

PROGRAMUL „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2013-2015)”

Dispoziții generale

Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2013-2015)” stabilește obiectivul fundamental în procesul de gestiune al datoriei de stat, și anume: asigurarea finanțării măsurilor prevăzute în bugetul de stat cu minimum de cheltuieli pe termen mediu și lung și la nivel optim de risc.

Întrucât managementul datoriei de stat reprezintă un proces continuu, acest document va fi revăzut și actualizat anual în baza noilor tendințe macroeconomice, dar și a necesităților de finanțare.

Un obiectiv important este și dezvoltarea pieței valorilor mobiliare de stat. Astfel, pentru extinderea maturității valorilor mobiliare de stat pe piața primară, în perioada anilor 2013-2015 se va modifica treptat structura emisiunii instrumentelor existente, preferință fiind acordată instrumentelor cu termen mai lung de circulație.

Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2013-2015)” se axează pe descrierea structurii portofoliului datoriei de stat și a factorilor de risc inerenți.

La elaborarea prognozelor datoriei de stat, precum și a strategiilor alternative de management a datoriei de stat pe termen mediu, au fost utilizate proiecțiile macroeconomice de bază furnizate de către Ministerul Economiei și coordonate cu Fondul Monetar Internațional. Astfel, în anul 2013, se presupune o creștere economică mai modestă de doar 4 la sută și o creștere economică de 5 la sută în anii 2014-2015. Analiza macroeconomică sugerează că, comerțul extern, remitențele și datoria privată rămân principalele canale de transmitere a șocurilor externe în Republica Moldova. Astfel, deteriorarea condițiilor externe ar putea influența negativ asupra exporturilor, remitențelor, intrărilor de capital, și, respectiv, a creșterii economice.

Indicatorii bugetar-fiscali relevă o diminuare treptată a deficitului bugetului de stat, care în perioada 2013-2015 se va situa în intervalul 1,0-1,25% din PIB.

În ceea ce privește dinamica datoriei de stat, aceasta se va majora cu circa 6 la sută anual în perioada anilor 2013-2015. În structura datoriei de stat, ponderea datoriei de stat interne se va reduce situându-se sub pragul de 30 la sută.

Deși pe termen mediu se presupune înăsprirea treptată a termenelor de acordare a finanțării externe din partea Băncii Mondiale, în perioada anilor 2013-2015 portofoliul datoriei de stat va fi caracterizat prin ponderea majoritară a datoriei concesionale. Cu toate că această situație este favorabilă din punct de

vedere al costurilor aferente, o asemenea structură a portofoliului implică o expunere majoră față de riscul valutar.

Ca pondere în PIB datoria de stat urmează să scadă până la 22,1 la sută la sfârșitul anului 2015, adică cu 1,3 p.p. mai puțin față de valoarea înregistrată la sfârșitul anului 2011. Sumele prognozate serviciului datoriei de stat se vor majora în anii 2013-2014, după care va urma o ușoară scădere în anul 2015.

Deficitul general al bugetului de stat va fi acoperit în perioada 2013-2015, în valoare mai mare din surse externe. Împrumuturile de stat externe primite vor fi în proporție de 97,8 la sută de la instituțiile multilaterale. Finanțarea internă netă va urma o tendință descendentă în perioada 2013-2015, principalele instrumente fiind valorile mobiliare de stat emise pe piața primară.

Privitor la riscurile aferente portofoliului datoriei de stat, cea mai mare expunere este față de riscurile de piață, și anume riscul valutar și riscul de refinanțare. Expunerea față de riscul valutar se datorează faptului că în jur de 70 la sută din datoria de stat este în valută străină. Cu toate acestea, optimizarea riscului valutar se efectuează prin diversificarea valurilor care intră în componența datoriei de stat externe.

Expunerea față de riscul de refinanțare se datorează faptului că datoria de stat internă este preponderent pe termen scurt, perioada medie de maturitate a datoriei de stat interne (ATM) fiind de doar 0,7 ani.

În vederea monitorizării continue a riscurilor și evitării expunerii majore a portofoliului datoriei de stat față de anumite tipuri de risc, au fost stabiliți parametri de risc reieșind din structura curentă a portofoliului datoriei de stat. În funcție de evoluția acestora, structura portofoliului datoriei de stat urmează a fi ajustată cu ajutorul instrumentelor relevante ale datoriei de stat. Devieri minore de la limitele propuse sînt permise în cazul în care aceste devieri nu cauzează riscuri financiare adiționale.

Parametrii de risc pentru perioada anilor 2013-2015	Valoarea
Ponderea datoriei de stat scadentă în decurs de un an în total datorie de stat	≤ 35%
Ponderea datoriei de stat interne în total datorie de stat	≥ 20%
Ponderea datoriei de stat externe într-o anumită valută în total datorie de stat externă	≤ 50%
Ponderea datoriei de stat cu rata dobînzii fixă în total datorie de stat	≥ 50%

Pe lângă parametrii de risc aferenți structurii datoriei de stat, urmează a fi monitorizat și un indicator de sustenabilitate al datoriei de stat, și anume: *ponderea serviciului datoriei de stat în veniturile pe componenta de bază a bugetului de stat – nu mai mare de 20%* (acest indicator este preluat din cadrul sustenabilității datoriei de stat pentru țările cu venituri mici elaborat de către Banca Mondială – Fondul Monetar Internațional (<http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/TOPICS/EXTDEBTDEPT/0,,contentMDK:23125643~menuPK:64166739~pagePK:64166689~piPK:64166646~theSitePK:469043~isCURL:Y,00.html>)).

Acest indicator nu poate fi influențat direct în procesul de management al datoriei de stat, dar este important de a fi monitorizat întrucît poate fi utilizat

drept punct de reper în deciziile de finanțare într-un mod care aduce în concordanță necesitățile de finanțare a statului cu capacitatea de rambursare curentă și viitoare.

De asemenea, a fost analizată influența modificărilor ratelor de dobândă și a cursurilor de schimb asupra costurilor aferente datoriei de stat, cu scopul de a examina volatilitatea portofoliului datoriei de stat la expunerea față de riscul ratei de dobândă și cel valutar.

Astfel, au fost elaborate patru scenarii de șoc care vizează deprecierea monedei naționale și majorarea ratelor de dobândă atât pe piața externă, cât și pe cea internă. Raționamentul care s-a aflat la baza selectării acestor șocuri a fost evoluția cursurilor de schimb și a ratelor de dobândă din ultimii doi ani, inclusiv evoluția acestora în anul de criză 2009.

Pentru a urmări efectele șocurilor stabilite asupra portofoliului datoriei de stat, au fost 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.

Principalele concluzii care au fost stabilite în baza datelor prezentate constau în faptul că volumul datoriei de stat prezintă cea mai mare expunere față de riscul valutar, iar serviciul datoriei de stat, adică costul asociat acesteia este expus în cea mai mare măsură riscului ratei de dobândă.

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 Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu pentru anii 2013-2015”(în continuare – Program). Elaborarea prezentului Program este actuală, întrucât se estimează că pe termen mediu 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 ar trebui să fie luate în considerare în gestiunea datoriei de stat.

Prezentul Program stabilește direcțiile prioritare de activitate ale Ministerului Finanțelor, orientate spre atingerea obiectivului fundamental. Acesta 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 (2010-2011) anul curent (2012) și trei ani viitori (2013-2015).

Prezentul Program este versiunea actualizată a Managementului datoriei de stat pe termen mediu (2012-2014). Astfel, obiectivul fundamental, obiectivele specifice, precum și acțiunile îndreptate spre realizarea acestora au rămas aceleași. Au fost actualizate prognozele macroeconomice, cele bugetar-fiscale, și respectiv cele ce țin de portofoliul datoriei de stat. Comparativ cu versiunea precedentă, în noul document la analiza strategiilor alternative de asigurare a necesităților de finanțare, s-a pus accentul pe analiza posibilității de trecere

definitivă de la sursele externe concesionale la cele semiconcesionale și neconcesionale.

În urma implementării Managementului datoriei de stat pe termen mediu (2013-2015) se urmărește limitarea pe cât e posibil a cheltuielilor aferente datoriei de stat, reieșind din condițiile piețelor financiare, precum și menținerea riscurilor aferente datoriei de stat în limite rezonabile.

Pentru un management activ al datoriei de stat, Ministerul Finanțelor decide asupra structurii datoriei de stat, stabilind parametrii care permit menținerea riscurilor în limite sigure. Parametrii respectivi vor fi calculați și publicați lunar în buletinele statistice privind datoria de stat. Îmbunătățirea informației privind datoria de stat și riscurile aferente acesteia este o necesitate pentru un management calitativ al datoriei de stat, întrucât disponibilitatea informației operative și calitative este un factor important în evaluarea riscurilor aferente datoriei de stat și implicit a costurilor.

Prezentul Program este elaborat cu utilizarea instrumentului analitic Medium Term Debt Management Strategy (MTDS), elaborat de către grupul Banca Mondială/ Fondul Monetar Internațional în scopul susținerii guvernelor în procesul de adoptare a deciziilor privind modalitățile de satisfacere a necesităților de finanțare, luând în considerare constrângerile macroeconomice și posibilele surse de finanțare. Instrumentul oferă estimări cantitative aferente frontierei cost/risc asociate cu diferite strategii de finanțare.

De asemenea, Programul este întocmit în conformitate cu bunele practici stabilite în cadrul Instrumentului de evaluare a performanței managementului datoriei (DeMPA), elaborat de către Banca Mondială în scopul asistării țărilor în curs de dezvoltare în eficientizarea managementului datoriei. Astfel, elaborarea unui document de management al datoriei de stat pe termen mediu este unul din cei 15 indicatori incluși în DeMPA, care pun accent pe realizarea practicilor durabile de gestionare a datoriei.

