



Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2012-2014)

CUPRINS

Introducere.....	3
Capitolul I. Obiectivele managementului datoriei de stat pe anii 2012-2014.....	4
Capitolul II. Tendințe macroeconomice, indicatori bugetari și principalii indicatori de piață aferenți datoriei de stat.....	7
2.1. Contextul macroeconomic curent și evoluții pe termen mediu a indicatorilor macroeconomici.....	7
2.2. Evoluția curentă a indicatorilor bugetului de stat și prognoze pe termen mediu	9
Capitolul III. Dinamica curentă a datoriei de stat a Republicii Moldova și prognoze pe termen mediu	10
3.1. Dinamica datoriei de stat în perioada anilor 2009-2014.....	10
3.2. Prognoza surselor de finanțare pe anii 2012-2014	12
Capitolul IV. Măsuri de implementare a managementului datoriei de stat pe termen mediu .	13
4.1. Instrumente ale datoriei de stat pentru perioada anilor 2012-2014	13
4.2. Parametrii structurii portofoliului datoriei de stat pentru perioada anilor 2012-2014.....	13
Capitolul V. Riscurile asociate portofoliului datoriei de stat și constrângerile care pot afecta implementarea managementului datoriei de stat pe termen mediu.....	14
5.1. Conceptualizarea riscurilor și analiza acestora asociate portofoliului datoriei de stat	14
5.2. Constrângerile care pot afecta implementarea managementului datoriei de stat pe termen mediu.....	18
ANEXA 1. Instrumentele datoriei de stat pe perioada anilor 2009-2010	20
ANEXA 2. Glosar	21

Introducere

În conformitate cu prevederile Legii nr.419-XVI din 22 decembrie 2006 cu privire la datoria publică, garanțiile de stat și recreditarea de stat, Ministerul Finanțelor administrează datoria de stat și garanțiile de stat. În acest sens a fost elaborat conceptul *Managementului datoriei de stat pe termen mediu pentru anii 2012-2014*. Elaborarea conceptului este îndeosebi *actuală*, întrucât se estimează că Republica Moldova va obține finanțare la costuri mai înalte, precum și va explora noi oportunități de finanțare. Acest proces ar putea fi însoțit de apariția a noi riscuri sau acutizarea celor existente, care de asemenea ar trebui să fie luate în considerație în gestiunea datoriei de stat.

Managementul datoriei de stat are drept *obiectiv fundamental asigurarea finanțării măsurilor prevăzute în bugetul de stat cu minimum de cheltuieli pe termen mediu și lung și la nivel optim de risc*.

Conceptul stabilește direcțiile prioritare de activitate ale Ministerului Finanțelor orientate spre atingerea obiectivului fundamental. Aceasta se referă la portofoliul datoriei de stat, inclusiv garanțiile de stat.

Perioada de analiză a datoriei de stat și a situației macroeconomice aferente este de doi ani precedenți (2009-2010), anul curent (2011) și trei ani viitori (2012-2014), întrucât documentul este elaborat în paralel cu Cadrul Bugetar pe Termen Mediu (CBTM).

Documentul managementului datoriei de stat este structurat în **5 capitole**.

Capitolul I descrie obiectivul fundamental în domeniul managementului datoriei de stat, obiective specifice care sunt stabilite pentru atingerea obiectivului fundamental și sarcinile propuse pe termen mediu pentru atingerea obiectivelor.

Capitolul II conține analiza cadrului macroeconomic și bugetar. Această analiză este necesară pentru a urmări dinamica indicatorilor și a stabili tendințe, ce pot fi utilizate pentru stabilirea prognozelor viitoare.

Capitolul III conține dinamica datoriei de stat pe parcursul ultimilor doi ani, precum și stabilește prognozele pe următorii trei ani.

Capitolul IV descrie măsurile de implementare a managementului datoriei de stat, punând accent pe instrumentele utilizate și parametrii doriți ce țin de structura datoriei de stat.

Capitolul V descrie principalele categorii de riscuri care afectează datoria de stat, precum și indicatorii de risc utilizați pentru stabilirea tendințelor și adoptarea deciziilor ulterioare îndreptate spre eficientizarea portofoliului datoriei de stat.

Documentul managementului datoriei de stat va fi actualizat *anual*, concomitent cu actualizarea prognozelor din CBTM pentru anii viitori. Acest lucru va permite în timp util redefinirea adecvată a obiectivelor și măsurilor stabilite în dependență de dezvoltarea economică, evoluția pieței și rezultatele obținute pe parcursul implementării documentului.

Capitolul I. Obiectivele managementului datoriei de stat pe anii 2012-2014

Obiectivul fundamental al managementului datoriei de stat este de a **asigura finanțarea măsurilor prevăzute în bugetul de stat cu minimum de cheltuieli pe termen mediu și lung și la nivel optim de risc.**

Obiectivul fundamental este stabilit doar în acest document pe termen mediu (3 ani), adică nu se regăsește în alte acte legislative și se referă la *portofoliul datoriei de stat*. În conformitate cu Legea cu privire la datoria publică, garanțiile de stat și recreditarea de stat nr. 419-XVI din 22.12.2006, **datoria de stat** reprezintă *obligațiile contractuale pecuniare curente și scadente ale statului și dobânzile datorate și neonorate, apărute din calitatea statului de debitor sau fidejutor, fiind contractate, în numele Republicii Moldova, de Guvern, prin intermediul Ministerului Finanțelor, în monedă națională sau în valută străină*. De asemenea, în document sunt luate în considerație și garanțiile de stat, însă doar la descrierea dinamicii datoriei, fără a fi incluse în analiza riscurilor sau analizele de senzitivitate.

De asemenea, au fost stabilite și câteva **obiective specifice** de gestionare a datoriei de stat în anii 2012-2014, pentru atingerea obiectivului fundamental:

1. Limitarea extinderii garanțiilor de stat la cazurile care promovează proiectele investiționale prioritare pentru economia națională, cu condiția că toate cerințele legii sunt realizate.
2. Continuarea diminuării treptate a datoriei Guvernului față de Banca Națională a Moldovei pe împrumuturile contractate anterior.
3. Întreprinderea eforturilor întru sporirea maturității valorilor mobiliare de stat prin emisiuni pe termen mai lung de circulație, cu scopul susținerii creării unei curbe de randament și dezvoltarea pieței primare interne.

Întru realizarea obiectivelor propuse, Ministerul Finanțelor va întreprinde următoarele **acțiuni**:

1. Monitorizarea sustenabilității datoriei de stat

Pentru realizarea acestei acțiuni, managementul datoriei de stat trebuie să se bazeze pe politica economică și financiară care urmează să se realizeze în țară. Această abordare presupune monitorizarea datoriei de stat întru menținerea ei la un nivel care nu va avea un impact negativ considerabil asupra stabilității macroeconomice naționale.

Deși menținerea indicatorilor datoriei de stat la nivele sustenabile nu depinde direct de procesul de administrare a datoriei de stat, totuși se va avea în vedere, monitorizarea în detaliu a tendințelor indicatorilor principali ai datoriei de stat, astfel încât dinamica acestora să se încadreze în limite acceptabile.

2. Menținerea costurilor datoriei de stat pe termen mediu și lung la nivel acceptabil

Pe plan extern, conform condițiilor Fondului Monetar Internațional în ianuarie 2009, Republica Moldova a obținut statutul de țară cu *venituri medii*. Prin urmare, va beneficia de mai puțină finanțare externă la termeni concesionali, iar concomitent se va majora ponderea finanțării la termeni comerciali.

Din iulie 2009 pentru Republica Moldova au fost schimbate condițiile de creditare pentru împrumuturile care urmează a fi contractate de la Banca Mondială prin Asociația Internațională de Dezvoltare. Astfel, de la condițiile de creditare „IDA-only” s-a trecut la condițiile de creditare „Hardened terms”, ceea ce presupune o perioadă de rambursare de 20 de ani, inclusiv 10 ani perioada de grație (comparativ cu maturitatea de 40 de ani și 10 ani perioada de grație conform condițiilor precedente), rata dobânzii rămânând de 0,75%. Cu toate astea, această modificare a condițiilor de creditare nu va avea un impact negativ pentru perioada anilor 2012-2014, efectele de împovărare a rambursării se vor face simțite în următorii 10 ani, manifestându-se prin micșorarea indicatorului Perioada Medie de Maturitate (ATM).

Întru menținerea costurilor datoriei de stat la nivel acceptabil, conform planificării bugetare, precum și în conformitate cu situația de pe piața financiară, vor fi întreprinse următoarele **măsuri**:

a. Selectarea optimă a posibilelor instrumente ale datoriei de stat pînă la contractarea noilor împrumuturi care ar permite identificarea cea mai favorabilă a termenului, sumei, tipului și structurii împrumutului.

b. Întreprinderea eforturilor întru dezvoltarea unei pieți financiare interne eficiente și lichide, în conformitate cu condițiile concrete de piață, ceea ce va contribui la extinderea constantă a curbei veniturilor avînd un efect pozitiv asupra deservirii datoriei.

