

PROGRAMUL
„Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2016-2018)”

I. Dispoziții generale

În conformitate cu prevederile Legii nr. 419-XVI din 22 decembrie 2006 cu privire la datoria sectorului public, garanțiile de stat și recreditarea de stat, Ministerul Finanțelor administrează datoria de stat și garanțiile de stat. În acest scop a fost elaborat Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu pentru anii 2016-2018” (în continuare – Program). Actualitatea prezentului Program este determinată de situația politică și economică din țară și de constrângerile determinate de piața financiară locală, dar și de rating-ul valorilor mobiliare de stat care în 2015 a fost revizuit de către Moody's, astfel fiind atribuit B3 cu perspectivă negativă etc.

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

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

Întrucât managementul datoriei de stat reprezintă un proces continuu, acest document va fi revizuit și actualizat anual în baza noilor necesități de finanțare, concomitent cu actualizarea prognozelor macroeconomice. Aceasta va permite redefinirea adecvată și în timp util a obiectivelor și acțiunilor stabilite, în funcție de dezvoltarea economică și evoluția pieței.

Programul se axează pe descrierea structurii portofoliului datoriei de stat, formularea strategiilor alternative de asigurare a necesităților de finanțare și identificarea factorilor de cost și de risc aferenți. Prezentul document a fost elaborat cu utilizarea instrumentului analitic *Medium Term Debt Management Strategy (MTDS AT)*, dezvoltat de grupul Banca Mondială–Fondul Monetar Internațional. Instrumentul oferă estimări cantitative aferente raportului cost/risc

asociat cu strategiile alternative de asigurare a necesităților de finanțare, precum și permite efectuarea de simulări ale impactului diverselor scenarii de evoluție a indicatorilor de piață asupra datoriei de stat și a deservirii acesteia.

La elaborarea prognozelor datoriei de stat, precum și a strategiilor alternative de asigurare a necesităților de finanțare pe termen mediu a fost utilizată prognoza preliminară a indicatorilor macroeconomici, furnizată de Ministerul Economiei.

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

În vederea evitării expunerii majore a portofoliului datoriei de stat față de anumite tipuri de risc, au fost stabiliți parametri anuali 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. Devieri minore de la limitele propuse sînt permise în cazul în care acestea nu cauzează riscuri financiare adiționale.

Tabelul 1

Parametrii de risc și sustenabilitate aferenți datoriei de stat

Parametri de risc pentru perioada 2016-2018	Valoarea la sfîrșit de an
Ponderea datoriei de stat scadentă în decurs de un an în totalul datoriei de stat	$\leq 35\%$
Ponderea datoriei de stat interne în totalul datoriei de stat	$\geq 20\%$
Ponderea datoriei de stat într-o anumită valută străină în totalul datoriei de stat	$\leq 50\%$
Ponderea datoriei de stat cu rata dobînzii fixă în totalul datoriei de stat	$\geq 50\%$
Parametri de sustenabilitate pentru perioada 2016-2018	
Ponderea serviciului datoriei de stat în veniturile bugetului de stat	$\leq 15\%$
Ponderea datoriei de stat și a unităților administrativ-teritoriale în PIB	$\leq 60\%$

Pe lîngă parametrii de risc aferenți structurii datoriei de stat, urmează a fi monitorizați și doi indicatori de sustenabilitate ai datoriei de stat, și anume (tabelul 1):

1) ponderea serviciului datoriei de stat în veniturile bugetului de stat. Acest indicator este stabilit în baza metodologiei propuse în Cadrul sustenabilității datoriei pentru țările cu venituri mici (Banca Mondială – Fondul Monetar Internațional);

2) ponderea datoriei de stat și a unităților administrativ-teritoriale în PIB. Nivelul acestui indicator este stabilit în Tratatul de la Maastricht, drept unul dintre criteriile stabilite pentru statele membre ale Uniunii Europene.

Deși acest indicator include, pe lângă datoria de stat, datoria unităților administrativ-teritoriale, în contextul prezentului Program va fi analizată doar datoria de stat, iar valoarea acestui indicator va fi inclusă în rapoartele trimestriale privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat publicate pe pagina web a Ministerului Finanțelor.

Valoarea acestor indicatori nu poate fi influențată direct în procesul de management al datoriei de stat. Cu toate acestea, monitorizarea lor este importantă, întrucât oferă o viziune de ansamblu asupra gradului de îndatorare al țării și servesc drept punct de reper în deciziile de finanțare.

