special de prognozarea intrărilor de surse de finanțare din partea Guvernului Chinei și Băncii de Dezvoltare a Bielorusiei pentru proiectele investiționale destinate reabilitării drumurilor din Republica Moldova.

Astfel, structura pe creditorii a intrărilor de surse de finanțare externă prognozate relevă cei mai importanți creditorii pentru perioada 2019-2021:

- 1) Banca Europeană de Investiții – 26,9%;
- 2) Grupul Băncii Mondiale – 20,8%;
- 3) Guvernului Chinei – 17,1%;
- 4) Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare – 16,2%;
- 5) Comisia Europeană – 6,7%;
- 6) Banca de Dezvoltare a Consiliului Europei – 4,4%;
- 7) Fondul Monetar Internațional – 3,9%;
- 8) Banca de Dezvoltare a Bielorusiei – 1,7%;
- 9) Fondul Internațional pentru Dezvoltare Agricolă – 1,5%;
- 10) Guvernul Poloniei – 0,8%.

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 răscumpărarea 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, în anul

2019 Ministerul Finanțelor sprijini derularea unui program de distribuție a valorilor mobiliare de stat pentru populație prin intermediul unei platforme de tranzacționare electronice (de exemplu: *Treasury Direct*).

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 2019-2021,
conform scenariului de bază**

Indicatori	U/M	2019	2020	2021
VMS emise prin licitații pe piața primară prin licitații, inclusiv*:	% în PIB	5,4%	6,2%	6,9%
Bonuri de trezorerie	% din total	80,0%	75,5%	71,0%
Obligațiuni de stat	% din total	20,0%	24,5%	29,0%

*Cu excepția VMS emise în vederea creării rezervei de lichidități

De asemenea, Ministerul Finanțelor va menține pe termen mediu rezerva de lichidități în monedă națională (*cash buffer*) și va asigura completarea acesteia pînă la atingerea plafonului de 2 000,0 mil. lei. Astfel, în anul 2018 se preconizează completarea acesteia cu 291,1 mil. lei, iar pe parcursul anului 2019 – cu încă 1 200,0 mil. lei. Rezerva respectivă de asemenea va fi completată prin intermediul VMS emise pe piața primară, obligațiuni de stat cu maturitatea 2-5 ani. Rezerva nu va implica costuri adiționale pentru deservirea datoriei de stat și nu va putea fi utilizată pentru finanțarea deficitului bugetar, cu excepția unor situații stabilite în Legea finanțelor publice și responsabilității bugetar-fiscale nr. 181/2014.

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

În scop analitic, Ministerul Finanțelor a examinat două opțiuni alternative de finanțare (S2 și S3) a soldului (deficitului) bugetului de stat din surse interne și externe:

S2 – analizează posibilitatea finanțării proiectelor investiționale de reabilitare a drumurilor naționale de către alți creditori, și anume: Banca Asiatică de Investiții și Infrastructură (BAII) sau Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare (BIRD). Dacă finanțarea celor două proiecte ar fi efectuată de creditorii menționați, ATM pentru datoria de stat s-ar majora în medie cu 0,5 ani, iar datoria de stat scadentă în decurs de un an s-ar diminua cu 0,1 p.p., comparativ cu S1, spre sfârșitul anului 2021.

S3 – analizează majorarea moderată a finanțării interne nete și diversificarea treptată a instrumentelor prin extinderea maturității acestora. S3 se axează pe dezvoltarea de instrumente noi spre a fi emise pe piața internă începînd cu anul 2019, care să ofere alternative de investire atît pentru investitorii rezidenți, cît și nerezidenți. Scenariul presupune diminuarea cu cîte 20,0% a emisiunilor de bonuri de trezorerie prognozate pentru orizontul de timp 2019-2021, concomitent cu majorarea emisiunii de obligațiuni cu maturitatea de 2, 3 și 5 ani, cu rată fixă a dobînzii, dar și introducerea de noi instrumente – obligațiuni cu maturitatea de 7 ani, cu rată fixă a dobînzii (majorarea emisiunilor cu cîte 5% pentru fiecare maturitate, comparativ cu S1).