Programul va fi actualizat anual, concomitent cu actualizarea prognozelor macroeconomice. Acest lucru va permite în timp util redefinirea adecvată a obiectivelor și măsurilor stabilite, în funcție de dezvoltarea economică, evoluția pieței și rezultatele obținute pe parcursul implementării Programului.

Capitolul I. Obiectivele managementului datoriei de stat pe anii 2013-2015

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 pe termen mediu (3 ani) și se referă la portofoliul datoriei de stat. În conformitate cu Legea nr. 419-XVI din 22 decembrie 2006 cu privire la datoria publică, garanțiile de stat și recreditarea de stat, datoria de stat reprezintă obligațiile contractuale pecuniare curente și scadente ale statului și dobânzile datorate și neonorate, apărute din calitatea statului de debtor sau fidejutor, fiind contractate, în numele Republicii

Moldova, de Guvern, prin intermediul Ministerului Finanțelor, în monedă națională sau în valută străină. De asemenea, în Program sînt luate în considerare și garanțiile de stat, însă doar la descrierea dinamicii datoriei, fără a fi incluse în analiza riscurilor sau analizele de sensibilitate.

În vederea atingerii obiectivului fundamental, au fost stabilite cîteva obiective specifice de gestionare a datoriei de stat în perioada 2013-2015:

1) limitarea extinderii garanțiilor de stat în cazurile care promovează proiectele prioritare pentru economia națională, cu condiția că toate cerințele legii sînt realizate;

2) continuarea diminuării treptate a datoriei Guvernului față de Banca Națională a Moldovei pe împrumuturile contractate anterior;

3) întreprinderea eforturilor în vederea sporirii 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.

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

1. Monitorizarea sustenabilității datoriei de stat

Pentru realizarea prezentei acțiuni, managementul datoriei de stat trebuie să fie în concordanță cu politica economică și financiară care urmează să se realizeze în țară.

Cu toate că 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, pentru a preveni la timp autoritățile în cazul în care dinamica acestora va depăși limitele acceptabile sau ar putea avea un impact negativ asupra stabilității macroeconomice naționale.

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

În iulie 2011, pentru Republica Moldova au fost schimbate condițiile de creditare privind împrumuturile care urmează a fi contractate de la Banca Mondială prin Asociația Internațională de Dezvoltare de la "Hardened terms" la "Blend terms", ceea ce presupune o maturitate a împrumuturilor de 25 de ani, inclusiv 5 ani perioada de grație și o rată cumulativă a dobînzii de 2,0% (inclusiv 1,25% – rata dobînzii plus 0,75% – taxa de deservire). Această modificare a condițiilor de creditare va determina majorarea pe termen mediu a costurilor aferente deservirii datoriei de stat externe.

În vederea menținerii costurilor datoriei de stat la nivel acceptabil, conform planificării bugetare, precum și în conformitate cu situația de pe piața financiară, vor fi întreprinse următoarele acțiuni:

a) selectarea optimă a posibilelor instrumente ale datoriei de stat pînă la contractarea noilor împrumuturi care ar permite identificarea cea mai favorabilă a sumei, maturității, tipului ratei de dobîndă, valutei etc;

b) întreprinderea eforturilor în scopul dezvoltării unei piețe financiare interne eficiente și lichide, în conformitate cu condițiile specifice de piață, ceea

ce va contribui la extinderea constantă a curbei veniturilor avînd un efect pozitiv asupra deservirii datoriei de stat.

3. Optimizarea riscurilor aferente portofoliului datoriei de stat

Prezenta acțiune vizează îndreptarea eforturilor spre formarea unei structuri optime a datoriei de stat, care ar minimiza costurile și riscurile, inclusiv asimetria valutară, efectele negative ale fluctuației ratelor de dobîndă și refinanțării. Prezenta acțiune va fi orientată pe următoarele direcții:

Optimizarea riscurilor financiare (riscul de refinanțare, valutar, de modificare a ratei dobînzii), prin:

a) optimizarea riscului de refinanțare pentru datoria de stat – se va urmări contractarea unor împrumuturi preponderent pe termen mediu și lung, 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 sumelor destinate deservirii datoriei de stat, prin stabilirea scadențelor noilor împrumuturi, astfel încît să se evite formarea de vîrfuri de plată pe perioade scurte de timp;

b) optimizarea riscului valutar prin diversificarea valutelor 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 limitarea riscului aferent creșterii ratelor de dobîndă de referință și reducerea incertitudinii cu privire la efortul bugetar anual necesar efectuării plăților de dobînzii.

Optimizarea riscului de credit

Optimizarea riscului de credit se referă la reducerea riscului bugetar cauzat de posibila activare a garanțiilor de stat.

Riscul efectuării plăților de Ministerul Finanțelor în calitate de garant, acordate din bugetul de stat se va reduce atît datorită rambursării integrale a împrumuturilor garantate de stat pînă în anul 2015, 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 datoriilor de către beneficiarii garanțiilor de stat.

Optimizarea riscului operațional

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

a) implementarea de sisteme de control intern adecvate, precum și modernizarea soft-ului actual de înregistrare și monitorizare a datoriei de stat;

b) menținerea securității datelor prin descrieri detaliate a procedurilor de înregistrare și validare a datelor datoriei de stat, 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;

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

4. Dezvoltarea pieței valorilor mobiliare de stat

Dezvoltarea pieței valorilor mobiliare de stat reprezintă un obiectiv important al managementului datoriei de stat, dat fiind rolul pe care aceasta îl poate avea în atenuarea șocurilor externe asupra economiei, precum și în asigurarea unei cereri stabile pentru valorile mobiliare de stat. În acest sens, direcțiile de acțiune pe termen mediu vizează extinderea maturității valorilor mobiliare de stat pe piața primară, diversificarea bazei de investitori rezidenți, asigurarea transparenței și predictibilității.

Pentru extinderea maturității valorilor mobiliare de stat pe piața primară, în perioada anilor 2013-2015 se va modifica treptat structura emisiunii instrumentelor existente, preferință fiind acordată instrumentelor cu termen mai lung de circulație. Astfel, în structura bonurilor de trezorerie emise, modificări se prevăd în sporirea volumului ofertei de bonuri de trezorerie cu scadența 182 și 364 zile și reducerii treptate a volumului ofertei de bonuri de trezorerie cu scadența 91 zile cu circa 5% trimestrial, începând cu anul 2013. Suplimentar, va continua emisiunea obligațiunilor de stat cu dobândă flotantă cu scadența 2 ani, precum și se prevede emisiunea obligațiunilor de stat cu dobândă fixă cu scadența 3 ani prin sporirea atractivității acestor instrumente.

Dezvoltarea sectorului investitorilor non bancari rezidenți, în special a celor instituționali, prezintă o importanță deosebită pentru asigurarea unei cereri stabile pentru valorile mobiliare de stat, precum și pentru extinderea maturității emisiunilor. În acest sens, se va lansa o campanie amplă de promovare a valorilor mobiliare de stat prin elaborarea și tipărirea unor prospecte, broșuri privind caracteristicile esențiale ale valorilor mobiliare de stat și avantajele investițiilor în aceste instrumente financiare; expedierea prin e-mail potențialilor investitori a Ghidului investitorului în valori mobiliare de stat (<http://www.mf.gov.md/ro/publicdebt/statedebt/intern/>), a comunicatelor de lansare a valorilor mobiliare de stat, a rezultatelor licitațiilor de plasare a valorilor mobiliare de stat etc.; organizarea unor seminare, întruniri, emisiuni televizate și la radio privind piața valorilor mobiliare de stat etc.

Totodată, prin intermediul Asociației Băncilor 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 periodică a necesităților investiționale la nivelul pieței, precum și a așteptărilor referitoare la condițiile de piață. La fel, se va asigura publicarea cu regularitate și în timp util pe pagina web a Ministerului Finanțelor a informațiilor relevante pentru investitori privind volumul și structura datoriei de stat interne, graficul desfășurării licitațiilor de vânzare a valorilor mobiliare de stat, comunicatele oficiale de plasare a valorilor mobiliare de stat și rezultatele licitațiilor de vânzare a acestora etc.

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

Contextul macroeconomic curent și evoluții pe termen mediu a indicatorilor macroeconomici

1. Tendințele economiei mondiale

Conform prognozei Fondului Monetar Internațional, activitatea economică mondială va încetini, însă declin nu va avea loc, majoritatea țărilor dezvoltate evitând recesiunea.

În țările emergente, perspectivele de creștere se vor înrăutăți datorită deteriorării condițiilor externe și slăbirii cererii interne. Celor mai mari efecte negative vor fi supuse țările din Europa Centrală și de Est care au relații comerciale și financiare strânse cu țările zonei euro.

2. Evoluțiile recente și prognozele economiei naționale

Pe parcursul anului 2011 economia Republicii Moldova a fost în ascensiune, determinată în mare parte de sporirea exportului și înviorarea activității investiționale.

Produsul intern brut (PIB) în anul 2011 a însumat 82,2 mild. lei, majorându-se față de anul 2010 cu 6,4%. Majorarea PIB-ului a fost condiționată, în general, de restabilirea cererii externe la bunurile industriale fabricate în Moldova și celei interne din contul consumului final.

Rata inflației medii anuale în anul 2011 a constituit 7,6%, majorându-se comparativ cu anul 2010 cu 0,2 p.p. Această situație a fost condiționată, în general, de modificarea prețurilor la unele produse alimentare, precum și majorarea tarifelor la servicii comunal-locative.

