

UNIVERSITATEA DE STAT DIN MOLDOVA
ȘCOALA DOCTORALĂ ȘTIINȚE JURIDICE ȘI ECONOMICE

Cu titlu de manuscris
C.Z.U.: 336.763(478)(043)

DEZVOLTAREA PIETEI VALORILOR MOBILIARE
DE STAT ÎN REPUBLICA MOLDOVA

Teză de doctor în științe economice
522.01. FINANȚE

Autor:



Olesea FRIȘCU

Conducător de doctorat:



Victoria GANEA,
doctor habilitat în științe economice,
profesor universitar

CHIȘINĂU, 2024

© Frișcu Olesea, 2024

CUPRINS

ADNOTARE.....	5
ANNOTATION.....	6
АННОТАЦИЯ.....	7
LISTA TABELELOR.....	8
LISTA FIGURILOR.....	10
LISTA ABREVIERILOR.....	13
INTRODUCERE.....	14
1. ABORDĂRI TEORETICO-CONCEPTUALE ALE VALORILOR MOBILIARE ÎN CONTEXTUL PIEȚEI FINANCIARE.....	20
1.1. Rolul pieței financiare în acumularea și transferarea de capital.....	20
1.2. Delimitări conceptuale cu privire la caracteristicile și tipologia valorilor mobiliare.....	28
1.3. Fundamentarea teoretică a indicatorilor de evaluare a riscurilor conexe valorilor mobiliare de stat.....	36
1.4. Concluzii la capitolul 1.....	44
2. EVALUAREA PIEȚEI VALORILOR MOBILIARE DE STAT ÎN REPUBLICA MOLDOVA.....	46
2.1. Structura și evoluția pieței valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova.....	46
2.2. Evaluarea sustenabilității pieței valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova.....	60
2.3. Analiza comparativă a pieței valorilor mobiliare de stat din Republica Moldova în raport cu alte țări.....	74
2.4. Concluzii la capitolul 2.....	87
3. OPORTUNITĂȚI ȘI PERSPECTIVE DE DEZVOLTARE A PIEȚEI VALORILOR MOBILIARE DE STAT ÎN REPUBLICA MOLDOVA.....	90
3.1. Estimarea evoluției ratei dobânzii la valorile mobiliare de stat pe piața din Republica Moldova în baza modelelor de elaborare a curbei randamentelor.....	90
3.2. Perspective de dezvoltare a pieței valorilor mobiliare de stat prin intermediul activității dealerilor primari.....	106
3.3. Direcții de dezvoltare a pieței valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova.....	119
3.4. Concluzii la capitolul 3.....	134
CONCLUZII GENERALE ȘI RECOMANDĂRI.....	137
BIBLIOGRAFIE.....	143
ANEXE.....	158

Anexa 1. Instituțiile naționale ale Uniunii Europene implicate în gestionarea datoriei guvernamentale, emisiunea valorilor mobiliare de stat și supravegherea piețelor, 2022.....	159
Anexa 2. Descrierea scării de rating.....	161
Anexa 3. Cadrul normativ al Republicii Moldova cu privire la piața valorilor mobiliare de stat.....	163
Anexa 4. Modelul dinamic de prognozare a datoriei.....	164
Anexa 5. Calcule cu privire la elaborarea curbelor forward ale valorilor mobiliare de stat pentru anii 2019-2024.....	166
Anexa 6. Provocări majore pe piața valorilor mobiliare de stat experimentate în ultimele douăsprezece luni.....	178
Anexa 7. Calculator de determinare a ratei nominale/a prețului bonului de trezorerie.....	179
Anexa 8. Certificat nr. 1 de implementare a rezultatelor științifico-aplicative emis de Ministerul Finanțelor.....	180
Anexa 9. Certificat nr. 2 de implementare a rezultatelor științifico-aplicative emis de Ministerul Finanțelor.....	181
Anexa 10. Certificat nr. 3 de implementare a rezultatelor științifico-aplicative emis de Ministerul Finanțelor.....	182
Anexa 11. Certificat nr. 4 de implementare a rezultatelor științifico-aplicative emis de Universitatea de Stat din Moldova.....	183
DECLARAȚIA PRIVIND ASUMAREA RĂSPUNDERII.....	184
CURICULUM VITAE.....	185

ADNOTARE

**Olesea FRÎȘCU: „Dezvoltarea pieței valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova”,
teză de doctor în științe economice, Universitatea de Stat din Moldova,
specialitatea: 522.01. Finanțe, Chișinău, 2024**

Structura tezei: introducere, trei capitole, concluzii generale și recomandări, bibliografie din 173 de titluri, 11 anexe, 129 de pagini text de bază, 27 de tabele, 57 de figuri și 33 de formule. Rezultatele obținute sunt publicate în 14 lucrări științifice.

Cuvinte-cheie: valoare mobilă de stat, piață financiară, piață primară, piață secundară, datorie a sectorului public, indicator de risc, sustenabilitate, curba randamentelor, dealer primar.

Scopul lucrării: determinarea constrângerilor de dezvoltare a pieței valorilor mobiliare de stat (VMS) în Republica Moldova și identificarea măsurilor de remediere a acestora în vederea optimizării surselor de finanțare a cheltuielilor bugetare și creșterii atractivității pieței VMS.

Obiectivele cercetării: (i) sistematizarea aspectelor teoretico-conceptuale ale pieței financiare și identificarea celor mai recente instrumente financiare utilizate la acumularea de capital; (ii) identificarea riscurilor asociate VMS și analiza indicatorilor de risc; (iii) evaluarea sustenabilității pieței VMS în Republica Moldova și analiza comparativă a acesteia în raport cu cea din alte țări; (iv) delimitarea modelelor parametrice și de regresie în vederea elaborării curbei randamentelor VMS și aplicarea acestora pe piața din Republica Moldova; (v) determinarea impactului activității dealerilor primari asupra dezvoltării pieței VMS în Republica Moldova; (vi) elaborarea recomandărilor de atenuare a obstacolelor de dezvoltare a pieței VMS în Republica Moldova în vederea optimizării planificării bugetare și creșterea atractivității pieței VMS.

Noutatea și originalitatea științifică: (i) dezvoltarea și aprofundarea abordărilor teoretice cu privire la valorile mobiliare și tipologia acestora; (ii) delimitarea riscurilor asociate VMS și perfecționarea sistemului de indicatori cu privire la evaluarea pieței primare și secundare a VMS, precum și la evaluarea rentabilității instrumentelor de datorie; (iii) validarea și aplicarea modelului dinamic de prognoză a datoriei în vederea evaluării gradului de îndatorare a țării; (iv) determinarea relației inverse între soldul bugetului de stat și emisiunea netă a VMS emise pe piața primară; (v) efectuarea studiului comparativ al pieței VMS din Republica Moldova în raport cu cea din alte țări; (vi) ajustarea metodologiei de evaluare a performanței dealerilor primari în vederea optimizării dezvoltării pieței VMS; (vii) stabilirea relației de interdependență între curba forward și curba spot în baza metodei de elaborare a curbei forward; (viii) identificarea discrepanțelor minore între rata forward pentru bonurile de trezorerie (BT) și rata de piață; (ix) elaborarea recomandărilor cu privire la dezvoltarea pieței VMS în Republica Moldova bazate pe practicile avansate în domeniul respectiv.

Problema științifică importantă soluționată: optimizarea planificării în bugetul de stat a cheltuielilor pentru serviciul VMS în baza metodei de elaborare a curbei forward, datorită discrepanțelor minore înregistrate între rata forward estimată la BT și rata de piață.

Semnificația teoretică: definirea exhaustivă a conceptului de valoare mobilă și elaborarea unei tipologii complexe a VMS, precum și identificarea riscurilor asociate VMS, fiind precizate unele noțiuni ale indicatorilor de risc.

Valoarea aplicativă a lucrării: (i) optimizarea pieței VMS din Republica Moldova prin ajustarea cadrului legal; (ii) determinarea criteriilor de evaluare a performanței dealerilor primari; (iii) participarea la elaborarea curbei randamentelor VMS în Republica Moldova; (iv) prezentarea de propuneri cu privire la automatizarea procesului de generare a opțiunilor de alocare a VMS în cadrul licitațiilor; (v) recomandări acceptate în Planul de acțiuni privind dezvoltarea pieței VMS în Republica Moldova.

Implementarea rezultatelor științifice: cele mai importante rezultate ale cercetării au fost apreciate și implementate de către Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova și Universitatea de Stat din Moldova, fiind confirmate prin certificate de implementare.

ANNOTATION

Olesea FRIȘCU: „Development of the government securities market in the Republic of Moldova”, PhD thesis in economics, Moldova State University, speciality: 522.01. Finance, Chișinău, 2024

Thesis structure: introduction, three chapters, general conclusions and recommendations, bibliography consisting of 173 titles, 11 annexes, 129 basic text pages, 27 tables, 57 figures, and 33 formulas. The research results are published in 14 scientific papers.

Keywords: government security, financial market, primary market, secondary market, public sector debt, risk indicator, sustainability, yield curve, primary dealer.

The purpose of the research: identification the constraints on developing the government securities (GS) market in the Republic of Moldova and determination the measures to remedy them, aiming to optimise funding sources for budgetary expenditures and enhance the attractiveness of the GS market.