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

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

II. Obiectivele managementului datoriei de stat pe anii 2016-2018

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

Suplimentar, în vederea atingerii acestui obiectiv fundamental au fost stabilite câteva obiective specifice de gestionare a datoriei de stat în perioada 2016-2018:

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

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

1. Monitorizarea sustenabilității datoriei de stat;
2. Menținerea costurilor asociate datoriei de stat pe termen mediu și lung la nivel acceptabil;
3. Optimizarea și evaluarea riscurilor aferente portofoliului datoriei de stat și datoriilor condiționale;

- 3.1. Achiziționarea și instalarea versiunii actualizate a sistemului informațional DMFAS 6.0 de gestionare a datoriei;
4. Consolidarea comunicării cu participanții pe piață;
5. Asigurarea transparenței și previzibilității pieței valorilor mobiliare de stat.

III. Strategii alternative de asigurare a necesităților de finanțare

În scopul identificării celei mai optime soluții de finanțare a deficitului bugetului de stat pe termen mediu, Ministerul Finanțelor a analizat, din punct de vedere cantitativ și calitativ, patru strategii de finanțare, ce pot fi comparate din punctul de vedere al costurilor și riscurilor aferente.

Strategia I presupune finanțarea prognozată conform indicatorilor care stau la baza Cadrului Bugetar pe Termen Mediu 2016-2018 și reiese din condițiile curente de piață.

Strategia II prevede majorarea finanțării interne nete prin diversificarea moderată pe termen mediu a instrumentelor generatoare de datorie de stat internă.

Strategia III include majorarea finanțării interne nete prin intermediul emisiunii de instrumente cu termen lung de circulație, dar rate de dobândă preponderent variabile atât pentru finanțarea internă cât și externă.

Strategia IV a fost concepută să reducă riscul valutar, astfel prevede finanțarea deficitului bugetului de stat 100% din surse interne denominate în monedă națională.

În baza simulărilor modelului MTDS au fost calculați indicatorii de cost, de risc și de sustenabilitate pentru soldul datoriei obținut la finele anului 2018, în urma executării fiecărei strategii în parte.

Astfel, Strategia I și II prezintă în general cei mai optimi indicatori, iar la capitolul deservirea datoriei de stat în PIB către finele anului 2018, Strategia II indică un rezultat mai bun comparativ cu Strategia I. Din cele expuse și luând în considerație constrângerile impuse de piața financiară locală și criza din sistemul bancar, Ministerul Finanțelor își propune să inițieze un proces de tranziție prin care va începe cu implemetarea Strategiei I cu orientare pe termen mediu spre Strategia II.

În cele ce urmează vor fi prezentate prognoze ce vizează sursele de finanțare, soldul datoriei de stat și riscuri aferente acestora ca urmare a implementării Strategiei I.

IV. Prognoza surselor de finanțare în perioada 2016-2018

Necesitățile de finanțare pe termen mediu ale Guvernului sînt bazate pe estimările deficitului bugetului de stat pentru perioada 2016-2018. Deficitul bugetului de stat este acoperit prin finanțarea netă care constituie unul din principalii factori care contribuie la majorarea sau diminuarea volumului datoriei de stat.

În tabelul 2 sînt prezentate estimările deficitului bugetului de stat și sursele de finanțare a acestuia pentru anii 2016-2018, în conformitate cu strategia I.

Tabelul 2

Prognoza surselor de finanțare, ca pondere în PIB, 2016-2018

Indicatori	U/M	2016	2017	2018
Sold bugetar	% în PIB	-3,2%	-4,9%	-3,6%
Active financiare și alte surse de finanțare	% în PIB	0,2%	1,2%	1,3%
Necesități de finanțare, inclusiv:	% în PIB	3,0%	3,8%	2,3%
<i>Finanțare externă netă</i>	% în PIB	2,9%	3,2%	1,8%
<i>Finanțare internă netă</i>	% în PIB	0,1%	0,6%	0,5%

În ceea ce privește finanțarea netă, pentru perioada 2016-2018 se observă tendința de acoperire a deficitului bugetului de stat preponderent din surse externe. Această evoluție relevă dependența considerabilă a Republicii Moldova de piețele financiare externe și implicit de condiționalitățile de accesare a fondurilor externe.

Totodată, pe parcursul perioadei analizate, finanțarea internă netă va înregistra o valoare pozitivă constantă.

