

GUVERNUL REPUBLICII MOLDOVA

HOTĂRÎRE

Nr. _____

din _____ 2016

„Cu privire la aprobarea Programului „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2017-2019)””

În temeiul prevederilor Legii nr. 419-XVI din 22 decembrie 2006 cu privire la datoria sectorului public, garanțiile de stat și recreditarea de stat, (Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2014, nr. 397-399, art. 704), Guvernul HOTĂRĂȘTE:

Se aprobă Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2017-2019)” (se anexează).

Prim-ministru

Pavel FILIP

Aprobat
prin Hotărîrea Guvernului nr.
din

PROGRAMUL „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2017-2019)”

I. Dispoziții generale

În conformitate cu prevederile Legii nr. 419-XVI din 22 decembrie 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 pentru anii 2017-2019” (în continuare – Program). Actualitatea prezentului Program este determinată de situația politică și economică din țară și de constrîngerile determinate de piața financiară locală, dar și de rating-ul valorilor mobiliare de stat care a fost revizuit de către Moody’s în 2016, astfel fiind atribuit B3 cu perspectivă negativă.

Totodată, pe termen mediu, Republica Moldova va explora noi oportunități de finanțare, astfel ar putea accesa surse de finanțare la costuri mai înalte. Acest proces ar putea fi însoțit de apariția unor noi riscuri sau de acutizarea celor existente, fapt care ar trebui luat în considerare în procesul de gestiune a datoriei de stat.

Programul stabilește obiectivul fundamental al procesului de management al datoriei de stat, obiectivele specifice, precum și acțiunile care vor fi întreprinse pentru realizarea obiectivelor.

Programul se axează pe descrierea strategiei de finanțare a soldului (deficitului) bugetului de stat și pe identificarea factorilor de cost și de risc aferenți. Prezentul document a fost elaborat cu utilizarea instrumentului analitic *Medium Term Debt Management Strategy (MTDS AT)*, dezvoltat de către Banca Mondială și Fondul Monetar Internațional. Instrumentul oferă estimări cantitative aferente raportului cost/risc asociat cu strategiile alternative de asigurare a necesităților de finanțare, precum și permite efectuarea de simulări ale impactului diverselor scenarii de șoc privind evoluția indicatorilor de piață asupra datoriei de stat și a deservirii acesteia.

La elaborarea strategiei de finanțare a soldului (deficitului) bugetului de stat și respectiv a prognozelor privind datoria de stat pe termen mediu, a fost utilizată prognoza actualizată a indicatorilor macroeconomici, furnizată de Ministerul Economiei.

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

În vederea evitării expunerii majore a portofoliului datoriei de stat față de anumite tipuri de risc, Programul stabilește parametri anuali de risc reieșind din structura istorică și curentă a portofoliului datoriei de stat. În funcție de evoluția acestora, structura portofoliului datoriei de stat urmează a fi ajustată cu ajutorul instrumentelor relevante. Devieri minore de la limitele propuse sînt 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 2017-2019	Valoarea la sfîrșit de an
Datoria de stat scadentă în decurs de un an (% din total)	$\leq 25\%*$
Datoria de stat internă (% din total)	$\geq 20\%$
Datoria de stat într-o anumită valută străină (% din total)	$\leq 50\%$
Datoria de stat cu rata dobînzii variabilă (% din total)	$\leq 40%*$
Parametri de sustenabilitate pentru perioada 2017-2019	
Serviciul datoriei de stat (% în raport cu veniturile bugetului de stat-granturi)	$\leq 15\%$

**valori ajustate comparativ cu Programul „Managementul Datoriei de Stat pe termen mediu (2016-2018)”, ca urmare a emisiunii de către Ministerul Finanțelor a obligațiunilor de stat cu scadența cuprinsă între 1 și 25 ani, conform Legii nr. 235 din 03.10.2016 privind emisiunea obligațiunilor de stat în vederea executării de către Ministerul Finanțelor a obligațiilor de plată derivate din garanțiile de stat nr.807 din 17 noiembrie 2014 și nr.101 din 1 aprilie 2015.*

Pe lîngă parametrii de risc aferenți structurii datoriei de stat, urmează a fi monitorizat și un indicator de sustenabilitate aferent datoriei de stat, și anume: serviciul datoriei de stat în raport cu veniturile bugetului de stat (VBS) cu excepția granturilor. Acest indicator este stabilit în baza metodologiei propuse în cadrul sustenabilității datoriei pentru țările cu venituri mici (Banca Mondială – Fondul Monetar Internațional (FMI));

Alți indicatori relevanți pentru monitorizarea sustenabilității 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 web a Ministerului Finanțelor.