The objectives of the research: (i) analysis of the theoretical aspects of the financial market and identification the most recent financial instruments issued in the market; (ii) identification of the risks associated with GS and analysis of risk indicators; (iii) sustainability assessment of the GS market in the Republic of Moldova and comparative analysis in relation to other countries; (iv) determination of the parametric and regression models for the development of the GS yield curve and their application in the market of the Republic of Moldova; (v) determination of the impact of primary dealers' activities on the development of the GS market in the Republic of Moldova; (vi) formulation of the recommendations for the development of the GS market in the Republic of Moldova to optimize budgetary planning and enhance the attractiveness of the GS market.

Scientific novelty and originality: (i) researching theoretical approaches regarding securities and their typology; (ii) identifying risks associated with GS and risk analysis; (iii) validating and applying the debt dynamic model for assessing the country's level of indebtedness; (iv) determining the inverse relationship between the state budget balance and the net issuance of the GS issued in the primary market; (v) comparative analysis of the GS market in the Republic of Moldova in relation to other countries; (vi) adjusting the methodology for evaluating the performance of the primary dealers to optimize the development of the GS market; (vii) establishing the interdependence relationship between the forward curve and the spot curve based on the forward curve development method; (viii) identifying minor discrepancies between the forward rate for treasury bills (TB) and the market rate; (ix) formulating the recommendations for developing the GS market in the Republic of Moldova based on advanced practices.

The important scientific problem solution: optimizing the state budget's expenditure planning for GS debt service based on the forward curve development method due to minor discrepancies between the estimated forward rate for TB and the market rate.

The theoretical significance of the paper: the comprehensive definition of the concept of securities, the development of a complex typology of GS, the identification of risks associated with GS, and specification the concepts related to risk indicators.

The applicative value of the paper: (i) optimising the GS market in the Republic of Moldova through legal framework adjustment; (ii) establishing criteria for evaluating the primary dealers' activity; (iii) participation at the elaboration of the GS yield curve in the Republic of Moldova; (iv) presenting proposals for automating the process of generating allocation options of GS within auctions; (v) recommendations accepted at the elaboration of the Action Plan for developing the GS market in the Republic of Moldova.

Implementation of the scientific results: the most significant research findings were appreciated and accepted by the Ministry of Finance of the Republic of Moldova and the Moldova State University, as confirmed by implementation certificates.

АННОТАЦИЯ

Олеся ФРИШКУ: „Развитие рынка государственных ценных бумаг в Республике Молдова”, докторская диссертация по экономике, Государственный университет Молдовы, специальность: 522.01. Финансы, Кишинев, 2024

Структура диссертации: введение, три главы, общие выводы и рекомендации, библиография из 173 наименований, 11 приложений, 129 страниц основного текста, 27 таблиц, 57 рисунков и 33 формул. Результаты исследования опубликованы в 14 научных работах.

Ключевые слова: государственные ценные бумаги, финансовый рынок, первичный рынок, вторичный рынок, долг публичного сектора, показатель риска, устойчивость, кривая доходности, первичный дилер.

Цель исследования: определение ограничений развития рынка государственных ценных бумаг (ГЦБ) в Республике Молдова и выявление мер по их устранению с целью оптимизации источников финансирования бюджетных расходов и повышения привлекательности рынка ГЦБ.

Задачи исследования: (i) систематизация концепций финансового рынка и идентификация новых финансовых инструментов; (ii) выявление рисков, связанных с ГЦБ, и анализ индикаторов риска; (iii) оценка устойчивости рынка ГЦБ в Республике Молдова и сравнительный анализ по отношению к рынкам других стран; (iv) определение моделей для разработки кривой доходности ГЦБ; (v) оценка влияния деятельности первичных дилеров на развитие рынка ГЦБ в Республике Молдова; (vi) формулирование рекомендаций по развитию рынка ГЦБ в Республике Молдова с целью оптимизации бюджетного планирования и повышения привлекательности этого рынка.

Научная новизна и оригинальность: (i) развитие теоретических аспектов ценных бумаг и их типологии; (ii) выявление рисков связанных с ГЦБ и их оценка; (iii) применение динамической модели для прогнозирования долга; (iv) определение обратной связи между остатком государственного бюджета и чистым выпуском ГЦБ на первичном рынке; (v) сравнительный анализ рынка ГЦБ в Республике Молдова по отношению к рынкам других стран; (vi) внесение изменений в методологии оценки эффективности первичных дилеров; (vii) установление взаимосвязи между *forward curve* и *spot curve* на основе метода разработки *forward curve*; (viii) выявление незначительных расхождений между *forward*-ставкой для казначейских обязательств (КО) и рыночной ставкой; (ix) разработка рекомендаций по развитию рынка ГЦБ в Республике Молдова.

Решение важной научной проблемы: оптимизация планирования в государственном бюджете расходов на обслуживание ГЦБ на основе метода построения *forward curve* исходя из небольших расхождений между оцененной *forward*-ставкой для КО и рыночной ставкой.

Теоретическая значимость работы: определение концепции ценной бумаги и разработка комплексной типологии ГЦБ а также выявление рисков связанных с ГЦБ, с уточнением некоторых понятий индикаторов риска.

Прикладная ценность диссертации: (i) оптимизация рынка ГЦБ в Республике Молдова путем внесения изменений в законодательстве; (ii) определение критериев оценки эффективности первичных дилеров; (iii) участие в построении кривой доходности ГЦБ; (iv) представление предложений по автоматизации процесса для разработки вариантов размещения ГЦБ на аукционах; (v) рекомендации, принятые в разработке Плана действий по развитию рынка ГЦБ в Республике Молдова.

Реализация научных результатов: основные результаты исследования были оценены и приняты Министерством Финансов Республики Молдова и Государственным Университетом Молдовы, что подтверждено удостоверениями о реализации.

LISTA TABELELOR

Tabelul 1.1. Tipuri de valori mobiliare.....	30
Tabelul 1.2. Sukuk vs. obligațiuni.....	32
Tabelul 1.3. Valori de raportare a instrumentelor de datorie.....	35
Tabelul 2.1. Aspecte cu privire la evaluarea sustenabilității pieței valorilor mobiliare de stat.....	60
Tabelul 2.2. Surse de finanțare a deficitului bugetului public național.....	64
Tabelul 2.3. Istoricul evoluției ratingului Republicii Moldova acordat de către Moody's.....	64
Tabelul 2.4. Evoluția indicatorilor de evaluare a riscului de refinanțare.....	71
Tabelul 2.5. Spreadul dintre prețurile valorilor mobiliare de stat emise pe piața primară și cele tranzacționate pe piața secundară.....	72
Tabelul 2.6. Indicatori macroeconomici, 2022.....	75
Tabelul 2.7. Rezultatele deviației standard.....	78
Tabelul 2.8. Top cele mai mari piețe de valori mobiliare de stat la nivel global, 2022.....	80
Tabelul 2.9. Deținerile de valori mobiliare de stat emise pe piața internă, 2022.....	83
Tabelul 2.10. Titluri de stat Tezaur vs. Fidelis.....	84
Tabelul 3.1. Tipuri de convenții de calcul.....	93
Tabelul 3.2. Date inițiale pentru determinarea ratelor spot.....	96
Tabelul 3.3. Ratele spot determinate în baza modelului de regresie.....	99
Tabelul 3.4. Parametrii modelului Nelson-Siegel vs. Nelson-Siegel-Svensson, mai 2023.....	102
Tabelul 3.5. Estimarea randamentelor valorilor mobiliare de stat: modelul Nelson-Siegel vs. modelul Nelson-Siegel-Svensson.....	102
Tabelul 3.6. Rata medie ponderată a dobânzii la valori mobiliare de stat vs. rata forward.....	105
Tabelul 3.7. Informația cu privire la cele mai active obligațiuni de stat în țările cu venituri mici.....	109
Tabelul 3.8. Criteriile de selectare a dealerilor primari.....	110
Tabelul 3.9. Obligațiile dealerilor primari.....	111
Tabelul 3.10. Criteriile de evaluare a activității dealerilor primari în Republica Moldova.....	115
Tabelul 3.11. Provocări și măsuri privind extinderea bazei de investitori pe piața valorilor mobiliare de stat.....	123
Tabelul 3.12. Provocări și măsuri privind creșterea nivelului de lichiditate a pieței secundare a valorilor mobiliare de stat.....	129

Tabelul 3.13. Provocări și măsuri privind elaborarea curbei randamentelor valorilor mobiliare de stat.....	131
Tabelul 3.14. Provocări și măsuri privind creșterea transparenței pieței valorilor mobiliare de stat.....	132

LISTA FIGURILOR

Figura 1.1. Evoluția definiției pieței financiare.....	22
Figura 1.2. Principalele segmente ale pieței financiare.....	23
Figura 1.3. Fluxul de capital în cadrul pieței financiare.....	24
Figura 1.4. Tipologia pieței financiare.....	25
Figura 1.5. Relațiile dintre participanții pieței financiare.....	26
Figura 1.6. „Ciclul de viață” al valorilor mobiliare de stat.....	30
Figura 1.7. Tipologia valorilor mobiliare.....	31
Figura 1.8. Tipologia valorilor mobiliare de stat.....	33
Figura 1.9. Tipuri de risc asociate investițiilor în valori mobiliare de stat.....	36
Figura 1.10. Tipuri de risc asociate emisiunilor de valori mobiliare de stat.....	39
Figura 1.11. Reprezentarea grafică a duratei.....	42
Figura 1.12. Procesul de management al riscurilor asociate valorilor mobiliare de stat.....	43
Figura 2.1. Cronologia evenimentelor cu privire la valorile mobiliare de stat	48
Figura 2.2. Tipologia valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova, 2023.....	50
Figura 2.3. Evoluția stocului de valori mobiliare de stat.....	52
Figura 2.4. Evoluția stocului de valori mobiliare de stat emise pe piața primară.....	53
Figura 2.5. Rezultatele licitațiilor de vânzare a obligațiunilor de stat pe piața primară.....	53
Figura 2.6. Volumul emisiunii nete a valorilor mobiliare de stat emise pe piața primară: proгноzat inițial vs. realizat.....	54
Figura 2.7. Serviciul valorilor mobiliare de stat emise pe piața primară: прогноzat inițial vs. realizat.....	55
Figura 2.8. Evoluția ratelor nominale medii ponderate ale dobânzilor la bonurile de trezorerie.....	56
Figura 2.9. Componentele datoriei sectorului public.....	57
Figura 2.10. Evoluția stocului datoriei de stat.....	58
Figura 2.11. Evoluția stocului datoriei sectorului public.....	58
Figura 2.12. Evoluția volumului valorilor mobiliare de stat tranzacționate pe piața secundară.....	59
Figura 2.13. Evoluția indicatorilor macroeconomici în Republica Moldova.....	61
Figura 2.14. Cererea bonurilor de trezorerie vs. cererea obligațiunilor de stat.....	62
Figura 2.15. Componentele bugetului public național.....	63