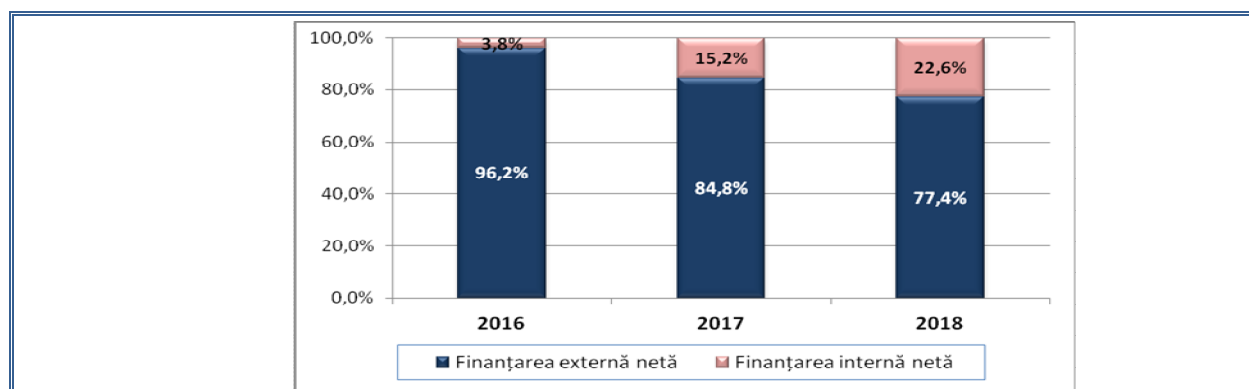


Fig. 1. Structura finanțării nete, 2016-2018 (% din total)

Surse de finanțare externă

În perioada 2016-2018 se estimează că Guvernul va beneficia de intrări din împrumuturi de stat externe care vor fi direcționate în medie de 20% pentru susținerea bugetului, iar pentru finanțarea proiectelor din surse externe circa 80% din intrările de împrumuturi de stat externe.

Totodată, în medie 87% din împrumuturile primite vor fi de la instituțiile multilaterale, iar restul de 13% în medie, de la creditori bilaterali.

Structura pe creditori a intrărilor de surse de finanțare externă prognozate relevă cei mai importanți creditori pentru perioada 2016-2018, după cum urmează:

- a) Grupul Băncii Mondiale - 33,5%
- b) Banca Europeană de Investiții – 25,9%;
- c) Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare – 20,5%;
- d) Guvernul României - 7,3%;
- e) Guvernul Poloniei – 5,7%;
- f) Banca de Dezvoltare a Consiliului Europei -5,6%;
- g) Fondul Internațional pentru Dezvoltare Agricolă - 1,1%;
- h) Guvernul Japoniei – 0,3%.

Structura finanțării externe nete este prezentată în tabelul 3.

Tabelul 3

Finanțarea externă netă, ca pondere în PIB, 2016-2018

Indicatori	U/M	2016	2017	2018
Finanțarea externă netă, inclusiv:	% în PIB	2,9%	3,2%	1,8%
Intrări de împrumuturi de stat externe	% în PIB	3,9%	4,4%	3,2%
Rambursarea sumei principale	% în PIB	-1,0%	-1,2%	-1,5%

Surse de finanțare internă

În perioada 2016-2018, în scopul finanțării deficitului bugetului de stat se prevăd a fi comercializate valori mobiliare de stat prin licitații pe piața primară în volum care să depășească refinanțarea datoriei de stat interne pe termen scurt, respectiv circa 0,1% din valoare PIB-ul pentru anul 2016, 0,6% anual din valoarea PIB-ului pentru 2017 și respectiv 0,5% pentru 2018.

Structura finanțării interne nete este prezentată în tabelul 4.

Tabelul 4

Finanțarea internă netă, în perioada anilor 2016-2018

Indicatori	U/M	2016	2017	2018
Finanțarea internă netă, inclusiv:	% în PIB	0,1%	0,6%	0,5%
VMS emise prin licitații pe piața primară	% în PIB	0,1%	0,6%	0,5%
<i>Bonuri de trezorerie</i>	<i>% din total</i>	<i>80%</i>	<i>78%</i>	<i>76%</i>
<i>Obligațiuni de Stat</i>	<i>% din total</i>	<i>20%</i>	<i>22%</i>	<i>24%</i>

Astfel, în perioada 2016-2018, în scopul finanțării deficitului bugetului de stat vor fi emise bonuri de trezorerie cu scadența de 91, 182 și 364 de zile, în volum total de circa 80%, 78% și respectiv 76% din finanțarea internă netă, punându-se accent pe majorarea volumului bonurilor de trezorerie cu termen mai lung de circulație.

Totodată, în aceeași perioadă, Ministerul Finanțelor va emite obligațiuni de stat cu maturitatea de 2 ani și 3 ani, în proporție de circa 20%-24% din volumul total al finanțării interne nete anuale.

V. Evoluția și structura datoriei de stat a Republicii Moldova și prognoze pe termen mediu în baza strategiei I

1. Dinamica datoriei de stat în perioada anilor 2014-2018

Comparativ cu sfârșitul anului 2014, la sfârșitul semestrului I al anului 2015 structura datoriei de stat indică o majorare cu 3,1 p.p. a ponderii datoriei de stat externe, aceasta atingând nivelul de 77,3% din totalul datoriei de stat. Pe termen mediu, însă, se atestă o tendință de majorare a ponderii datoriei de stat interne în structura datoriei de stat, care va atinge valoarea maximă de 38,6% în 2016. Această evoluție se datorează faptului că garanția de stat emisă în 2014 în favoarea BNM pentru garantarea creditelor de urgență acordate băncilor comerciale va fi convertită în datorie de stat internă.