În cadrul prezentului Program, a fost analizată și influența modificărilor ratelor de dobîndă și a ratelor de schimb asupra costurilor aferente datoriei de stat pe termen mediu, cu scopul de a examina volatilitatea portofoliului datoriei de stat la expunerea față de riscul ratei de dobîndă și cel valutar.

Informația privind implementarea măsurilor programului „Managementul datoriei de stat pe termen mediu” va fi inclusă în Raportul anual privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat.

Urmare a evaluării factorilor interni și externi care influențează managementul datoriei de stat în Republica Moldova, în cele ce urmează sunt prezentate punctele forte, cele slabe, oportunitățile și riscurile în domeniu.

Tabelul 2

Analiza punctelor forte, slabe, oportunităților și riscurilor (SWOT) a managementului datoriei de stat în Republica Moldova, pe termen mediu

Puncte forte	Puncte slabe
<p>1) Existența unui cadru normativ conform cu bunele practici internaționale în domeniu;</p> <p>2) Existența unei infrastructuri a pieței valorilor mobiliare de stat (VMS): platformă electronică de tranzacționare, sistem de dealeri primari, sistem de decontări și evidență;</p> <p>3) Transparența în procesul de administrare a datoriei de stat este asigurată prin consultarea cu societatea civilă a proiectelor de acte normative în domeniu, publicarea regulată a rapoartelor, datelor statistice, comunicatelor informative pe pagina web a Ministerului Finanțelor);</p> <p>4) Monitorizarea lunară a indicatorilor de risc aferenți datoriei de stat, iar trimestrial, a indicatorilor de sustenabilitate stabiliți în programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu”;</p> <p>5) Contractarea datoriei de stat are loc în funcție de raportul cost/risc;</p> <p>6) Existența versiunii actualizate a sistemului informațional de înregistrare și raportare a datoriei DMFAS 6.1;</p> <p>7) Interacțiunea dintre managementul datoriei și gestionarea lichidităților bugetului de stat;</p> <p>8) Riscul privind imposibilitatea rambursării datoriei este mic, în conformitate cu ultimul raport privind analiza sustenabilității datoriei, elaborat de către FMI;</p> <p>9) Ponderea relativ înaltă a împrumuturilor de stat externe concesionale.</p>	<p>1) Maturitatea preponderent scurtă a VMS plasate pe piața primară ca urmare a cererii reduse pentru VMS cu termen mai lung de circulație;</p> <p>2) Activitate pasivă a dealerilor primari pe piața secundară a VMS;</p> <p>3) Baza de investitori îngustă și lipsa investitorilor instituționali;</p> <p>4) Piața secundară a VMS foarte slab dezvoltată;</p> <p>5) Costurile înalte de deservire a datoriei de stat interne;</p> <p>6) Criza din sistemul financiar-bancar;</p> <p>7) Revizuirea în scădere a rating-ului investițional al Republicii Moldova de către agențiile internaționale de rating;</p> <p>8) Lipsa credibilității pe plan național și internațional pentru investitorii în VMS.</p>
Oportunități	Riscuri
<p>1) Majorarea ponderii finanțării nete în monedă națională, ceea ce ar facilita dezvoltarea pieței interne a VMS și ar sprijini diminuarea expunerii la riscul valutar;</p> <p>2) Urmărirea creării unui profil cât mai uniform al rambursării datoriei, cu precădere pentru portofoliul în monedă națională;</p> <p>3) Revizuirea drepturilor și obligațiilor dealerilor primari, precum și a criteriilor de evaluare a performanțelor dealerilor primari;</p> <p>4) Consolidarea comunicării cu participanții pe piața VMS;</p> <p>5) Revizuirea politicii de emisiune a VMS, prin consolidarea volumului de emisiune și reducere a numărului de emisiuni;</p> <p>6) Diversificarea bazei de investitori;</p> <p>7) Diversificarea instrumentelor de datorie și sporirea atractivității acestora;</p>	<p>1) Creștere economică slabă, sub nivelul ratei dobânzii medii ponderate aferente datoriei de stat;</p> <p>2) Volatilitatea ratei de schimb a monedei naționale și a ratelor de dobândă pe piața internă și externă;</p> <p>3) Ponderea înaltă a datoriei de stat denominată în valută străină;</p> <p>4) Majorarea ratei inflației și înăsprirea politicii monetare a Băncii Naționale a Moldovei;</p> <p>5) Posibilitatea excluderii Republicii Moldova din sistemul de creditare al Agenției Internaționale de dezvoltare;</p> <p>6) Condiții climaterice nefavorabile;</p> <p>7) Incertitudinea în legătură cu alegerile prezidențiale din Republica Moldova din octombrie 2016;</p> <p>8) Includerea, începând cu luna octombrie 2016, în coșul valutar DST a valutei chinezești Yuan</p>