3. Optimizarea riscurilor aferente portofoliului datoriei de stat se referă la:

I. Optimizarea riscurilor financiare (riscul de refinanțare, valutar, de rată a dobînzii) prin:

a. *optimizarea riscului de refinanțare pentru datoria de stat internă și cea externă* - se va urmări limitarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate prin contractarea unor împrumuturi preponderent pe termen mediu și lung, bineînțeles, avîndu-se în vedere frontiera de eficiență cost/risc și condițiile de piață ale unor astfel de instrumente în comparație cu instrumentele emise pe termen scurt. De asemenea, se va urmări *distribuirea cît mai uniformă a serviciului datoriei de stat*, prin stabilirea scadențelor noilor împrumuturi, astfel încît să se evite formarea de vîrfuri de plată pe perioade scurte de timp pentru a nu majora riscul de refinanțare.

b. *optimizarea riscului valutar* prin diversificarea valutilor ce intră în componența datoriei de stat externe și evitarea deținerii de către o anumită valută a ponderii majoritare în portofoliul datoriei de stat externe.

c. *menținerea ponderii majoritare a datoriei cu rata dobînzii fixă în totalul datoriei de stat* - se va avea în vedere, pe de o parte, limitarea riscului aferent creșterii ratelor dobînzilor de referință în special pentru datoria externă și a reducerii incertitudinii cu privire la efortul bugetar anual necesar efectuării plăților de dobînzii.

II. Optimizarea riscului de credit se referă la:

a. *reducerea riscului bugetar cauzat de posibila activare a garanțiilor de stat.*

Ponderea plăților efectuate de Ministerul Finanțelor în calitate de garant, acordate din bugetul de stat se va reduce atît datorită rambursării împrumuturilor garantate de stat pînă în anul 2014, cît și datorită prevederilor Legii nr. 419-XVI din 22 decembrie 2006 cu privire la datoria publică, garanțiile de stat și recreditarea de stat conform căreia, acordarea garanțiilor de stat se va face doar pentru proiectele prioritare pentru economia națională, în baza unei legi speciale emise în acest scop, după parcurgerea unor etape care să dovedească credibilitatea și capacitatea de rambursare a datoriei de către beneficiarii garanțiilor de stat.

III. Optimizarea riscului operațional

Pentru a optimiza riscul operațional se va ține cont de următoarele aspecte:

1) administrarea datoriei și securitatea datelor, care se referă la prezența și calitatea unui ghid în care sunt descrise detaliat procedurile de procesare a datelor ce țin de deservirea datoriei de stat, de înregistrare și validare a datelor datoriei, precum și acuratețea introducerii acestora. Un alt aspect ține de accesul la sistemele de înregistrare a datoriei de stat și de păstrare a copiilor datelor din sistemele informaționale într-o locație sigură, ceea ce ar asigura continuitatea activităților în caz de evenimente neprevăzute.

2) activitatea personalului, care include separarea activităților pentru unele funcții-cheie și îmbunătățirea continuă a capacității personalului.

4. Dezvoltarea pieței valorilor mobiliare de stat

Obiectivul de asigurare a necesităților de finanțare se va axa și pe contractarea împrumuturilor de pe piața internă prin lansarea de emisiuni de valori mobiliare de stat, în scopul dezvoltării pieței interne a VMS, întrucît o piață internă dezvoltată este necesară pentru o gestiune activă a datoriei și optimizarea riscului valutar.

În următorii trei ani, se va urmări o dezvoltare treptată a pieței interne a VMS, care va fi realizată preponderent prin modificarea structurii instrumentelor existente, preferință fiind acordată instrumentelor cu termen mai lung de circulație, în timp ce volumul datoriei de stat interne nu va suferi modificări semnificative. Această dezvoltare treptată este oportună, întrucât în prezent, precum și pe termen mediu, finanțarea pe piața internă este asociată unui cost mai ridicat decât cea externă.

Totodată, prin intermediul Asociației Bancilor din Moldova și Băncii Naționale a Moldovei, în calitate de agent fiscal al statului, se va menține o consultare periodică cu participanții pe piața internă (dealeri primari, investitori, etc) atât pentru asigurarea transparenței și predictibilității modului de contractare și administrare a datoriei de stat interne, cât și pentru evaluarea regulată a necesităților investiționale la nivelul pieței, precum și a așteptărilor referitoare la condițiile de piață.

În concluzie, atât timp cât obiectivul fundamental al managementului datoriei de stat se va axa pe asigurarea necesităților de finanțare la costuri minime și vor fi disponibile sursele externe la condiții avantajoase, acest fapt apare ca o constrângere în majorarea volumului datoriei de stat interne.

Capitolul II. Tendințe macroeconomice, indicatori bugetari și principalii indicatori de piață aferenți datoriei de stat

2.1. Contextul macroeconomic curent și evoluții pe termen mediu a indicatorilor macroeconomici

Tendințele economiei mondiale

Economia mondială continuă procesul de relansare economică. Indicatorii macroeconomici relevă o evoluție pozitivă pentru economia mondială. În multe economii avansate, ajustarea fiscală este în plină desfășurare, încurajând diminuarea treptată a creșterii ponderii datoriei de stat în PIB. Piețele obligațiunilor guvernamentale au rămas în general stabile, dar presiunile asupra unor economii europene s-au intensificat.

Totodată, Guvernele țărilor cu economii dezvoltate sunt îngrijorate în privința datoriilor publice ale unor țări, cum ar fi – Grecia, Portugalia, Irlanda, țări care au avut nevoie de suport financiar din partea Uniunii Europene și a Fondului Monetar Internațional. În aceste cazuri, îngrijorare sporită în ceea ce privește dinamica datoriei publice a devenit mai evidentă întrucât nu au mai existat achiziții pe piața secundară de către Banca Centrală Europeană (BCE). Între timp, s-au înrăutățit considerabil riscurile și în Cipru.

Evoluțiile recente și prognozele economiei naționale

Datele Biroului Național de Statistică cu privire la **produsul intern brut** pentru anul 2010, reflectă o recuperare pronunțată a economiei ce survine după declinul economic sever înregistrat în anul 2009, ca rezultat al impactului crizei economice mondiale asupra Republicii Moldova. Astfel, PIB-ul, în anul 2010, a înregistrat o creștere în termeni reali de 6,9 la sută comparativ cu anul precedent. Având în vedere că în anul 2009, PIB-ul s-a contractat cu 6,0 la sută, se atestă faptul că economia Moldovei a atins nivelul de pînă la criza economică. Factorul determinant al creșterii PIB-ului în anul 2010 a fost cererea internă, stimulată de majorarea remitențelor prin suprapunere cu restabilirea așteptărilor optimiste ale populației și ale agenților economici.

Stimulate de recuperarea economică a principalilor parteneri comerciali ai Republicii Moldova, **exporturile** s-au majorat cu 20,1 la sută în 2010, după scăderea înregistrată în anul 2009 cu aproximativ 19,4 la sută. Cu toate astea, creșterea exporturilor a fost devansată de cea a **importurilor** care s-au majorat cu 17,6 la sută comparativ cu anul 2009, ca urmare a majorării cererii interne. **Balanța comercială**, de asemenea, s-a majorat cu 16,0% față de anul 2009 și a constituit 39,8% din PIB. Gradul de acoperire a importurilor cu exporturi, la finele anului 2010, a constituit 40,0% ceea ce nu diferă mult față de aceeași perioadă a anului 2009, cînd acest indicator a constituit 39,1 la sută.

Evoluția principalilor indicatori macroeconomici pe parcursul anilor 2009-2014 este prezentată în tabelul 2.1.

Tabelul 2.1. Evoluția indicatorilor macroeconomici, 2009-2014

	2009	2010	2011*	2012*	2013*	2014*
1. Produsul intern brut în prețuri curente, mil. lei	60 429,8	71 849,2	82 100,0	91 600,0	101 000,0	110 800,0
2. PIB față de anul precedent în termeni reali, %	-6,0	+6,9	+5,0	+5,0	+5,0	+4,5
4. Balanța comercială, în % față de anul precedent:	-39,7	+16,0	+19,9	+9,9	+8,2	+8,3
- Exportul, în % față de anul precedent;	-19,4	+20,1	+22,0	+12,0	+12,0	+12,0
- Importul, în % față de anul precedent.	-33,1	+17,6	+21,0	+11,0	+10,0	+10,0
3. Rata inflației medie anuală (IPC), %	0,0	+7,4	+7,2	+6,9	+5,0	+5,0

* Datele pentru anii 2011-2014 sunt preluate din prognoza actualizată a indicatorilor macroeconomici, din 06.05.2011, propusă de către Ministerul Economiei

Conform prognozei preliminare a indicatorilor macroeconomici (din 06.05.2011), pentru anul 2011 se prognozează o creștere a PIB-ului față de anul precedent cu 5,0 la sută, tendință care se va păstra și pe termen mediu.