Figura 2.16. Instituțiile implicate în procesul de emisiune a valorilor mobiliare de stat prin licitație.....	66
Figura 2.17. Evoluția ponderii stocului de valori mobiliare de stat emise pe piața primară în totalul datoriei de stat.....	67
Figura 2.18. Rezultatele licitațiilor de vânzare a valorilor mobiliare de stat.....	68
Figura 2.19. Soldul bugetului de stat vs. emisiunea netă a valorilor mobiliare de stat emise pe piața primară.....	69
Figura 2.20. Structura valorilor mobiliare de stat emise pe piața primară.....	70
Figura 2.21. Evoluția tranzacțiilor cu valorile mobiliare de stat încheiate în sistemul E-Bond.....	71
Figura 2.22. Structura pe tipuri de investitori ai valorilor mobiliare de stat emise pe piața primară.....	73
Figura 2.23. Harta datoriei generale guvernamentale brute în anul 2022, % din PIB.....	76
Figura 2.24. Datoria generală guvernamentală brută în anul 2022, % din PIB.....	77
Figura 2.25. Prognoza datoriei generale brute a Republicii Moldova.....	78
Figura 2.26. Structura după maturități ale valorilor mobiliare de stat emise în monedă națională, anul 2022.....	79
Figura 2.27. Evoluția stocului valorilor mobiliare de stat: Republica Moldova vs. Zona Euro, % din PIB.....	81
Figura 2.28. Accesul la serviciile financiare și utilizarea acestora de către populație.....	82
Figura 2.29. Sistemul Informațional „Platforma electronică pentru vânzarea valorilor mobiliare de stat” în Republica Moldova.....	85
Figura 3.1. Forme ale curbei randamentelor valorilor mobiliare de stat.....	91
Figura 3.2. Relația dintre rata spot și rata forward.....	97
Figura 3.3. Statistici de regresie.....	99
Figura 3.4. Curbele randamentelor valorilor mobiliare de stat din Republicii Moldova, mai 2023.....	101
Figura 3.5. Etapele de elaborare a curbei forward.....	103
Figura 3.6. Curba forward vs. curba spot, 2019-2024.....	104
Figura 3.7. Relația dintre inflație și curba randamentelor valorilor mobiliare de stat.....	105
Figura 3.8. Anul implementării sistemului de dealeri primari.....	107
Figura 3.9. Numărul de dealeri primari.....	108
Figura 3.10. Dinamica volumului valorilor mobiliare de stat emise prin licitații.....	114

Figura 3.11. Dinamica volumului valorilor mobiliare de stat tranzacționate pe piața secundară.....	114
Figura 3.12. Relația dintre ratingul de țară și rata valorilor mobiliare de stat.....	121
Figura 3.13. Metodologia companiei Moody's de evaluare a ratingului suveran.....	122
Figura 3.14. Procesul de emisiune a valorilor mobiliare de stat prin licitație	124
Figura 3.15. Modalitatea de procurare a valorilor mobiliare de stat la licitație.....	126
Figura 3.16. Modalitatea de procurare/vânzare a valorilor mobiliare de stat pe piața extrabursieră.....	127

LISTA ABREVIERILOR

BNM	–	Banca Națională a Moldovei
BT	–	Bon de trezorerie
BVM	–	Bursa de Valori a Moldovei
DvP	–	Livrare vs. plată
EUR	–	Euro
FMI	–	Fondul Monetar Internațional
IPC	–	Indicele Prețului de Consum
ISIN	–	Număr internațional de identificare a valorilor mobiliare
ÎS/M	–	Întreprindere de stat/municipală
MDL	–	Leu moldovenesc
MF	–	Ministerul Finanțelor
OS	–	Obligațiune de stat
PIB	–	Produs intern brut
RON	–	Leu românesc
SAPI	–	Sistem automatizat de plăți interbancare
SC	–	Societate comercială cu capital integral sau majoritar public
SI	–	Sistem Informațional
SUA	–	Statele Unite ale Americii
UAT	–	Unitate Administrativ-Teritorială
UE	–	Uniunea Europeană
USD	–	Dolar american
VMS	–	Valoare mobilă de stat

INTRODUCERE

Actualitatea și importanța temei cercetate. În condițiile economice actuale ale Republicii Moldova, mobilizarea capitalului suplimentar al investitorilor joacă un rol esențial la susținerea fondurilor bugetare, ceea ce evidențiază relevanța dezvoltării pieței valorilor mobiliare de stat (VMS). Volatilitatea pieței financiare influențează implementarea strategiilor de management al datoriei de stat și profitabilitatea investițiilor în VMS. Prin urmare, o estimare cât mai precisă a ratelor dobânzilor la VMS are un impact pozitiv atât asupra emitentului, cât și asupra investitorului.

Prin intermediul pieței VMS guvernul poate atrage resurse financiare pentru a finanța cheltuielile publice, inclusiv investițiile în infrastructură, educație, sănătate, protecție socială, apărare, securitate etc. De asemenea, piața VMS oferă investitorilor o oportunitate sigură de investiție, în special celor care au economii și care caută să-și plaseze mijloacele bănești într-un instrument financiar cu un nivel redus al riscului, datorită faptului că VMS sunt emise și garantate de către guvern și astfel beneficiază de un nivel suplimentar de siguranță.

Necesitatea dezvoltării pieței interne a VMS a atras tot mai mult atenția în urma diverselor crize economice. O piață a VMS dezvoltată aduce numeroase beneficii. La nivel macroeconomic, ea oferă posibilitatea finanțării deficitelor bugetare, evitând acumularea datoriei denominate în valută străină. De asemenea, poate să contribuie la implementarea politicii monetare, inclusiv la atingerea obiectivelor de țintire a inflației. La nivel microeconomic, dezvoltarea unei piețe interne a VMS poate crește stabilitatea financiară generală și poate îmbunătăți intermedierea financiară prin intensificarea competiției și prin dezvoltarea infrastructurii, a produselor și a serviciilor financiare conexe. Nu în ultimul rând, curba randamentelor VMS furnizează informații despre modul în care piața anticipează viitoarele modificări ale ratelor dobânzilor. Un alt beneficiu nu mai puțin important al curbei randamentelor VMS este că aceasta poate servi ca punct de referință la introducerea unor noi produse financiare.

Descrierea situației în domeniul de cercetare și identificarea problemelor de cercetare. Este iminent de subliniat faptul că piața VMS din Republica Moldova a înregistrat anumite progrese de la înființare, îndeosebi odată cu introducerea unei noi metodologii de evaluare a performanței dealerilor primari. Cu toate acestea, în continuare există o serie de provocări care influențează dezvoltarea pieței VMS.

Problema majoră care impune cercetarea pieței interne a VMS se referă inclusiv la faptul că baza de investitori ai VMS nu este diversificată. Pe de o parte, predomină sectorul bancar, pe

de altă parte, se atestă o lipsă a investitorilor instituționali, cum ar fi fondurile de investiție și cele de pensii, iar persoanele fizice nu sunt bine familiarizate cu procesul de investire în VMS. În acest context, se constată că pe piața primară a VMS predomină instrumente cu termen scurt de circulație, ceea ce contribuie la intensificarea riscului de refinanțare, iar pe piața secundară volumul și numărul de tranzacții cu VMS sunt restrânse, ca rezultat, piața secundară este una nelichidă. În aceste circumstanțe, estimarea curbei randamentelor VMS s-a adeverit a fi o provocare. De asemenea, volatilitatea pieței financiare a contribuit la înregistrarea discrepanțelor între sumele aferente emisiunii nete și serviciului VMS emise pe piața primară prognozate inițial în bugetul de stat și cele realizate, din cauza provocărilor la prognozarea ratei de dobândă a VMS comercializare prin licitații.

Având în vedere complexitatea pieței VMS, există anumite limitări de cercetare în cadrul tezei, care pot fi depășite prin investigațiile ulterioare. Printre acestea se evidențiază: (i) din perspectiva emitentului – gestionarea portofoliului de VMS prin intermediul operațiunilor de administrare a datoriei, analiza modalității de emisiune a VMS prin intermediul bursei de valori etc.; (ii) din perspectiva investitorului – determinarea celei mai profitabile opțiuni de investire în VMS, analiza comisioanelor percepute de dealerii primari etc.