<p>8) Semnarea unui nou acord cu Fondul Monetar Internațional, ceea ce va conduce la deblocarea debursărilor de la creditorii externi;</p> <p>9) Micșorarea poverii deservirii datoriei de stat pe termen mediu și lung;</p> <p>10) Prognoze optimiste privind descreșterea ratei inflației, precum și a ratei anuale a dobânzii aplicate la VMS.</p>	<p>Renminbi, fapt ce va spori expunerea portofoliului datoriei de stat externe față de riscul valutar;</p> <p>9) Preocupările cu privire la evoluția economiei mondiale, la situația băncilor europene, dar și reacția piețelor internaționale în cazul în care Serviciul Federal de Rezerve al Statelor Unite ale Americii va continua procesul de creștere a ratelor de dobândă;</p> <p>10) Factori de natură geopolitică.</p>
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

II. Obiectivele managementului datoriei de stat pe anii 2017-2019

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

Suplimentar, în vederea atingerii acestui obiectiv fundamental au fost stabilite câteva obiective specifice de gestionare a datoriei de stat în perioada 2017-2019:

- 1) Dezvoltarea pieței interne a valorilor mobiliare de stat;
- 2) Îmbunătățirea managementului riscului operațional aferent datoriei de stat.

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

1. Menținerea costurilor asociate datoriei de stat pe termen mediu și lung la nivel acceptabil;
2. Evaluarea și gestionarea riscurilor aferente portofoliului datoriei de stat și datoriilor condiționale;
 - 2.1. Utilizarea posibilităților versiunii actualizate a sistemului informațional DMFAS 6.1 de gestionare a datoriei pentru validarea periodică a bazei de date;
 - 2.2 Elaborarea unui Plan de gestionare a riscului operațional;
3. Consolidarea comunicării cu participanții pe piața valorilor mobiliare de stat. Consolidarea comunicării prevede inclusiv întâlniri frecvente cu participanții pe piața VMS;
4. Asigurarea transparenței și previzibilității pieței valorilor mobiliare de stat, prin publicarea informației aferente licitațiilor de vânzare a VMS;
5. Revizuirea drepturilor și obligațiilor dealerilor primari și stabilirea criteriilor de evaluare a performanțelor dealerilor primari;
6. Monitorizarea sustenabilității datoriei de stat.

III. Strategii de finanțare a soldului (deficitului) bugetului de stat

Necesitățile de finanțare pe termen mediu ale Guvernului sînt bazate pe estimările soldului (deficitului) bugetului de stat pentru perioada 2017-2019. Soldul (deficitul) bugetului de stat este acoperit în cea mai mare parte prin

finanțarea netă din surse interne și externe care constituie unul din principalii factori care contribuie la majorarea sau diminuarea soldului datoriei de stat.

Astfel, pe termen mediu acoperirea soldului (deficitului) bugetului de stat va fi asigurată conform următoarei strategii (S1):

Tabelul 3

Prognoza surselor de finanțare, ca pondere în Produsul Intern Brut (PIB), 2017-2019

Indicatori	U/M	2017	2018	2019
Sold bugetar	% în PIB	-2,9%	-2,9%	-2,9%
Active financiare și alte surse de finanțare	% în PIB	-1,6%	-1,0%	-0,4%
Necesități de finanțare, inclusiv:	% în PIB	4,5%	3,9%	3,3%
<i>Finanțare externă netă</i>	<i>% în PIB</i>	4,7%	3,1%	2,0%
<i>Finanțare internă netă</i>	<i>% în PIB</i>	-0,2%	0,8%	1,3%

Astfel, pe termen mediu se observă tendința de acoperire a soldului (deficitului) bugetului de stat preponderent din surse externe. Această evoluție relevă dependența considerabilă a Republicii Moldova de creditorii externi și implicit de condiționalitățile de accesare a fondurilor externe.

În perioada 2017-2019 se estimează că Guvernul va beneficia de intrări din împrumuturi de stat externe care vor fi direcționate în medie de 37% pentru susținerea bugetului, iar pentru finanțarea proiectelor investiționale circa 63%.