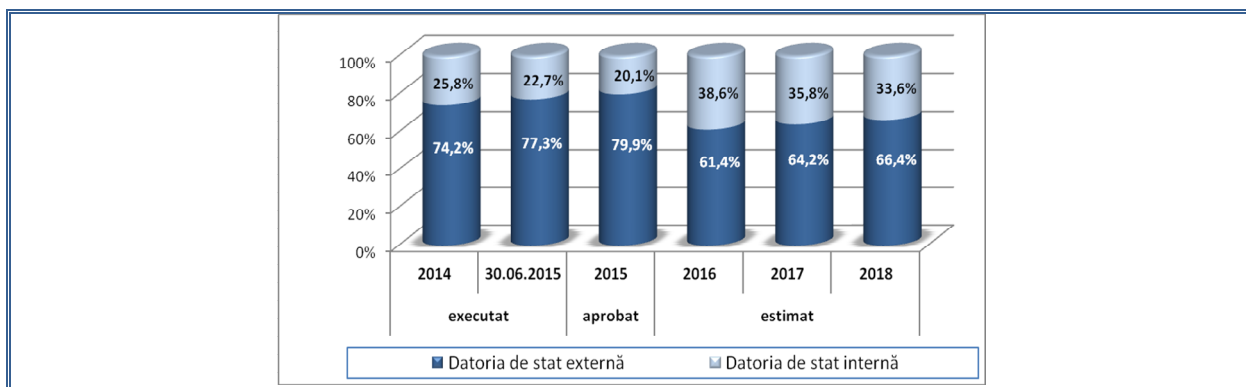


Fig. 2. Structura datoriei de stat în perioada 2014-2018 (%)

Ponderea datoriei de stat în PIB va urma o majorare constantă pe parcursul anilor 2015-2018. Această evoluție se datorează majorării în ritmuri mai rapide a volumul datoriei de stat comparativ cu valoarea PIB-ului, preponderent datorată asumării garanției de stat interne dar și finanțării nete în creștere.

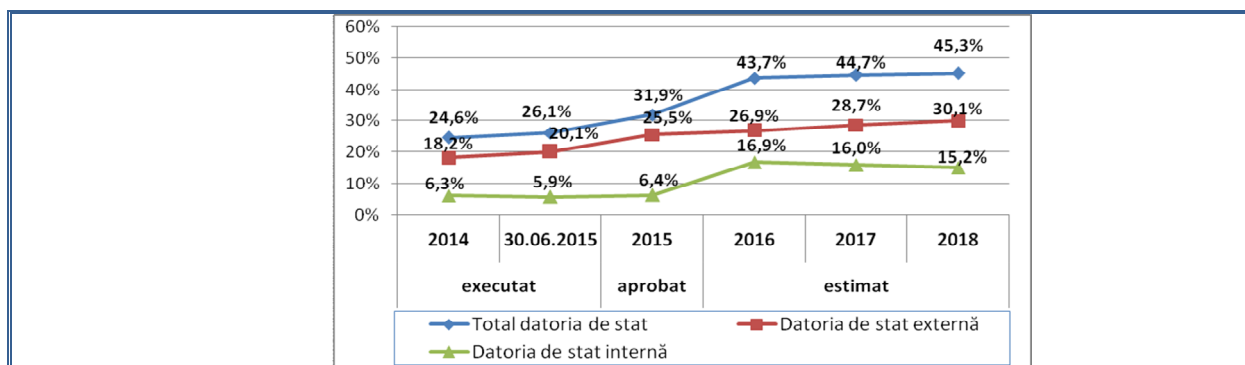


Fig. 3. Evoluția ponderii datoriei de stat în PIB în perioada 2014-2018 (%)

Indicatorii riscurilor de piață aferenți datoriei de stat la situația din 30.06.2015 sunt prezentați în tabelul ce urmează.

Tabelul 5

**Indicatorii riscurilor de piață aferenți datoriei
de stat de la situația din 30 iunie 2015**

Indicatori	Datoria de stat internă	Datoria de stat externă	Totalul datoriei de stat
1. Riscul de refinanțare			
a) Perioada medie de maturitate a datoriei de stat (ATM), ani	0,7	10,4	7,9
b) Datoria scadentă în decurs de 1 an, (% din total)	97,5%	4,6%	25,7%
2. Riscul valutar			
Structura datoriei de stat pe componente, (% din total)	22,7%	77,3%	100,0%
3. Riscul ratei de dobândă			
a) Datoria cu rata dobânzii flotantă, (% din total)	97,7%	26,5%	42,7%
b) Perioada medie de refixare a datoriei de stat (ATR), ani	0,7	8,4	6,6
c) Datoria cu rata dobânzii ce urmează a fi refixată în decurs de 1 an, (% din total)	98,4%	29,3%	45,0%