Gradul de studiere a temei de cercetare. La nivel internațional, aspectele teoretice și aplicative privind piața VMS au fost abordate în lucrările cercetătorilor de peste hotare, printre care: F. J. Fabozzi, F. J. Jones, S. V. Mann, M. Choudhry, F. S. Mishkin, F. Chakroun, F. Abid, S. K. Parameswaran, Y. S. Stander, C. R. Nelson, A. F. Siegel, Lars E. O. Svensson, J. Preunkert, M. Carpinetti, H. Hashimoto, T. Endo, I. Gill, B. Pinto, S. Orsag, B. Baskot, M. Arnone, I. Ihnatov, C. Kyriakopoulos, A. N. Burenin, O. A. Școlic, R. T. Balachina, V. I. Țibulnicova etc. Este de menționat că F. J. Fabozzi este unul dintre cei mai importanți cercetători din domeniul pieței financiare, care abordează în detaliu teoria și practica instrumentelor financiare, inclusiv VMS.

La nivel național, deși analiza pieței VMS a fost și rămâne a fi una extrem de actuală, au fost identificate puține cercetări cu referire la acest subiect. În anul 1999, O. Șcerbațchi și C. Zaman, în colaborare cu A. Radziwiłł, în publicația „Financial Crisis in Moldova - Causes and Consequences”, au făcut mențiuni despre piața VMS din Republica Moldova. Alte studii care pot fi menționate în context aparțin autorului I. Luchian, care a publicat în anul 2002 o teză de doctor cu tema „Gestiunea pieței hârtiilor de valoare de stat în Republica Moldova”, în care face o analiză a pieței VMS din Republica Moldova și formulează recomandări practice privind îmbunătățirea procesului de gestionare a pieței interne a VMS. De asemenea, unele cercetări care au tangență cu domeniul pieței VMS au fost realizate de autorii autohtoni, precum: A. Timuș, M. Cojocaru, R. Perciun, V. Ganea, T. Gutium, A. Filip etc.

Scopul lucrării constă în determinarea constrângerilor de dezvoltare a pieței VMS în Republica Moldova și identificarea măsurilor de remediere a acestora în vederea optimizării surselor de finanțare a cheltuielilor bugetare și creșterii atractivității pieței VMS.

Pentru realizarea scopului propus, au fost stabilite următoarele **obiective**:

- sistematizarea aspectelor teoretico-conceptuale ale pieței financiare și identificarea celor mai recente instrumente financiare utilizate la acumularea de capital;
- identificarea riscurilor asociate VMS și analiza indicatorilor de risc;
- evaluarea sustenabilității pieței VMS în Republica Moldova și analiza comparativă a acesteia în raport cu cea din alte țări;
- delimitarea modelelor parametrice și de regresie în vederea elaborării curbei randamentelor VMS și aplicarea acestora pe piața din Republica Moldova;
- determinarea impactului activității dealerilor primari asupra dezvoltării pieței VMS în Republica Moldova;
- elaborarea recomandărilor de atenuare a obstacolelor de dezvoltare a pieței VMS în Republica Moldova în vederea optimizării planificării bugetare și creșterea atractivității pieței VMS.

Ipoteza de cercetare. Dezvoltarea pieței VMS în Republica Moldova depinde de gradul de predictibilitate a acesteia. Astfel, prin intermediul curbei forward poate fi prognozată rata dobânzii la VMS comercializate prin licitații, ceea ce va avea un impact semnificativ asupra acurateței de planificare a bugetului de stat. Totodată, relațiile dintre curba spot și cea forward pot determina tendințele inflației medii anuale.

Metodologia de cercetare. În vederea realizării obiectivelor propuse, în procesul cercetării au fost utilizate diverse metode de cercetare, printre care:

- sinteza teoretică – a fost aplicată pentru analiza informației teoretice de specialitate în vederea definirii diverselor concepte de pe piața financiară și elaborării unor tipologii complexe a instrumentelor financiare;
- analiza sistemică – s-a aplicat la studierea complexă a pieței VMS din Republica Moldova, incluzând aspectul juridic, managerial etc.;
- metoda statistică – s-a folosit la colectarea, analiza și interpretarea datelor cu privire la piața VMS;
- analiza comparativă – s-a utilizat la identificarea diverselor probleme și divergențe de pe piața VMS din Republica Moldova în comparație cu cea din alte țări;

- metoda empirică – a vizat studiul de caz al diferitor cercetări cu privire la estimarea curbei randamentelor VMS;

- metoda Monte Carlo – s-a implementat pentru a prognoza evoluția stocului de datorie.

Suportul informațional. În calitate de bază informațională au servit diverse studii și publicații de specialitate, precum și actele normative ale Republicii Moldova și ale Uniunii Europene (UE), printre care Strategia de dezvoltare a managementului finanțelor publice pentru anii 2023-2030, Programul „Managementului datoriei de stat pe termen mediu”, dar și datele statistice publicate pe paginile web oficiale ale Ministerului Finanțelor (MF), Băncii Naționale a Moldovei (BNM), Curții de Conturi, Fondului Monetar Internațional (FMI), Băncii Mondiale etc. Totodată, au fost utilizate materiale științifico-practice la care autorul a avut acces prin participarea la diverse instruirii, conferințe și workshopuri din Republica Moldova, Austria, Georgia, Slovenia, România, Bulgaria și Ucraina, organizate de FMI, Banca Mondială, UE, Institutul Asociat din Viena, Banca Asiatică de Investiții în Infrastructură etc.

De asemenea, s-a ținut cont de recomandările experților internaționali în cadrul proiectelor: (i) „Asistență Tehnică pentru Îmbunătățirea Reformei Managementului Finanțelor Publice în Republica Moldova” și (ii) „Suport pentru Guvernul Republicii Moldova în Identificarea și Elaborarea Proiectelor Aferente Implementării Acordului de Asociere Republica Moldova-UE”.

Problema științifică importantă soluționată. Optimizarea planificării în bugetul de stat a cheltuielilor pentru serviciul VMS în baza metodei de elaborare a curbei forward, datorită discrepanțelor minore înregistrate între rata forward estimată la bonurile de trezorerie (BT) și rata de piață.

Noutatea și originalitatea științifică:

- dezvoltarea și aprofundarea abordărilor teoretice cu privire la valorile mobiliare și tipologia acestora;

- delimitarea riscurilor asociate VMS și perfecționarea sistemului de indicatori cu privire la evaluarea pieței primare și secundare a VMS, precum și la evaluarea rentabilității instrumentelor de datorie;

- validarea și aplicarea modelului dinamic de prognozare a datoriei în vederea evaluării gradului de îndatorare a țării;

- determinarea relației inverse între soldul bugetului de stat și emisiunea netă a VMS emise pe piața primară;

- efectuarea studiului comparativ al pieței VMS din Republica Moldova în raport cu cea din alte țări;

- ajustarea metodologiei de evaluare a performanței dealerilor primari în vederea optimizării dezvoltării pieței VMS;
- stabilirea relației de interdependență între curba forward și curba spot în baza metodei de elaborare a curbei forward;
- identificarea discrepanțelor minore între rata forward pentru BT și rata de piață;
- elaborarea recomandărilor cu privire la dezvoltarea pieței VMS în Republica Moldova bazate pe practicile avansate în domeniul respectiv.

Semnificația teoretică rezidă în: definirea exhaustivă a conceptului de valoare mobilă și elaborarea unei tipologii complexe a VMS, precum și identificarea riscurilor asociate VMS, fiind precizate unele noțiuni ale indicatorilor de risc.

Valoarea aplicativă a lucrării presupune: (i) optimizarea pieței VMS din Republica Moldova prin ajustarea cadrului legal; (ii) determinarea criteriilor de evaluare a performanței dealerilor primari; (iii) participarea la elaborarea curbei randamentelor VMS în Republica Moldova; (iv) prezentarea de propuneri cu privire la automatizarea procesului de generare a opțiunilor de alocare a VMS în cadrul licitațiilor; (v) recomandări acceptate în Planul de acțiuni privind dezvoltarea pieței VMS în Republica Moldova.

Aprobarea rezultatelor științifice. Rezultatele cercetărilor realizate de către autor au fost diseminate în 14 lucrări științifice din țară și de peste hotare, printre care: Marea Britanie, Bulgaria și România (indexate inclusiv în baza de date Scopus). De asemenea, ideile conceptuale, concluziile și principalele recomandări formulate în teză au fost prezentate în cadrul mai multor conferințe științifice naționale și internaționale.

Implementarea rezultatelor. Cele mai importante rezultate ale cercetării au fost apreciate și implementate de către Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova și Universitatea de Stat din Moldova, fiind confirmate prin certificate de implementare. Unele cercetări elaborate de către autor au fost implementate în cadrul proiectului științifico-aplicativ „Evaluarea multidimensională și dezvoltarea ecosistemului antreprenorial la nivel național și regional în vederea impulsiei sectorului Întreprinderilor Mici și Mijlocii în Republica Moldova”.

Structura tezei. Ținând cont de scopul și obiectivele cercetării, dar și de cerințele de redactare, teza are următoarea structură: introducere, trei capitole, concluzii generale și recomandări, bibliografie din 173 de titluri, 11 anexe, 129 de pagini text de bază, 27 de tabele, 57 de figuri și 33 de formule.

În *Introducere* se argumentează actualitatea, importanța și gradul de studiere a temei de cercetare, se formulează scopul și obiectivele studiului, fiind identificată ipoteza de cercetare. De

asemenea, se evidențiază noutatea și valoarea aplicativă a rezultatelor obținute, precizându-se problema științifică importantă soluționată.