Totodată, în această perioadă, se estimează că în medie cca. 87% din împrumuturile primite vor fi de la instituțiile multilaterale, iar restul 13%, de la creditorii bilaterali.

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

Tabelul 4

Finanțarea externă, în perioada anilor 2017-2019

Indicatori	U/M	2017	2018	2019
Finanțarea externă, inclusiv:	% din PIB	6,0%	4,7%	4,0%
Împrumuturi de la creditorii bilaterali cu rata dobânzii fixă	% din total	25,8%	9,5%	0,0%
Împrumuturi de la creditorii multilaterali la termeni concesionali	% din total	0,7%	0,6%	0,7%
Împrumuturi de la creditorii multilaterali la termeni semiconcesionali	% din total	44,4%	47,0%	38,9%
Împrumuturi de la creditorii multilaterali cu rata dobânzii variabilă	% din total	29,1%	42,9%	60,4%

Structura pe creditorii a intrărilor de surse de finanțare externă prognozate relevă cei mai importanți creditorii pentru perioada 2017-2019, după cum urmează:

- a) Grupul Băncii Mondiale – 25,0%
- b) Banca Europeană de Investiții – 19,7%;

- c) Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare – 19,6%;
- d) Comisia Europeană – 10,3%
- e) Fondul Monetar Internațional – 7,5%
- f) Guvernul Poloniei – 6,7%;
- g) Guvernul României – 6,1%;
- h) Banca de Dezvoltare a Consiliului Europei – 4,5%;
- i) Fondul Internațional pentru Dezvoltare Agricolă – 0,7%.

Referitor la finanțarea internă, este de menționat că pentru anul 2017 Ministerul Finanțelor își va direcționa eforturile spre restructurarea sistemului de dealeri primari și continuarea emisiunilor obligațiunilor de stat cu maturitatea de 3 ani, iar pentru anii 2018-2019, în dependență de cererea pieții, planifică emisiunea obligațiunilor de stat cu maturitatea de 5 ani. Totodată, în scopul dezvoltării, inclusiv și a pieții secundare a VMS, Ministerul Finanțelor va lansa operațiuni de redeschidere (reopening) și răscumpărare anticipată (buyback) pentru obligațiunile de stat.

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

Tabelul 5

Finanțarea internă pe piața primară, în perioada anilor 2017-2019

Indicatori	U/M	2017	2018	2019
VMS emise prin licitații pe piața primară, inclusiv:	% în PIB	6,1%	6,6%	7,4%
<i>Bonuri de trezorerie</i>	<i>% din total</i>	98%	97%	95%
<i>Obligațiuni de Stat</i>	<i>% din total</i>	2%	3%	5%

În scop analitic, Ministerul Finanțelor a examinat și o opțiune alternativă de finanțare (S2) a soldului (deficitului) bugetului de stat din surse interne și externe care are la bază menținerea unei finanțări interne nete pozitive pe termen mediu și se axează pe *dezvoltarea de instrumente noi spre a fi emise pe piața internă începând cu anul 2019* care să ofere alternative de investire atât pentru investitorii rezidenți cât și nerezidenți. *Referitor la sursele externe s-a analizat preponderent majorarea finanțării de la creditorii bilaterali cu rata dobânzii fixă.*

Ministerul Finanțelor a analizat, din punct de vedere cantitativ și calitativ, cele două strategii de finanțare a soldului (deficitului) bugetului de stat, și prezintă rezultatele simulărilor din punct de vedere al costurilor și riscurilor aferente.

