

PROGRAMUL
„Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2023-2025)”

I. INTRODUCERE

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 (2023-2025)” (în continuare – *Program*).

Documentul reprezintă o continuare a Programului „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2022-2024)”, fiind revizuit pentru orizontul de timp 2023-2025, în concordanță cu prognoza privind evoluția datoriei de stat pentru perioada 2023-2025 și prognoza indicatorilor macroeconomici furnizată de Ministerul Economiei, utilizate la elaborarea bugetului de stat pentru anul 2023.

Prezentul Program stabilește obiectivul fundamental și obiectivele specifice ale managementului datoriei de stat, evaluează riscurile asociate gestionării datoriei de stat, 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 conform scenariului de bază 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)*.

Prezentul Program este elaborat ținând cont de ritmurile înalte de creștere a inflației în Republica Moldova, ce sunt influențate de lipsa propriilor resurse energetice, afectând negativ perspectivele dezvoltării și creșterii economice în țară, precum și de măsurile Băncii Naționale a Moldovei cu aplicarea principalelor operațiuni de politică monetară, de constrângerile determinate pe piața financiară locală și de impactul acestora asupra finanțării deficitului bugetar aprobat în Legea bugetului de stat pentru anul 2023 nr. 359/2022 și estimărilor pentru anii 2024-2025.

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, determinate în baza

rezultatelor instrumentului analitic MTDS. Pentru formarea unui portofoliu de datorii, Ministerul Finanțelor efectuează în permanență analize cost-risc și ale impactului posibilelor șocuri asupra acestor indicatori. 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 relevantă a portofoliului datoriei de stat. Devieri minore de la limitele propuse sunt permise în cazul în care acestea nu cauzează riscuri financiare adiționale. Parametrii de risc și sustenabilitate stabiliți pentru perioada 2023-2025 sunt reflectați în tabelul 1.

Tabelul 1

Indicatorii de risc aferenți datoriei de stat pentru perioada 2023-2025

Parametri de risc pentru perioada 2023-2025	Valori pentru perioada 2023-2025
Riscul valutar	
Ponderea datoriei de stat interne din total (% din total)	min. 25
Ponderea datoriei de stat într-o anumită valută străină (% din total)	max. 45
Riscul de refinanțare	
Ponderea datoriei de stat scadentă în decurs de un an (% din total)	max. 25
ATM* pentru total datorie de stat (ani)	7-10
VMS** emise pe piața primară scadente în decurs de un an (% din total)	max. 85
Riscul ratei dobânzii	
Ponderea datoriei de stat cu rata dobânzii variabilă (% din total)	max. 45
Parametri de sustenabilitate pentru perioada 2023-2025	
Serviciul datoriei de stat în raport cu veniturile bugetului de stat, cu excepția granturilor (%)	max. 10
Ponderea datoriei de stat în PIB (%)	max. 43

*ATM – perioada medie de maturitate

**VMS – valori mobiliare de stat

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, se va determina modul în care vor fi satisfăcute viitoarele nevoi de finanțare.

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.

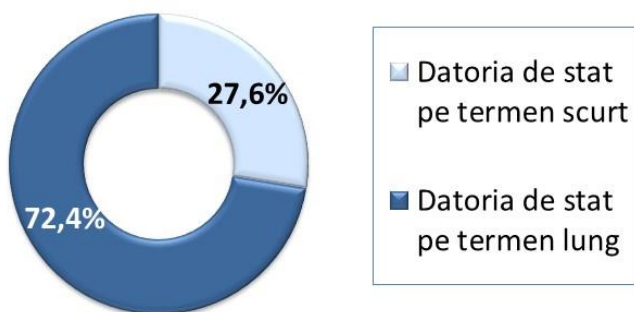
II. DESCRIEREA PORTOFOLIULUI DATORIEI DE STAT

Secțiunea 1

Evoluția datoriei de stat începând cu anul 2021

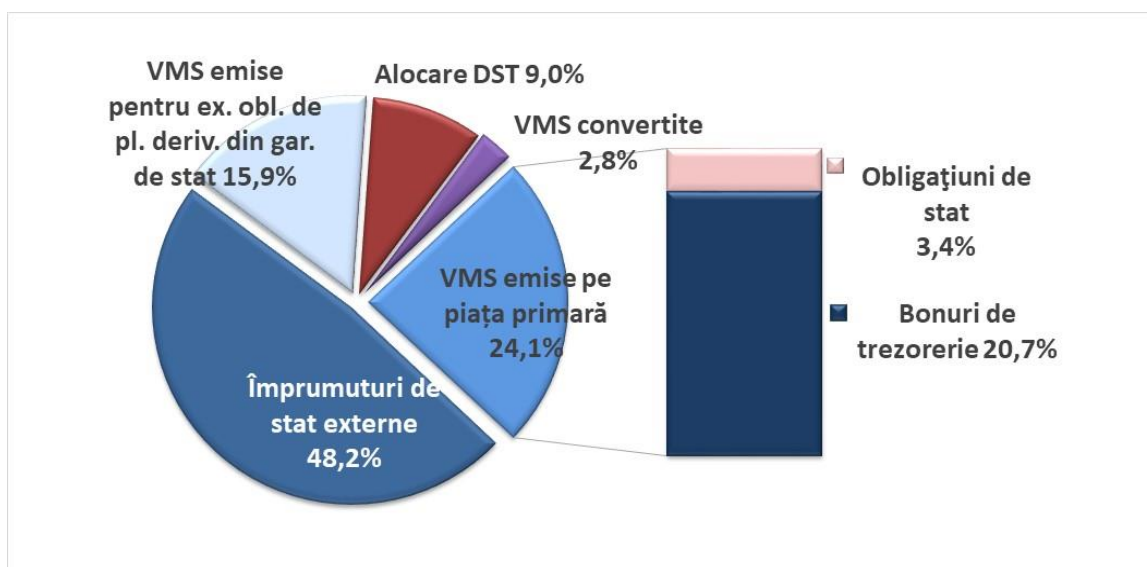
La situația din 31 decembrie 2021, soldul datoriei de stat a constituit 77 752,7 mil. lei, majorându-se cu 14,6% față de sfârșitul anului 2020, fiind influențat în special de majorarea soldului datoriei de stat interne cu 4 045,8 mil. lei, dar și de majorarea soldului datoriei de stat externe cu 5 886,2 mil. lei. La sfârșitul lunii a zecea a anului 2022, soldul datoriei de stat a constituit 86 584,7 mil. lei, majorându-se cu 11,4% față de sfârșitul anului 2021. Creșterea soldului datoriei de stat se explică prin necesitatea atragerii surselor externe în vederea finanțării deficitului bugetar, în situația lipsei posibilității atragerii surselor pe piața internă la costuri acceptabile.

Structura datoriei de stat conform maturității rămase arată că la situația din 31 decembrie 2021 datoria de stat pe termen scurt se situează la nivelul de 27,6%, ceea ce înseamnă că mai mult de o pătrime din soldul datoriei de stat urmează să ajungă la scadență în decurs de un an. Totodată, datoria pe termen lung constituie 72,4% din portofoliul datoriei de stat, conform graficului 1, majorându-se cu 0,5% comparativ cu situația actuală din 31 octombrie 2022, astfel cele mai lungi perioade ale maturității fiind caracteristice împrumuturilor de stat externe și VMS emise pentru executarea obligațiilor de plată derivate din garanțiile de stat.



Graficul 1. Structura datoriei de stat conform maturității rămase la situația din 31 decembrie 2021 (%)

În structura datoriei de stat după instrumente, conform graficului 2, la situația de la 31 decembrie 2021, ponderea majoritară o dețin împrumuturile de stat externe cu 48,2%, micșorându-se cu 4,4 p.p. față de ponderea care o dețineau la sfârșitul anului 2020. A doua poziție este ocupată de VMS emise pe piața primară cu ponderea de 24,1%, după care urmează VMS emise pentru executarea obligațiilor de plată derivate din garanțiile de stat cu ponderea de 15,9%, alocarea DST cu 9,0% și VMS convertite (în portofoliul Băncii Naționale a Moldovei) cu 2,8%. Ponderea obligațiunilor de stat în totalul datoriei de stat a înregistrat un nivel de 3,4%, iar ponderea bonurilor de trezorerie – 20,7%.