În anul 2011, exporturile de bunuri au crescut mai rapid decât importurile. Astfel, exporturile s-au majorat cu 43,8%, iar importurile – cu 34,7%. Totodată, decalajul dintre exporturi și importuri a determinat acumularea în anul 2011 a unui deficit al balanței comerciale cu 28,6 la sută mai mare față de cel înregistrat în anul 2010.

Evoluția principalilor indicatori macroeconomici pe parcursul anilor 2010-2015 este prezentată în tabelul 2.1.

Tabelul 2.1.

Evoluția indicatorilor macroeconomici, 2010-2015

Indicator	2010	2011	2012 ¹	2013	2014	2015
1. Produsul intern brut nominal, mil. lei	71 885,5	82 174,1	87 900,0	97 400,0	107 400,0	118 400,0
2. PIB față de anul precedent în prețuri comparabile, %	+7,1	+6,4	0,0	+4,0	+5,0	+5,0

4. Balanța comercială ² , în % față de anul precedent:	+16,0	+28,5	+0,2	+4,0	+7,3	+7,5
exportul, în % față de anul precedent;	+20,1	+43,8	+0,1	+8,1	+15,6	+10,8
importul, în % față de anul precedent.	+17,6	+34,7	+0,2	+5,8	+10,0	+9,9
3. Rata inflației medii anuale (IPC), %	+7,4	+7,6	+4,7	+5,5	+5,0	+5,0

Note:

1. Datele pentru perioada 2012-2015 sînt preluate din Prognoza actualizată a indicatorilor macroeconomici pentru anii 2013-2015, din 14 noiembrie 2012, elaborată de către Ministerul Economiei și coordonată cu Fondul Monetar Internațional.

2. Datele referitoare la export (FOB), import (CIF) de bunuri sînt preluate de la Biroul Național de Statistică.

În anul 2012, cu precădere, situația creată pe plan mondial, precum și aprofundarea crizei datoriilor suverane din zona euro va determina accentuarea așteptărilor negative din partea mediului de afaceri și a populației cu privire la un nou val de criză, ceea ce va avea impact asupra sectorului real și importurilor, însă își va aduce contribuția asupra diminuării presiunii inflaționiste.

Astfel, produsul intern brut în anul 2012 nu va înregistra modificări în prețuri comparabile față de anul 2011. Pentru anii 2013-2015 se prognozează o creștere a PIB-ului de la 4 pînă la 5 la sută anual. La baza acestei creșteri va sta îmbunătățirea contextului economico-financiar la nivel mondial, promovarea mai intensă a exporturilor, dezvoltarea sectorului real al economiei, inclusiv prin atragerea investițiilor străine directe în economia națională etc.

Se estimează că rata inflației medii anuale va constitui în anul 2012 circa 4,7%. În anii 2013-2015, menținerea relativă a cursului de schimb la același nivel va contribui la stabilitatea prețurilor, indicele prețurilor de consum stabilindu-se la nivelul de circa 5,0%.

Exporturile în anul 2012 se vor majora nesemnificativ cu 0,1 la sută comparativ cu anul trecut, iar în perioada 2013-2015 se vor majora în medie cu 11,5% anual. Factorii care vor contribui la majorarea treptată a exporturilor în perioada de prognoză sînt: liberalizarea accesului pe piețele țărilor - membre ale Organizației Mondiale a Comerțului și valorificarea preferințelor obținute din partea Uniunii Europene, precum și creșterea calitativă a exporturilor.

Indicatorii de piață care influențează direct asupra costului asociat datoriei de stat sînt 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 dobândă, 2010-2015

Indicator	2010	2011	2012 ¹	2013	2014	2015
1. Cursul oficial al leului moldovenesc față de dolarul SUA, mediu anual	12,366	11,737	12,12	12,45	12,57	12,76
2. Cursul oficial al leului moldovenesc față de euro, mediu anual	16,40	16,337	15,51	15,81	15,96	16,20
3. Rata USD LIBOR pe 6 luni, medie anuală ²	0,519	0,507	-	-	-	-
4. Rata EURIBOR pe 6 luni, medie anuală ³	1,084	1,638	-	-	-	-
5. Rata medie ponderată a dobânzii la Valorile Mobiliare de Stat pe piața primară internă, %	6,99	11,43	-	-	-	-

Note:

1. Datele pentru anii 2012-2015 sînt preluate din Prognoza actualizată a indicatorilor macroeconomici pentru anii 2013-2015, din 14 noiembrie 2012, elaborată de către Ministerul Economiei și coordonată cu Fondul Monetar Internațional.

2. Sursa: <http://www.global-rates.com/interest-rates/libor/american-dollar/2011.aspx>

3. Sursa: <http://www.euribor-ebf.eu/euribor-org/euribor-rates.html>

3. Piața valutară (cursul de schimb)

Cursul de schimb al monedei naționale pe parcursul anului 2011 a marcat o apreciere cu 3,6% în termeni nominali față de dolarul SUA și cu 6,4% față de euro comparativ cu sfîrșitul anului 2010. Principalii factori care au determinat modificarea cursului de schimb au fost intrările valutare de peste hotarele țării, intensificarea comerțului exterior, precum și fluctuațiile cursului dolarului SUA față de alte valute pe piețele valutare internaționale.

În anul 2012, cursul de schimb mediu anual al monedei naționale se estimează la nivel de circa 12,12 lei pentru un dolar american și 15,51 pentru un euro. Pentru anii 2013-2015, se prognozează o depreciere a monedei naționale față de dolarul SUA și euro în medie cu 1,7 la sută anual.

4. Politica ratelor

Pe parcursul anului 2011, Consiliul de administrație al Băncii Naționale a Moldovei a decis modificarea ratei de bază aplicată la principalele operațiuni de politică monetară pe termen scurt de patru ori, astfel valoarea stabilită pentru decembrie 2011 a constitui 8,5 p.p., cu 0,5 p.p. mai mult în comparație cu ianuarie 2011.

Această decizie are la bază anticiparea faptului că în anul 2012 se vor accentua presiunile dezinflaționiste generate de consecințele crizei datoriiilor suverane din zona euro și de încetinirea creșterii economiei globale.

În ceea ce privește ratele de dobîndă pe piețele internaționale în primele șapte luni ale anului 2011, rata Euribor a continuat tendința de creștere constantă începută încă în anul 2010, după care începînd cu luna august și pînă la sfîrșitul anului a urmat o ușoară scădere, valoarea medie din luna decembrie fiind de

1,671% sau cu 33,3 la sută mai mare decât rata înregistrată la începutul anului. În aceeași perioadă rata USD Libor a avut o tendință descendentă din februarie până în iunie, după care a urmat o majorare constantă, valoarea medie lunară pentru luna decembrie avînd valoarea de 0,7799% sau cu 71,3 la sută mai mult decât valoarea înregistrată la începutul anului.

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

După un an de ascensiune pronunțată, anul 2011 s-a caracterizat printr-o evoluție în ritmuri mai temperate a economiei naționale.

Astfel, în anul 2011 dinamica colectării veniturilor la bugetul de stat a semnalat temperarea ritmurilor anuale de creștere pînă la 8,6 la sută (față de 24,1 la sută în anul 2010). În ceea ce privește ponderea în PIB, veniturile bugetului de stat au constituit 22,7 la sută, sau cu 1,2 p.p. mai puțin față de anul 2010. Veniturile fiscale continuă să dețină partea majoră în veniturile bugetului.

În anul 2011 dinamica alocării cheltuielilor din bugetul de stat a înregistrat o evoluție ascendentă, avînd un ritm anual de creștere de 6,4 la sută (față de 9,2 la sută în 2010). Cheltuielile bugetului de stat, raportate la PIB, în anul 2011 au constituit 24,3 la sută, sau cu 1,8 p.p. mai puțin decât în anul 2010.

Drept rezultat al evoluției veniturilor și cheltuielilor, în anul 2011 executarea bugetului s-a soldat cu un deficit în scădere cu 16,3 la sută față de anul 2010. Raportat la PIB, acesta reprezintă 1,7 la sută, sau cu 0,6 p.p. mai puțin decât în anul 2010.

Pe termen mediu acțiunile Guvernului vor fi direcționate în vederea continuării reformelor structurale și măsurilor de ajustare bugetar-fiscală inițiate în anii 2010-2011, care corespund obiectivului de reducere a deficitului bugetului de stat ca pondere în PIB.

În perioada anilor 2013-2015 se prevede o majorare constantă a veniturilor bugetului de stat, în timp ce ponderea acestora în PIB va urma o tendință în scădere.

Similar evoluției veniturilor, cheltuielile bugetului de stat vor înregistra o majorare constantă în perioada anilor 2013-2015.

Deficitul bugetului de stat va înregistra o majorare de circa 12,9 la sută în anul 2012 comparativ cu anul precedent, avînd o pondere în PIB de circa 1,8 la sută. Pe parcursul perioadei de prognoză deficitul bugetului de stat va avea o tendință descendentă, iar ponderea deficitului bugetului de stat în PIB se va încadra în intervalul 1,0-1,25 la sută anual. Totodată, realizarea prognozelor bugetare depinde, în mare măsură, de realitatea prognozelor indicatorilor macroeconomici.

6. 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.

7. Analiza actualizată a sustenabilității datoriei Republicii Moldova

Analiza actualizată a sustenabilității datoriei Republicii Moldova a fost elaborată de către Fondul Monetar Internațional în anul 2012 și indică faptul că riscul de îndatorare rămîne scăzut, iar dinamica datoriei publice se încadrează în general în limite sigure. Cu toate acestea, vulnerabilitatea datoriei publice a crescut față de evaluarea precedentă, sub influența înrăutățirii condițiilor mediului extern care a contribuit la diminuarea proiecțiilor indicatorilor macroeconomici pe termen mediu.