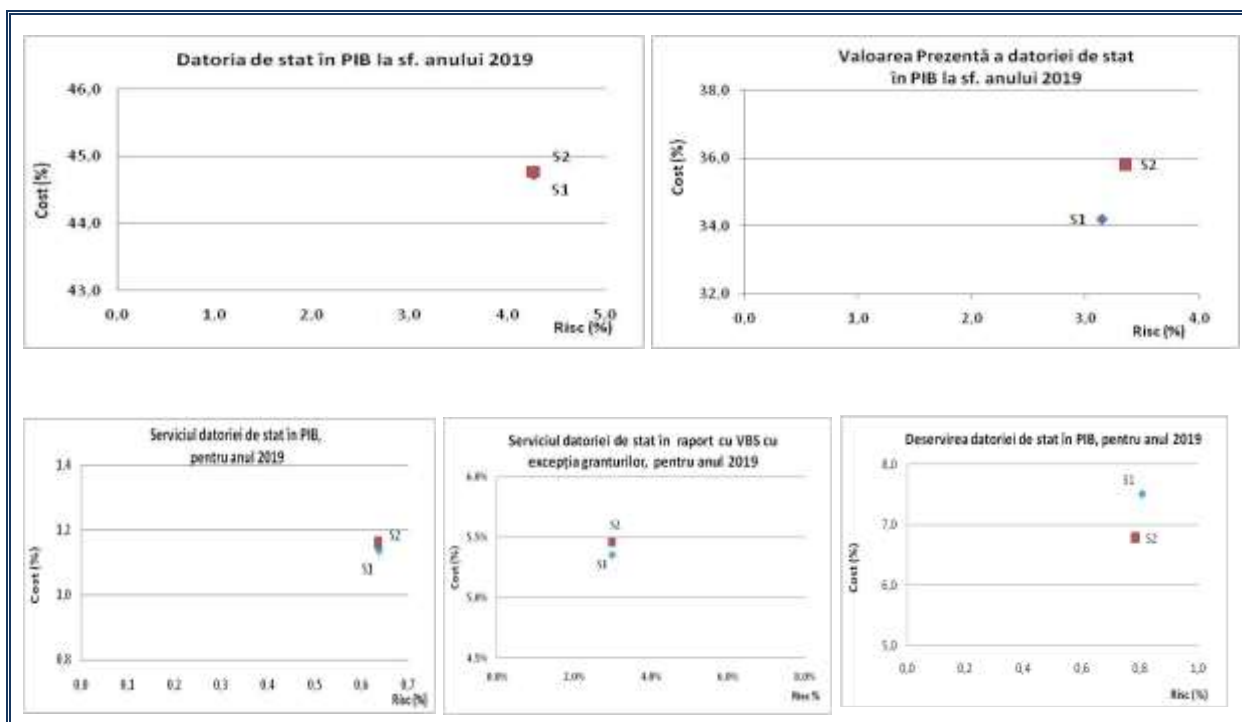


Fig.1. Evoluția indicatorilor datoriei de stat ca rezultat al aplicării strategiilor de finanțare S1 și S2

Pe termen mediu, datoria de stat, în valori nominale, se va majora cu aproximativ 40,0%, PIB-ul se va majora cu 27,5%, în valori nominale, iar activele oficiale de rezervă vor înregistra o majorare cu 32,0%, conform estimărilor misiunii FMI coordonate cu autoritățile Republicii Moldova, din august 2016.

Rezultatele analizei relevă că pe termen mediu soldul datoriei de stat în PIB care reiese urmare a S1 și S2 se va menține la același nivel de sub 45%.

Totuși, pentru Republica Moldova care accesează fonduri externe preponderent la condiții concesionale și semiconcesionale este mai relevant de analizat indicatorul ponderea valorii prezente a datoriei de stat în PIB. Astfel, finanțarea conform strategiei S1 este mai avantajoasă din acest punct de vedere, indicând că la finele anului 2019, valoarea prezentă a datoriei de stat se va situa la nivelul de circa 34% din PIB, cu 1,6 p.p. mai puțin comparativ cu S2.

Totodată, indicatorul de lichiditate ponderea deservirii datoriei de stat în PIB arată că finanțarea conform S1 va duce la cheltuieli mai mari cu 0,7 p.p. comparativ cu S2, fapt care se explică prin majorarea semnificativă a finanțării interne nete între anii 2018-2019, care este mai costisitoare decât cea externă și comportă o maturitate redusă.

Este de menționat și faptul că ambele strategii de finanțare mențin pe termen mediu cheltuielile aferente plăților de dobândă aproximativ la același nivel, cu mult sub pragul de 15% în raport cu veniturile bugetului de stat cu excepția granturilor.

Din cele expuse, similar anului precedent, luând în considerație constrângerile impuse de piața financiară locală, Ministerul Finanțelor își

propune să inițieze un proces de tranziție prin care va începe cu implementarea S1cu orientare pe termen mediu spre S2.

IV. Riscurile asociate portofoliului datoriei de stat la situația de la sfârșitul anului 2019 și constrângerile care pot afecta implementarea prezentului Program

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 a Republicii Moldova și include:

- a) riscul de refinanțare;
- b) riscul valutar;
- c) riscul ratei de dobândă.

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

În tabelul ce urmează este prezentată evoluția indicatorilor de risc asociați datoriei de stat de la finele anului 2019 urmare a implementării strategiei de finanțare.