Graficul 2. Structura datoriei de stat după instrumente la situația din 31 decembrie 2021

Pe parcursul anului 2021, pentru serviciul datoriei de stat, din bugetul de stat au fost utilizate mijloace financiare în sumă de 1 897,3 mil. lei, iar la situația din 31 octombrie 2022, serviciul datoriei de stat constituie 2 044,6 mil. lei, respectiv suma destinată serviciului datoriei de stat sau costul asociat acesteia s-a majorat cu 7,8% comparativ cu sfârșitul anului precedent, ca urmare a majorării ratelor de dobândă, în special a celor aferente datoriei interne. În contextul creșterii ratelor de bază aplicate la principalele operațiuni de politică monetară, Ministerul Finanțelor monitorizează în permanență situația pe piața primară a VMS și comercializează VMS doar la rate acceptabile ale dobânzii.

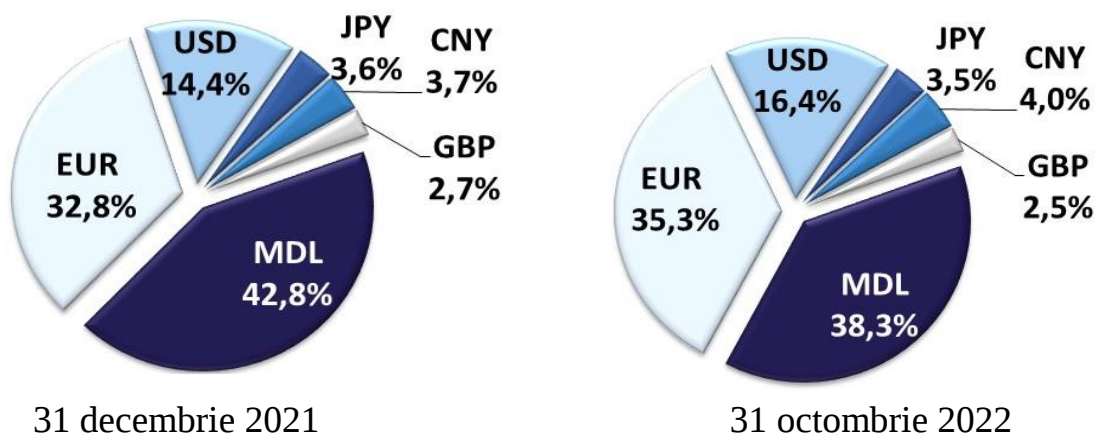
Secțiunea a 2-a

Riscuri asociate portofoliului datoriei de stat la situația din 31 octombrie 2022

Principalele tipuri de riscuri asociate portofoliului datoriei de stat a Republicii Moldova identificate drept riscuri sunt:

1) Riscul valutar

Riscul valutar este unul dintre principalele categorii de riscuri asociate portofoliului datoriei de stat, deoarece afectează atât costul datoriei de stat, cât și volumul acesteia. Astfel, conform graficului 3, la situația din 31 octombrie 2022, 61,7% din portofoliul datoriei de stat îi revin datoriei de stat externe, cu 4,5 p.p. mai mult comparativ cu sfârșitul anului 2021, datoria de stat externă fiind în totalitate denominată în valută străină și, prin urmare, fiind supusă riscului valutar.



Graficul 3. Structura datoriei de stat după tipurile de valute la situația din 31 decembrie 2021 și 31 octombrie 2022

Structura datoriei de stat după tipurile de valute evidențiază vulnerabilitatea portofoliului datoriei de stat față de euro și dolarul SUA, ceea ce implică necesitatea monitorizării continue a cursului de schimb al acestor valute. În consecință, deprecierea monedei naționale ar expune portofoliul datoriei de stat riscului valutar, creând o povară suplimentară pentru deservirea datoriei de stat externe.

2) Riscul de refinanțare¹

Așteptările privind cererea de VMS, inclusiv pe termen lung, pe parcursul anilor 2021-2022 au fost influențate de conjunctura economică extrem de complicată, atât ca urmare a procesului de redresare post-COVID, cât și ca urmare a crizei geopolitice generate de conflictul din Ucraina, care a alimentat creșterea costurilor combustibililor și materiilor prime, creșterea inflației, precum și majorarea ratelor de bază aplicată la principalele operațiuni de politică monetară și, respectiv, a ratei dobânzii la VMS emise pe piața primară. Menținerea unui climat dificil la nivel geopolitic amplifică incertitudinile în rândul investitorilor și generează fluctuații la cererea de VMS, într-un mediu economic caracterizat prin rate de dobândă în creștere și condiții volatile de piață. De exemplu, luând în considerare estimările pentru profilul de răscumpărare a datoriei de stat interne în anii ce urmează, se evidențiază vârful de plată pentru anul 2023, ceea ce denotă faptul că datoria de stat internă este în continuare preponderent pe termen scurt. Totodată, menționăm că anual, în luna octombrie, sunt răscumpărate VMS, conform Legii nr. 235/2016 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.

¹ Profilul rambursării datoriei de stat interne nu include datoria Guvernului față de Banca Națională a Moldovei (VMS convertite), cu excepția sumelor prevăzute spre rambursare incluse în legea bugetului de stat pe anul respectiv, deoarece aceasta este reperfectată anual în baza unui acord între Ministerul Finanțelor și Banca Națională a Moldovei, astfel comportând un nivel redus al riscului de refinanțare. Profilul de rambursare a datoriei de stat externe nu include instrumentul „alocarea DST”, întrucât acesta reprezintă o datorie purtătoare de dobândă sub forma activelor de rezervă alocate de către Fondul Monetar Internațional membrilor săi, care nu prevede rambursarea sumei principale și nu va fi refinanțată.

Segmentul datoriei de stat interne pe termen scurt ce urmează a fi refinanțat în fiecare an prin noi emisiuni de VMS reprezintă un risc semnificativ pentru bugetul de stat, în contextul unor eventuale majorări ale ratelor de dobândă pe piața internă.

În ce privește datoria de stat externă, riscul de refinanțare este redus, ca urmare a structurii de rambursare a împrumuturilor contractate de la creditori internaționali, cu perioade de grație și scadențe lungi.

Profilul rambursării datoriei de stat, conform tabelului 2, determină o durată medie rămasă de 7,6 ani la situația din 31 octombrie 2022, respectiv cu 0,8 ani mai mult comparativ cu situația de la sfârșitul anului 2021, unde pentru datoria de stat internă perioada medie de maturitate constituie 5,4 ani și pentru datoria externă – 9,2 ani, iar 27,1% din datoria de stat urmează să ajungă la scadență în decurs de un an.

Tabelul 2

Indicatori privind riscul de refinanțare

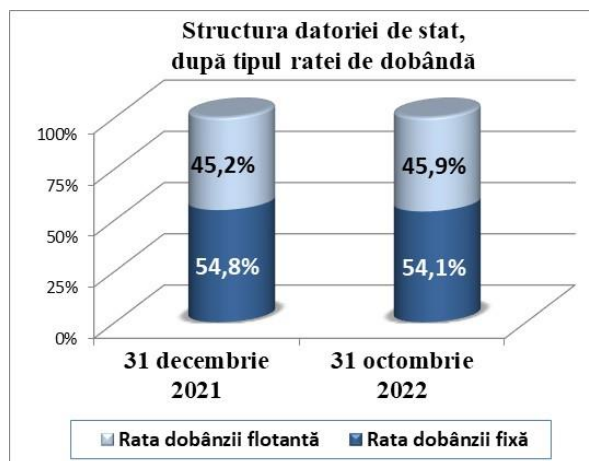
Indicatori	Datoria de stat internă		Datoria de stat externă		Total datoria de stat	
	31 dec. 2021	31 oct. 2022	31 dec. 2021	31 oct. 2022	31 dec. 2021	31 oct. 2022
Perioada medie de maturitate, ani	4,9	5,4	8,4	9,2	6,8	7,6
Datoria scadentă în decurs de un an, %	57,6	59,7	5,1	6,9	27,6	27,1

Pentru administrarea acestui risc, este necesar ca Ministerul Finanțelor să continue politica de construire a unor serii lichide bazate pe emisiuni ale VMS pe maturități lungi. Respectiv, aceste măsuri vor sprijini consolidarea și extinderea curbei randamentelor în lei și vor asigura diminuarea expunerii portofoliului de datorie la riscul de refinanțare și de lichiditate pe piața internă, în măsura în care condițiile de piață o permit.