Reieșind din tendințele de dezvoltare a agriculturii și industriei estimate pentru anul 2011 și avînd în vedere majorarea cererii externe de mărfuri ca rezultat al relansării economice pe plan mondial, **exportul** va crește cu 22 la sută comparativ cu anul 2010. Iar în anii 2012-2014, exporturile se vor majora cu 12% anual.

Date fiind așteptările de relansare economică în țările unde sunt încadrați în muncă o bună parte a populației noastre, se așteaptă, respectiv, sporirea volumului de remitențe. Prin urmare, aceasta va conduce la majorarea cererii interne, în special față de produsele de import, determinînd astfel o majorare a **importului** cu 21% față de anul 2010. Iar în anii 2012-2014, importurile vor crește în medie cu 10,3% anual. Prin urmare, **soldul negativ al balanței comerciale** se va majora de la 3 050 mil. dolari în anul 2012 pînă la 3 575 mil. dolari în anul 2014.

Se estimează că **rata inflației** va constitui la sfîrșitul anului 2011 circa 7,2 la sută, fiind condiționată, în general, de majorarea prețurilor la produsele și serviciile cu prețuri reglementate, creșterea prețurilor la combustibil pe plan internațional și la produsele alimentare, majorările de impozite indirecte. Pe perioada anilor 2012-2014, menținerea relativă a cursului de schimb la același nivel va contribui la stabilitatea prețurilor, astfel indicele prețurilor de consum se va plasa în jurul nivelului de 105%.

Indicatorii de piață care influențează direct asupra costului asociat datoriei de stat sunt ratele de schimb și ratele de dobîndă, evoluția cărora este prezentată în tabelul 2.2.

Tabelul 2.2. Evoluția ratelor oficiale de schimb și a ratelor de dobîndă, 2009-2014

	2009	2010	2011 ¹	2012 ¹	2013 ¹	2014 ¹
1. Cursul oficial al leului moldovenesc față de dolarul SUA, mediu anual	11,11	12,37	11,73	11,93	12,00	12,00
2. Cursul oficial al leului moldovenesc față de euro, mediu anual	15,52	16,40	16,70	16,70	16,80	16,8
3. Rata Euro LIBOR pe 6 luni, medie anuală ²	1,42	1,04	-	-	-	-
4. Rata medie ponderată a dobînzii la VMS pe piața primară internă, %	9,35	6,99	-	-	-	-

¹ Datele pentru anii 2011-2014 sunt preluate din prognoza actualizată a indicatorilor macroeconomici, din 06.05.2011, propusă de către Ministerul Economiei

² Sursa: www.global-rates.com

Piața valutară (cursul de schimb). Pe parcursul anului 2010, rata nominală de schimb a avut în general o tendință de depreciere. În anul 2011 **cursul de schimb** mediu anual al monedei naționale se estimează la nivel de circa 11,7 lei pentru un dolar american și 16,7 lei pentru un euro. Principalii factori care influențează asupra modificării cursului de schimb sunt intrările valutare de peste hotare, dezvoltarea comerțului exterior și fluctuațiile dolarului SUA pe piețele valutare internaționale. Pentru anii 2012-2014 se prognozează o stabilitate relativă a cursul de schimb al leului – circa 12,0 lei pentru un dolar american și în jur de 16,8 lei pentru un euro.

Politica ratelor. După un șir de ajustări esențiale descendente ale ratelor dobînzilor la instrumentele de reglementare monetară, efectuate pe parcursul anului 2009, ca răspuns la criza financiară globală, Banca Națională a Moldovei a majorat consecutiv în lunile februarie și martie 2010 ratele dobînzilor la instrumentele de reglementare monetară cu cîte 1,0 punct procentuale, pînă la nivelul de 7,0 la sută. Ulterior, rata de bază a rămas neschimbată începînd din trimestrul II și pînă la sfîrșitul anului.

2.2. Evoluția curentă a indicatorilor bugetului de stat și prognoze pe termen mediu

După un an de recesiune, anul 2010 se caracterizează printr-o recuperare pronunțată a economiei. Ca rezultat al măsurilor întreprinse în perioada de referință s-a înregistrat o creștere în toate ramurile economiei naționale, s-a ameliorat mediul de afaceri și a fost eficientizat sectorul public, ceea ce a avut un impact direct asupra creșterii colectării veniturilor la buget. În anul 2010 dinamica colectării veniturilor la buget a consemnat o evoluție ascendentă, înregistrând un ritm anual de creștere de 24,1 la sută față de anul 2009. **Veniturile** colectate raportate la PIB pentru anul 2010 au constituit 23,9 la sută, sau cu 1,0 p. p. mai mult față de anul 2009. În anii 2011-2014 se așteaptă o majorare constantă a veniturilor bugetului de stat, în timp ce ponderea acestora în PIB va scădea nesemnificativ.

În perioada ianuarie-decembrie 2010, dinamica alocării cheltuielilor din buget a înregistrat o evoluție ascendentă, consemnând un ritm anual de creștere de 9,3 la sută față de anul 2009. **Cheltuielile** bugetului de stat raportate la PIB au constituit 26,2 la sută, sau cu 2,3 p. p. mai puțin decât în anul 2009. Similar evoluției veniturilor, cheltuielile bugetului de stat vor înregistra o majorare constantă în perioada anilor 2011-2014.

Deficitul bugetului de stat va înregistra o diminuare majoră în anul 2012 comparativ cu anul precedent și va urma în continuare o tendință descendentă.

Realizarea prognozelor bugetare depinde, în mare măsură, de realizarea prognozelor indicatorilor macroeconomici, de care depind direct proiecțiile veniturilor și cheltuielilor bugetului de stat pe termen mediu.

Tabelul 2.3. Deficitul bugetului de stat și surse de finanțare, 2009-2014

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Deficit(-)/Excedent(+)-al bugetului de stat, mil. lei</i>	-3 370,0	-1 630,1	-1 266,9	-689,0	-577,0	-622,0
<i>% din PIB</i>	5,58%	2,27%	1,54%	0,75%	0,57%	0,56%
<i>Surse de finanțare a sectorului public:</i>						
- Interne	3 648,4	2 358,2	1 514,5	1 262,8	1 295,9	1 689,8
- Externe	1 595,0	200,0	300,0	6,9	-193,1	-293,1
- Alte surse	1 967,9	2 060,1	828,8	829,0	1 113,1	1501,8
	85,5	98,1	385,7	426,9	375,9	481,1

Sursa: Cadrul Bugetar pe Termen Mediu, 2012-2014

Ratingul de țară. În anul 2010 Moody's a atribuit un rating de **B3** Republicii Moldova, nivel cu șase trepte sub pragul de recomandare de investiție și cu perspectivă stabilă. Analistii agenției de rating precizează că rating-ul scăzut vine din cauza bazei economice înguste, care depinde foarte mult de remitențele muncitorilor din străinătate.

Potrivit așteptărilor Moody's, economia Moldovei se va relansa în anii 2011-2012 după criza mondială. Se menționează posibilitatea unei presiuni negative asupra ratingului Moldovei, dacă țara va avea probleme cu deservirea datoriilor în urma condițiilor naturale nefavorabile (care vor afecta agricultura), reducerii remitențelor și/sau lipsa veniturilor de la privatizare sau a finanțării externe.

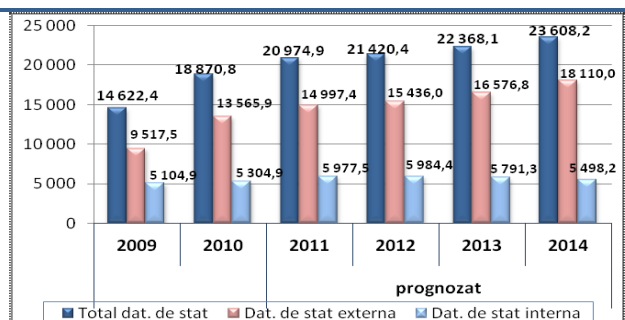
Capitolul III. Dinamica curentă a datoriei de stat a Republicii Moldova și prognoze pe termen mediu

3.1. Dinamica datoriei de stat în perioada anilor 2009-2014

În anul 2010 se observă o majorare considerabilă a soldului datoriei de stat. Această evoluție are la bază creșterea soldului datoriei de stat interne, dar și a datoriei de stat externe exprimate în lei. Trendul crescător se datorează necesităților sporite de finanțare în legătură cu criza economică care a afectat practic toate ramurile economiei naționale, precum și deprecierea cursului de schimb al leului moldovenesc în special față de dolarul SUA, fapt ce a afectat negativ soldul datoriei de stat externe.

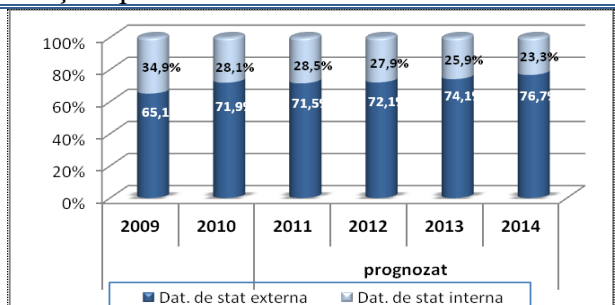
Pe perioada prognozată a anilor 2011-2014, se prevede o majorare constantă a datoriei de stat, susținută de evoluția ascendentă a datoriei de stat externe, în timp ce soldul datoriei de stat interne se va diminua începând cu anul 2012. Acest fapt se datorează răscumpărărilor preconizate pentru această perioadă a instrumentelor emise anterior.