Capitolul 1 „Abordări teoretico-conceptuale ale valorilor mobiliare în contextul pieței financiare” cuprinde sinteza bibliografică cu referire la istoricul evoluției pieței VMS și despre aspectele actuale ale pieței financiare. Sunt identificate relațiile dintre participanții pieței VMS care influențează siguranța tranzacțiilor cu instrumentele de datorie. De asemenea, sunt analizate aspectele teoretice și cele conceptuale cu privire la valorile mobiliare, fiind realizată o sistematizare complexă a VMS. Totodată, sunt prezentate cele mai recente tipuri de valori mobiliare emise pe piața financiară, așa ca obligațiuni verzi, obligațiuni sustenabile, sukuk etc. O atenție deosebită este acordată riscurile asociate VMS din perspectiva emitentului și a investitorului, identificându-se principalii indicatori de risc.

Capitolul 2 „Evaluarea pieței valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova” prezintă un studiu științific detaliat cu privire la organizarea și funcționarea pieței VMS în Republica Moldova, în deosebi, evoluția acesteia pe parcursul a zece ani. Este evaluată sustenabilitatea pieței VMS în Republica Moldova, fiind analizate următoarele aspecte: situația macroeconomică, cadrul legal, participanții la emisiunea VMS pe piața internă, piața primară, piața secundară, baza de investitori și transparența pieței VMS. În baza rezultatelor evaluării sunt formulate concluzii. Pentru o mai bună percepere a nivelului de dezvoltare a pieței VMS din Republica Moldova, a fost efectuată o analiză comparativă.

Capitolul 3 „Oportunități și perspective de dezvoltare a pieței valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova” este destinat argumentărilor științifice cu referire la modele de elaborare a curbei randamentelor VMS aplicabile pieței din Republica Moldova. De asemenea, este demonstrată utilitatea metodei de elaborare a curbei forward și adevărită veridicitatea prognozelor de tendință a inflației medii anuale în baza relației dintre curba spot și curba forward. Totodată, este demonstrat impactul activității dealerilor primari asupra dezvoltării pieței VMS. În final, sunt identificate provocările cu care se confruntă piața VMS din Republica Moldova și sunt prezentate măsuri de remediere a acestora.

Compartimentul *Concluzii generale și recomandări* prezintă o sinteză a rezultatelor cercetării, identificându-se principalele măsuri cu privire la dezvoltarea pieței VMS în Republica Moldova.

Cuvinte-cheie: valoare mobilă de stat, piață financiară, piață primară, piață secundară, datorie a sectorului public, indicator de risc, sustenabilitate, curba randamentelor, dealer primar.

1. ABORDĂRI TEORETICO-CONCEPTUALE ALE VALORILOR MOBILIARE ÎN CONTEXTUL PIETEI FINANCIARE

1.1. Rolul pieței financiare în acumularea și transferarea de capital

Prin intermediul pieței VMS, cunoscută și sub denumirea de piața datoriei suverane, guvernele acumulează capital, oferind în același timp investitorilor o oportunitate de investiții sigure. De-a lungul timpului, piața VMS a evoluat semnificativ, fiind influențată de factorii economici și politici care au avut impact nu doar asupra instrumentelor financiare, dar și asupra modului de tranzacționare. Analiza evoluției pieței VMS oferă posibilitatea de identificare a unor modele de succes în dezvoltarea acestei piețe și de însușire a modalităților prin care alte țări au găsit soluții la diferite provocări. Analiza în cauză contribuie la economisirea resurselor, la reducerea riscului de eșec, la creșterea eficienței și, în sfârșit, la accelerarea dezvoltării pieței VMS. Cu toate acestea, este important să ținem cont de specificul țării noastre și să adaptăm exemplele preluate din alte țări la necesitățile, valorile și circumstanțele locale.

În linii generale, autorul consideră că evoluția pieței VMS a parcurs următoarele etape:

Istoria timpurie. Creditul a apărut cu peste două mii de ani înaintea introducerii monedei. Documentele sumeriene vechi, datate în jurul anului 3000 î.Hr., dezvăluie utilizarea lui sistematică. Creditul primitiv consta pur și simplu în împrumutarea unei rude sau vecinului a unui animal, a hranei sau a semințelor până la recoltare. Astfel de tranzacții erau considerate daruri dacă nu se aștepta nicio recompensă, în caz contrar, ele reprezentau împrumuturi [100, p. 17]. Unele obligațiuni „străvechi” au fost descoperite în cursul săpăturilor arheologice din Mesopotamia (în prezent, Irak), care datează din 2400 î.Hr. Acestea reprezentau niște înscrisuri pe piatră și serveau drept dovadă că o persoană a împrumutat cereale unei alte persoane, care avea obligația să le restituie peste o anumită perioadă de timp [65].

Guvernele antice și medievale aveau nevoie de finanțarea cheltuielilor publice la fel ca statele moderne. Inițial, nu se împrumutau „public”, în sensul că nu atrăgeau capital de la investitori. Împrumuturile private au precedat dezvoltarea împrumuturilor publice cu multe secole. Deși este dificil a determina cu exactitate când au fost înregistrate primele împrumuturi publice, apariția acestora s-a bazat pe două condiții fundamentale, în primul rând, existența instituțiilor care au nevoie de capital (cum ar fi orașele sau statele), iar în alt doilea rând, prezența unui număr de indivizi cu avere dispuși să o împrumute. Pe atunci nu existau instrumente de datorie în formele care sunt familiare pentru noi astăzi. Această formă de obligație suverană a apărut la sfârșitul secolului al XVII-lea [145, p. 12].

Prima emisiune „modernă” a datoriei suverane a avut loc în 1694, când Banca Angliei a colectat fonduri pentru guvernul lui William al III-lea. Inițial au fost acumulate 1,2 milioane de lire sterline [119, p. 72]. Exemplul Angliei a luat amploare peste tot în lume. Astfel, emisiunea de VMS a devenit o practică comună la nivel global în vederea colectării mijloacelor bănești și utilizării acestora la finanțarea cheltuielilor publice, inclusiv pentru finanțarea războaielor și proiectelor de dezvoltare.

Etapă postbelică. După Primul Război Mondial, piața VMS a înregistrat o expansiune rapidă, deoarece guvernele au avut necesitatea de a mobiliza fonduri pentru reconstrucție. Aceasta a contribuit la apariția băncilor de investiții și la expansiunea burselor de valori. Trezoreria Statelor Unite ale Americii (SUA) era principalul emitent de titluri de stat, iar piața devenea tot mai sofisticată odată cu dezvoltarea noilor instrumente financiare. În perioada postbelică, ratingurile de credit furnizate de agențiile de evaluare au dobândit o importanță majoră, ghidând investitorii la perceperea riscului asociat investițiilor în VMS emise de diferite guverne.

Etapă crizei financiare din 2008. Criza financiară din 2008 a avut un impact semnificativ asupra pieței VMS. Colapsul Bear Stearns, Lehman Brothers și al altor instituții financiare a contribuit la creșterea atractivității VMS, deoarece investitorii s-au orientat către instrumente financiare mai sigure și mai lichide. Aceștia au devenit mai precauți și mai puțin înclinați spre asumarea de riscuri. Ratingurile de credit pentru multe țări au fost reduse, în special pentru cele care au avut probleme economice majore, ceea ce a afectat cererea pentru VMS. În linii generale, criza financiară din 2008 a avut consecințe semnificative asupra pieței VMS la nivel global, iar unele dintre aceste schimbări au continuat să fie resimțite și după ce criza a luat sfârșit.

Istoria piețelor financiare a arătat că, în cazul unei persoane fizice, cel mai potrivit moment de a investi în active financiare poate fi în timpul unei recesiuni. Atunci când majoritatea este pesimistă, este un moment excelent de pregătire pentru următorul ciclu de creștere economică [116, p. 578]. Totuși cei tentați de perspectiva câștigurilor mari pot să negligeze anumite riscuri, ajungând la pierderi semnificative, inclusiv a dobânzii și chiar a sumei principale. De aceea, în perioadele de criză, este esențial să se ia decizii precaute. În viziunea proprie, autorul consideră că, dobânda pentru instrumentele financiare reprezintă o compensație pentru asumarea riscului, ceea ce înseamnă că odată cu creșterea riscului crește rata dobânzii și viceversa.

Etapă actuală. Înainte de anul 2008, reglementatorii europeni încurajau instituțiile financiare să concureze mai intens și să ofere produse și servicii de înaltă calitate clienților lor. În același timp, s-au depus eforturi constante pentru integrarea sistemelor bancare și crearea o piață unică pentru activitățile financiare [71, p. 36]. După criza financiară din 2008, G20 s-a angajat să reformeze în mod fundamental sistemul financiar global, dată fiind amploarea daunelor economice

și sociale cauzată de această criză. Obiectivele au fost orientate către înlăturarea cauzelor care au dus la criza globală și către determinarea surselor de finanțare mai sigure și mai reziliente pentru a satisface mai bine nevoile economiei reale. G20 a cerut Consiliului pentru Stabilitate Financiară să elaboreze un cadru de reglementare cuprinzător și să supravegheze întregul sistem financiar la nivel global [128].

Prin urmare, diverse crize economice, precum cele cauzate de pandemia COVID-19, au avut un impact semnificativ asupra pieței financiare. Guvernele au fost nevoite să se împrumute masiv pentru a face față cheltuielilor, ceea ce a atras atenția asupra sustenabilității datoriei de stat. Totodată, în această perioadă tehnologiile informaționale au avut un impact semnificativ asupra pieței financiare, prin sporirea accesibilității, eficienței și transparenței instrumentelor de datorie.