3) Riscul ratei de dobândă²

Riscul ratei de dobândă este în continuare considerat unul dintre cele mai importante riscuri asociate portofoliului datoriei de stat, care nu trebuie neglijat. Faptul că ponderea datoriei cu rata dobânzii flotantă la situația din 31 octombrie 2022 constituie 45,9% (graficul 4) și reflectă o majorare cu 0,7 p.p. comparativ cu sfârșitul anului 2021 se datorează în mare parte datoriei de stat interne, care, din cauza instrumentelor cu maturitatea de până la un an, prezintă atât un risc al ratei de dobândă, cât și un risc de refinanțare pronunțat.

² În contextul analizei riscului ratei de dobândă, datoria de stat internă cu maturitatea de până la un an și purtătoare de rată a dobânzii fixă este atribuită la categoria datoriei cu rata dobânzii flotantă, întrucât din cauza maturității reduse aceasta este refinanțată în fiecare an la condiții noi de piață, fiind supusă riscului ratei de dobândă. Spre deosebire de profilul rambursării datoriei de stat interne și externe, la calcularea indicatorilor riscului ratei de dobândă se include tot portofoliul datoriei de stat, inclusiv datoria Guvernului față de Banca Națională a Moldovei (VMS convertite), precum și alocarea DST, acestea fiind supuse riscului ratei de dobândă.



Graficul 4. Structura datoriei de stat după tipul ratei de dobândă

Indicatorul „perioada medie de refixare” este cu atât mai sigur cu cât deține o valoare mai mare, respectiv datoria de stat internă este expusă în cea mai mare măsură riscului ratei de dobândă, întrucât la situația din 31 octombrie 2022 60,5% din datoria de stat internă urmează să fie refixată la rate noi de dobândă în decurs de un an. Astfel, o majorare a ratelor de dobândă pe piața internă va afecta direct costurile aferente datoriei de stat interne. Ratele de dobândă aferente datoriei de stat externe sunt refixate, în medie, în decurs de 6,6 ani, cu 0,4 ani mai mult comparativ cu sfârșitul anului 2021.

În ce privește datoria de stat în ansamblu, deși perioada de refixare a întregului portofoliu este de 6,2 ani, totuși 48,7% din aceasta urmează a fi refixată la rate noi de dobândă în decurs de un an, astfel evidențiindu-se expunerea portofoliului datoriei de stat la riscul ratei de dobândă.

Tabelul 3

Indicatori privind riscul ratei de dobândă

Indicatori	Datoria de stat internă		Datoria de stat externă		Total datoria de stat	
	31 dec. 2021	31 oct. 2022	31 dec. 2021	31 oct. 2022	31 dec. 2021	31 oct. 2022
Perioada medie de refixare, ani	4,9	5,4	6,1	6,6	5,6	6,2
Datoria cu rata dobânzii ce urmează a fi refixată în decurs de un an, %	58,0	60,5	40,5	41,4	48,0	48,7

Față de cele prezentate în tabelul 3, se poate concluziona că riscul de refinanțare și cel al ratei dobânzii sunt în continuare riscuri asociate portofoliului datoriei de stat, care nu trebuie neglijate și care trebuie corelate cu primul obiectiv privind gestionarea datoriei de stat, respectiv cel de dezvoltare a pieței interne a VMS.

Secțiunea a 3-a

Implementarea Programului „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2022-2024)”

În anul 2021 deficitul bugetului de stat a fost finanțat din contul finanțării externe și interne, respectiv din contul finanțării interne nete în sumă de 3 721,5 mil. lei și din cel al finanțării externe nete de 6 733,3 mil. lei.

Ca urmare a presiunilor inflaționiste la nivelul economiei naționale, începând cu anul 2022, deficitul bugetar este finanțat din contul împrumuturilor externe, din cauza costurilor înalte ale surselor obținute pe piața internă. Pentru anul 2022, creditorii principali ai Guvernului Republicii Moldova sunt: Banca Mondială, prin intermediul Agenției Internaționale de Dezvoltare și al Băncii Internaționale pentru Reconstrucție și Dezvoltare, care va acorda împrumuturi în valoare de 3 690,1 mil. lei (echivalentul a 196,6 mil. dolari SUA), ceea ce reprezintă o pondere de aproximativ 31,1% din volumul total al intrărilor de împrumuturi de stat externe, urmată de Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare cu 2 143,5 mil. lei (echivalentul a 114,2 mil. dolari SUA), ceea ce reprezintă o pondere de 18,1% din totalul intrărilor de împrumuturi de stat externe, urmată de Banca Europeană de Investiții cu 1 752,9 mil. lei (echivalentul a 93,4 mil. dolari SUA), ceea ce reprezintă o pondere de 14,8%, urmată de Fondul Monetar Internațional cu 1 501,8 mil. lei (echivalentul a 80,0 mil. dolari SUA), ceea ce reprezintă o pondere de 12,7% din totalul intrărilor de împrumuturi de stat externe, urmat de Uniunea Europeană cu 1 100,0 mil. lei (echivalentul a 58,6 mil. dolari SUA), ceea ce reprezintă o pondere de 9,3% din totalul intrărilor de împrumuturi de stat externe.

Politica în domeniul datoriei de stat a fost orientată spre atingerea obiectivului fundamental în procesul de administrare a datoriei de stat, stabilit în Program, și anume asigurarea necesităților de finanțare a soldului (deficitului) bugetului de stat la nivel acceptabil de cheltuieli pe termen mediu și lung, în condițiile limitării riscurilor implicate.

În scopul realizării obiectivelor propuse, pe parcursul anului 2022 Ministerul Finanțelor a întreprins următoarele acțiuni:

1) Au fost evaluate, lunar și trimestrial, și gestionate riscurile aferente portofoliului datoriei de stat și datoriilor condiționale (riscul de refinanțare, riscul valutar, riscul ratei de dobândă), fiind monitorizați parametrii de risc asociați datoriei de stat stabiliți în Program.

Astfel, la situația din 31 octombrie 2022 toți parametrii de risc s-au încadrat în limitele anuale stabilite în Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu 2022-2024”, cu excepția indicatorilor: „datoria de stat cu rata dobânzii variabilă (% din total)”, fiind cu 0,9 p.p. mai mult comparativ cu valoarea maximă stabilită, și „VMS emise pe piața primară scadente în decurs de un an”, fiind cu 2,2 p.p. mai mult comparativ cu valoarea maximă stabilită conform Programului. Acest fapt se datorează emisiunii pe parcursul anului 2022 în volume mai mari a

VMS preponderent pe termen scurt, în legătură cu cererea mai mare pe termen scurt din partea investitorilor pentru VMS.

2) De asemenea, trimestrial a fost monitorizată sustenabilitatea datoriei de stat. În acest context, a fost calculat indicatorul de sustenabilitate a datoriei de stat și publicat în rapoartele trimestriale privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat. Astfel, ponderea serviciului datoriei de stat în raport cu veniturile bugetului de stat (cu excepția granturilor) se încadrează în limite sustenabile, constituind 4,0% la situația din trimestrul III al anului 2022, sub plafonul de 8,0 % stabilit în Program, fiind cu 0,2 p.p. mai mic decât nivelul înregistrat la sfârșitul anului 2021, respectiv momentan nu produce riscuri adiționale asupra stabilității macroeconomice a țării.

3) În vederea extinderii maturității portofoliului de VMS, luând în considerare lipsa cererii pentru VMS cu termen lung de circulație, începând cu luna octombrie 2022 a fost emis un nou instrument de VMS – obligațiuni de stat cu rată flotantă cu termen de circulație de trei ani.

4) Pentru a realiza un profil mai uniform al răscumpărării VMS, pe parcursul anului 2022 Ministerul Finanțelor, în procesul de emisiune a VMS pe piața primară, a ținut cont de necesitățile de refinanțare a datoriei de stat interne, evitând concentrarea în perioadele viitoare a răscumpărării unor volume considerabile de VMS.