Evoluția datoriei de stat, în perioada 2009-2014, mil. lei



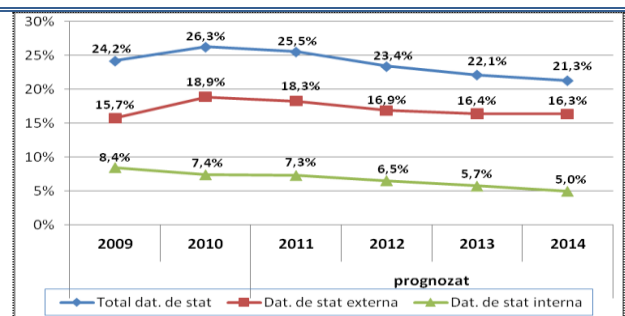
În ce privește structura datoriei de stat, la sfârșitul anului 2010 are loc o majorare a ponderii datoriei de stat externe, astfel încât, la finele anului 2010, ponderea datoriei de stat interne a scăzut sub nivelul de 30 la sută în portofoliul datoriei de stat. Această tendință de scădere a ponderii datoriei de stat interne va continua și în perioada anilor 2012-2014.

Structura datoriei de stat, în perioada 2009-2014



La sfârșitul anului 2010, ponderea datoriei de stat în PIB s-a majorat în special din contul majorării ponderii datoriei de stat externe în PIB. Pe parcursul anilor 2011-2014 se prevede o diminuare constantă a ponderii datoriei de stat în PIB, tendință ce se reflectă și în datoria de stat externă și cea internă. Această evoluție denotă majorarea în ritmuri mai rapide a PIB-ului în comparație cu volumul datoriei de stat.

Evoluția ponderii datoriei de stat în PIB, în perioada 2009-2014

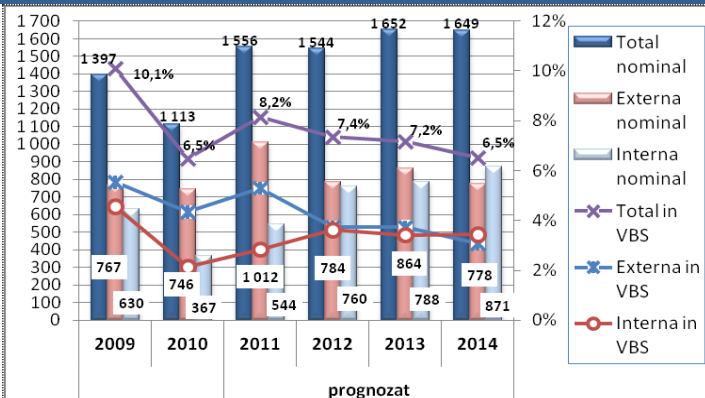


La sfârșitul anului 2010, mijloacele destinate deservirii datoriei de stat au scăzut, în special din contul micșorării deservirii datoriei de stat interne, în legătură cu micșorarea ratelor dobânzii la VMS comercializate pe piața primară, ce concomitent a atras după sine și micșorarea ratelor dobânzii la VMS convertite.

În perioada anilor 2011-2014, nu se estimează fluctuații majore în sumele destinate deservirii datoriei de stat. Totuși comparativ cu situația de la sfârșitul anului 2010, pe termen mediu se prevede o majorare considerabilă a deservirii datoriei de stat. În mare parte, această evoluție poate fi explicată prin faptul că se preconizează de a diminua treptat datoria Guvernului față de Banca Națională a Moldovei pe împrumuturile contractate anterior, cu 150,0 mil. lei în anul 2012, 200,0 mil. lei în anul 2013 și cu 300,0 mil. lei în anul 2014. De asemenea, în perioada anilor 2012-2014 va continua răscumpărarea VMS emise pentru menținerea stabilității financiare, a câte 93,1 mil. lei anual.

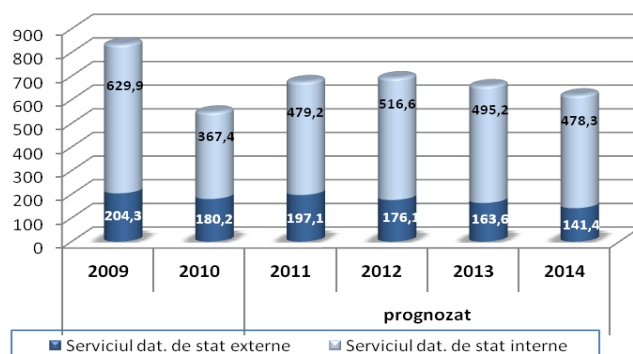
Ponderea **deservirii datoriei de stat în veniturile bugetului de stat**, se estimează a fi de 8,2%, la finele anului 2011, cu 1,7 p.p. mai mult decât în perioada similară a anului precedent, majorare justificată de creșterea deservirii datoriei de stat. În continuare, în anii 2012-2014, conform datelor prognozate, ponderea deservirii datoriei de stat în VBS va urma o evoluție în descreștere, datorită tendinței ascendente a veniturilor bugetului de stat.

Evoluția deservirii datoriei de stat, în valori nominale și în VBS, 2009-2014, mil. lei



În ce privește costurile asociate datoriei de stat, atunci e oportună analiza serviciului datoriei de stat, care indică un vîrf de plată în anul 2009. Această evoluție are la bază creșterea serviciului datoriei de stat interne din motivul majorării volumului emisiunilor de VMS, precum și ratelor dobânzii în creștere. În același timp, s-a majorat și serviciul datoriei de stat externe, fiind influențat de deprecierea leului moldovenesc față de dolarul american. La sfârșitul anului 2010, costurile asociate datoriei de stat interne au scăzut aproape în jumătate, după care se prognozează că vor crește din nou în anii 2011 și 2012, iar începînd cu anul 2012 și pînă în 2014, vor urma o evoluție descendentă. În ce privește costurile asociate datoriei de stat externe, acestea vor urma o diminuare constantă pe parcursul anilor 2011-2014.

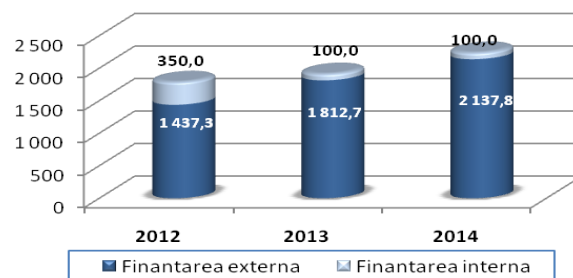
Costul asociat datoriei de stat externe și interne, 2009-2014, mil. lei



3.2. Prognoza surselor de finanțare pe anii 2012-2014

Pentru perioada anilor 2012-2014 se observă o tendință în scădere a surselor interne de finanțare, și respectiv acoperirea necesităților de finanțare preponderent din surse externe. Această evoluție relevă dependența considerabilă a Republicii Moldova față de piețele financiare externe, precum și costul mai înalt al surselor interne față de cele externe. Astfel, întrucât, în următorii trei ani, Moldova va avea acces la finanțare externă la condiții preponderent concesionale, volumul finanțării interne nu va suferi modificări considerabile. Cu toate acestea, din instrumentele existente ale finanțării interne, se va da preferință celor cu termen de circulație mai lung.

Sursele de finanțare pentru perioada anilor 2012-2014, mil. lei



Surse de finanțare externă

Pe termen mediu, pentru anii 2012-2014, se estimează, că Guvernul va beneficia de intrări din împrumuturi externe în sumă totală de circa **449,7 mil. dolari SUA**. Pentru suport bugetar vor fi valorificate împrumuturi în sumă de 78,0 mil. dolari SUA (17,3%), iar pentru finanțarea proiectelor investiționale vor fi valorificate împrumuturi noi în sumă de 371,7 mil. dolari SUA (82,7%). Toate împrumuturile primite vor fi de la instituțiile multilaterale.

Tabelul 3.1. Intrări de împrumuturi de stat externe, în perioada anilor 2012-2014

	U/M	2012	2013	2014
Finanțarea externă	mil. USD	120,5	151,1	178,1
inclusiv				
Proiecte investiționale	mil.USD	91,5	126,1	154,1
Suport bugetar	mil.USD	29,0	25,0	24,0
Finanțarea externă	mil. lei	1 437,3	1 812,7	2 137,8
inclusiv				
Proiecte investiționale	mil.lei	1 091,3	1 512,7	1 849,8
Suport bugetar	mil.lei	346,0	300,0	288,0

Surse de finanțare internă

Veniturile suplimentare obținute din comercializarea VMS în anul 2012 în sumă de 250,0 mil. lei și a câte 100,0 mil. lei anual în anii 2013-2014, vor fi utilizate pentru finanțarea măsurilor prevăzute în bugetul de stat. Totodată, se preconizează a diminua treptat datoria Guvernului față de Banca Națională a Moldovei pe împrumuturile contractate anterior, cu 150,0 mil. lei în anul 2012, 200,0 mil. lei în anul 2013 și cu 300,0 mil. lei în anul 2014. De asemenea, va continua răscumpărarea VMS emise pentru menținerea stabilității financiare, a câte 93,1 mil. lei anual.