În baza cercetărilor efectuate cu privire la evoluția pieței VMS în diferite perioade, autorul concluzionează că aceasta a cunoscut o dezvoltare semnificativă. Forma instrumentelor financiare a evoluat de la înregistrarea pe piatră la înscrierea în cont. De asemenea, modalitatea de tranzacționare s-a modificat esențial, trecând de la tranzacțiile încheiate în locuri fizice la cele din mediul virtual. Prin urmare, piața financiară are o nouă interpretare, departe de ceea ce era în trecut.

Definiția pieței financiare a evoluat de-a lungul timpului pentru a reflecta natura dinamică a activităților financiare și pentru a se adapta la inovații, astfel, încât să poată ține pasul cu condițiile de piață în continuă schimbare. În literatura de specialitate noțiunea de piață financiară a cunoscut diferite conotații (Figura 1.1).

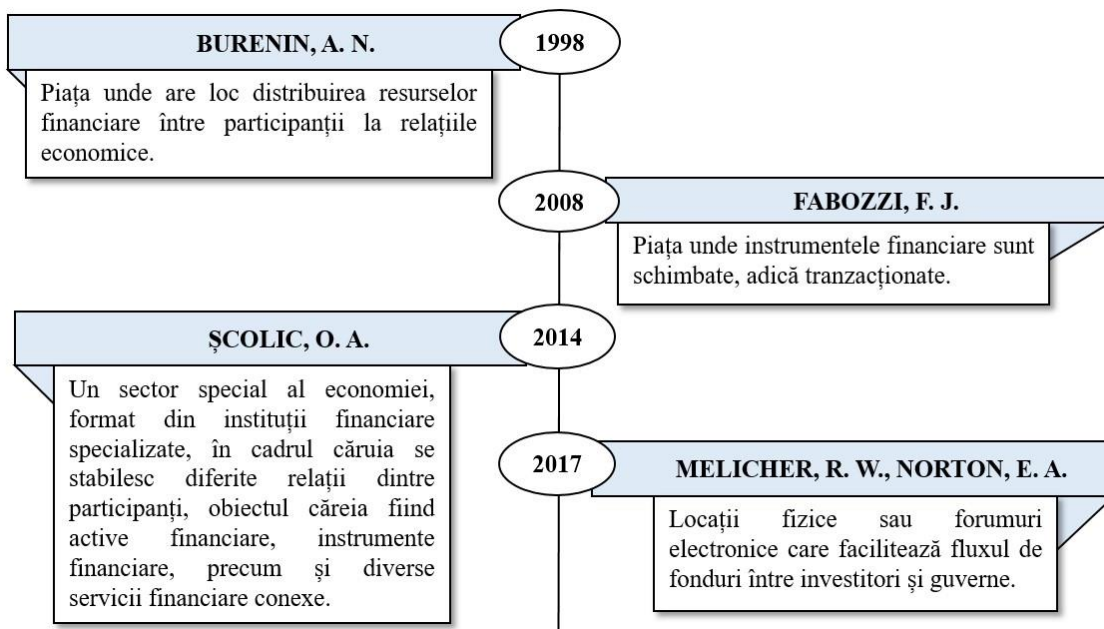


Figura 1.1. Evoluția definiției pieței financiare

Sursa: elaborată de autor în baza [88, p. 6; 116, p. 613; 170, p. 20; 173, p. 15]

Analizând conceptul de piață financiară, autorul constată că acesta diferă în funcție de perspectiva din care este definit. Din punctul de vedere al funcționalității, piața financiară reprezintă un sistem prin intermediul căruia are loc colectarea și transferarea de capital. Sub aspect instituțional, piața financiară constituie o infrastructură instituțională care facilitează tranzacționarea instrumentelor financiare.

Odată cu diversificarea instrumentelor financiare, piața financiară poate fi divizată în mai multe segmente, fiecare cu propriile caracteristici și funcții (Figura 1.2).

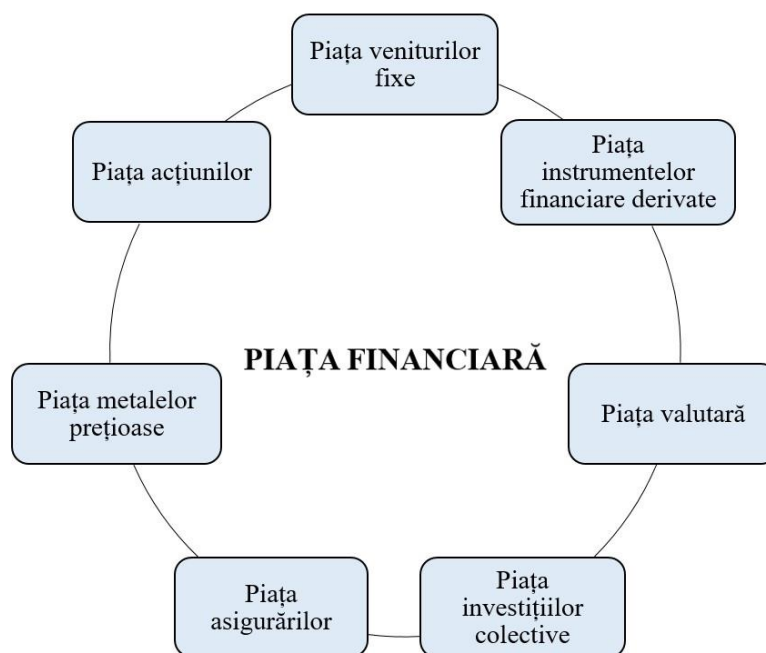


Figura 1.2. Principalele segmente ale pieței financiare

Sursa: elaborată de autor în baza [163, pp. 11-12; 170, p. 13; 173, pp. 23-24]

În viziunea autorului, printre principalele trei segmente ale pieței financiare se evidențiază:

- *Piața veniturilor fixe* – segment al pieței financiare în care se emit și se tranzacționează valori mobiliare, cum ar fi obligațiunile de stat (OS) și BT. Guvernele și companiile obțin capital prin emisiunea de instrumente financiare, în timp ce deținătorii acestora obțin venituri în funcție de condițiile de emisiune a acestora.

- *Piața acțiunilor* – segment al pieței financiare în care companiile obțin capital prin emisiunea de acțiuni sau majorarea prețurilor acestora. Acțiunile atestă drepturi de proprietate asupra venitului net al companiei și asupra activelor acesteia [117, p. 20].

- *Piața instrumentelor financiare derivate* – segment al pieței financiare în care se tranzacționează instrumente financiare derivate. Valoarea acestor instrumente depinde de prețul unui activ sau factor de referință, cum ar fi prețul unei acțiuni, o rată a dobânzii sau un curs valutar.

Printre instrumentele financiare derivate se deosebesc:

✓ contractul forward – un contract privind cumpărarea sau vânzarea în viitor a unui activ la un preț stabilit în momentul încheierii contractului. Acesta nu este standardizat și nu se tranzacționează la bursă;

✓ contractul futures – un contract forward standardizat care se tranzacționează la bursă;

✓ swap – un acord între două părți de a schimba viitoarele fluxuri de numerar;

✓ call option – un contract care oferă cumpărătorului dreptul, dar nu și obligația, de a cumpăra în viitor activul la un anumit preț stabilit în momentul încheierii contractului;

✓ put option – un contract care oferă cumpărătorului dreptul, dar nu și obligația, de a vinde în viitor activul la un anumit preț stabilit în momentul încheierii contractului.

Segmentul cel mai mare al pieței financiare este reprezentat de piața veniturilor fixe, urmând piața acțiunilor și piața instrumentelor financiare derivate. Această distribuție poate varia în funcție de diferiți factori, cum ar fi condițiile economice, cadrul legal și preferințele investitorilor. Pe piața veniturilor fixe și pe cea a acțiunilor are loc acumularea și transferarea de capital. Schematic, fluxul de capital în cadrul pieței financiare poate fi reprezentat astfel:

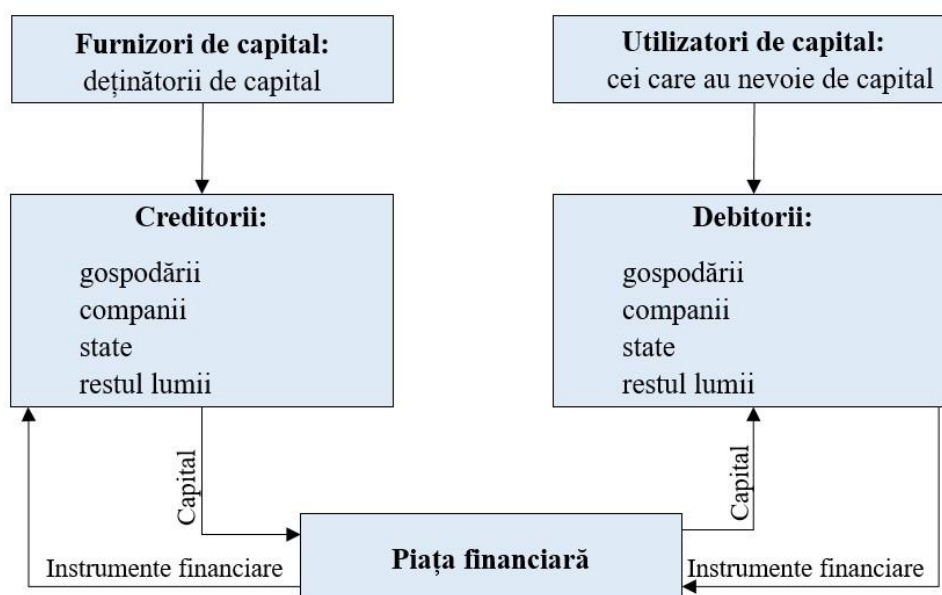


Figura 1.3. Fluxul de capital în cadrul pieței financiare

Sursa: elaborată de autor în baza [163, p. 6]

Piața financiară optimizează procesul de rotație a capitalului liber, asigurând mobilizarea, distribuirea și utilizarea acestuia în vederea acoperirii necesităților de cheltuieli și obținerii de profit. Fluxurile de capital pot avea un impact semnificativ asupra prețurilor activelor, cum ar fi acțiunile, obligațiunile și alte instrumente financiare. În general, un flux de capital mare către o anumită piață poate contribui la creșterea prețului instrumentelor financiare, în timp ce un flux mic sau o retragere a capitalului poate determina scăderea prețului. De exemplu, o creștere a ratei dobânzii într-o țară poate determina investitorii să-și plaseze banii în acea țară pentru a profita de

dobânzile mai mari, ceea ce contribuie la o creștere a cererii pentru acea monedă și, prin urmare, la o creștere a valorii acesteia. În schimb, o scădere a ratei dobânzii poate duce la retragerea capitalului și la scăderea valorii monedei. Prin urmare, fluxurile de capital pot fi volatile și pot provoca probleme economice, cum ar fi creșterea inflației, deprecierea monedei și instabilitatea financiară.