Tabelul 6

Indicatorii riscurilor de piață aferenți datoriei de stat de la sfârșitul anului 2019

Indicatori	Datoria de stat internă	Datoria de stat externă	Totalul datoriei de stat
1. Riscul de refinanțare			
a) Perioada medie de maturitate a datoriei de stat (ATM), ani	8,1*	11,4	10,4
b) Datoria scadentă în decurs de 1 an, (% din total)	44,0%*	3,8%	17,1%
2. Riscul valutar			
Structura datoriei de stat pe componente, (% din total)	33,0%*	67,0%	100,0%
3. Riscul ratei de dobândă			
a) Datoria cu rata dobânzii flotantă, (% din total)	44,6%*	22,3%	28,9%*
b) Perioada medie de refixare a datoriei de stat (ATR), ani	8,1*	9,4	9,0
c) Datoria cu rata dobânzii ce urmează a fi refixată în decurs de 1 an, (% din total)	50,1%*	36,5 %	39,2%

**ca urmare a emisiunii de către Ministerul Finanțelor a obligațiunilor de stat cu scadența cuprinsă între 1 și 25 ani, conform Legii nr. 235 din 03.10.2016 privind emisiunea obligațiunilor de stat în vederea executării de către Ministerul Finanțelor a obligațiilor de plată derivate din garanțiile de stat nr.807 din 17 noiembrie 2014 și nr.101 din 1 aprilie 2015.*

Indicatorii riscului de piață aferenți datoriei de stat de la sfârșitul anului 2019 indică faptul că portofoliul datoriei de stat va fi în continuare expus riscului valutar urmare a faptului că 67% din soldul datoriei de stat va fi denominat în valută străină. Acest fapt se datorează inclusiv și constrângerilor impuse de piața financiară internă și anume a cererii scăzute pentru valorile mobiliare de stat denuminate în monedă națională.

Totodată, datoria de stat cu rata dobânzii flotantă se va diminua cu 14,7 p.p. la finele anului 2019 comparativ cu situația din 30 iunie 2016, preponderent urmare a convertirii garanției de stat în VMS cu rata dobânzii fixă, care la finele anului 2019 vor constitui circa 18% din soldul datoriei de stat.

Datoria de stat internă va continua să fie expusă riscului ratei de dobândă datorită ponderii de 44,6% care comportă rată de dobândă flotantă și 50,1% care urmează să fie refixată la rate noi de dobândă în decurs de un an. Această situație rezultă din faptul că circa 60% din finanțarea internă pe piața primară prognozată pentru anul 2019 vor constitui bonurile de trezorerie cu maturitatea de pînă la un an, ceea ce face ca rata de dobândă a acestor instrumente să se refixeze pe parcursul anului de mai multe ori, în dependență de evoluția pieții interne.

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 dezvolta un plan de gestionare a riscului operațional aferent datoriei de stat.

2. 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, adică riscul ratei de dobândă și riscul valutar, a fost analizată influența modificărilor potențiale ale ratelor de dobândă și 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 care s-a aflat la baza selectării acestor șocuri a fost evoluția cursurilor de schimb și a ratelor de dobândă din anul 2015 și pe parcursul primului semestru al anului 2016. Aceste șocuri vor fi aplicate suplimentar la scenariul de bază privind evoluția acestor indicatori.

Astfel, scenariile analizate sunt prezentate în cele ce urmează:

A – *deprecierea monedei naționale* în anul 2017 cu 20%, față de dolarul SUA și euro.

B – majorarea anuală a ratelor de dobândă comparativ cu scenariul de bază:

- a) pe piața externă cu 1,0 p.p.;
- b) cu 5 p.p. pe piața internă.

C – majorarea anuală considerabilă a ratelor de dobândă comparativ cu scenariul de bază:

- a) pe piața externă, gradual cu 1 p.p. în 2017 pînă la 3 p.p. în 2019;
- b) pe piața internă, gradual de la 5 p.p. în 2017 pînă la 10 p.p. în 2019.

D – șoc combinat între deprecierea monedei naționale cu 10% față de dolarul SUA și euro concomitent în anul 2017 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).

Ceilalți indicatori macroeconomici, cum ar fi PIB-ul, inflația, indicatorii bugetului de stat etc., sînt considerați constanți în perioada analizată față de scenariul de bază.

Pentru a urmări efectele șocurilor stabilite asupra portofoliului datoriei de stat în combinație cu strategia de finanțare pe termen mediu S1, sînt analizați indicatorii: ponderea datoriei de stat în PIB, ponderea serviciului datoriei de stat în PIB, serviciul datoriei de stat în raport cu veniturile bugetului de stat cu excepția granturilor și valoarea prezentă a datoriei de stat în PIB pentru situația de la sfîrșitul anului 2019. Evoluția acestor indicatori prezintă variațiile soldului datoriei de stat și ale costurilor aferente acesteia 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 reieșind din condițiile actuale ale pieței locale.