În baza indicatorilor riscurilor de piață pot fi formulate următoarele concluzii:

a) portofoliul datoriei de stat este expus în cea mai mare măsură riscului valutar, deoarece circa 77% din soldul datoriei de stat reprezintă datorie de stat externă, respectiv este denominată în valută străină;

b) datoria de stat internă este expusă în cea mai mare măsură riscului de refinanțare și riscului ratei de dobândă, din cauza instrumentelor de datorie preponderent pe termen de până la un an, precum și a instrumentelor cu maturitatea mai mare de un an cu rata dobânzii flotantă. Astfel, o majorare a ratelor de dobândă pe piața internă va avea un impact semnificativ asupra costurilor aferente datoriei de stat;

c) datoria de stat externă se caracterizează prin indicatori ce nu prezintă o expunere majoră față de riscul de refinanțare și riscul ratei de dobândă. Această situație se datorează faptului că instrumentele datoriei de stat externe sînt

preponderent pe termen lung și că mai puțin de 30% din datoria de stat externă este purtătoare de rată a dobânzii flotantă.

2. Dinamica serviciului datoriei de stat în perioada anilor 2014-2018

La sfârșitul semestrului I al anului 2015, ponderea serviciului datoriei de stat interne în total a atins valoarea de 69,2%, cu 5,4 p.p. mai mult decât la sfârșitul anului 2014. În anul 2016 ponderea serviciului datoriei de stat interne va înregistra valoarea maximă de 81,3% datorată plăților de dobândă pentru garanția de stat internă. Ulterior, serviciul datoriei de stat interne va urma o tendință ușoară de diminuare, astfel încât la sfârșitul anului 2018 acesta va înregistra circa 77,7% din total.

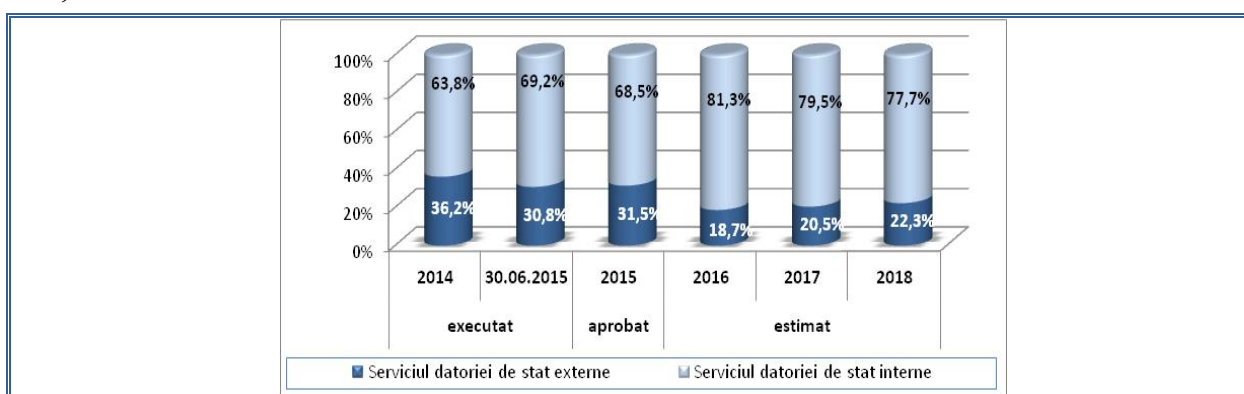


Fig. 4. Structura serviciului datoriei de stat, 2014-2018 (% din total)

VI. Riscurile asociate portofoliului datoriei de stat la situația de la sfârșitul anului 2018 și constrângerile care pot afecta implementarea prezentului Program

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

Volatilitatea piețelor financiare – ca urmare a fluctuației ratelor de dobândă, a cursurilor de schimb sau a modificărilor inflației – determină volatilitatea crescândă a portofoliului datoriei de stat. Fenomenul în cauză poate fi identificat drept risc de piață. Acesta este principalul tip de risc asociat soldului și costului datoriei de stat a Republicii Moldova și include:

- 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.

În tabelul ce urmează este prezentată evoluția indicatorilor de risc asociați datoriei de stat de la finele anului 2018 urmare a implementării strategiei I.