5) Cel puțin o dată pe trimestru au fost organizate ședințe cu dealerii primari, în cadrul cărora au fost discutate inclusiv perspectivele dezvoltării pieței VMS. La fel, au avut loc ședințe cu brokeri nebancari, pentru a identifica care sunt potențialele obstacole privind tranzacționarea VMS la Bursa de Valori a Moldovei. Totodată, cu ocazia Zilelor Americii în Chișinău, Căușeni, Bălți, Edineț și Rezina, au fost efectuate sondaje în vederea evaluării nivelului de cunoaștere și a potențialului persoanelor fizice de a investi în VMS.

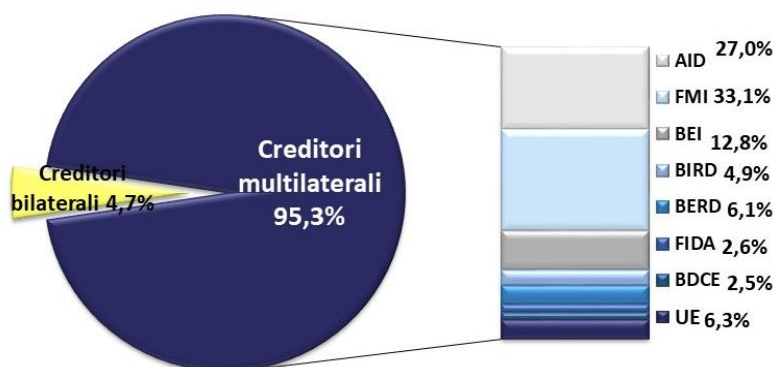
6) Pentru implementarea Conceptului Programului de vânzare directă a valorilor mobiliare de stat persoanelor fizice în Republica Moldova (număr unic 1004/MF/2020), a fost selectată compania implementatoare a sistemului informațional. Astfel, spre sfârșitul anului 2023 se preconizează lansarea acestui program.

7) În nouă luni ale anului 2022, pentru asigurarea gradului de transparență și predictibilitate a pieței VMS, pe pagina web oficială a Ministerului Finanțelor au fost publicate circa 322 de informații.

8) Pentru realizarea acțiunii de monitorizare și evaluare a performanțelor dealerilor primari, au fost efectuate o evaluare anuală (2021) și patru evaluări trimestriale (trimestrul IV al anului 2021, trimestrele I, II și III ale anului 2022) ale performanței dealerilor primari în conformitate cu prevederile Regulamentului cu privire la plasarea, tranzacționarea și răscumpărarea valorilor mobiliare de stat în formă de înscriere în cont, aprobat prin Hotărârea nr. 170/2018, rezultatele fiind comunicate dealerilor primari la întrevederile organizate de către Ministerul

Finanțelor și prin intermediul poștei electronice, în legătură cu situația pandemică de COVID-19 din țară.

9) La situația din 31 octombrie 2022, în structura împrumuturilor de stat externe creditorii multilaterali continuă să fie principalii creditori, constituind 95,3% din soldul total al datoriei externe. Conform graficului 5, cea mai mare pondere în soldul datoriei de stat externe o deține Fondul Monetar Internațional – cu 33,1%, urmat de Agenția Internațională de Dezvoltare cu 27,0%, Banca Europeană de Investiții – cu 12,8%, Uniunea Europeană – cu 6,3%, Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare – cu 6,1%, Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare – cu 4,9%, și alți creditori cu o pondere cumulativă de 9,8%.



Graficul 5. Structura datoriei de stat externe după creditori la situația din 31 octombrie 2022

Pe parcursul primelor 10 luni ale anului 2022, au fost negociate și semnate 11 acorduri de finanțare/împrumut externe în sumă totală de circa 748,7 mil. euro. Acordurile de finanțare respective au fost semnate atât cu instituțiile bilaterale, cât și cu cele multilaterale, dintre care trei acorduri de finanțare au fost semnate cu Agenția Internațională de Dezvoltare, având maturitatea de 30 de ani și rata dobânzii fixă, două acorduri de împrumut cu Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare, având maturitatea cuprinsă între 19 și 35 de ani, rata dobânzii flotantă, un acord de împrumut de tip revolving cu Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare, având maturitatea de trei ani, rata dobânzii flotantă (Euribor șase luni + marja de 1 p.p.), un acord de facilitare de împrumut cu Uniunea Europeană, având maturitatea de 15 ani și rata dobânzii urmând a fi stabilită pentru fiecare tranșă separat în funcție de ratele aplicabile pe piața internațională (pentru prima tranșă rata dobânzii a constituit 1,75%), un contract de finanțare cu Banca Europeană de Investiții, având maturitatea de 18 ani și rata dobânzii urmând a fi stabilită pentru fiecare tranșă separat în funcție de ratele aplicabile pe piața internațională, un acord de împrumut cu Guvernul Republicii Polone, având maturitatea de 15 ani și rata dobânzii fixă de 0,01%, și două acorduri de împrumut cu Agenția Franceză pentru Dezvoltare, având maturitatea de 15 ani și rata dobânzii fixă de 1,38% pentru un acord și flotantă pentru celălalt acord.

De asemenea, pe parcursul primelor 10 luni ale anului 2022 au fost analizate șase oferte de debursare cu opțiuni multiple de condiții financiare din contul împrumuturilor acordate de către Banca Europeană de Investiții pentru realizarea proiectului „Moldova Drumuri III”, „Reabilitarea infrastructurii feroviare”, „Livada Moldovei” și „Moldelectrica Power Transmission”, în sumă totală de 44,8 mil. euro, fiind acceptată varianta optimă în termeni de maturitate a împrumutului și rată a dobânzii pentru fiecare împrumut (tranză) în parte.

10) Pe parcursul anului 2022 a fost implementat Planul de gestionare a riscului operațional și de continuitate a activităților aferente managementului datoriei de stat pentru anul 2022. Documentul stabilește principalele măsuri de reacție la riscurile operaționale, urmărindu-se în același timp diminuarea probabilității de apariție ulterioară a acestora.

III. STRATEGIA DE ADMINISTRARE A DATORIEI DE STAT 2023-2025

Secțiunea 1

Ipoteze macroeconomice și factorii de risc

Ipotezele macroeconomice ale Programului pentru perioada 2023-2025 sunt prezentate în tabelul 4.

Tabelul 4

Proгноza principalilor indicatori macroeconomici

Indicatori	2021	2022	2023	2024	2025
	efectiv	estimat			
Produsul intern brut (valoarea nominală, mld lei)	241,9	278,2	308,8	335,4	360,3
Rata reală de creștere a economiei (%)	13,9	-3,0	2,0	3,5	4,0
Veniturile bugetului de stat (mld lei)	49,4	59,3	64,9	66,5	70,1
Cheltuielile bugetului de stat (mld lei)	54,1	73,9	83,2	82,8	84,9
Indicele prețurilor de consum (mediu anual, %)	5,1	29,3	15,7	6,6	5,0
Cursul de schimb mediu dolari SUA/lei	17,69	18,89	20,01	20,80	21,32
Cursul de schimb mediu euro/lei	20,93	20,20	21,41	22,26	23,24
Soldul (deficitul) bugetului de stat (% din PIB)	-2,0	-5,2	-5,9	-4,9	-4,0

Sursa: Ministerul Finanțelor și Prognoza indicatorilor macroeconomici pentru anii 2023-2025 din 23 noiembrie 2022, furnizată de Ministerul Economiei.

Datele pentru anul curent sugerează primele semnale de recesiune economică, fiind estimată o descreștere în PIB de circa 3% în termeni nominali. Pentru anul 2023 se anticipează reducerea presiunilor pro-inflaționiste și, ca rezultat, rata inflației anuală se estimează la nivel de 15,7%, iar media anuală – la nivel de 6,7%. Pentru anii 2024-2025 se prevede că rata inflației anuală va reveni în intervalul de variație stabilit de Banca Națională a Moldovei, constituind 5-6%, iar rata inflației medie anuală – 5-7%.