Tabelul 3.2. Finanțarea internă netă, în perioada anilor 2012-2014

	U/M	2012	2013	2014
Finanțarea internă netă	mil.lei	6,9	-193,1	-293,1
1. VMS emise pe piața primară, inclusiv:	mil.lei	250,0	100,0	100,0
- VMS emise prin licitații	mil.lei	350,0	100,0	100,0
- VMS plasate prin subscriere	mil.lei	-100,0	0,0	0,0
2. VMS convertite	mil.lei	-150,0	-200,0	-300,0
3. VMS emise pentru menținerea stabilității financiare	mil.lei	-93,1	-93,1	-93,1

Capitolul IV. Măsuri de implementare a managementului datoriei de stat pe termen mediu

4.1. Instrumente ale datoriei de stat pentru perioada 2012-2014

În scopul atingerii obiectivului fundamental al managementului datoriei de stat, precum și pentru a menține o structură rezonabilă a portofoliului datoriei de stat se va apela la următoarele instrumente:

1. Emisiuni de valori mobiliare de stat pe piața internă. În următorii trei ani va continua emisiunea valorilor mobiliare de stat pe termen scurt (preponderent a bonurilor de trezorerie cu scadența 91, 182 și 364 zile), precum și a VMS pe termen mediu (obligațiunilor de stat pe termen de 2 ani cu rata dobânzii flotantă). De asemenea, în cazul în care condițiile vor fi avantajoase și pe măsura creșterii necesităților investiționale ale participanților pieței e posibil de a lansa și emisiuni de Obligațiuni de stat pe termen de 2 ani cu rata dobânzii fixă sau Obligațiuni de stat pe termen de 3 ani.

O soluție întru dezvoltarea pieței VMS ar fi inițierea de către Ministerul Finanțelor a unor activități pentru lărgirea bazei de investitori în valori mobiliare de stat, prin inițierea unei campanii de marketing orientate spre diferite grupuri țintă de investitori, precum și prin menținerea unui dialog consecvent cu participanții actuali la piața VMS.

2. Împrumuturi de la instituțiile financiare internaționale. În perioada anilor 2012-2014, guvernul Republicii Moldova va beneficia de împrumuturi de stat externe doar de la organizații financiare internaționale, adică de surse multilaterale. Acestea vor fi destinate finanțării proiectelor investiționale, precum și suportului bugetar, și vor fi preponderent la termeni concesionali.

3. Acordarea de garanții de stat doar pentru proiecte strategice/de interes național, pentru care acest tip de instrument este absolut necesar într-un anumit context, fiind vorba despre proiecte strategice de importanță națională, în baza emiterii unei legi speciale în acest scop și urmare unei analize de risc riguroase conform cadrului normativ existent.

4.2. Parametrii structurii portofoliului datoriei de stat pentru perioada 2012-2014

Parametrii selectați au fost stabiliți reieșind din structura curentă a portofoliului datoriei de stat, servind drept un element ajutător în monitorizarea riscurilor și evitarea expunerii majore a portofoliului datoriei de stat față de anumite tipuri de risc. Astfel, parametrii urmează a fi monitorizați continuu, iar ajustarea structurii portofoliului trebuie să fie asigurată cu ajutorul instrumentelor relevante ale datoriei de stat. Devieri minore de la limitele propuse sunt permise în cazul când aceste devieri nu cauzează riscuri financiare adiționale.

- Ponderea datoriei de stat interne în totalul datoriei de stat nu ar trebui să înregistreze valori sub pragul de 20%;
- Maturitatea rămasă a datoriei de stat:
 - Datoria de stat scadentă în decurs de 1 an nu ar trebui să depășească pragul de 35% în totalul datoriei de stat.
- Ponderea optimă a datoriei cu dobândă fixă în portofoliul datoriei de stat – nu mai mică de 50%.
- Compoziția valutară a datoriei de stat externe (%) - referitor la valutele străine, ponderea oricărei din acestea nu trebuie să depășească pragul de 50% din volumul total al datoriei de stat externe¹.

¹ Acest indicator nu ia în considerație coșurile valutare (de ex. DST), ci doar separat valutele care intră în componența coșului valutar.

Capitolul V. Riscurile asociate portofoliului datoriei de stat și constrângerile care pot afecta implementarea managementului datoriei de stat pe termen mediu

5.1. Conceptualizarea riscurilor și analiza acestora asociate portofoliului datoriei de stat

Principalele tipuri de riscuri asociate costului datoriei de stat ale Republicii Moldova identificate drept **riscuri de piață** sunt:

- Riscul de refinanțare;
- Riscul valutar;
- Riscul ratei de dobândă.

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

Principalii indicatori ai riscurilor:

- Riscul de refinanțare:
 - *Maturitatea medie a portofoliului datoriei de stat (ATM);*
 - *Datoria scadentă într-un an;*
 - *Graficul rambursării* – reprezintă partea din datorie care devine scadentă într-o anumită perioadă de timp.
- Riscul valutar:
 - *Datoria de stat externă față de cea internă;*
 - *Structura portofoliului datoriei pe valute și expunerea valutară.*
- Riscul ratei de dobândă:
 - *Datoria cu rata fixă față de cea cu rata flotantă;*
 - *Datoria care urmează a fi refixată într-un an;*
 - *Perioada medie de refixare (ATR)* – indică intervalul de timp până la care rata dobânzii se resetează la condițiile de piață.

Riscul de refinanțare

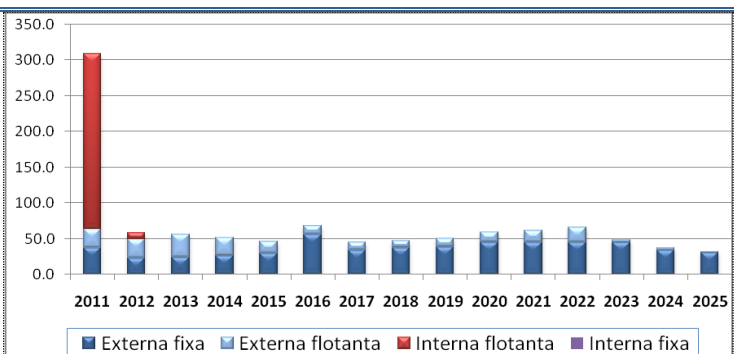
Monitorizarea riscului de refinanțare este oportună mai ales în cazul țărilor cu un înalt nivel al datoriei, condiții macroeconomice instabile și piață internă slab dezvoltată.

Riscul de refinanțare urmează a fi gestionat prin prevenirea unei părți majore a obligațiilor de plată de a ajunge la scadență în același timp și distribuirea în mod egal pe diferite perioade a maturităților instrumentelor datoriei de stat.

Graficul rambursării datoriei de stat

Luând în considerație estimările pentru profilul de răscumpărare în anii ce urmează, se evidențiază vârful de plată din primul an al proiecției, fiind reprezentat îndeosebi de datoria de stat internă, care este preponderent pe termen scurt. Acest segment al datoriei de stat interne deține o pondere de 3,6% din PIB și urmează a fi refinanțat în fiecare an prin noi emisiuni de VMS, ceea nu va afecta negativ bugetul de stat, în cazul în care nu se va urmări o fluctuație majoră a ratelor de dobândă pe piața internă.

Graficul rambursării datoriei de stat, pe tipuri de rată a dobânzii, mil. dolari SUA



În ce privește datoria de stat externă, se observă o distribuție omogenă a plăților pe parcursul anilor care urmează și respectiv un risc de refinanțare redus. Această evoluție se datorează faptului că datoria de stat externă este preponderent pe termen lung. Totodată, cea mai mare parte a datoriei cu rată flotantă este concentrată în primii ani, ceea ce reprezintă o expunere față de riscul ratei de dobândă și ar putea crea presiuni pe termen mediu în ce privește rambursarea datoriei de stat externe.

O precizare referitor la graficul rambursării datoriei de stat este că acesta nu include datoria față de Banca Națională a Moldovei, convertită în VMS, care este reperfectată anual în baza unei înțelegeri între Guvern și BNM cu privire la soldul datoriei statului contractate anterior de la Banca Națională. Astfel, această datorie este reperfectată anual la o rată fixă a dobânzii și nu este expusă riscului de refinanțare.

Perioada medie de maturitate (ATM) și datoria scadentă într-un an

În ce privește perioada medie de maturitate a datoriei de stat, acest indicator este cu atât mai sigur, cu cât deține o valoare mai mare.