Conform S3, ca urmare a rezultatelor simulărilor efectuate, către finele anului 2021 datoria de stat scadentă în decurs de un an s-ar diminua cu 4,3 p.p., perioada medie de maturitate a datoriei de stat s-ar majora cu 0,1 ani, datoria ce urmează a fi refixată la rate noi de dobîndă s-ar diminua cu 4,9 p.p., iar ponderea bonurilor de trezorerie în totalul datoriei de stat s-ar diminua cu 5,4 p.p.

Totodată, finanțarea conform celor trei strategii implică pe termen mediu aceeași evoluție a indicatorului datoriei de stat în PIB, însă potrivit S3 ponderea datoriei de stat interne

s-ar majora cu aproximativ 1,0 p.p. în totalul datoriei de stat, ceea ce presupune o diminuare a expunerii față de riscul valutar.

Este de menționat și faptul că toate strategiile 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.

V. RISCURILE ASOCIATE PORTOFOLIULUI DATORIEI DE STAT LA SITUAȚIA DE LA SFÎRȘITUL ANULUI 2021

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 2021, ca urmare a implementării strategiei de finanțare – scenariul de bază, comparativ cu situația înregistrată la 30 septembrie 2018.

Tabelul 6

Indicatorii riscurilor de piață aferenți datoriei de stat la sfârșitul anului 2021

Indicatori	30 octombrie 2018	31 decembrie 2021
Ponderea datoriei de stat în PIB	26,9%	31,0%
Ponderea serviciului datoriei de stat în PIB	0,9%*	1,0%
Riscul de refinanțare		

1) Datoria scadentă în decurs de 1 an (% din total)	21,0%	18,7%
2) Datoria scadentă în decurs de 1 an (% din PIB)	5,7%	5,8%
3) ATM** pentru datoria de stat externă (ani)	9,6	10,0
4) ATM** pentru datoria de stat internă (ani)	9,3	5,6
5) ATM** Total datoria de stat (ani)	9,5	8,1
Riscul valutar		
Datoria de stat externă (% din total)	55,1%	59,6%
Riscul ratei de dobândă		
1) ATR** Total datoria de stat (ani)	8,2	5,7
2) Datoria cu rata dobânzii ce urmează a fi refixată în decurs de 1 an, (% din total)	36,1%	46,2%
3) Datoria cu rata fixă a dobânzii, inclusiv bonuri de trezorerie (% din total)	83,5%	71,2%
4) Datoria sub formă de bonuri de trezorerie (% din total)	15,1%	13,0%

*La situația din 30 iunie 2018

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

Indicatorii riscului de piață aferenți datoriei de stat de la sfârșitul anului 2021 indică faptul că portofoliul datoriei de stat va fi în continuare expus riscului valutar din cauza faptului că aproximativ 60% din soldul datoriei de stat va fi denominat în valută străină.

Totodată, datoria de stat cu rata dobânzii fixă atestă tendințe de diminuare la finele anului 2021, comparativ cu situația din 30 septembrie 2018, cu aproximativ 12,3 p.p., iar perioada medie de refixare pentru datoria de stat se va diminua cu 2,5 ani. Aceste modificări se datorează preponderent diminuării finanțării externe în condiții concesionale și semiconcesionale, dar și majorării intrărilor pe împrumuturi de la creditorii bilaterali cu rata variabilă a dobânzii (Guvernul Chinei și Banca de Dezvoltare a Bielorusiei).

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 Ministerul Finanțelor 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 diminua considerabil perioada medie de maturitate/refixare pentru datoria de stat internă, cu aproximativ 3,7 ani fiecare.

La fel, în urma 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, datoria sub formă de bonuri de trezorerie se va diminua cu 2,1 p.p. în totalul portofoliului datoriei de stat către sfârșitul anului 2021.

În același timp, situația pe piața internă se poate acutiza pe fondul preferinței investitorilor pentru VMS cu termen scurt de circulație și a volumului încă redus de VMS emis pe piață de către Ministerul Finanțelor, având în vedere costurile înalte pentru deservirea acestor instrumente comparativ cu costurile finanțării externe.

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, potrivit calendarului 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 2018. Totodată, va fi revizuit planul respectiv pentru perioada anului 2019 odată cu definitivarea Planului de acțiuni al Direcției datoriei publice pentru anul 2019.