Rezultatele analizei indică faptul că toți indicatorii datoriei publice externe rămîn cu mult sub pragurile prevăzute în cazul tuturor scenariilor alternative. Analiza sugerează că dinamica datoriei publice se încadrează în limite sustenabile, cu excepția existenței unui șoc negativ semnificativ și de lungă durată al creșterii economice. Cu toate acestea, autoritățile publice centrale și locale ar trebui să continue o politică prudentă de atragere a finanțării.

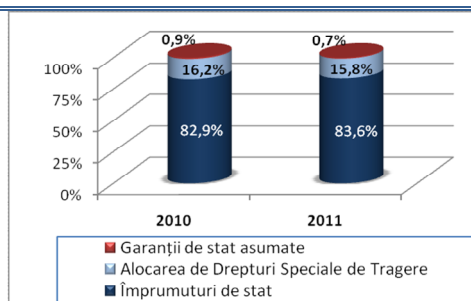
Capitolul III. Structura și dinamica datoriei de stat a Republicii Moldova și prognoze pe termen mediu

Secțiunea 1. Instrumentele datoriei de stat pentru perioada anilor 2010-2011

1. Instrumentele datoriei de stat externe, în perioada anilor 2010-2011, au fost următoarele:

1) Împrumuturi de stat externe. Pe parcursul anilor 2010-2011, împrumuturile de stat au ocupat ponderea majoritară în structura datoriei de stat externe. În ceea ce privește structura împrumuturilor de stat externe, acestea sînt preponderent de la instituțiile multilaterale, care, conform situației de la sfîrșitul anului 2011, au constituit 77,5 la sută. Potrivit destinației, împrumuturile de stat externe au fost îndreptate spre finanțarea proiectelor investiționale, precum și pentru suport bugetar.

**Structura datoriei de stat
externe pe instrumente,
2010-2011**



2) Alocarea drepturilor speciale de tragere (DST). A fost alocată în anul 2009 și nu necesită de a fi rambursată suma principală, ci doar achitarea dobînzii, calculate în baza unei rate flotante care se modifică săptămînal. Astfel, acest instrument comportă un risc al ratei de dobîndă moderat.

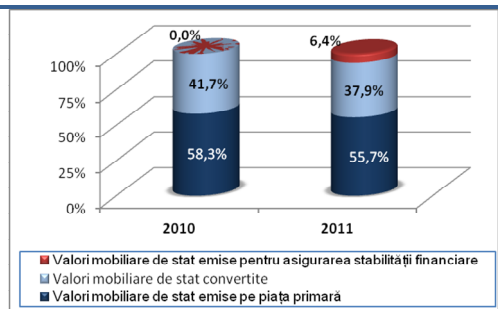
3) Garanții de stat asumate. Soldul garanțiilor de stat externe asumate a urmat o tendință descendentă pe parcursul anilor 2010-2011. Datorită ponderii

mai mici de 1 la sută din soldul datoriei de stat nu prezintă riscuri pentru portofoliul datoriei de stat.

2. Instrumentele datoriei de stat interne includ:

1) Valori mobiliare de stat emise pe piața primară. În perioada 2010-2011, valorile mobiliare de stat emise pe piața primară au deținut ponderea majoră în portofoliul datoriei de stat interne. În componența acestora intră valorile mobiliare de stat pe termen scurt (bonuri de trezorerie cu scadența 21, 91, 182 și 364 zile), precum și valorile mobiliare de stat pe termen mediu (obligațiuni de stat pe termen de 2 ani și obligațiuni de stat plasate prin subscriere).

**Structura datoriei de stat
interne pe instrumente,
2010-2011**



2) Valori mobiliare de stat convertite. Acest instrument nu supune portofoliul datoriei de stat la riscuri majore, întrucât această datorie este reperfectată anual în baza unei înțelegeri între Guvern și Banca Națională a Moldovei la o rată fixă a dobânzii, nefiind expuse riscului de refinanțare. În perioada anilor 2010-2011, soldul valorilor mobiliare de stat convertite nu a suferit modificări.

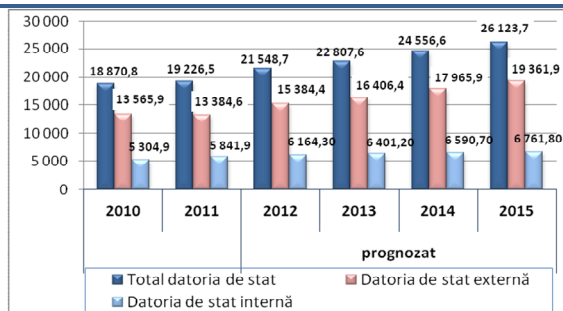
3) Valori mobiliare de stat emise pentru asigurarea stabilității financiare. Acest instrument a fost emis în anul 2011, în scop de preluare a creanței „Băncii de Economii” S.A. față de BC „Investprivatbank” S.A. în proces de lichidare. Obligațiunile de stat emise pentru asigurarea stabilității financiare au o maturitate de 4,2 ani și o rată fixă a dobânzii de 0,01%, nefiind astfel expuse riscurilor financiare.

Secțiunea 2. Dinamica datoriei de stat în perioada anilor 2010-2015

1. Soldul datoriei de stat s-a majorat nesemnificativ în anul 2011 comparativ cu anul 2010, cu circa 1,9 la sută. Această evoluție are la bază creșterea soldului datoriei de stat interne cu 10,1 la sută în anul 2011, îndeosebi datorită emisiunii valorilor mobiliare de stat pentru asigurarea stabilității financiare. Totodată, majorarea volumului datoriei de stat a fost atenuată de către diminuarea soldului datoriei de stat externe, exprimată în lei moldovenești, cu 1,3% în anul 2011 comparativ cu anul 2010.

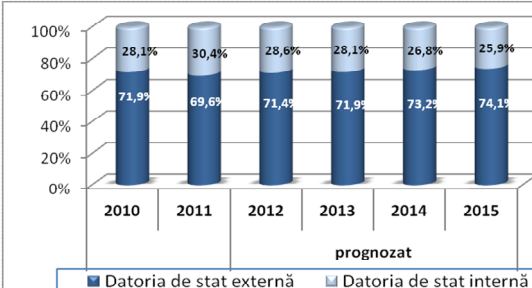
Pe perioada prognozată a anilor 2012-2015, se prevede o majorare constantă a datoriei de stat, susținută de evoluția ascendentă a datoriei de stat externe, precum și de majorarea în ritmuri mai lente a datoriei de stat interne.

Evoluția datoriei de stat în perioada 2010-2015, mil. lei



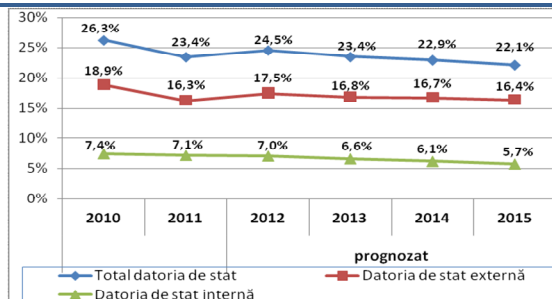
2. Structura datoriei de stat, la sfârșitul anului 2011 indica o majorare a ponderii datoriei de stat interne, astfel încât aceasta s-a plasat puțin peste nivelul de 30 la sută în totalul datoriei de stat. Pe termen mediu, însă, această tendință se va inversa, ponderea datoriei de stat interne avînd o evoluție descendentă în totalul datoriei de stat în perioada anilor 2012-2015, fapt ce se datorează majorării în ritmuri mai rapide a datoriei de stat externe.

Structura datoriei de stat în perioada 2010-2015, %



3. Ponderea datoriei de stat în PIB va urma o diminuare constantă pe parcursul anilor 2012-2015. Această evoluție se datorează majorării în ritmuri mai rapide a valorii PIB-ului comparativ cu volumul datoriei de stat.

Evoluția ponderii datoriei de stat în PIB în perioada 2010-2015, %



4. Serviciul datoriei de stat s-a majorat cu circa 21,0 la sută la sfârșitul anului 2011, fiind influențat într-o măsură mai mare de majorarea serviciului datoriei de stat interne. Astfel, comparativ cu situația de la sfârșitul anului 2010, cheltuielile pentru serviciul datoriei de stat interne s-au majorat cu 30,2 la sută. Acest fapt este legat de majorarea ratei dobînzii la valorile mobiliare de stat emise pe piața primară, ceea ce concomitent a atras după sine și majorarea ratelor dobînzii la valorile mobiliare de stat convertite, aflate în portofoliul Băncii Naționale a Moldovei.

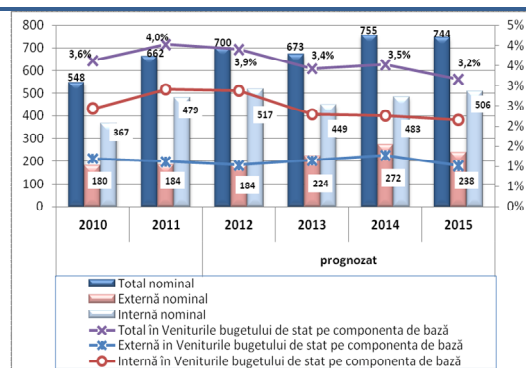
În perioada anilor 2012-2015, sumele destinate serviciului datoriei de stat nu vor urma o tendință bine determinată.