Tabelul 5.1. Indicatorii riscului de refinanțare, la situația de la sf. anului 2010

	Datoria de stat internă	Datoria de stat externă	Total datoria de stat
Perioada medie de maturitate a datoriei de stat (ATM), ani	0,5	11,8	9,7
Datoria scadentă în decurs de 1 an, %	96,3%	5,7%	22,5%

Astfel, indicatorii sus-menționați vin în suportul concluziilor formulate în baza graficului de rambursare al datoriei de stat, și anume o expunere mai mare față de riscul de refinanțare a datoriei de stat interne, avînd perioada medie de maturitate de jumătate de an și o pondere de 96 la sută care ajunge la scadență în decurs de un an. Datoria de stat externă datorită instrumentelor pe termen lung se încadrează în limite sigure, iar datoria de stat în ansamblu, de asemenea, nu prezintă un risc de refinanțare periculos.

Similar graficului de răscumpărare, la calcularea acestor indicatori, nu a fost inclusă datoria față de BNM spre a nu distorsiona situația reală a datelor.

Riscul valutar

Riscul valutar se referă la datoria de stat în valută. O pondere majoră a datoriei de stat în valută în totalul datoriei de stat reflectă o expunere semnificativă față de riscul valutar. Acest risc este important îndeosebi în cazul țărilor în curs de dezvoltare unde datoria de stat externă formează o parte considerabilă din datoria de stat.

Acest tip de risc urmează a fi menținut în limite rezonabile întrucît modificările cursului de schimb pot afecta atât costurile asociate datoriei de stat externe, cît și volumul datoriei de stat în ansamblu, calculat în lei moldovenești.

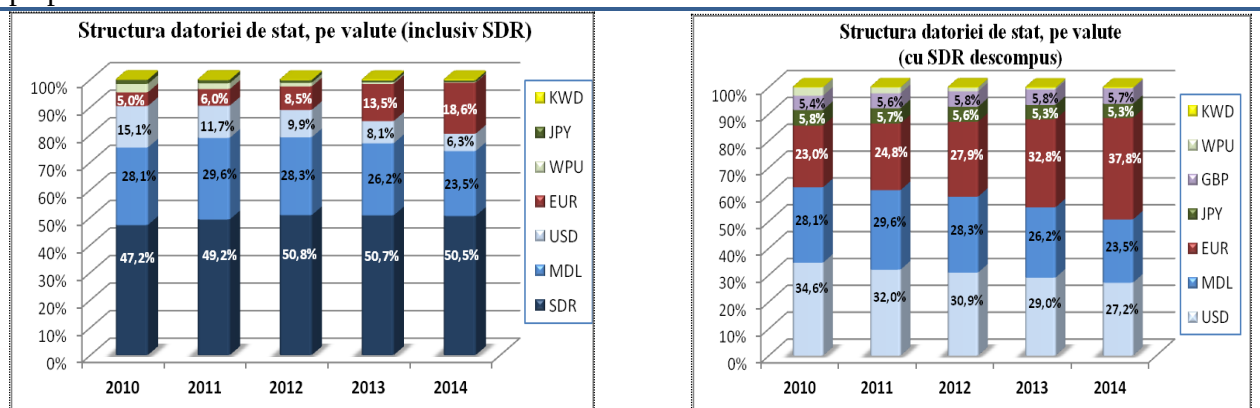
Cazul Republicii Moldova nu este o excepție, astfel unul din principalele categorii de riscuri asociate portofoliului datoriei de stat este **riscul valutar**, fapt ce se observă din compoziția datoriei de stat. Pe termen mediu, ponderea datoriei de stat externe în volumul total al datoriei de stat se va majora, ajungînd la 76,7 la sută din datoria de stat. Prin urmare se va majora și expunerea față de riscul valutar.

Tabelul 5.2. Structura datoriei de stat în anii 2010-2014

	2010		2011		2012		2013		2014	
	% în total datorie	% în PIB	% în total datorie	% în PIB	% în total datorie	% în PIB	% în total datorie	% în PIB	% în total datorie	% în PIB
Datoria de stat externă	71,9	18,9	71,5	18,3	72,1	16,9	74,1	16,4	76,7	16,3
Datoria de stat internă	28,1	7,4	28,5	7,3	27,9	6,5	25,1	5,7	23,3	5,0

Analizînd structura datoriei de stat pe valute, se observă că circa 50 la sută din volumul datoriei de stat sunt împrumuturile concesionale în coșul valutar DST. Această pondere nu se va modifica semnificativ pe termen mediu. O schimbare evidentă este majorarea ponderii datoriei de stat exprimată în Euro, care va înregistra o majorare de peste 10 p.p. la sfîrșitul anului 2014, în comparație cu 2010.

Odată cu descompunerea coșului valutar DST pe valute componente, ponderea majoră este deținută de către dolarul SUA și Euro. Astfel, dacă la sfîrșitul anului 2010, euro deținea o pondere mai mică decît dolarul SUA, atunci la finele anului 2014 se prevede inversarea acestei tendințe, astfel încît cea mai mare expunere devine față de moneda Euro. Această tendință se datorează majorării surselor de finanțare din partea creditorilor multilaterali din spațiul european pe parcursul anilor 2012-2014.

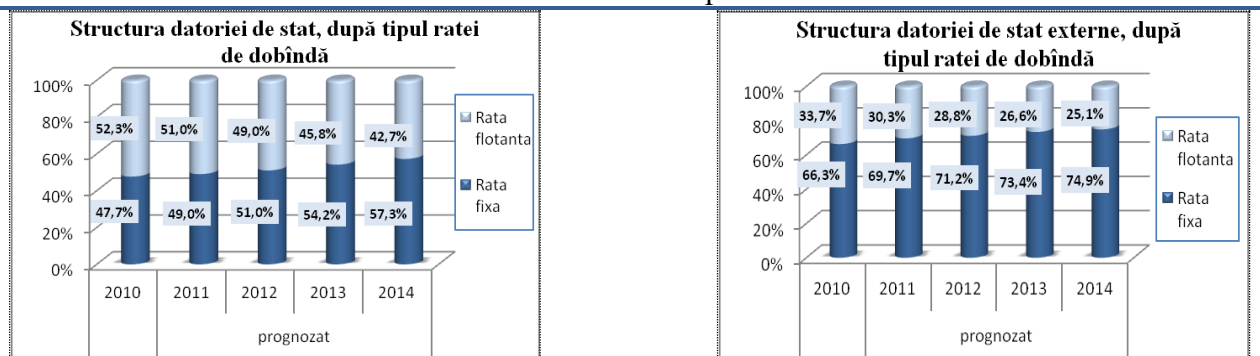


Riscul ratei de dobîndă

Riscul ratei de dobîndă se determină prin expunerea portofoliului datoriei de stat față de modificările ratelor de dobîndă pe piață locală și cea internațională. Identificarea și gestionarea acestui risc este importantă deoarece acesta este determinat în mare măsură de factori externi, care sunt în permanentă fluctuație, ceea ce face prognozarea pe termen mediu și lung a evoluției ratelor de dobîndă destul de dificilă.

Variațiile ratelor de dobîndă pe piețele interne și cele internaționale afectează costurile aferente datoriei de stat, în special cînd datoria cu rata fixă a dobînzii urmează a fi refinanțată sau cînd dobînda este refixată la condițiile pieței în cazul datoriei cu rata flotantă. Astfel, este evidentă legătura strînsă dintre riscul ratei de dobîndă și riscul de refinanțare.

Analizînd structura datoriei de stat pe tipuri de rată a dobînzii, se constată un risc relativ redus în cazul **datoriei de stat externe**, astfel încît la sfîrșitul anului 2010 circa o treime din datoria de stat externă era cu rata dobînzii flotantă. Pînă la finele anului 2014, însă se prevede o diminuare a acestei ponderi, respectiv și a riscului ratei de dobîndă. În ce privește **datoria de stat internă**, aceasta poate fi considerată în întregime la rata dobînzii flotantă, întrucît datoria de stat internă cu termen de pînă la un an are rata fixă, dar oricum va fi refinanțată în fiecare an la condițiile noi de pe piață, iar datoria de stat internă cu maturitatea mai mare de un an este cu rata dobînzii flotantă. Din această cauză, în structura datoriei de stat totale aproape 50 la sută este reprezentată de datoria de stat cu rata dobînzii flotantă. Cu toate astea, se urmărește o tendință descendentă stabilă a datoriei cu rata dobînzii flotantă pe următorii ani.



Împrumuturile de stat atrase din exterior sunt la rate flotante, preponderent LIBOR și EURIBOR pe 6 luni. Pe parcursul anului 2009, rata LIBOR a avut o dinamică pozitivă pentru deservire, avînd o fluctuație, de la începutul anului la cota de 1,62, ajungînd în luna decembrie la minimul anului de 0,45. Iar în anul 2010, nu s-au urmărit fluctuații majore, valoarea LIBOR la începutul anului fiind de 0,40, iar la sfîrșitul anului – de 0,46.