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 2018, soldul garanțiilor de stat raportat la PIB în cadrul Programului de stat „Prima casă” a constituit 0,1%, iar pe termen mediu se estimează că acesta va constitui aproximativ 0,8% din PIB la sfârșitul anului 2021.

Având în vedere soldul garanțiilor de stat ce ar putea fi emise în cadrul Programului de stat „Prima casă”, riscul asociat materializării obligațiilor contingente rămîne a fi unul moderat, întrucît 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 2019-2021.

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 va avea loc prin intermediul Organizației pentru Dezvoltarea Sectorului Întreprinderilor Mici și Mijlocii.

Secțiunea a 2-a

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

Principalele riscuri asociate ipotezelor macroeconomice din scenariul de bază arată că, prin prisma incertitudinii legate de viitorul an electoral în Republica Moldova, deciziile de creștere în continuare a dobînzii de referință de către Rezerva Federală a SUA (Fed), reducerea programului de achiziție de active de către Banca Centrală Europeană (BCE) și așteptările de creștere a ratei de referință, contextul de piață estimat pentru perioada următoare este unul mai puțin favorabil și se accentuează expunerea portofoliului datoriei de stat la principalele riscuri de piață. Pentru a examina volatilitatea portofoliului datoriei de stat la expunerea față de principalele riscuri de piață (riscul ratei de dobîndă și riscul valutar), a fost analizată influența modificărilor potențiale ale ratelor de dobîndă și ale cursurilor de schimb asupra costurilor aferente datoriei de stat.

În acest context, au fost elaborate patru scenarii de șoc A, B, C și D, 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 dobîndă pe parcursul ultimilor ani, inclusiv primele nouă luni ale anului 2018, dar și incertitudinile legate de evoluția piețelor financiare stipulate mai sus. Aceste șocuri vor fi aplicate suplimentar la scenariul de bază privind evoluția acestor indicatori.

Astfel, scenariile analizate sînt prezentate în cele ce urmează:

- 1) A – *deprecierea monedei naționale* în anul 2019 cu 15% față de dolarul SUA și euro;
- 2) B – *majorarea anuală a ratelor de dobîndă comparativ cu scenariul de bază:*
 - a) pe piața externă cu 1,5 p.p.;
 - b) pe piața internă cu 3,0 p.p.;
- 3) C – *majorarea anuală considerabilă a ratelor de dobîndă comparativ cu scenariul de bază:*
 - a) pe piața externă cu 3,0 p.p.;
 - b) pe piața internă cu 6,0 p.p.;

4) D – șoc combinat între deprecierea monedei naționale cu 10% față de dolarul SUA și euro concomitent în anul 2019 și cel de-al doilea scenariu (B).

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

Pentru a urmări efectele șocurilor stabilite asupra portofoliului datoriei de stat în combinație cu strategia de finanțare pe termen mediu, sînt analizați indicatorii: ponderea datoriei de stat în PIB; valoarea prezentă a datoriei de stat în PIB; ponderea deservirii datoriei de stat în PIB; ponderea serviciului datoriei de stat în PIB; serviciul datoriei de stat în raport cu veniturile bugetului de stat pentru situația de la sfîrșitul anului 2021. 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 prognoza autorităților privind evoluția ratelor de dobândă și a ratelor de schimb ținînd cont de condițiile actuale ale pieței locale și internaționale.