Astfel, serviciul datoriei de stat interne se va diminua în 2013 față de 2012 cunoscînd majorări lente în 2014 și 2015, în condițiile păstrării ratelor de dobîndă la valorile mobiliare de stat în limitele a 8,0 la sută anual.

În ceea ce privește serviciul datoriei de stat externe, se evidențiază o tendință ușoară de creștere în perioada anilor 2013-2014, după care va urma o diminuare către sfârșitul anului 2015.

5. Ponderea serviciului datoriei de stat în veniturile pe componenta de bază a bugetului de stat (VBBS), a înregistrat 4,0%, la sfârșitul anului 2011, cu 0,4 p.p. mai mult decât în perioada similară a anului precedent. În continuare, în anii 2012-2015, conform datelor prognozate, ponderea serviciului datoriei de stat în VBBS va urma o evoluție descendentă, atingând valoarea de 3,2 la sută la sfârșitul anului 2015.

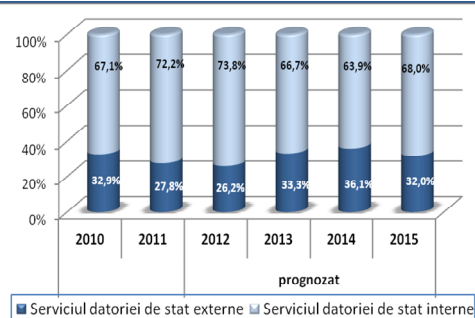
Evoluția serviciului datoriei de stat, în valori nominale și în veniturile pe componenta de bază a bugetului de stat, 2010-2015, mil. lei



6. Structura serviciului datoriei de stat evidențiază ponderea majoră a serviciului datoriei de stat interne, care depășește nivelul de 60 la sută din serviciul total al datoriei de stat. La sfârșitul anului 2011, ponderea serviciului datoriei de stat interne a atins valoarea de 72,2%, iar în perioada anilor 2013-2015 urmează a coborî sub nivelul de 70 de sută.

Astfel, deși datoria de stat internă are o pondere de doar circa 30 la sută în portofoliul datoriei de stat, aceasta absoarbe în jur de 60 la sută din serviciul datoriei de stat.

Structura serviciului datoriei de stat, 2010-2015, %



Secțiunea 3. Prognoza surselor de finanțare în perioada anilor 2013 - 2015

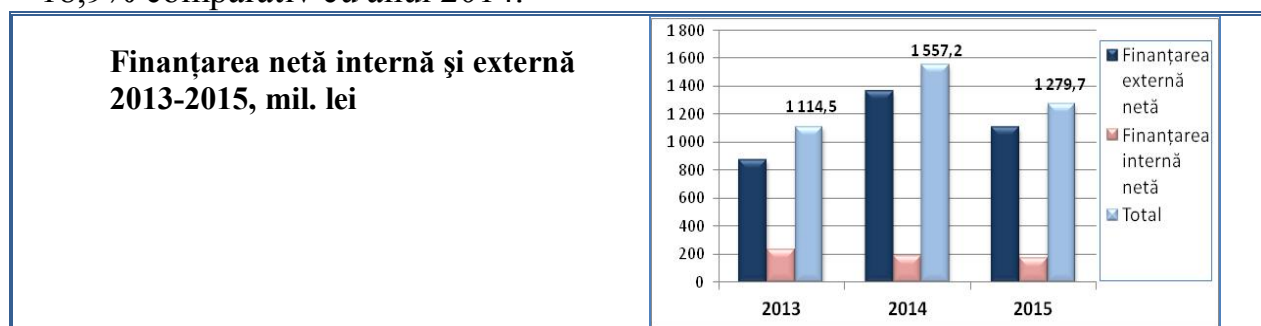
1. Necesitățile de finanțare pe termen mediu ale Guvernului sînt bazate pe estimările bugetului de stat, ținînd cont de ajustările bugetar-fiscale inițiate în anii 2010-2011. Astfel, finanțarea netă constituie unul din principalii factori care contribuie la majorarea sau diminuarea volumului datoriei de stat. În tabelul 3.1. sînt prezentate estimările deficitului bugetului de stat și sursele de finanțare a acestuia pentru anii 2013-2015.

Tabelul 3.1.

Proгноza surselor de finanțare, în perioada anilor 2013-2015

Indicator	Unitatea de măsură	2013	2014	2015
Deficit primar	mil.lei	540,3	454,5	411,0
Plăți de dobândă	mil.lei	672,8	755,2	744,1
Deficit de casă	mil.lei	1 213,1	1 209,7	1 155,1
Răscumpărarea datoriei	mil.lei	15 623,9	15 189,3	14 855,4
Necesități de finanțare brute	mil.lei	16 837,0	16 399,0	16 010,5
Privatizare	mil.lei	250,0	240,0	230,0
Alte surse	mil.lei	-151,4	-587,5	-354,6
Necesități de finanțare	mil.lei	16 738,4	16 746,5	16 135,1
Finanțare externă	mil.lei	1 609,8	2 057,9	1 886,5
Finanțare internă	mil.lei	15 128,6	14 688,6	14 248,6

În ceea ce privește finanțarea netă pentru perioada anilor 2013-2015 se observă o tendință în scădere a surselor interne de finanțare, și, respectiv, acoperirea deficitului de casă preponderent din surse externe. Această evoluție relevă dependența considerabilă a Republicii Moldova față de piețele financiare externe. Astfel, finanțarea internă netă va indica o diminuare cu 20 la sută în 2014 față de 2013 și cu 9,8% în 2015 față de valoarea înregistrată în 2014. În aceeași perioadă finanțarea externă netă se va majora cu circa 55,8 la sută în anul 2014 comparativ cu anul 2013, după care se va diminua în anul 2015 cu circa 18,9% comparativ cu anul 2014.



2. Surse de finanțare externă

În perioada anilor 2013-2015 se estimează că Guvernul va beneficia de intrări din împrumuturi externe în sumă totală de circa 5 554,2 mil. lei (440,9 mil. dolari SUA). Pentru suport bugetar vor fi îndreptate circa 19,1% din intrările de împrumuturi de stat externe, iar pentru finanțarea proiectelor – 80,9% din intrările de împrumuturi de stat externe.

În proporție de 97,8%, împrumuturile primite vor fi de la instituțiile multilaterale. Iar restul de 2,2% de la instituțiile bilaterale.

Potrivit structurii intrărilor de împrumuturi de stat externe pe creditori, se evidențiază:

- Banca Europeană de Investiții cu 32,7 la sută;
- Banca Mondială cu 30,4 la sută;
- Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare cu 22,1%;

d) Banca de Dezvoltare a Consiliului Europei, Fondul Internațional pentru Dezvoltare Agricolă și Guvernul Austriei cu o pondere mult mai mică.

Structura intrărilor de împrumuturi de stat externe pe creditori reflectă faptul că Moldova va beneficia de suport extern considerabil, în special din partea Europei, ceea ce evidențiază direcția integrării europene.

Tabelul 3.2.

Finanțarea externă netă, în perioada anilor 2013-2015

Indicatori	Unitatea de măsură	2013	2014	2015
Finanțarea externă netă		877,6	1 367,6	1 108,6
1. Intrări de împrumuturi de stat externe, inclusiv:	mil. lei	1 609,8	2 057,9	1 886,5
proiecte investiționale	mil. lei	1 086,9	1 668,3	1 746,1
suport bugetar	mil. lei	522,9	389,7	140,4
2. Rambursarea sumei principale	mil. lei	732,2	690,3	777,9
Finanțarea externă netă	mil. dolari SUA	70,5	108,8	86,9
1. Intrări de împrumuturi de stat externe, inclusiv:		129,3	163,7	147,8
proiecte investiționale	mil. dolari SUA	87,3	132,7	136,8
suport bugetar	mil. dolari SUA	42,0	31,0	11,0
2. Rambursarea sumei principale	mil. dolari SUA	58,8	54,9	61,0

3. Surse de finanțare internă

În perioada anilor 2013-2015, în scopul finanțării deficitului bugetului de stat se prevăd a fi comercializate suplimentar valori mobiliare de stat pe piața primară în sumă de 1 326,9 mil. lei, inclusiv 480,0 mil. lei în anul 2013, 432,7 mil. lei în anul 2014 și 414,2 mil. lei în anul 2015. De rînd cu aceasta, se prevede diminuarea datoriei Guvernului față de Banca Națională a Moldovei pe împrumuturile contractate anterior cu cîte 150,0 mil. lei în anul 2013, 2014 și 2015. În perioada anilor 2013-2015 va continua răscumpărarea valori mobiliare de stat emise pentru asigurarea stabilității financiare, a cîte 93,1 mil. lei anual.

Tabelul 3.3.

Finanțarea internă netă, în perioada anilor 2013-2015

Indicatori	Unitatea de măsură	2013	2014	2015
Finanțarea internă netă	mil.lei	236,9	189,6	171,1
1. Valori mobiliare de stat emise pe piața primară, inclusiv:	mil.lei	480,0	432,7	414,2
valori mobiliare de stat emise prin licitații	mil.lei	550,0	450,0	450,0
valori mobiliare de stat plasate prin subscriere	mil.lei	-70,0	-17,3	-35,8
2. Valori mobiliare de stat convertite	mil.lei	-150,0	150,0	-150,0
3. Valori mobiliare de stat emise pentru menținerea stabilității financiare	mil.lei	-93,1	-93,1	-93,1

Referitor la valorile mobiliare de stat emise prin licitații, în perioada 2013-2015 vor fi emise bonuri de trezorerie cu scadența 91, 182 și 364 zile, la emisiunea cărora se va pune accent pe majorarea volumului bonurilor de trezorerie cu termen mai lung de circulație, adică de 182 și 364 zile. În același timp, oferta pentru bonurile de trezorerie de 91 zile se va diminua treptat. Suplimentar, va continua emisiunea obligațiunilor de stat cu dobândă flotantă cu scadența 2 ani, precum și se prevede emisiunea obligațiunilor de stat cu dobândă fixă cu scadența 3 ani prin sporirea atractivității acestor instrumente.