Pe piața internă, rata de dobîndă la VMS emise pe piața primară, depinde de *rata de bază* stabilită de către BNM. Astfel, în anul 2009, rată de bază a fost micșorată considerabil, de la 12,5 la începutul anului, pînă la 5,0 la sfîrșitul acestuia. Iar în anul 2010, rată de bază a suferit două ajustări ajungînd de la valoarea de 5,0 la începutul anului pînă la 7,0 la sfîrșitul anului.

Perioada medie de refixare (ATR) și datoria ce urmează a fi refixată într-un an

La fel ca și indicatorul riscului de refinanțare – perioada medie de maturitate, indicatorul perioada medie de refixare este cu atît mai sigur, cu cît deține o valoare mai mare.

Tabelul 5.3. Indicatorii riscului ratei de dobîndă, la situația de la sf. anului 2010

	Datoria de stat internă	Datoria de stat externă	Total datoria de stat
<i>Peripada medie de refixare a datoriei de stat (ATR), ani</i>	0,5	10,8	7,9
<i>Datoria cu rata dobînzii ce urmează a fi refixată în decurs de 1 an, %</i>	100,0%	24,1%	45,4%

Astfel, analizînd indicatorii prezențați se observă că *datoria de stat internă* este expusă în cea mai mare măsură riscului ratei de dobîndă, întrucît toată datoria de stat internă cu rata fixă a dobînzii are maturitatea de pînă la 1 an, ceea ce înseamnă că 100% din datoria de stat internă urmează să fie refixată la rate noi de dobîndă în decurs de 1 an. Astfel, o majorare neașteptată a ratelor de dobîndă pe piața internă se va răsfrînge imediat asupra costurilor aferente datoriei de stat. *Perioada medie de refixare (ATR)* pentru datoria de stat internă a constituit *0,5 ani*.

Datoria de stat externă se caracterizează prin indicatori ce nu prezintă o expunere majoră față de riscul ratei de dobîndă. Această situație se datorează faptului că datoria de stat externă cu rata fixă a dobînzii este preponderent pe termen lung, ceea ce înseamnă că ratele de dobîndă pentru datoria de stat externă nu vor fi refixate la condițiile de piață pentru o perioadă mai îndelungată de timp.

Riscul operațional

Riscul operațional include riscul de decontare și riscul unor erori. Riscul de decontare apare în cazul în care mai multe activități în procesarea și înregistrarea datelor sunt conduse manual, iar riscul de eroare deseori are ca bază separarea activităților pentru anumite funcții în procesul de management a datoriei de stat. Riscul operațional va fi optimizat prin descrierea detaliată a responsabilităților, precum și îmbunătățirea continuă a capacității personalului.

5.2. Constrângerile care pot afecta implementarea managementului datoriei de stat pe termen mediu

La acest compartiment se referă factorii care ar putea afecta implementarea managementului datoriei de stat pe termen mediu, inclusiv prognozele stabilite:

- a) Factorii macroeconomici – reflectă schimbările parametrilor economici care au servit drept bază pentru efectuarea prognozelor. În special, aceștia vizează:
 - ✓ Fluctuația cursului de schimb al monedei naționale;
 - ✓ Dinamica inflației;
 - ✓ Reformele structurale;
 - ✓ Creșterea economică.
- b) Politica monetară.
- c) Modificarea cadrului legislativ și normativ.

În contextul constrângerilor care pot afecta implementarea managementului datoriei de stat pe termen mediu, e oportună analiza scenariilor alternative de evoluție a indicatorilor de piață care au impact asupra deservirii datoriei de stat.

Scenarii alternative de evoluție a indicatorilor de piață care au impact asupra deservirii datoriei de stat

Pentru a examina sensibilitatea portofoliului datoriei de stat la expunerea față de riscurile de piață, adică riscul ratei de dobândă și riscul valutar, a fost analizată influența modificărilor ratelor de dobândă și cursurilor de schimb valutar asupra costurilor aferente datoriei de stat.

Au fost elaborate *patru scenarii de șoc*, reieșind din modificările condițiilor de piață, și anume:

A) Deprecierea monedei naționale, în anul 2013, față de:

- Dolarul SUA – cu 15%;
- Euro – cu 20%;
- Yenul japonez – cu 25%.

B) Deprecierea monedei naționale, în anul 2013, față de:

- Dolarul SUA – cu 35%;
- Euro – cu 40%;
- Yenul japonez – cu 50%.

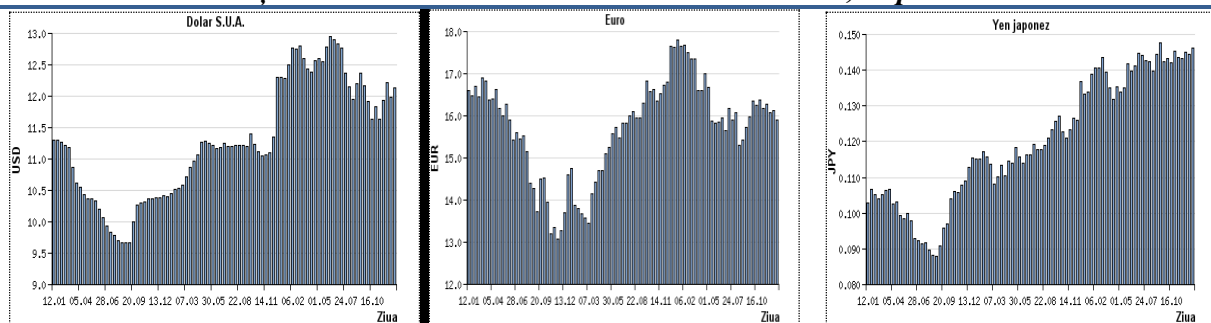
C) Majorarea ratelor de dobândă, în anul 2013:

- Cu 3 p.p. pe piața externă, cu excepția ratelor de dobândă la împrumuturile concesionale;
- Cu 10 p.p. pe piața internă;

D) Șoc combinat care constă în combinarea șocului din primul scenariu cu cel din al treilea scenariu.

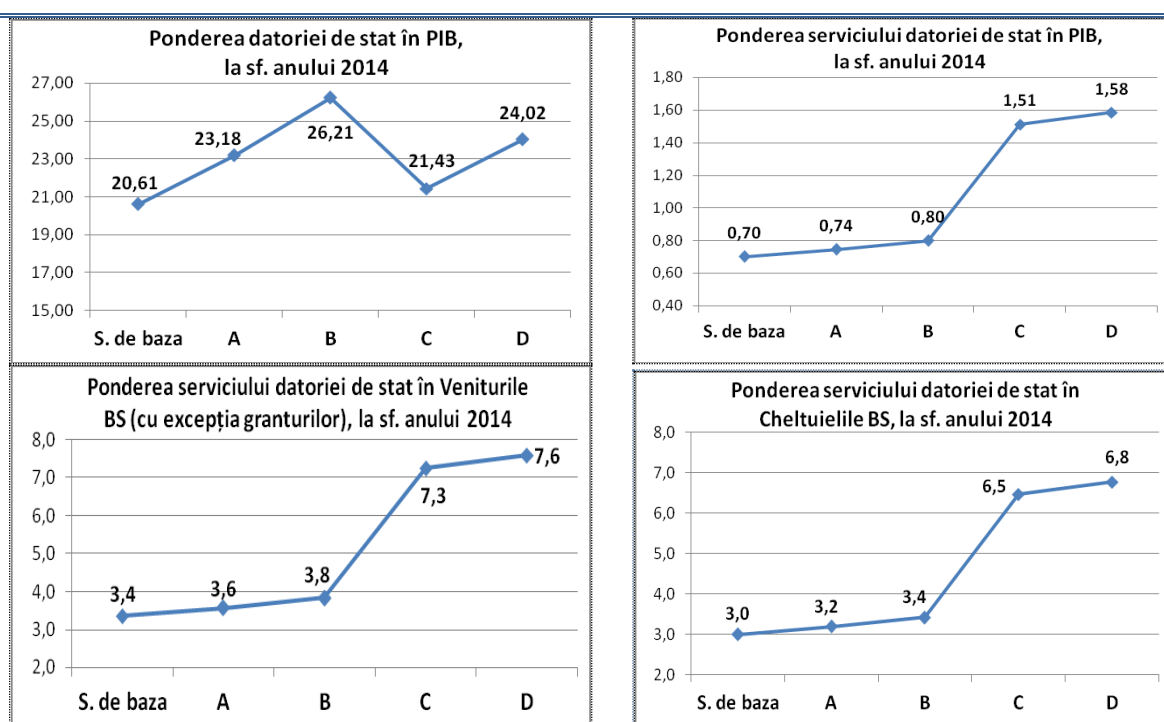
Raționamentul care a stat la baza selectării acestor șocuri a fost evoluția cursurilor de schimb și a ratelor de dobândă din ultimii trei ani. Astfel, drept exemplu, este prezentată evoluția cursului de schimb al leului moldovenesc față de dolarul SUA, Euro și Yenul japonez. Au fost selectate anume aceste valute deoarece formează ponderea majoritară în coșul valutar DST, care ocupă cea mai mare pondere în datoria de stat externă. Ceilalți indicatori macroeconomici, cum sunt PIB-ul, veniturile bugetului de stat, ș.a. sunt considerați a nu suferi modificări pe perioada analizată față de scenariul de bază.