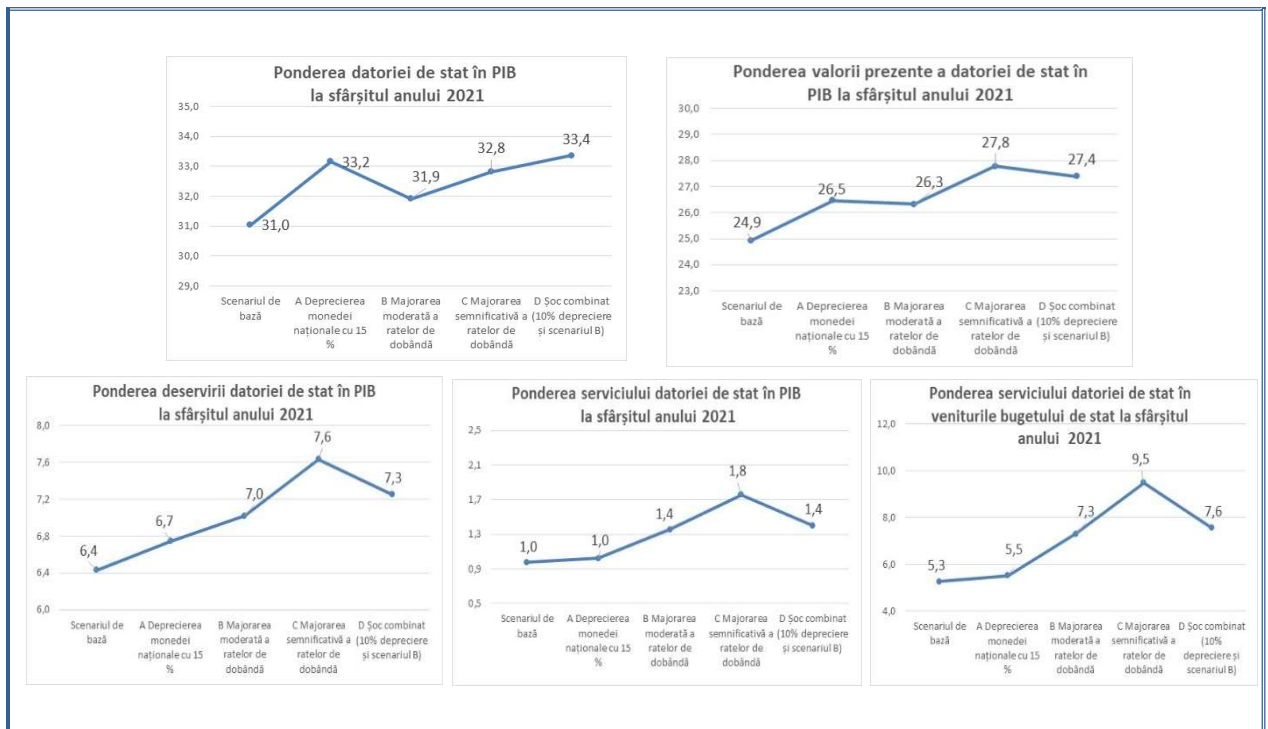


Fig. 1. Evoluția indicatorilor datoriei de stat ca rezultat al aplicării șocurilor privind evoluția indicatorilor de piață asupra scenariului de bază de finanțare, conform situației de la sfîrșitul anului 2021

Analiza efectuată demonstrează că riscul valutar și riscul ratei de dobândă rămîn 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 A-D), principalele concluzii formulate în baza datelor prezentate sînt următoarele:

1) ponderea datoriei de stat în PIB prezintă cea mai mare expunere sub influența scenariului de șoc D. Astfel, la o depreciere de 10% a leului moldovenesc aplicată în 2019 față de dolarul SUA și euro și majorarea moderată a ratelor de dobândă, ponderea datoriei de stat în PIB se poate majora cu 2,4 p.p.;

2) valoarea prezentă a datoriei de stat în PIB se poate majora cu 2,9 p.p. către finele anului 2021, în cazul majorării considerabile a ratelor de dobândă pe piața internă și internațională (scenariul de șoc C) și diminuării gradului de concesionalitate a noilor datorii contractate;

3) 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 considerabile a ratelor de dobândă, indicatorul ponderea serviciului datoriei de stat în PIB se majorează cu 0,8 p.p., iar indicatorul serviciul datoriei de stat în raport cu veniturile bugetului de stat se majorează cu 4,2 p.p., de la 5,3% pînă la 9,5%.

Luînd în considerare cele prezentate, se poate concluziona că portofoliul datoriei de stat se încadrează, pe termen mediu, în limite rezonabile în ceea ce privește riscurile asociate, însă riscul valutar și cel al ratei de dobândă ar putea crea presiuni asupra portofoliului datoriei de stat în cazul modificărilor considerabile ale indicatorilor de piață. Totodată, deși Ministerul Finanțelor a înregistrat progrese în ultimii ani în ceea ce privește reducerea riscului de refinanțare a VMS emise pe piața primară, totuși, avînd în vedere maturitatea preponderent redusă a acestor instrumente, acest risc de asemenea nu trebuie neglijat.