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

Secțiunea 1. Instrumente ale datoriei de stat pentru perioada anilor 2013-2015

În scopul atingerii obiectivului fundamental al managementului datoriei de stat, precum și pentru a menține o structură rezonabilă a portofoliului datoriei de stat, va fi monitorizată structura datoriei de stat pe instrumente și riscurile aferente fiecărui instrument în parte. Astfel, în perioada anilor 2013-2015, în componența datoriei de stat vor intra următoarele instrumente:

1. Valori mobiliare de stat emise pe piața primară. În perioada 2013-2015 valorile mobiliare de stat emise pe piața primară vor continua să dețină ponderea majoră în portofoliul datoriei de stat interne. În componența acestora vor intra valori mobiliare de stat emise pe termen scurt (bonuri de trezorerie cu scadența 91, 182 și 364 zile), precum și valori mobiliare de stat emise pe termen mediu (obligațiuni de stat pe termen de 2 ani și 3 ani cu rata dobânzii flotantă sau fixă și obligațiuni de stat plasate prin subscriere). Soldul valorilor mobiliare de stat emise plasate prin subscriere se va diminua treptat, acestea fiind răscumpărate în totalitate către sfârșitul anului 2015.

2. Valorile mobiliare de stat convertite. Acest instrument nu supune portofoliul datoriei de stat la riscuri majore, întrucât această datorie este reperfectată anual în baza unei înțelegeri între Guvern și Banca Națională a Moldovei la o rată fixă a dobânzii, nefiind expusă riscului de refinanțare. Către sfârșitul anului 2015, soldul valorilor mobiliare de stat convertite se va diminua cu circa 32 la sută comparativ cu situația de la sfârșitul anului 2013.

3. Valorile mobiliare de stat emise pentru asigurarea stabilității financiare. Acest instrument are o maturitate de 4,2 ani și o rată fixă a dobânzii de 0,01%, nefiind astfel expus riscurilor financiare. Obligațiunile de stat emise pentru asigurarea stabilității financiare ocupă o pondere foarte mică în portofoliul datoriei de stat interne, iar către sfârșitul anului 2015, vor fi răscumpărate în totalitate.

4. Împrumuturi de stat externe. În perioada anilor 2013-2015, ponderea majoră va continua să fie ocupată de către împrumuturile de stat externe de la instituțiile multilaterale, care către sfârșitul anului 2015 vor ocupa circa 88,8% din portofoliul datoriei de stat externe. În ceea ce privește structura pe creditori,

pe primele locuri se situează datoria față de Asociația Internațională de Dezvoltare, Fondul Monetar Internațional și Banca Europeană de Investiții.

5. Alocarea drepturilor speciale de tragere. Acest instrument reprezintă active de rezervă internaționale create de către Fondul Monetar Internațional și alocate membrilor săi, pentru a-și completa activele de rezervă. A fost alocată în anul 2009 și nu necesită de a fi rambursată suma principală, ci doar achitarea dobânzii. Astfel, îi este asociat doar un risc moderat al ratei de dobândă.

6. Garanții de stat asumate. Ponderea acestui instrument în portofoliul datoriei de stat se va diminua treptat, în anul 2015 fiind efectuată ultima plată. Iar acordarea de noi garanții de stat se va efectua doar pentru proiecte strategice/de interes național, pentru care acest tip de instrument este absolut necesar într-un anumit context, în baza emiterii unei legi speciale în acest scop și drept urmare a unei analize de risc riguroase conform cadrului normativ existent.

Secțiunea 2. Parametrii de risc asociați datoriei de stat pentru perioada anilor 2013-2015

Parametrii selectați au fost stabiliți reieșind din structura curentă a portofoliului datoriei de stat, în scopul monitorizării riscurilor și evitării 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 sînt permise în cazul în care aceste devieri nu cauzează riscuri financiare adiționale:

- a) ponderea datoriei de stat interne în totalul datoriei de stat nu ar trebui să înregistreze valori sub pragul de 20%;
- b) 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;
- c) ponderea optimă a datoriei cu dobîndă fixă în portofoliul datoriei de stat – nu mai mică de 50%;
- d) 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 externe (acest indicator nu ia în considerare coșurile valutare, ci doar separat valutele care intră în componența coșului valutar).

Pe lângă parametrii de risc aferenți structurii datoriei de stat, urmează a fi monitorizat și un indicator de sustenabilitate al datoriei de stat, și anume:

- e) ponderea serviciului datoriei de stat în veniturile pe componenta de bază a bugetului de stat – nu mai mare de 20% (acest indicator este preluat din „Cadrul sustenabilității datoriei de stat pentru țările cu venituri mici” elaborat de către Banca Mondială –Fondul Monetar Internațional).

Acest indicator nu poate fi influențat direct în cadrul managementului datoriei de stat, dar este important de a fi monitorizat întrucît este un indicator care poate fi utilizat drept punct de reper în deciziile de finanțare într-un mod care aduce în concordanță necesitățile de finanțare ale statului cu capacitatea de rambursare curentă și viitoare.

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

Secțiunea 1. Conceptualizarea riscurilor asociate portofoliului datoriei de stat și analiza acestora

Managementul eficient al riscurilor are drept scop minimizarea riscurilor, minimizând în același timp și costurile. Acest obiectiv poate fi atins prin gestionarea adecvată a structurii portofoliului datoriei de stat și selectarea optimă a noilor instrumente de datorie.

Volatilitatea piețelor financiare – fie din cauza fluctuației ratelor de dobândă, a cursurilor de schimb, sau modificărilor inflației – rezultă în volatilitatea în creștere a portofoliului datoriei de stat. Aceste riscuri identificate drept riscuri de piață sînt principalele tipuri de riscuri asociate costului datoriei de stat a Republicii Moldova și includ:

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

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

1. Riscul de refinanțare

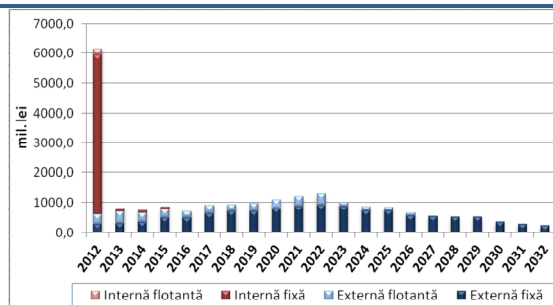
Monitorizarea riscului de refinanțare este oportună mai ales în cazul țărilor cu un înalt nivel al datoriei, condiții macroeconomice instabile și piață internă slab dezvoltată.

Riscul de refinanțare urmează a fi gestionat prin prevenirea unei părți majore a obligațiilor de plată de a ajunge la scadență în același timp, precum și distribuirea proporțională a maturităților noilor instrumente ale datoriei de stat pe diferite perioade de timp.

1) *Graficul rambursării datoriei de stat* (o precizare referitor la graficul rambursării datoriei de stat este că acesta nu include datoria față de Banca Națională a Moldovei, convertită în valorile mobiliare de stat, care este reperfectată anual în baza unei înțelegeri între Guvern și Banca Națională a Moldovei 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).

Luînd în considerare estimările pentru profilul de răscumpărare, 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 circa 6,1% din PIB și urmează a fi refinanțat în fiecare an prin noi emisiuni de valori mobiliare de stat, ceea ce 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, conform situației de la 31 decembrie 2011, mil. lei



În ceea ce privește datoria de stat externă, se observă o distribuție relativ omogenă a plăților pe parcursul anilor care urmează și, respectiv, un risc de refinanțare mai redus. Totodată, începînd cu anul 2017 se observă o majorare treptată a plăților spre rambursare, vîrfurile de plată evidențiindu-se în anul 2022. Această tendință se datorează inclusiv faptului că 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.

Totodată, cea mai mare parte a datoriei cu rata dobânzii flotantă este concentrată în primii zece ani, ceea ce reprezintă o expunere față de riscul ratei de dobîndă. Acest fapt ar putea crea presiuni pe termen mediu în ceea ce privește rambursarea datoriei de stat externe în cazul unor fluctuații majore a ratelor de dobîndă pe piețele internaționale.

Pe termen mediu expunerea față de riscul de refinanțare s-ar putea majora, în cazul în care capacitatea de plată a Republicii Moldova va fi reevaluată și țara va accesa mai multe fonduri ale Băncii Internaționale pentru Reconstrucție și Dezvoltare. Acest fapt este legat de faptul că potrivit scorului Country Policy and Institutional Assessment (CPIA), obținut în anul 2011, Moldova se încadrează în categoria țărilor cu performanță puternică în implementarea politicilor de promovare a creșterii economice și reducere a sărăciei (CPIA) – evaluarea instituțională și a politicilor țării. Este un instrument diagnostic utilizat de către Banca Mondială în scopul determinării calității politicilor și aranjamentelor instituționale ale unei țări. Unul dintre motivele pentru care Banca Mondială calculează anual scorul CPIA pentru diferite țări constă în determinarea mărimii relative a granturilor și împrumuturilor concesionale ce vor fi acordate țărilor cu venituri mici.

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

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

Tabelul 5.1.