Având în vedere prognoza indicatorilor macroeconomici, soldul (deficitul) bugetului de stat raportat la PIB va înregistra o tendință de diminuare în perioada 2023-2025 și va constitui în medie -4,9%, situându-se între -5,9% și -4,0% din PIB.

Secțiunea a 2-a

Obiectivele managementului datoriei

Prezenta strategie constituie documentul de politică în administrarea datoriei de stat. Obiectivul fundamental al managementului datoriei de stat este de a asigura necesitățile de finanțare a 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 sunt:

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

În scopul realizării obiectivelor propuse, Ministerul Finanțelor 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 dobândă;
- 2) evaluarea posibilelor șocuri care se pot manifesta pe piața externă și internă și care pot afecta suma deservirii datoriei de stat;
- 3) gestionarea portofoliului datoriei de stat în vederea reducerii riscurilor asociate portofoliului datoriei de stat și obținerii unei structuri optime a acestuia, ținând cont de raportul cost-risc;
- 4) diversificarea bazei investiționale luând în considerare situația pe piața financiară internă;
- 5) realizarea unui profil uniform al rambursării datoriei, evitând pe cât posibil concentrarea răscumpărării VMS pe termen scurt;
- 6) îmbunătățirea comunicării cu participanții pieței VMS;
- 7) diversificarea canalelor de vânzare a VMS odată cu implementarea platformei de tranzacționare în mod direct a VMS către persoanele fizice;
- 8) asigurarea unui grad înalt de transparență a pieței VMS;
- 9) monitorizarea și evaluarea performanțelor dealerilor primari;
- 10) identificarea unor noi surse financiare pentru finanțarea deficitului bugetar și negocierea de noi acorduri de împrumut externe la condiții financiare avantajoase (de exemplu: maturitate, rată a dobânzii etc.);
- 11) implementarea Planului de gestionare a riscului operațional și de continuitate a activităților aferente managementului datoriei de stat.

Secțiunea a 3-a

Proгноza surselor de finanțare pe termen mediu

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, odată cu ameliorarea situației pe piața internă a VMS, Ministerul Finanțelor va relua operațiunile de redeschidere a VMS și emisiunea VMS cu termenul lung de circulație.

Pentru perioada 2023-2025, ținând cont de estimările soldului (deficitului) bugetului de stat, precum și de spațiul fiscal existent, necesitățile de finanțare pe termen mediu ale Guvernului vor fi acoperite, în cea mai mare parte, prin finanțarea netă din surse externe, aceasta constituind unul dintre principalii factori care contribuie la majorarea soldului datoriei de stat.

Astfel, pe termen mediu, acoperirea soldului (deficitului) bugetului de stat va fi asigurată conform scenariului de bază (S1), după cum se prezintă în tabelul 5.

Tabelul 5

Proгноza surselor de finanțare ca pondere în PIB, 2023-2025

Indicatori	2023	2024	2025
Finanțarea netă (% în PIB)	5,1	4,7	4,5
<i>din care:</i>			
internă (% în PIB)	0,9	1,1	1,0
externă (% în PIB)	4,2	3,6	3,5
Alte surse de finanțare (% în PIB)	0,8	0,2	-0,5
Sold (deficit) bugetar (% în PIB)	-5,9	-4,9	-4,0

Pe termen mediu, soldul (deficitul) bugetului de stat, preponderent privind 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.

Secțiunea a 4-a

Finanțarea internă conform scenariului de bază

Ministerul Finanțelor va menține o politică de emisiune predictibilă și flexibilă adaptată la cerințele mediului investițional, mai ales pe fondul creșterii nevoilor de finanțare în contextul crizei energetice și al evoluției condițiilor de pe

piața internă, care continuă să influențeze asupra randamentului VMS, urmărind asigurarea predictibilității și transparenței ofertei de VMS pentru a putea reacționa prompt la eventualele modificări în tendințele pieței și comportamentul investitorilor. Structura pe termen mediu a finanțării interne pe piața primară este prezentată în tabelul 6.

Tabelul 6

Proгноza emisiunii VMS prin licitații conform scenariului de bază

Indicatori	2023	2024	2025
VMS emise pe piața primară prin licitații (% în PIB), inclusiv:	8,6	9,1	9,6
bonuri de trezorerie (% din total)	97,0	94,0	90,0
obligațiuni de stat (% din total)	3,0	6,0	10,0

Activitatea pe piața internă va fi direcționată în continuare spre menținerea și dezvoltarea pieței VMS. În acest sens, a fost aprobat un Plan de acțiuni privind dezvoltarea pieței valorilor mobiliare de stat, principalele acțiuni fiind:

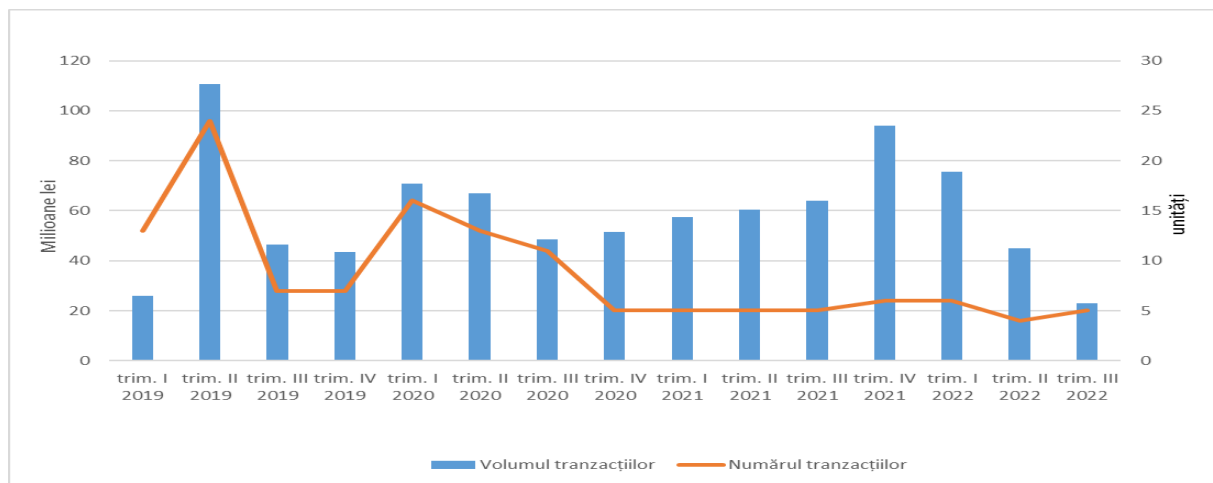
- 1) extinderea pieței VMS;
- 2) promovarea pieței VMS;
- 3) implementarea noilor instrumente financiare privind gestionarea datoriei;
- 4) politica Ministerului Finanțelor de a nu accepta majorarea costurilor de deservire a datoriei de stat interne va continua să mențină o abordare flexibilă în realizarea procesului de finanțare, urmărind asigurarea caracterului predictibil și transparent al ofertei de VMS, pentru a putea reacționa prompt și adecvat la potențialele modificări în tendințele pieței și comportamentul investitorilor;
- 5) continuarea emisiunii obligațiunilor de stat cu rata variabilă cu maturitatea de 2 și 3 ani, precum și a celor cu rata fixă a dobânzii cu maturitatea de 2, 3, 5 și 7 ani;
- 6) odată cu ameliorarea situației pe piața internă a VMS și în scopul consolidării și extinderii curbei de randamente, Ministerul Finanțelor va relua operațiunile de redeschidere a VMS (*reopening*), implementate cu succes începând cu luna octombrie a anului 2018;
- 7) pentru a crește accesibilitatea persoanelor fizice la cumpărarea VMS și în vederea diversificării canalelor de vânzare a VMS, până la sfârșitul anului 2023 va fi implementată o platformă de tranzacționare în mod direct a VMS către persoanele fizice.

Piața secundară

Lichiditatea VMS pe piața secundară reprezintă un indicator important în ce privește nivelul de dezvoltare al pieței VMS 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.

Graficul 6 relevă că numărul tranzacțiilor în ultimele trimestre este relativ constant, în jur de cinci tranzacții per trimestru, iar volumul VMS tranzacționate începând cu trimestrul I al anului 2022 are o tendință descrescătoare.