Tabelul 6

**Indicatorii riscurilor de piață aferenți datoriei
de stat de la sfârșitul anului 2018**

Indicatori	Datoria de stat internă	Datoria de stat externă	Totalul datoriei de stat
1. Riscul de refinanțare			
a) Perioada medie de maturitate a datoriei de stat (ATM), ani	9,8*	10,4	10,2
b) Datoria scadentă în decurs de 1 an, (% din total)	45,3%*	3,5%	17,7%
2. Riscul valutar			
Structura datoriei de stat pe componente, (% din total)	33,6%*	66,4%	100,0%
3. Riscul ratei de dobândă			
a) Datoria cu rata dobânzii flotantă, (% din total)	34,3%*	21,8%	25,8%
b) Perioada medie de refixare a datoriei de stat (ATR), ani	2,5*	8,7	7,1
c) Datoria cu rata dobânzii ce urmează a fi refixată în decurs de 1 an, (% din total)	76,2%*	28,4%	32,0%

**preponderent urmare a convertirii garanției de stat interne acordată în favoarea BNM în 2014 în VMS pe termen lung.*

Indicatorii riscului de piață aferenți datoriei de stat de la sfârșitul anului 2018 indică faptul că portofoliul datoriei de stat va fi în continuare expus riscului valutar urmare a faptului că circa 66% din soldul datoriei de stat va fi denominat în valută străină. Acest fapt se datorează inclusiv și constrângerilor impuse de piața financiară internă și anume a cererii în scădere pentru valori mobiliare de stat denominate în monedă națională.

Totodată, datoria cu rata dobânzii flotantă se va diminua cu 16,9 p.p. la finele anului 2018 comparativ cu situația din 30 iunie 2015.

Indicatorul datoria cu rata dobânzii ce urmează a fi refixată în decurs de un an relevă că datoria de stat internă va continua să fie expusă riscului ratei de dobândă datorită ponderii de 34,3% care comportă rată de dobândă flotantă, precum și faptului că circa 80% din finanțarea internă netă prognozată pentru anii 2016-2018 vor constitui bonurile de trezorerie cu maturitatea de până la un an, ceea ce face ca rata de dobândă a acestor instrumente să se refixeze pe parcursul anului de mai multe ori, în dependență de evoluția pieței interne.

În suportul celor expuse mai sus se prezintă graficul rambursării datoriei de stat la situația de la 31 decembrie 2018. Astfel, este de menționat o distribuție relativ omogenă a sumelor principale între anii 2020-2044. Totuși maturitatea redusă a instrumentelor generatoare de datorie de stat internă care vor contribui la finanțarea deficitului bugetului de stat expune portofoliul datoriei de stat riscului de refinanțare, fapt ce poate fi ușor identificat în anul 2019 din figura ce urmează.

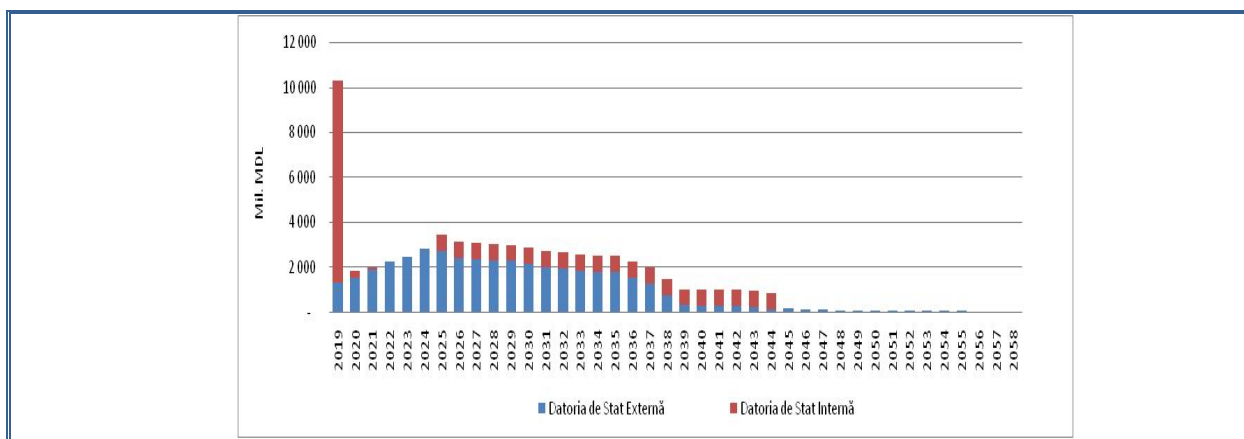


Fig. 5. Graficul rambursării datoriei de stat, la situația de la sfârșitul anului 2018, (mil. lei)

În urma analizei structurii datoriei de stat pe valute se observă următoarele:

a) circa 50% din volumul datoriei de stat reprezintă împrumuturile exprimate în coșul valutar drepturi speciale de tragere. Această pondere se va diminua pe termen mediu, atingând, conform estimărilor, valoarea de 36,1% din soldul datoriei de stat la sfârșitul anului 2018;

b) pe termen mediu, ponderea datoriei de stat denominată în lei moldovenești se va majora, înregistrând la sfârșitul anului 2018 valoarea de 33,6%;

c) pe termen mediu, ponderea datoriei în dolari SUA va avea o tendință descendentă, iar ponderea în euro va înregistra o majorare moderată. Astfel, până la sfârșitul anului 2018, ponderea monedei euro se va majora cu circa 8,6 p.p. comparativ cu situația de la 30 iunie 2015;