Indicatorii riscului de refinanțare, conform situației de la sfîrșitul anului 2011

Indicatori	Datoria de stat internă	Datoria de stat externă	Total datoria de stat
Perioada medie de maturitate a datoriei de stat (ATM), ani	0,7	11,4	9,5
Datoria scadentă în decurs de 1 an, %	94,5%	4,5%	31,8%

Indicatorii prezentați vin în suportul concluziilor formulate în baza graficului de rambursare a datoriei de stat, și anume o expunere mai mare față de riscul de refinanțare a datoriei de stat interne. Aceasta are o perioadă medie de maturitate de mai puțin de un an și o pondere de 94,5 la sută care ajunge la scadență în decurs de un an, conform situației de la 31 decembrie 2011. Astfel, maturitatea redusă a instrumentelor datoriei de stat interne asociată unei potențiale fluctuații majore a ratelor de dobândă pe piața internă ar putea crea presiuni considerabile asupra portofoliului datoriei de stat.

Datoria de stat externă, datorită instrumentelor pe termen lung, se încadrează în limite sigure, conform situației de la 31 decembrie 2011.

În ceea ce privește, datoria de stat în ansamblu, circa o treime din aceasta va ajunge la scadență în decurs de un an. Cu toate că această valoare nu indică asupra unui risc de refinanțare major, ar trebui să fie monitorizată continuu situația datoriei de stat spre a evita majorarea indicatorilor de risc.

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

2. Riscul valutar

Riscul valutar se referă la volatilitatea crescută a portofoliului datoriei de stat drept urmare a modificărilor cursului de schimb al leului moldovenesc față de alte valute. 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 necesită a fi menținut în limite rezonabile întrucât modificările cursului de schimb pot afecta atât costurile asociate datoriei de stat externe, cât 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, ajungând la 74,1 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 2011-2015

Indicatori	2011		2012		2013		2014		2015	
	% 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	69,6	16,3	71,4	17,5	71,9	16,8	73,2	16,7	74,1	16,4
Datoria de stat internă	30,4	7,1	28,6	7,0	28,1	6,6	26,8	6,1	25,9	5,7

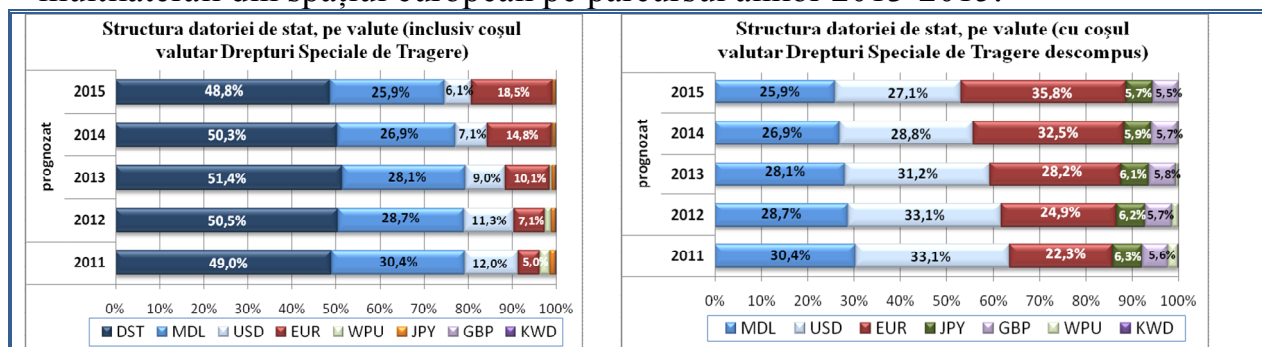
Analizînd structura datoriei de stat în valută se observă:

a) circa 50 la sută din volumul datoriei de stat sînt împrumuturile exprimate în coșul valutar drepturi speciale de tragere. Această pondere nu se va modifica semnificativ pe termen mediu;

b) pe termen mediu ponderea datoriei în lei moldovenești se va diminua sub pragul de 30 la sută. Astfel, ponderea datoriei în moneda locală la finele anului 2015 va înregistra 26,1 la sută;

c) pe termen mediu ponderea datoriei în dolari SUA va avea o tendință descendentă, iar ponderea în euro va înregistra o majorare semnificativă. Astfel, în perioada anilor 2011-2015, ponderea monedei euro se va majora cu peste 10 p.p;

d) odată cu descompunerea coșului valutar drepturi speciale de tragere pe valute componente, ponderea majoră este deținută de către dolarul SUA și euro. Astfel, dacă la sfîrșitul anului 2011, euro deținea o pondere mai mică decît dolarul SUA, atunci la sfîrșitul anului 2015 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 2013-2015.



3. 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 sînt în permanentă fluctuație, ceea ce face prognozarea pe termen mediu și lung a evoluției ratelor de dobîndă destul de dificilă.

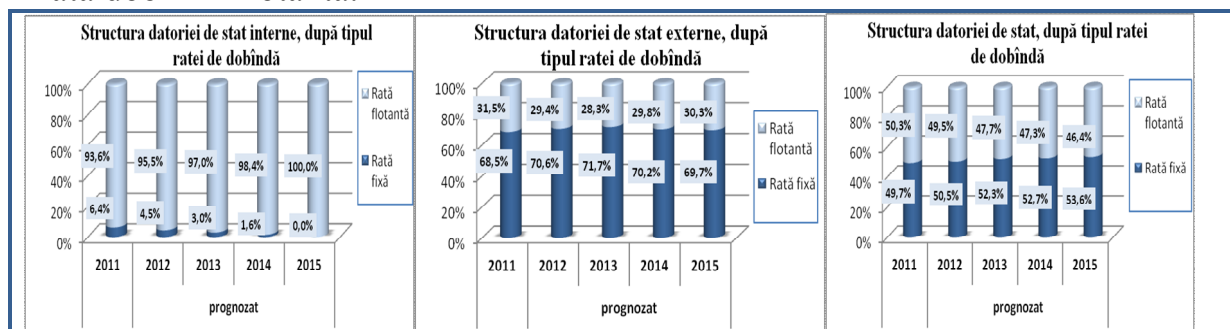
Variațiile ratelor de dobîndă pe piețele interne și cele internaționale afectează costurile aferente datoriei de stat, în special cînd datoria cu rata fixă a dobînzii urmează a fi refinanțată sau cînd dobînda este refixată la condițiile pieței în cazul datoriei cu rata flotantă. Astfel, este evidentă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

1) Structura datoriei de stat

Analizînd structura datoriei de stat externe pe tipuri de rată a dobînzii, se constată un risc relativ redus, întrucît la sfîrșitul anului 2011 circa o treime din datoria de stat externă era cu rata dobînzii flotantă. Pe termen mediu nu se prevăd modificări semnificative în structura datoriei de stat externe pe tipuri de rată a dobînzii.

În ceea ce privește datoria de stat internă, peste 90 la sută din aceasta poate fi considerată la rata dobânzii flotantă, din cauza instrumentelor de datorie preponderent pe termen de pînă la un an, precum și a instrumentelor cu maturitatea mai mare de un an cu rata dobânzii flotantă.

Riscul ratei de dobîndă asociat datoriei de stat totale, reieșind din structura pe tipuri de rată a dobânzii, urmează a se diminua pe termen mediu. Astfel, ponderea datoriei de stat cu rata dobânzii flotantă se va diminua de la 50,3% la sfîrșitul anului 2011 pînă la 46,4% la sfîrșitul anului 2015. Acest fapt se datorează, în special, diminuării în valori nominale a datoriei de stat interne cu rata dobânzii flotantă.



Împrumuturile de stat atrase din exterior sînt la rate flotante, preponderent USD Libor și Euribor pe 6 luni. Pe parcursul anului 2011, rata Euribor a continuat tendința de creștere începută încă în anul 2010, după care începînd cu luna august a urmat o ușoară scădere, valoarea medie din luna decembrie fiind de 1,671% sau cu 33,3 la sută mai mare decît rata înregistrată la începutul anului. În aceeași perioadă rata *USD Libor* a avut o tendință descendentă din februarie pînă în iunie, după care a urmat o majorare constantă, valoarea medie lunară pentru luna decembrie avînd valoarea de 0,7799% sau cu 71,3 la sută mai mult decît valoarea înregistrată la începutul anului.

Pe piața internă, rata de dobîndă la valorile mobiliare de stat emise pe piața primară, depinde de rata de bază stabilită de către Banca Națională a Moldovei. Astfel, pe parcursul anului 2011, rata de bază a fost menținută constantă la nivelul de 8,0 p.p. din ianuarie și pînă în iulie. Ulterior, în scopul anticipării presiunilor inflaționiste, în luna iulie și august, rata de bază a fost majorată cu cîte un punct procentual respectiv, ajungînd la valoarea de 10 p.p. Către sfîrșitul anului rata de bază a fost diminuată pînă la 8,5 p.p. pe fundalul stopării tendinței de majorare a ritmului anual al inflației începute în luna februarie a anului curent.

2) 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 perioadei medii de refixare este cu atît mai sigur, cu cît deține o valoare mai mare.

Indicatorii riscului ratei de dobândă, conform situației de la sfârșitul anului 2011

Indicatori	Datoria de stat internă	Datoria de stat externă	Total datoria de stat
Perioada medie de refixare a datoriei de stat (ATR), ani	0,6	10,2	7,7
Datoria cu rata dobânzii ce urmează a fi refixată în decurs de 1 an, %	95,2%	28,9%	49,0%

Indicatorii prezentați confirmă faptul că datoria de stat internă este expusă în cea mai mare măsură riscului ratei de dobândă, întrucât peste 90 la sută din datoria de stat internă urmează să fie refixată la rate noi de dobândă în decurs de 1 an. Astfel, o majorare neașteptată a ratelor de dobândă 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 0,6 ani.