Graficul 6. Evoluția tranzacțiilor în E-Bond ale VMS în trimestrul I al anului 2019-trimestrul III al anului 2022

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. Pe de o parte, prin monitorizarea respectării obligațiunilor de cotare și tranzacționare de către dealerii primari se va asigura o clară departajare a lor prin prisma performanțelor, iar, pe de altă parte, prin respectarea cerințelor minime de cotare se va impune o disciplină în această activitate.

În vederea extinderii canalelor de tranzacționare a VMS, vor fi admise spre tranzacționare obligațiuni de stat la Bursa de Valori a Moldovei.

Secțiunea a 5-a **Finanțarea externă conform scenariului de bază**

În perioada 2023-2025 se estimează că Guvernul va beneficia de intrări din împrumuturi de stat externe, din care în medie 58,0% vor fi direcționate pentru susținerea bugetului, iar circa 42,0% – pentru finanțarea proiectelor investiționale. În această perioadă, 5,6% din împrumuturile de stat externe vor fi acordate de creditorii bilaterali, iar 94,4% – de instituțiile multilaterale.

Structura pe termen mediu a finanțării externe după categoriile de instrumente este prezentată în tabelul 7.

Proгноza finanțării externe brute conform scenariului de bază

Indicatori	2023	2024	2025
Finanțarea externă brută (% din PIB), <i>inclusiv:</i>	6,0	6,1	4,8
împrumuturi de la creditorii multilaterali în condiții semiconcesionale (% din total)	38,2	59,7	63,9
împrumuturi de la creditorii multilaterali cu rata dobânzii variabilă (% din total)	46,0	39,8	35,5
împrumuturi de la creditorii bilaterali cu rata dobânzii fixă (% din total)	15,8	0,5	0,6

Astfel, structura după creditorii a intrărilor de surse de finanțare externă prognozate relevă cei mai importanți creditorii pentru perioada 2023-2025:

- 1) Grupul Băncii Mondiale – 23,4%;
- 2) Fondul Monetar Internațional – 23,2%;
- 3) Uniunea Europeană – 16,1%;
- 4) Agenția Japoneză de Cooperare Internațională – 11,2%;
- 5) Banca Europeană de Investiții – 10,2%;
- 6) Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare – 8,9%;
- 7) Agenția Franceză de Dezvoltare – 4,6%;
- 8) Banca de Dezvoltare a Consiliului Europei – 1,8%;
- 9) Fondul Internațional pentru Dezvoltare Agricolă – 0,8%.

Împrumuturile externe noi care vor fi contractate vor avea maturitatea de minimum 12 ani, preferință fiind acordată creditorilor multilaterali. 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 și implicațiile riscului valutar în acest sens.

Secțiunea a 6-a
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 Guvernul va accesa noi oportunități de finanțare, preferință fiind 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 diminuarea cu 6,0 p.p. a emisiunii bonurilor de trezorerie prognozate pentru orizontul de timp 2023-2025, concomitent cu majorarea a câte 1,0 p.p. a emisiunilor de obligațiuni cu maturitatea de 2 și 3 ani (cu rată fixă și

flotantă), precum și a emisiunilor de obligațiuni cu maturitatea 5 și 7 ani (cu rată fixă), comparativ cu S1.

Conform S2, ca urmare a rezultatelor simulărilor efectuate, până la sfârșitul anului 2025 datoria de stat scadentă în decurs de un an s-ar diminua cu 3,8 p.p., perioada medie de maturitate a datoriei de stat s-ar majora cu 0,3 ani, iar datoria ce urmează a fi refixată în decurs de un an la rate noi de dobândă s-ar diminua cu 2,8 p.p. Odată cu majorarea ponderii obligațiunilor de stat emise, datoria cu rată fixă a dobânzii, inclusiv bonurile de trezorerie, se va micșora cu 1,0 p.p., totodată ponderea bonurilor de trezorerie în totalul datoriei de stat se va micșora cu 3,9 p.p., astfel expunerea la riscul ratei de dobândă și la riscul de refinanțare fiind diminuată pentru portofoliul datoriei de stat. Prin urmare, politica Ministerului Finanțelor va accepta promovarea opțiunii de finanțare S2 în cazul în care se vor restabili echilibrele macroeconomice și financiare, astfel încât să fie diminuate riscurile aferente perioadei caracterizate.

S3 presupune accesarea pieței financiare internaționale și emiterea unui Eurobond cu maturitatea de 7 ani în anul 2025, în sumă totală de 500,0 mil. euro, cu scopul de a extinde maturitatea portofoliului, de a diversifica baza investițională, precum și de a acoperi insuficiența de resurse externe care a fost prognozată pentru anul 2025, adică 3,1% din PIB.

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 10,9 p.p., perioada medie de maturitate a datoriei de stat s-ar majora cu 1,3 ani, datoria ce urmează a fi refixată la rate noi de dobândă în decurs de un an s-ar diminua cu 8,6 p.p., iar ponderea bonurilor de trezorerie în totalul datoriei de stat s-ar diminua cu 11,0 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 s-ar diminua cu 0,1 p.p., iar ponderea datoriei de stat externe în totalul datoriei s-ar majora cu aproximativ 12,4 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, sub pragul de 10% în raport cu veniturile bugetului de stat.

Secțiunea a 7-a **Riscurile aferente portofoliului datoriei de stat** **conform scenariului de bază**

Managementul riscurilor este esențial din perspectiva gestionării eficiente a datoriei de stat. 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.

Din această perspectivă, ca riscuri aferente portofoliului datoriei de stat evidențiem: riscul de curs valutar, riscul de refinanțare și riscul ratei de dobândă. Pe lângă cele menționate, se atestă și riscul operațional, care acționează indirect asupra datoriei de stat, dar și riscul materializării obligațiilor contingente.

În tabelul 8 este prezentată evoluția indicatorilor de risc asociați datoriei de stat de la sfârșitul anului 2025, ca urmare a implementării scenariului de bază al strategiei de finanțare, comparativ cu situația înregistrată la 31 octombrie 2022.

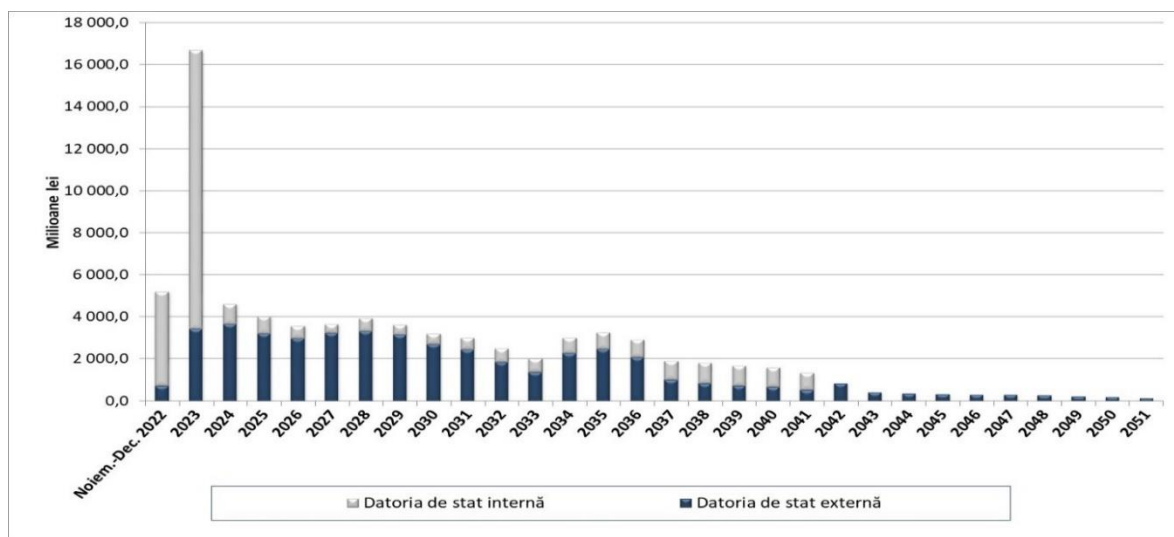
Tabelul 8

**Indicatorii riscurilor de piață aferenți datoriei de stat
la sfârșitul anului 2025**

Indicatori	31 octombrie 2022	31 decembrie 2025
Riscul de refinanțare		
1) Datoria scadentă în decurs de un an (% din total)	27,1	19,4
2) Datoria scadentă în decurs de un an (% din PIB)	8,4	8,3
3) ATM pentru datoria de stat externă (ani)	9,2	10,1
4) ATM pentru datoria de stat internă (ani)	5,4	3,1
5) ATM total datoria de stat (ani)	7,6	8,1
Riscul valutar		
Datoria de stat externă (% din total)	61,7	71,7
Riscul ratei de dobândă		
1) ATR total datoria de stat (ani)	6,2	5,0
2) Datoria ce urmează a fi refixată în decurs de un an (% din total)	48,7	53,3
3) Datoria cu rata fixă a dobânzii, inclusiv bonuri de trezorerie (% din total)	75,4	65,7
4) Datoria sub formă de bonuri de trezorerie (% din total)	18,9	17,1