d) odată cu descompunerea coșului valutar drepturi speciale de tragere pe valute componente, ponderea majoră va fi deținută de euro. Astfel, conform situației de la 30 iunie 2015, euro este depășit ca pondere de dolarul SUA, însă pe termen mediu ponderea monedei euro va depăși pe cea a dolarului SUA, atingând valoarea de 34,2%, și respectiv 22,8% în 2018. Astfel, portofoliul datoriei de stat va avea cea mai mare expunere față de euro. Această tendință se datorează creșterii, pe parcursul anilor 2016-2018, a surselor de finanțare din partea creditorilor multilaterali din spațiul european. Este totuși de menționat că, pe termen mediu, soldul datoriei de stat denominat în monedă națională va devansa datoria de stat denominată în dolari SUA, preponderent datorită asumării de către Guvern a garanției de stat interne acordate BNM în anul 2014.

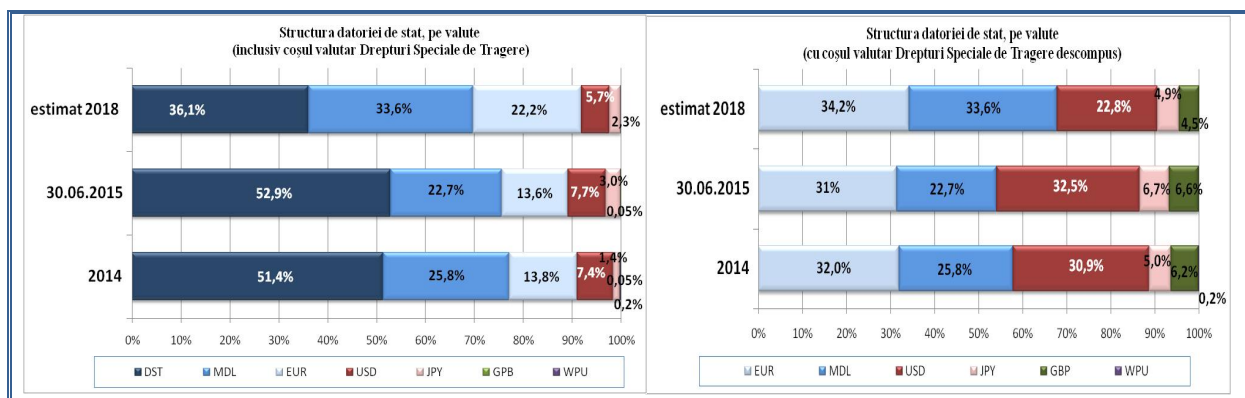


Fig. 6. Structura datoriei de stat, 2014-2018

Riscul operațional

Pe termen mediu, în vederea optimizării riscului operațional care poate avea impact asupra operațiunilor de înregistrare, procesare și raportare a datelor privind datoria de stat, Ministerul Finanțelor va achiziționa și instala versiunea actualizată a sistemului informațional de gestionare a datoriei DMFAS 6.0.

Analiza actualizată a sustenabilității datoriei Republicii Moldova

Analiza actualizată a sustenabilității datoriei Republicii Moldova a fost elaborată de către Fondul Monetar Internațional în anul 2014 și indică faptul că riscul de îndatorare rămâne scăzut, iar dinamica datoriei publice se încadrează, în general, în limite sigure. Deși nivelul relativ scăzut al datoriei publice, conform noțiunii utilizate de FMI în cadrul acestui exercițiu, face nivelul curent al deficitului să fie sustenabil pe termen mediu, totuși datoria publică rămâne vulnerabilă față de șocuri, inclusiv potențiala recapitalizare a sistemului bancar.

Rezultatele analizei arată că traiectoria datoriei publice a Republicii Moldova indică, în general, existența vulnerabilității față de creșterea economică și șocurile deficitului primar.

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

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

În acest context, au fost elaborate patru scenarii de șoc A, B, C și D, care au la bază modificările condițiilor de piață. Raționamentul care s-a aflat la baza selectării acestor șocuri a fost evoluția cursurilor de schimb și a ratelor de dobândă din anul 2014 și pe parcursul primului semestru al anului 2015.

Astfel, scenariile analizate sunt prezentate în cele ce urmează:

A – deprecierea monedei naționale în anul 2016 față de:

- a) dolarul SUA – cu 40%;
- b) euro – cu 40%;

B – majorarea anuală moderată a ratelor de dobândă:

- a) cu 2,0 p.p. pe piața externă. Modificarea vizează ratele de dobândă flotante (Euribor pe 6 luni, USD Libor pe 6 luni etc.);
- b) cu 5 p.p. pe piața internă;

C – majorarea anuală considerabilă a ratelor de dobândă:

- a) cu 5 p.p. pe piața externă. Modificarea vizează ratele de dobândă flotante (Euribor pe 6 luni, USD Libor pe 6 luni etc.);
- b) cu 10 p.p. pe piața internă;

D – șoc combinat între deprecierea monedei naționale cu 20% față de dolarul SUA și euro concomitent în anul 2016 și cel de-al doilea scenariu (B).