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

În ceea ce privește datoria de stat în ansamblu, 49,0 la sută din aceasta urmează a fi refixată la rate noi de dobândă în decurs de 1 an, astfel evidențiindu-se expunerea portofoliului datoriei de stat față de riscul ratei de dobândă.

4. 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 sînt conduse manual, iar riscul de eroare deseori are ca bază separarea activităților pentru anumite funcții în procesul de management al datoriei de stat. De asemenea, riscul operațional se referă la aspecte precum procedurile și sistemele informaționale de ținere a evidenței datoriei publice.

La moment, riscul operațional este la nivel mediu, iar pe termen mediu urmează a fi strict monitorizat și optimizat prin îmbunătățirea continuă a capacității personalului, precum și dezvoltarea controlului intern în cadrul Direcției generale datorii publice.

Secțiunea 2. Constrîngerile 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:

1) factorii macroeconomici—reflectă schimbările parametrilor economici care au servit drept bază pentru efectuarea prognozelor. În special, aceștia vizează:

- a) fluctuația cursului de schimb al monedei naționale;
- b) dinamica inflației;
- c) reformele structurale;
- d) creșterea economică;
- 2) modificări ale politicii monetare;
- 3) modificări ale politicii bugetar-fiscale;
- 4) 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.

Secțiunea 3. Scenarii alternative de evoluție a indicatorilor de piață care au impact asupra deservirii datoriei de stat

Pentru a examina volatilitatea 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 asupra costurilor aferente datoriei de stat.

Au fost elaborate patru scenarii de șoc A, B, C și D, reieșind din modificările condițiilor de piață, și anume:

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

- a) dolarul SUA – cu 35%;
- b) euro – cu 35%;
- c) yenul japonez – cu 35%.

B. Majorarea ratelor de dobândă în anul 2013:

- a) cu 1,5 p.p. pe piața externă, cu excepția ratelor de dobândă la împrumuturile concesionale;
- b) cu 5 p.p. pe piața internă;

C. Majorarea ratelor de dobândă în anul 2013:

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

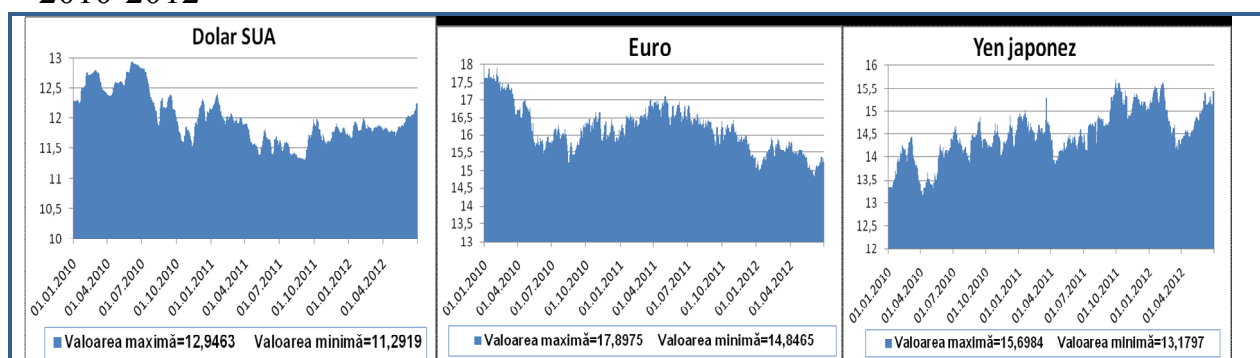
D. Șoc combinat care constă în combinarea șocului deprecierii monedei naționale cu 15% față de dolarul SUA, euro și yenul japonez cu cel din al doilea scenariu.

Raționamentul care s-a aflat la baza selectării acestor șocuri a fost evoluția cursurilor de schimb și a ratelor de dobândă din ultimii doi ani, inclusiv evoluția acestora în anul de criză 2009. 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 drepturi speciale de tragere care ocupă cea mai mare pondere în datoria de stat externă.

Ceilalți indicatori macroeconomici, cum sînt PIB-ul, inflația, indicatorii bugetului de stat, ș.a. sînt 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 2010-2012

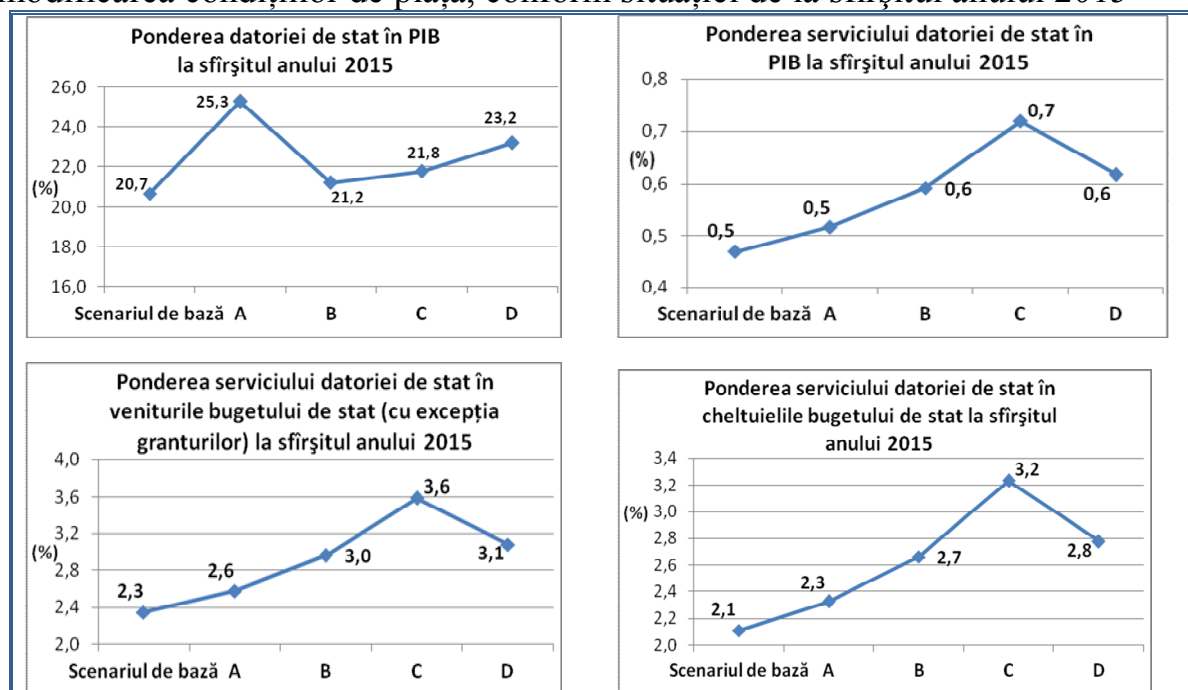


Sursa: www.bnm.md

Pentru a urmări efectele șocurilor stabilite asupra portofoliului datoriei de stat, sînt 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.

Tabelul 5.5.

Evoluția indicatorilor datoriei de stat sub influența șocurilor reieșind din modificarea condițiilor de piață, conform situației de la sfîrșitul anului 2015



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

a) în ceea ce privește volumul datoriei de stat, acesta prezintă cea mai mare expunere față de riscul valutar. Astfel, la o depreciere de 35% a dolarului SUA, euro și a yenului japonez, ponderea datoriei de stat în PIB se mărește cu 4,6 p.p. Majorarea ratelor de dobîndă nu influențează semnificativ evoluția acestui indicator;

b) serviciul datoriei de stat, adică costul asociat acesteia este expus în cea mai mare măsură riscului ratei de dobîndă. Astfel în cazul șocului asociat

majorării semnificative a ratelor de dobândă, indicatorul serviciului datoriei de stat în PIB se mărește cu 0,2 p.p. sau aproape de două ori;

c) 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 ceea ce privește riscurile asociate.

Glosar de termeni

Analiza de sensibilitate – reprezintă o tehnică utilizată pentru a determina modul în care diferite valori ale unei variabile independente vor afecta o anumită variabilă dependentă dat fiind un set de presupuneri.

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 serviciului datoriei de stat sînt fixate. Cu cît mai mare este ponderea datoriei de stat pe termen scurt și cu rata de dobândă flotantă, cu atît este mai mare riscul ratei de dobândă și mai mic ATR.

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

Managementul riscurilor datoriei de stat – este orientat spre menținerea unei structuri optime a datoriei de stat. Cu toate acestea, este un proces strîns 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);

c) *condițiile pieței* (nivelul ratelor dobînzii pe piața autohtonă și internațională, cursul valutar, cererea pentru valorile mobiliare de stat);

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 dobîndă, ratele de schimb valutar etc. și impactul acestora asupra costurilor deservirii datoriei de stat.

Riscul de refinanțare – acest tip de risc este strîns legat de riscul ratei dobînzii 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 financiare interne (lichiditatea și evoluțiile ratelor dobînzilor în lei), precum și de evoluția piețelor financiare internaționale.

Dat fiind faptul că riscul de refinanțare se limitează la riscul că datoria va putea fi refinanțată 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.

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 de dobândă – reprezintă modificări ale ratelor de dobândă pe piața financiară internă sau externă și este influențat de volatilitatea ratelor de dobândă, politica monetară și bugetară, evoluția piețelor financiare internaționale. Aceste modificări pot influența asimetric costurile datoriei în raport cu bugetul de stat și pot conduce la devieri față de bugetul planificat. Portofoliul datoriei de stat este expus riscului ratei de dobândă prin datoria contractată la rate flotante și prin datoria care ajunge la scadență și urmează a fi refinanțată în decurs de un an. În ambele cazuri, ratele de dobândă 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 de schimb 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.