Tabelul 5.4. Evoluția cursului de schimb al leului moldovenesc, în perioada anilor 2008-2010



Sursa: www.bnm.md

Pentru a urmări efectele șocurilor stabilite asupra portofoliului datoriei de stat, sunt analizați indicatorii ponderii datoriei de stat în PIB și serviciului datoriei de stat în PIB, precum și ponderii serviciului datoriei de stat în veniturile și cheltuielile bugetului de stat, care prezintă variațiile volumului datoriei de stat și a costurilor aferente acesteia.



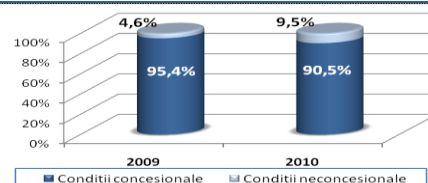
Principalele concluzii ce pot fi stabilite în baza datelor prezentate sunt:

- În ce privește volumul datoriei de stat, acesta prezintă cea mai mare expunere față de riscul valutar. Cu toate acestea modificările nu sunt semnificative, astfel, la o depreciere de 15% a dolarului SUA, 20% a euro și 25% a yenului japonez, ponderea datoriei de stat în PIB se mărește cu 2,6 p.p. Majorarea ratelor de dobândă nu influențează semnificativ evoluția acestui indicator.
- Serviciul datoriei de stat, adică costul asociat acesteia este expus în cea mai mare măsură riscului ratei de dobândă, astfel în cazul șocului combinat indicatorul serviciului datoriei de stat în PIB se mărește cu 0,9 p.p. sau aproape de două ori.
- Cel mai pronunțat risc care ar putea crea presiuni considerabile asupra portofoliului datoriei de stat este *riscul valutar*. Drept soluție pentru diminuarea acestui risc ar putea servi majorarea ponderii datoriei de stat interne în total datorie de stat. Totodată, datoriei de stat interne îi este asociat un cost mult mai ridicat față de împrumuturile de stat externe, un alt impediment fiind dezvoltarea insuficientă a pieței secundare a valorilor mobiliare de stat. Cu toate acestea, pe termen mediu portofoliul datoriei de stat se încadrează în limite rezonabile în ce privește riscurile asociate.

ANEXA 1. Instrumentele datoriei de stat pe perioada anilor 2009-2010

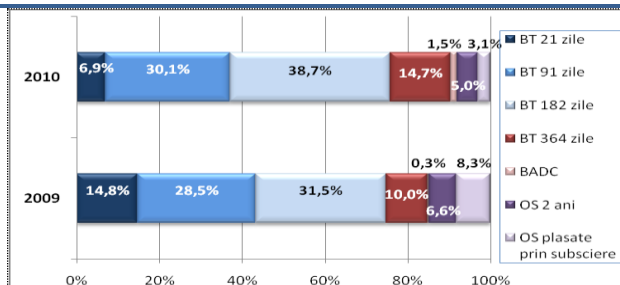
Instrumentele datoriei de stat externe. Pe parcursul anilor 2009-2010, finanțarea externă a fost sub forma împrumuturilor, în mare parte, de la instituțiile financiare internaționale, predominant la condiții concesionale. Acestea au fost îndreptate spre finanțarea proiectelor investiționale, precum și pentru suport bugetar.

Sursele de finanțare externe, la condiții concesionale față de cele neconcesionale, 2009-2010



Instrumentele datoriei de stat interne. Principalele instrumente ale datoriei de stat interne au fost valorile mobiliare de stat (VMS) pe termen scurt (bonuri de trezorerie cu scadența 21, 91, 182 și 364 zile) și rata dobânzii fixă, precum și VMS pe termen mediu (obligațiunilor de stat pe termen de 2 ani cu rata dobânzii flotantă). De asemenea, în anul 2009 a fost elaborat și promovat un nou instrument financiar, și anume *Obligațiunile de stat plasate prin subscriere*, cu maturitatea de 2 ani și rata dobânzii flotantă.

Structura VMS comercializate pe piața primară, 2009-2010



Garanțiile de stat

Pe parcursul anilor 2009-2010 nu au fost emise garanții de stat în favoarea creditorilor externi și interni.

Soldul garanțiilor de stat acordate agenților economici pentru împrumuturile externe și interne, pe parcursul anilor 2009-2010, s-a redus de la 8,43 mil. dolari SUA la sfârșitul anului 2009 până la 6,37 mil. dolari SUA la sfârșitul anului 2010, fiind formate integral din garanții acordate agenților economici pentru împrumuturile externe. Evoluția descrescătoare este datorată efectuării plăților în favoarea creditorilor externi.

ANEXA 2. Glosar

ATR (Perioada medie de refixare) – reprezintă indicatorul de măsură a riscului ratei de dobândă asociat portofoliului datoriei de stat. ATR reprezintă perioada medie, exprimată în ani, pentru care costurile deservirii datoriei de stat sunt fixate. Cu cât mai mare este ponderea datoriei de stat pe termen scurt și cu rata de dobândă flotantă, cu atât este mai mare riscul ratei de dobândă și mai mic ATR.

ATM (Perioada medie până la maturitate) – reprezintă indicatorul de măsură a riscului de refinanțare asociat portofoliului datoriei de stat. ATM este perioada medie, exprimată în ani, după care datoria existentă va fi rambursată. Cu cât mai mare este maturitatea instrumentelor de datorie, cu atât mai mic este riscul de refinanțare și mai mare ATM.

Managementul riscului este un proces strâns legat de și direct îndreptat pe mai multe dimensiuni, precum:

- a) *cadrul macroeconomic* (creșterea economică în Moldova și în restul lumii, rata inflației, crizele economice globale);
- b) *cadrul bugetar-fiscal* (volumul necesităților de finanțare, inclusiv pentru acoperirea deficitului bugetar);
- c) *condițiile pieței* (nivelul ratelor dobânzii pe piața autohtonă și internațională, cursul valutar, cererea pentru VMS);
- d) *cadrul instituțional și legal* (modificări în legislație).

Riscurile de piață - se referă la riscurile asociate cu modificările prețurilor de piață, cum ar fi ratele de dobândă, ratele de schimb valutar, etc. și impactul acestora asupra costurilor deservirii datoriei de stat.

Riscul de refinanțare – acest tip de risc este strâns legat de riscul ratei dobânzii și se referă la probabilitatea incapacității de obținere de noi surse de finanțare pe măsură ce datoria ajunge la scadență sau obținerea finanțării la costuri foarte înalte, fapt care depinde de nivelul de dezvoltare al pieței interne financiare (lichiditate și evoluțiile ratelor dobânzilor în lei, care depind de evoluțiile macroeconomice și, implicit, de așteptările pieței cu privire la aceste evoluții), precum și de evoluțiile piețelor financiare internaționale.

Dat fiind faptul că riscul de refinanțare se limitează la riscul că datoria va putea fi refinațată la rate de dobândă ridicate, acesta poate fi considerat ca aparținând riscurilor de piață. Cu toate acestea, incapacitatea de refinanțare a datoriei și/sau majorarea considerabilă a costurilor de finanțare poate evolua într-o criză a datoriei și prin urmare poate cauza pierderi economice reale. Din acest motiv, în plus la efectele pur financiare ale ratelor de dobândă ridicate, acest tip de risc este, de obicei, tratat separat.

Limitarea riscului de refinanțare și a riscului de lichiditate se va urmări prin contractarea unor împrumuturi preponderent pe termen mediu și lung, bineînțeles, avându-se în vedere frontiera de eficiență cost/risc și condițiile de piață ale unor astfel de instrumente în comparație cu instrumentele emise pe termen scurt.

Riscul operațional – include o multitudine de diferite tipuri de riscuri, cum ar fi erori la diferite etape în executarea și înregistrarea tranzacțiilor, imperfecțiuni sau eșecuri în controalele interne, sau în sisteme și servicii, riscuri juridice, încălcări ale securității sau calamități naturale care pot afecta activitatea de afaceri.

Riscul ratei dobânzii - reprezintă modificări ale ratelor de dobândă pe piața internă sau externă financiară și este influențat de volatilitatea ratelor de dobândă, politica monetară și bugetară, evoluțiile piețelor financiare internaționale. Aceste modificări pot influența asimetric asupra costurilor datoriei în raport cu bugetul și pot conduce la devieri față de bugetul planificat. Portofoliul datoriei este expus riscului ratei dobânzii prin datoria contractată la rate variabile și prin datoria care ajunge la scadență și urmează a fi refinanțată. În ambele cazuri, ratele dobânzii sunt ajustate în conformitate cu ratele curente de pe piață.

Riscul valutar - este parte componentă a riscului de piață și exprimă posibilitatea ca fluctuația cursurilor valutare să afecteze negativ sau pozitiv costurile datoriei de stat, având un

impact și asupra bugetului. Datoria exprimată în valută străină sporește volatilitatea costurilor deservirii datoriei de stat exprimate în monedă națională.