În baza cercetărilor efectuate, autorul propune o tipologie a pieței financiare în funcție de mai multe criterii (Figura 1.4).

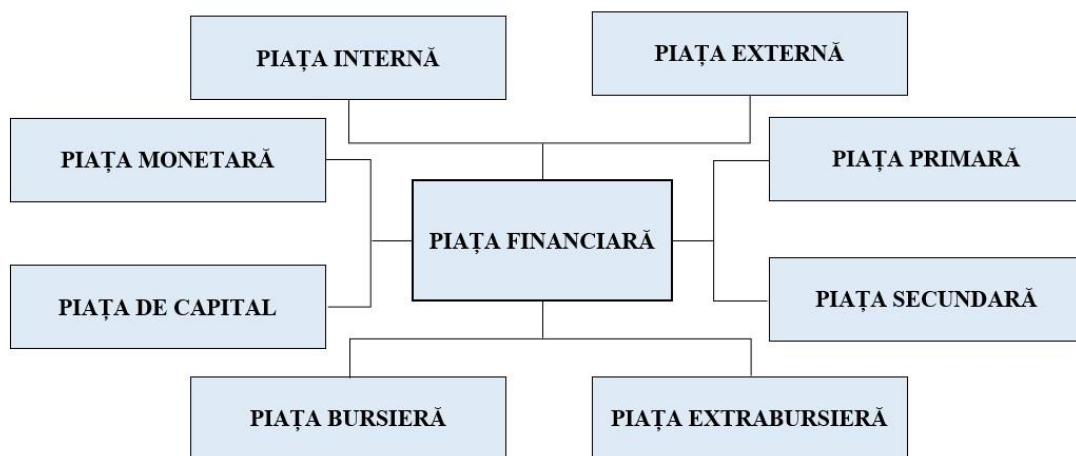


Figura 1.4. Tipologia pieței financiare

Sursa: elaborată de autor în baza [163, p. 21; 172, p. 107]

➤ În funcție de locul emisiunii instrumentelor financiare, se delimitează:

- *Piața internă* – cunoscută și sub denumirea de piața locală, reprezintă piața unde rezidentul emite instrumente financiare [89, p. 37].
- *Piața externă* – cunoscută și sub denumirea de piața internațională, reprezintă piața unde nerezidentul emite instrumente financiare [89, p. 38].

În anul 1963, Compania italiană de construcție a drumurilor „Autostrade” a emis pentru prima dată un *eurobond*, un instrument financiar destinat investitorilor internaționali. Prefixul „euro” nu se referă exclusiv la obligațiunile emise în Europa sau la obligațiunile denuminate în moneda euro, de aceea o astfel de denumire este deseori confuză [122, p. 8].

Pentru a distinge piețele nerezidente, acestea au fost supranumite. De exemplu, piața din SUA a căpătat numele de „Yankee market”, din Japonia – „Samurai market”, cea din Marea Britanie – „Bulldog market”, cea din Olanda – „Rembrandt market” și cea din Spania – „Matador market” [89, p. 38].

➤ În funcție de momentul încheierii tranzacției, se distinge:

- *Piața primară* – piața unde instrumentele financiare sunt vândute pentru prima dată, iar emitentul încasează capitalul [172, p. 87].

- *Piața secundară* – piața unde instrumentele financiare se tranzacționează după emiterea acestora pe piața primară [55, p. 356].

➤ După locul încheierii tranzacției, se deosebește:

- *Piața bursieră* – piață reglementată, unde se tranzacționează instrumente financiare [169, p. 37].

- *Piața extrabursieră* – cunoscută și sub denumirea de piața OTC (over-the-counter), reprezintă piața unde vânzătorul și cumpărătorul negociază direct, adică în afara bursei [169, p. 38].

➤ În funcție de termenul de circulație a instrumentelor financiare, se delimitează:

- *Piața monetară* – piața unde se emit și se tranzacționează instrumente financiare pe termen scurt de circulație [163, p. 704].

- *Piața de capital* – piața unde se tranzacționează instrumente financiare pe termen lung de circulație [72, p. G-4].

Astfel, piața financiară reprezintă una dintre cele trei componente majore ale sistemului financiar, celelalte două fiind instituțiile financiare și infrastructura pieței financiare. Instituțiile financiare sunt entitățile care furnizează servicii financiare, bunăoară băncile, pe când infrastructura pieței financiare este componenta sistemului financiar responsabilă de procesarea plăților instrumentelor financiare [89, p. 27]. În acest context, relațiile dintre participanții pieței financiare pot fi reprezentate schematic astfel:

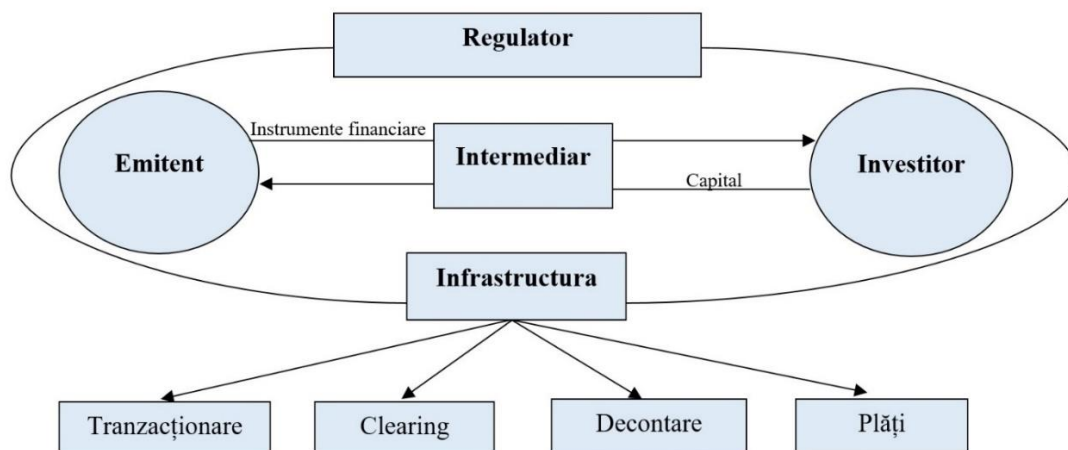


Figura 1.5. Relațiile dintre participanții pieței financiare

Sursa: elaborată de autor în baza [17]

În baza cercetărilor autorul concluzionează că pentru buna funcționare a pieței financiare, fiecare participant trebuie să-și îndeplinească rolul său bine determinat:

Regulatorul pieței are rolul de a supraveghea și a reglementa funcționarea pieței financiare pentru a asigura integritatea, transparența și stabilitatea acesteia. Una dintre funcțiile sale esențiale

constă în protecția investitorilor, în prevenirea comportamentului ilegal și fraudulos al participanților, în gestionarea riscurilor și promovarea unui mediu financiar sănătos și echitabil.

Emitentul plasează instrumente financiare pentru a obține capital de la investitori.

În diferite țări, instituțiile responsabile de emiterea instrumentelor financiare și de reglementarea pieței financiare pot fi reprezentate de MF, Banca Centrală sau de alte autorități financiare (Anexa 1). Cu toate că, denumirile acestor instituții pot varia de la o țară la alta, rolul lor esențial rămâne același.

Investitorul poate fi atât persoana fizică, cât și una juridică, care alocă capital în schimbul instrumentelor financiare. De asemenea, investitorii pot fi divizați în instituționali și neinstituționali sau în bancari și non-bancari.

Intermediarul furnizează servicii de intermediere între vânzătorul și cumpărătorul de instrumente financiare, facilitând astfel procesul de tranzacționare al acestora pe piața financiară. De regulă, investitorul încheie un contract cu intermediarul pentru serviciile de intermediere. Acesta poate fi un broker sau dealer primar.

Participanții profesioniști, după strategiile utilizate la obținerea de profit, sunt supranumiți:

- „Urși” – tind să obțină profit din scăderea prețurilor la instrumentele financiare.
- „Tauri” – tind să obțină profit din majorarea prețurilor la instrumentele financiare [171, p. 69].

Infrastructura cu privire la sistemele utilizate la tranzacționarea instrumentelor financiare îndeplinește funcțiile de tranzacționare, clearing, decontare și plăți [59, pp. 165-166].