Riscul de refinanțare

Ca urmare a majorării finanțării externe și a executării graficului de rambursare și a 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 obligațiilor de plată derivate din garanțiile de stat nr. 807 din 17 noiembrie 2014 și nr. 101 din 1 aprilie 2015) și cu tendința de diminuare a riscului de refinanțare, se înregistrează o majorare cu aproximativ 0,5 ani a perioadei medii de maturitate pentru datoria de stat spre sfârșitul anului 2025.



Graficul 7. Prognoza rambursării datoriei de stat la situația din 31 octombrie 2022

Structura graficului de rambursare a datoriei de stat prezentat în graficul 7 reflectă ponderea majoră a VMS pe termen scurt (bonurile de trezorerie) în finanțarea deficitului (soldului) bugetului de stat datorită preferinței investitorilor pentru VMS cu termen mai scurt de circulație.

Riscul de refinanțare manifestă o tendință de îmbunătățire pentru sfârșitul anului 2025, astfel că datoria ce urmează să ajungă la scadență în decurs de un an se va diminua cu 7,7 p.p. Menționăm că datoria de stat externă ce urmează a fi contractată în perioada 2023-2025 de la instituțiile financiare internaționale presupune în medie o perioadă de grație de cinci 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, în pofida unui climat dificil caracterizat prin rate de dobândă în creștere și condiții volatile de piață, ce pot amplifica incertitudinile în rândul investitorilor și pot genera fluctuații semnificative în cererea de VMS din partea acestora.

Riscul valutar

Indicatorii riscului de piață aferenți datoriei de stat de la sfârșitul anului 2025 arată că portofoliul datoriei de stat va fi în continuare expus riscului valutar din cauza că 71,7% 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 2025 o majorare de 10,0 p.p. comparativ cu valoarea înregistrată la 31 octombrie 2022, fapt ce se datorează prognozei finanțării externe nete pozitive în valută străină, precum și prognozei de depreciere a monedei naționale în raport cu dolarul SUA pentru perioada de referință.

În eventualitatea unui scenariu pesimist de depreciere semnificativă a monedei naționale în raport cu valutele străine, stocul datoriei de stat externă 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 și a respectării ȋntelilor stabilite pentru parametrii de risc în cadrul Programului, se va lua în considerare 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 dintre costurile și riscurile 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 sfârșitul anului 2025, fiind în scădere cu 9,7 p.p. comparativ cu situația din 31 octombrie 2022, iar perioada medie de refixare pentru datoria de stat se va diminua cu 1,2 ani. Aceste modificări se datorează preponderent diminuării finanțării externe în condiții concesionale, precum 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 Europeană de Investiții, Agenția Franceză pentru Dezvoltare și Fondul Monetar Internațional.

Totodată, ponderea semnificativă a datoriei de stat interne pe termen scurt induce un risc de refinanțare și de dobândă mai ridicat pentru portofoliul datoriei de stat. 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-ȋintă stabilit, care nu trebuie neglijat și care trebuie corelat cu obiectivele prezentei strategii, respectiv riscul ratei dobânzii necesită o atenție sporită, întrucât ponderea împrumuturilor în condițiile pieței este în continuă creștere.

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, Ministerul Finanțelor se va conforma reacțiilor de răspuns identificate și stabilite în Planul de gestionare a riscului operațional și de continuitate a activităților aferente managementului datoriei de stat.

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 31 octombrie 2022, soldul garanțiilor de stat raportat la PIB în cadrul Programului de stat „Prima casă” a constituit 0,7%, iar pe termen mediu se estimează că acesta va constitui aproximativ 0,7% din PIB la sfârșitul anului 2025.

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 0,003% din PIB în perioada 2023-2025.

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 acestui program are loc prin intermediul Organizației pentru Dezvoltarea Antreprenoriatului.

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

Secțiunea a 8-a

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

Criza energetică, inflația galopantă, agresiunea rusă în țara vecină și conjunctura externă complicată reprezintă factorii care influențează negativ evoluția economiei naționale. În acest sens, au fost simulate scenarii de șoc privind evoluția indicatorilor de piață ce au impact semnificativ asupra portofoliului datoriei și a costului aferent acesteia. Astfel, se va examina volatilitatea portofoliului datoriei de stat la expunerea față de principalele riscuri de piață (riscul ratei de dobândă și riscul valutar), fiind analizată influența potențialelor fluctuații ale ratelor de dobândă și ale cursurilor de schimb valutar asupra portofoliului datoriei de stat și a deservirii acesteia, pentru a putea reacționa prompt la incertitudinile generate de mediul economic.

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 îl constituie evoluția cursurilor de schimb și a ratelor de dobândă pe parcursul ultimilor ani, inclusiv primele zece luni ale anului 2022, precum și incertitudinile legate de evoluția piețelor financiare. Aceste șocuri vor fi aplicate suplimentar la scenariul de bază privind evoluția indicatorilor respectivi.

Astfel, scenariile analizate sunt prezentate în cele ce urmează:

1) deprecierea monedei naționale în anul 2023 cu 10,0% față de valutele în care este denominată datoria de stat externă;

2) majorarea anuală moderată a ratelor de dobândă comparativ cu scenariul de bază:

a) pe piața externă pentru anii 2023-2025 cu 2,0 p.p.;

b) pe piața internă pentru anul 2023 cu 3,0 p.p și pentru anii 2024-2025 cu câte 2,0 p.p pentru fiecare tip de VMS;

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

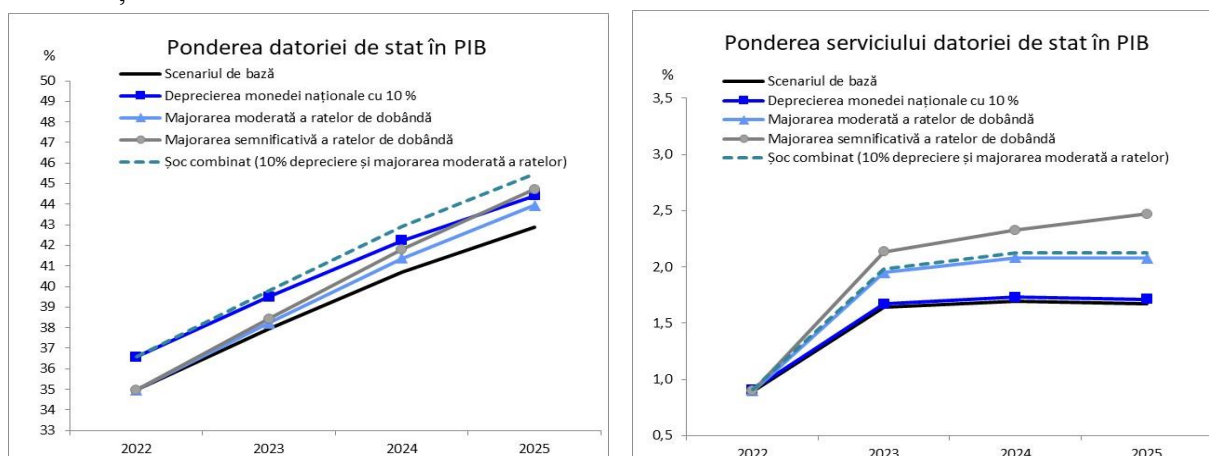
a) pe piața externă pentru anii 2023-2025 cu 4,0 p.p.;

b) pe piața internă pentru anii 2023-2025 cu câte 4,0 p.p pentru fiecare tip de VMS;

4) șoc combinat în anul 2023 – 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 șase luni, rata SOFR pentru USD).