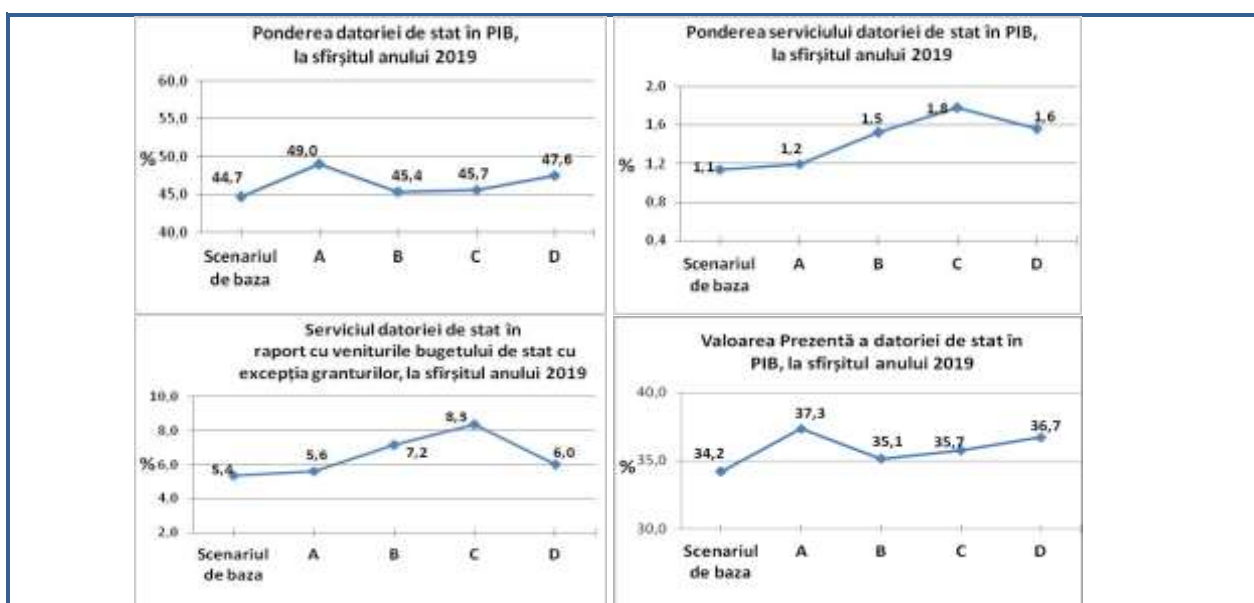


Fig. 2. Evoluția indicatorilor datoriei de stat ca rezultat al aplicării S1 și sub influența șocurilor privind evoluția indicatorilor de piață, conform situației de la sfîrșitul anului 2019

Principalele concluzii formulate în baza datelor prezentate și analizate sunt următoarele.

1) Strategia de finanțare pe termen mediu care va fi implementată de către Ministerul Finanțelor nu este ferită în totalitate de riscuri.

2) Portofoliul datoriei de stat prezintă cea mai mare expunere față de riscul valutar. Astfel, la o depreciere de 20% a leului moldovenesc aplicată în 2017 față de dolarul SUA și euro, ponderea datoriei de stat în PIB se poate majora cu 4,3p.p., iar valoarea prezentă a datoriei de stat în PIB se poate majora cu 3,1p.p., către finele anului 2019

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 0,7 p.p., iar indicatorul serviciul datoriei de stat în raport cu veniturile bugetului de stat cu excepția granturilor se majorează cu 2,9 p.p., de la 5,4% pînă la 8,3%.

În concluzie, 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.

3. Constrîngerile care pot afecta implementarea managementului datoriei de stat pe termen mediu

La acest compartiment se referă factorii care ar putea afecta implementarea obiectivelor și acțiunilor aferente managementului datoriei de stat pe termen mediu, inclusiv prognozele prezentate:

- 1) tergiversarea semnării unui program cu FMI;
- 2) *factorii macroeconomici*, care reflectă modificările indicatorilor aflați la baza elaborării prognozelor pe termen mediu. Aceștia vizează:
 - a) încetinirea creșterii economice;
 - b) dinamica ratei inflației;
 - c) fluctuația cursului de schimb al monedei naționale;
 - d) fluctuația ratelor de dobândă pe piața internă;
 - e) reformele structurale;
 - f) modificarea politicii monetare;
 - g) modificarea politicii bugetar-fiscale;
 - h) modificarea cadrului legislativ și normativ.