Cealalți indicatori macroeconomici, cum ar fi PIB-ul, inflația, indicatorii bugetului de stat etc., sînt considerați a nu suferi modificări în perioada analizată față de scenariul de bază.

Pentru a urmări efectele șocurilor stabilite asupra portofoliului datoriei de stat în combinație cu rezultatele executării Strategiei I de finanțare, sînt analizați indicatorii: ponderea datoriei de stat în PIB, ponderea serviciului datoriei de stat în PIB și ponderea serviciului datoriei de stat în veniturile bugetului de stat. Evoluția acestor indicatori prezintă variațiile soldului datoriei de stat și ale costurilor aferente acestuia sub influența scenariului de bază dar și a șocurilor sus-menționate. Scenariul de bază prevede evoluția ratelor de dobîndă și a ratelor de schimb bazat pe condițiile actuale ale pieții locale.

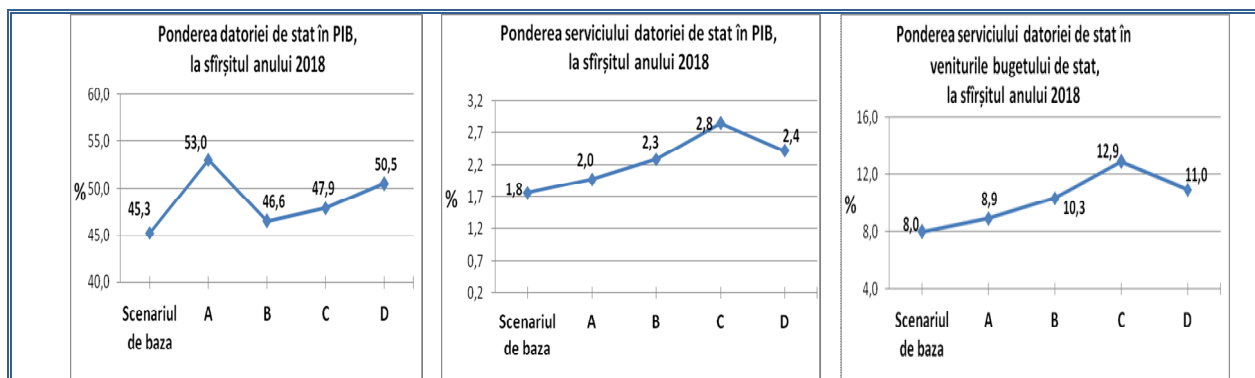


Fig. 7. Evoluția indicatorilor datoriei de stat ca rezultat al aplicării Strategiei I și sub influența șocurilor privind evoluția indicatorilor de piață, conform situației de la sfîrșitul anului 2018

Deși strategia de finanțare aleasă de Ministerul Finanțelor relevă cel mai optim rezultat cost/risc la moment, comparativ cu celelalte strategii analizate, totuși aceasta nu este ferită în totalitate de riscuri.

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

1) portofoliul datoriei de stat prezintă cea mai mare expunere față de riscul valutar. Astfel, la o depreciere de 40% a leului moldovenesc aplicată în 2016 față de dolarul SUA și euro, ponderea datoriei de stat în PIB se mărește cu 7,7 p.p. către finele anului 2018;

2) Serviciul datoriei de stat, adică costul asociat acesteia este expus în cea mai mare măsură riscului ratei de dobândă. Astfel, în cazul șocului asociat majorării considerabile a ratelor de dobândă, indicatorul ponderea serviciului datoriei de stat în PIB se mărește cu 1,0 p.p., iar indicatorul ponderea serviciului datoriei de stat în veniturile bugetului de stat se majorează cu 4,9 p.p., de la 8,0% până la 12,9%.

În concluzie, portofoliul datoriei de stat se încadrează, pe termen mediu, în limite rezonabile în ceea ce privește riscurile asociate, însă riscul valutar și cel al ratei de dobândă ar putea crea presiuni asupra portofoliului datoriei de stat în cazul modificărilor considerabile ale indicatorilor de piață.

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

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

1) *factorii macroeconomici*, care reflectă modificările indicatorilor aflați la baza elaborării prognozelor pe termen mediu. În special, aceștia vizează:

- a) încetinirea creșterii economice;
- b) dinamica ratei inflației;
- c) fluctuația cursului de schimb al monedei naționale;
- d) fluctuația ratelor de dobândă pe piața internă;
- e) reformele structurale;
- 2) modificarea politicii monetare;
- 3) modificarea politicii bugetar-fiscale;
- 4) modificarea cadrului legislativ și normativ.