Astfel, pe termen mediu, acțiunile Ministerului Finanțelor se vor axa pe:

1) 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;

2) 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;

3) implementarea operațiunilor de administrare a pasivelor precum: răscumpărarea anticipată și operațiuni *switch* pentru datoria de stat internă, conversiunea pentru datoria de stat externă, scopul principal fiind reducerea costurilor de deservire a datoriei de stat;

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

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.

Anexă
la Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2019-2021)”

**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; - continuarea implementării programului FMI prin intermediul mecanismului extins de creditare (ECF) și mecanismului de finanțare extinsă (EFF) pentru reforma în domeniul financiar și economic; - 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 la nivel mondial privind influența conduitei politicii	Volatilitate în privința apetitului investițional pentru activele financiare emise de economiile	- 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;

1	2	3
monetare a principalelor bănci centrale ale lumii (BCE și Fed), precum și consecințele Brexitului	emergente; majorări ale ratelor de dobândă la nivel internațional; incertitudine cu privire la efortul bugetar anual necesar efectuării plăților de dobândă	<ul style="list-style-type: none"> - 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; - monitorizarea cu regularitate a parametrilor de risc stabiliți și întreprinderea acțiunilor necesare în vederea încadrării acestora în limitele stabilite în Program; - modificarea structurii datoriei de stat externe prin intermediul operațiunilor de conversiune a ratei dobânzii, ținând cont de raportul cost-risc;
4. Majorarea ratei inflației și înăsprirea politicii monetare a Băncii Naționale a Moldovei	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	
5. Deprecierea cursului de schimb oficial al monedei naționale în raport cu principalele valute în care este denominată datoria de stat externă	Majorarea soldului datoriei de stat externe denominat în monedă națională; majorarea cheltuielilor pentru deservirea datoriei de stat externe	<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
6. Materializarea obligațiilor contingente (ex. activarea garanției	Presiuni adiționale asupra bugetului de stat; majorarea volumului datoriei de	- Limitarea extinderii garanțiilor doar pentru proiectele care au o importanță majoră pentru economia națională (conform art. 33 din Legea nr. 419/2006 cu privire la datoria sectorului public, garanțiile de stat și recreditarea de stat);

1	2	3
conform Programului „Prima casă”)	stat interne și a costurilor de deservire a acesteia	- 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
7. Diminuarea credibilității investitorilor pentru instrumentul financiar valori mobiliare de stat, atât pe plan național cât și internațional	<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>	<p>- Facilitarea accesului investitorilor internaționali la instrumentul VMS în monedă națională prin intermediul Depozitarului central unic;</p> <p>- 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;</p> <p>- monitorizarea în permanență a performanțelor dealerilor primari ca formatori de piață și efectuarea evaluării trimestriale a activității acestora pe piața primară și secundară;</p> <p>- efectuarea unor campanii de promovare a VMS, inclusiv familiarizarea persoanelor fizice privind posibilitatea investirii în VMS ca instrument de economisire;</p> <p>- 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;</p> <p>- construirea și consolidarea unei curbei de randament pentru VMS, ceea ce ar contribui la dezvoltarea pieței financiare locale;</p> <p>- 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.;</p> <p>- inițierea procedurii de desfășurare a unei licitații internaționale în scopul încheierii unui contract de colaborare cu încă o agenție de rating, pe lângă contractul deja</p>

1	2	3
8. Riscul operațional	<p>Date eronate privind statistica în domeniul datoriei</p> <p>defecțiuni tehnice ale sistemelor informaționale</p>	<p>existent cu Moody's Investor Service;</p> <ul style="list-style-type: none"> - Conformarea tuturor colaboratorilor Direcției datorii 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 2018; - revizuirea documentului sus-menționat pentru perioada anului 2019 concomitent cu actualizarea Planului de acțiuni al Direcției datorii 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; - elaborarea în continuare și ghidarea activității conform Registrului riscurilor asociat atingerii obiectivelor, cu stabilirea clară a activităților de control necesare gestionării eficiente a riscurilor asociate domeniului de datorie; - îmbunătățirea continuă a capacităților personalului prin participarea acestuia la instruirii interne și externe; - explorarea unor noi posibilități de asistență tehnică în domeniul managementului datoriei