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 2025, conform graficului 8. 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 privind evoluția ratelor de schimb, ținând cont și de condițiile actuale ale pieței locale și internaționale.



Graficul 8. 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, principalele concluzii formulate în baza datelor prezentate sunt următoarele.

Ponderea datoriei de stat în PIB este expusă atât riscului ratei de dobândă, cât și riscului valutar. Astfel, la o depreciere cu 10% a leului moldovenesc față de valutele străine combinată cu majorarea moderată a ratelor dobânzii, ponderea datoriei de stat în PIB poate constitui 45,5% la sfârșitul anului 2025, sau cu 2,6 p.p. mai mult decât valoarea prognozată de Ministerul Finanțelor conform scenariului de bază, însă în cazul majorării semnificative a ratelor de dobândă, ponderea datoriei de stat în PIB poate constitui 44,7% la sfârșitul anului 2025, sau mai mult cu 1,8 p.p. comparativ cu scenariul de bază. Astfel, pentru fiecare 1% depreciere a leului moldovenesc în raport cu valutele în care este denominată datoria de stat externă, inclusiv creșterea ratelor de dobândă, soldul datoriei de stat se poate majora anual în medie cu 481,7 mil. lei în perioada 2023-2025. Totodată, în cazul aplicării șocului moderat al 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 1,1 p.p. la sfârșitul anului 2025 comparativ cu scenariul de bază.

Serviciul datoriei de stat sau 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, se majorează indicatorul „ponderea serviciului datoriei de stat în PIB” cu 0,8 p.p. la sfârșitul anului 2025. În cazul deprecierei cu 10% a monedei naționale combinate cu majorarea moderată a ratelor dobânzii, în perioada 2023-2025 serviciul datoriei de stat s-ar putea majora cu 21%, respectiv indicatorul „ponderea serviciului datoriei de stat în PIB” se majorează cu 0,4 p.p., comparativ cu valoarea prognozată de Ministerul Finanțelor conform scenariului de bază.

IV. CONCLUZII

Portofoliul datoriei de stat se încadrează, pe termen mediu, în limite rezonabile în ceea ce privește riscurile asociate. Însă, conform analizei efectuate, constatăm că accentuarea crizei energetice, creșterea accelerată a prețurilor și agravarea situației geopolitice din regiune sunt factorii de bază care afectează semnificativ activitatea economică, fapt ce ar putea crea presiuni adiționale asupra portofoliului datoriei de stat. În pofida faptului că pe parcursul anului 2022 majoritatea indicatorilor de risc aferenți datoriei de stat s-au încadrat în limitele anuale stabilite, persistă în continuare riscul unor efecte adverse. Respectiv, în cazul unei deprecierei majore a monedei naționale sau al creșterii ratei dobânzii prin prisma deciziilor de politică monetară atât pe plan intern, cât și pe plan extern, se anticipează menținerea unui context de piață vulnerabil și volatil pentru anii următori.

Astfel, pe termen mediu se va continua cu implementarea reformelor în vederea atingerii obiectivului specific privind menținerea și dezvoltarea pieței

interne a VMS și transformării pieței financiare locale într-o sursă stabilă de acoperire a necesităților de finanțare a bugetului. Este important a menționa însă că acțiunile care urmează să fie efectuate de Ministerul Finanțelor în domeniul managementului datoriei nu sunt suficiente pentru dezvoltarea substanțială a pieței interne a VMS. 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, cum ar fi domeniul pensiilor, al asigurărilor etc. Pe termen mediu, Ministerul Finanțelor, cu implicarea autorităților responsabile, urmează să întreprindă măsurile necesare în vederea realizării Planului de acțiuni privind dezvoltarea pieței valorilor mobiliare de stat.

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 (2023-2025)”

**Riscurile care pot afecta implementarea Programului „Managementul 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. Creșterea cheltuielilor bugetului ca rezultat al efectelor pandemiei și al crizei energetice	Creșterea deficitului bugetar; creșterea mai mare a datoriei de stat	- Revizuirea politicilor existente în vederea utilizării mai eficiente a cheltuielilor; - atragerea surselor de finanțare a deficitului bugetar la condiții avantajoase
2. Creșterea economică mai lentă comparativ cu cea prognozată	Creșterea deficitului bugetar	- Reestimarea periodică a prognozelor indicatorilor macroeconomici în cadrul revizuirii legii bugetului de stat; - ajustarea indicatorilor bugetari; - monitorizarea cu regularitate a indicatorilor de sustenabilitate a datoriei de stat, astfel încât dinamica acestora să se încadreze în limite acceptabile pe termen mediu
3. Creditarea limitată la condiții concesionale	Majorarea costurilor de deservire a datoriei de stat	- Transformarea pieței financiare locale într-o sursă stabilă de acoperire a necesităților de finanțare a bugetului; - sporirea atractivității instrumentelor de datorie de stat internă; - 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
4. 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	- 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 matricile de politici aferente acordurilor cu creditorii externi

1	2	3
5. Incertitudinea privind evoluția ratelor de referință (Euribor etc.)	Volatilitate în privința apetitului investițional pentru activele financiare emise de economiile emergente; majorări ale ratelor de dobândă la nivel internațional; incertitudine cu privire la efortul bugetar anual necesar pentru efectuarea plăților de dobândă	- Estimarea soldului datoriei de stat și a cheltuielilor de deservire a acesteia, luând în calcul scenariile cele mai pesimiste, și anume fluctuațiile semnificative ale indicatorilor menționați; - atragerea debursărilor la condiții avantajoase; - implementarea mecanismelor 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
6. 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 cu majorarea ratelor la VMS emise pe piață	
7. 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	- 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
8. Materializarea obligațiilor contingente (de exemplu, activarea garanției conform Programului de stat „Prima casă”, plăți în	Presiuni adiționale asupra bugetului de stat; majorarea volumului datoriei de stat interne și a costurilor de deservire a acesteia	- 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;

1	2	3
cadrul parteneriatelor publice-private)		- consolidarea supravegherii contractelor de parteneriat public-privat de către Ministerul Finanțelor și monitorizarea riscurilor aferente acestora pentru bugetul de stat și a impactului acestora asupra soldului datoriei sectorului public
9. Diminuarea credibilității investitorilor pentru instrumentul financiar VMS atât pe plan național, cât și pe plan internațional	Diminuarea apetitului investițional pentru instrumentul VMS în monedă națională; imposibilitatea finanțării soldului (deficitului) bugetului de stat din sursele existente pe piața locală; preferința investitorilor pentru VMS cu termen scurt de circulație	- 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 emisiune a VMS, precum și acțiunile luate în considerare de către Ministerul Finanțelor; - ajustarea metodologiei de evaluare a performanței dealerilor primari ca formatori de piață și efectuarea evaluării trimestriale a activității acestora pe piața primară și secundară, precum și din punctul de vedere al criteriilor calitative; - efectuarea unor campanii de promovare a VMS, inclusiv familiarizarea potențialilor investitori privind posibilitatea investirii în VMS ca instrument de economisire; - implementarea Programului de vânzare directă a valorilor mobiliare de stat persoanelor fizice în Republica Moldova; - consolidarea curbei de randament pentru VMS, ceea ce ar contribui la dezvoltarea pieței financiare locale; - publicarea cu regularitate pe pagina web oficială a Ministerului Finanțelor (www.mf.gov.md) a informațiilor relevante pentru investitori cu referire la volumul și structura datoriei sectorului public, precum și a informațiilor privind 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 lângă contractul deja existent cu Moody's Investor Service

1	2	3
10. Riscul operațional	Date eronate privind statistica în domeniul datoriei; defecțiuni tehnice ale sistemelor informaționale	- Conformarea tuturor colaboratorilor responsabili de gestionarea datoriei de stat 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 respectiv; - 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 instruiți interne și externe; - explorarea unor noi posibilități de misiuni de asistență tehnică în domeniul managementului datoriei