NOTĂ INFORMATIVĂ

la proiectul Hotărârii Guvernului

„Cu privire la aprobarea Programului „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2017-2019)””

În vederea administrării eficiente a datoriei de stat și în temeiul prevederilor art.6 din Legea nr. 419-XVI din 22 decembrie 2006 cu privire la datoria sectorului public, garanțiile de stat și recreditarea de stat, a fost elaborat Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2017-2019)”. Necesitatea elaborării unui astfel de document rezultă inclusiv din prevederile DeMPA, care este un *Instrument de evaluare a performanței managementului datoriei* elaborat de către Banca Mondială și care stabilește elementele indispensabile pentru realizarea practicilor durabile de gestionare a datoriei.

Programul este elaborat în baza Prognozei actualizate a indicatorilor macroeconomici pentru anii 2017-2019, din 13.07.2016, elaborată de către Ministerul Economiei și în baza estimărilor din Cadrul bugetar pe termen mediu (2017-2019) aprobat prin hotărârea Guvernului nr.1011/26.08.2016.

Scopul elaborării documentului constă în stabilirea direcțiilor prioritare de activitate ale Ministerului Finanțelor orientate spre atingerea obiectivului fundamental și a celor specifice privind managementul datoriei de stat și sporirea previzibilității pieții valorilor mobiliare de stat (VMS) pentru investitori.

Programul se axează pe descrierea strategiei de finanțare a soldului (deficitului) bugetului de stat și pe identificarea factorilor de cost și de risc aferenți.

Astfel, conform acestei strategii, necesitățile de finanțare ale soldului (deficitului) bugetului de stat vor fi acoperite în perioada anilor 2017-2019, în medie la nivel de 80 la sută anual din surse externe. Împrumuturile de stat externe primite vor fi în proporție de aproximativ 87 la sută de la creditorii multilaterali. Finanțarea internă netă va urma o tendință neuniformă, înregistrând o majorare constantă în perioada anilor 2018-2019, cu majorarea graduală a ponderii VMS pe termen lung. Astfel, se preconizează lansarea emisiunilor de obligațiuni de stat cu maturitatea de 5 ani, în dependență de cererea pe piață.

Ca pondere în PIB, datoria de stat urmează să se mențină sub nivelul de 45 la sută la sfârșitul anului 2019.

În scop analitic, Ministerul Finanțelor a examinat și o opțiune alternativă de finanțare a soldului (deficitului) bugetului de stat din surse interne și externe care are la bază menținerea unei finanțări interne nete pozitive pe termen mediu și se axează pe dezvoltarea de instrumente noi spre a fi emise pe piața internă începând cu anul 2019. Referitor la sursele externe s-a analizat preponderent majorarea finanțării de la creditorii bilaterali cu rata dobânzii fixă.

În vederea monitorizării continue a riscurilor și evitării expunerii majore a portofoliului datoriei de stat față de anumite tipuri de risc, Programul stabilește un set de parametri de risc/sustenabilitate aferenți datoriei de stat. Parametrii respectivi vor fi calculați și publicați lunar în cadrul buletinelor statistice privind datoria de stat și trimestrial în cadrul Raportului privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat.

De asemenea, a fost analizată influența modificărilor ratelor de dobândă și a cursurilor de schimb asupra datoriei de stat și a costurilor aferente acesteia, cu scopul de a examina volatilitatea portofoliului datoriei de stat la expunerea față de riscul ratei de dobândă și cel valutar, pe termen mediu. În acest sens, au fost elaborate patru scenarii de șoc care vizează deprecierea monedei naționale și majorarea ratelor de dobândă, atât pe piața externă, cât și pe cea internă. Pentru a urmări efectele șocurilor stabilite asupra portofoliului datoriei de stat, a fost analizat un set de indicatori de lichiditate și solvabilitate.

Principalele concluzii care au fost stabilite în baza datelor prezentate constau în faptul că strategia de finanțare a soldului (deficitului) bugetului de stat nu este în totalitate ferită de riscuri. Soldul datoriei de stat prezintă cea mai mare expunere față de riscul valutar, iar serviciul datoriei de stat, adică costul asociat acesteia este expus în cea mai mare măsură riscului ratei de dobândă. Totuși, 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.

Informația privind implementarea măsurilor Programului „Managementul datoriei de stat pe termen mediu” va fi inclusă în Raportul anual privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat.

MINISTRU



Octavian ARMAȘU