De-a lungul timpului, piața VMS a trecut prin diverse schimbări, de la introducerea de noi instrumente financiare la apariția noilor participanți. De asemenea, infrastructura acesteia a cunoscut modificări radicale odată cu dezvoltarea tehnologiilor informaționale. Doar scopul principal al emisiunii VMS a rămas neschimbat – acumularea de capital. Pe piața financiară, capitalul este transferat de la investitori către emitent în schimbul instrumentelor financiare. Este evident că emitentul urmărește să vândă aceste instrumente financiare la prețuri cât mai ridicate pentru a acumula mai mult capital, în timp ce investitorul dorește să plătească cât mai puțin pentru a obține un profit mai mare. Experiența țărilor în ceea ce privește gestionarea împrumuturilor publice a fost diferită, de la reușite notabile la reușite nesemnificative sau chiar la situații de default național. Din acest motiv, rolul regulatorului pieței financiare este esențial în procesul de supraveghere și de reglementare a activităților desfășurate în cadrul pieței VMS, în vederea asigurării integrității, eficienței și stabilității pieței financiare.

1.2. Delimitări conceptuale cu privire la caracteristicile și tipologia valorilor mobiliare

Introducerea noilor delimitări conceptuale în știința economică rezultă din necesitatea de a răspunde la schimbările continue ale pieței financiare. Evoluția economică impune adaptarea conceptelor și a modelelor economice pentru a reflecta realitatea pieței financiare moderne. Inovațiile tehnologice, globalizarea financiară și preferințele investitorilor creează un mediu economic în permanentă transformare.

Este important să se facă o distincție clară între bunurile mobiliare și valorile mobiliare. Bunurile mobiliare, așa cum sugerează termenul, sunt obiecte tangibile sau fizice care pot fi transferate de la o persoană la alta. Acestea includ obiecte precum bijuterii, mobilier, tablouri etc. Pe când, valorile mobiliare sunt instrumente financiare așa ca titlurile de creanță, titlurile de capital sau unitățile de fond ale fondului de investiție (Tabelul 1.1). Potrivit autorului C. Grigoriță, valorile mobiliare se deosebesc de bunurile mobiliare prin dematerializarea acestora [15, p. 277]. Totuși, autorul nu consideră că aceasta este o deosebire esențială, deși în prezent valorile mobiliare se emit, de regulă, în formă de înscriere în cont, acestea pot fi și în formă materializată. Principala diferență rezultă din scopul procurării. Bunurile mobiliare pot fi achiziționate pentru uz personal sau în scopul vânzării ulterioare, cu speranța de a obține profit din creșterea prețului acestora, în timp ce valorile mobiliare sunt procurate cu scopul de a obține profit sau pentru gestionarea riscurilor. Valorile mobiliare sunt cunoscute și sub denumirile de hârtii de valoare, titluri de valoare etc.

Există mai multe definiții pentru noțiunea de *valori mobiliare*. Conform Dicționarului juridic, „valori mobiliare sunt instrumente financiare negociabile transmisibile prin tradițiune sau prin înscriere în cont, care conferă drepturi egale pe categorie, dând deținătorilor dreptul la o fracțiune din capitalul social al emitentului sau un drept de creanță general asupra patrimoniului emitentului și sunt susceptibile de tranzacțiune pe o piață reglementată” [63].

Potrivit Directivei 2004/39/CE, „valori mobiliare înseamnă categoriile de titluri care pot fi tranzacționate pe piața capitalurilor (cu excepția instrumentelor de plată), precum:

- acțiunile la întreprinderi și alte titluri echivalente acțiunilor la întreprinderi, la întreprinderi de tip parteneriat sau la alte entități, precum și certificatele reprezentative de acțiuni;
- obligațiunile și alte titluri de creanță, inclusiv certificatele de acțiuni referitoare la astfel de titluri;

- orice altă valoare care conferă dreptul de a cumpăra sau de a vinde asemenea valori sau care conduce la o regularizare în numerar, stabilită în raport cu valori mobiliare, cu o monedă, cu o rată a dobânzii sau a rentabilității, cu materii prime sau cu alți indici sau măsuri” [13].

Conform Codului Fiscal al Republicii Moldova, „valoare mobilă este un titlu financiar care confirmă drepturile patrimoniale sau nepatrimoniale ale unei persoane în raport cu altă persoană, drepturi ce nu pot fi realizate sau transmise fără prezentarea acestui titlu financiar, fără înscrierea respectivă în registrul deținătorilor de valori mobiliare nominative ori în documentele de evidență ale custodelui acestor valori mobiliare” [8].

În opinia autorului, valorile mobiliare reprezintă instrumente financiare care conferă anumite drepturi și/sau obligații deținătorului.

Pe piața VMS guvernul emite VMS în vederea acumulării de mijloace bănești, iar investitorul, în schimbul acestora, devine deținător al VMS, urmărind obținerea de profit. Analizând destinația valorilor mobiliare, autorul a identificat următoarele *funcții* generale ale acestora:

- Funcția de finanțare – valorile mobiliare permit emitenților să acumuleze capital prin emisiunea de instrumente financiare. Astfel, valorile mobiliare reprezintă o sursă importantă de finanțare a activităților economice.

- Funcția de investiție – valorile mobiliare oferă investitorilor posibilitatea de a obține profit din deținerea și/sau tranzacționarea acestora.

- Funcția de hedging – valorile mobiliare pot fi utilizate la gestionarea riscurilor. De exemplu, pentru a se proteja împotriva fluctuațiilor de preț, investitorii pot utiliza opțiuni și futures.

- Funcția de lichiditate – se referă la capacitatea valorilor mobiliare de a fi convertite în numerar rapid și ușor.

- Funcția de guvernare – valorile mobiliare, în special acțiunile, conferă dreptul la vot și control asupra companiei.

În opinia autorului, cea mai importantă funcție a valorilor mobiliare este aceea de finanțare, deoarece prin emiterea diverselor instrumente financiare, cum ar fi acțiunile și obligațiunile, emitentul are capacitatea de a acumula fonduri necesare pentru finanțarea cheltuielilor sale. Această funcție contribuie la creșterea și dezvoltarea economică a emitentului.

Prin urmare, scopul principal al emisiunii VMS constă în acumularea de capital. La scadență aceste VMS sunt răscumpărate. Pe parcursul perioadei de maturitate a VMS, acestea pot fi tranzacționate pe piața secundară în conformitate cu prevederile legale. Astfel, autorul a divizat „ciclul de viață” al unei VMS în trei etape distincte (Figura 1.6).

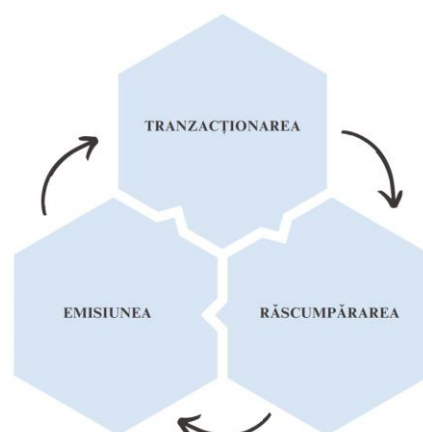


Figura 1.6. „Ciclul de viață” al valorilor mobiliare de stat

Sursa: elaborată de autor în baza [17]

Etapa de emisiune reprezintă plasarea VMS pe piața primară de către emitent prin intermediul licitațiilor sau a altor modalități prevăzute de legislație. După aceasta, VMS pot fi tranzacționate pe piața secundară. Această etapă are loc atunci când deținătorii au nevoie de lichidități sau doresc să obțină profit din diferența dintre prețul de cumpărare și cel de vânzare a VMS. Ultima etapă este cea de răscumpărare, în care investitorii primesc suma principală și dobânda. În cazul în care investitorii procură VMS pe piața primară și le dețin până la scadență, atunci acestea parcurg doar două etape ale „ciclului de viață” – emisiunea și răscumpărarea.

Valorile mobiliare pot fi diferențiate pe baza criteriului de negociabilitate. Un instrument financiar este negociabil dacă dreptul legal de proprietate asupra acestuia poate fi ușor transferat. Criteriile pentru care un instrument financiar să fie considerat negociabil sunt: (i) capacitatea de a fi transferat; (ii) standardizarea și atribuirea numărului internațional de identificare a valorilor mobiliare (ISIN); (iii) lipsa dreptului de recurs împotriva deținătorilor anteriori. Acțiunile și unitățile de fond ale fondului de investiție nu sunt, în mod obișnuit, negociabile, pe când valorile mobiliare și instrumentele financiare derivate sunt negociabile [103, p. 9].

În funcție de caracteristicile de bază ale instrumentelor financiare se deosebesc trei tipuri de valori mobiliare (Tabelul 1.1).

Tabelul 1.1. Tipuri de valori mobiliare

Tipul	Principalele caracteristici	Venitul
Titluri de creanță	Emitentul este obligat să achite suma principală și dobânda deținătorului.	Dobândă
Titluri de capital	Recunoașterea dreptului de proprietate asupra cotei-părți din capitalul unei companii.	Dividend
Unități sau acțiuni ale fondului de investiție	Se emit de organisme de plasament colectiv și reprezintă o cotă-parte din portofoliul de investiție.	Venit al fondului de investiție

Sursa: elaborat de autor în baza [103, p. 10]

Titlurile de creanță sunt instrumente financiare negociabile care atestă o datorie. Titlurile de capital, cunoscute și ca acțiuni, conferă dreptul de proprietate asupra unei cote-părți din capitalul companiei. Unitățile sau acțiunile ale fondului de investiție sunt emise cu scopul de a acumula fonduri destinate investițiilor în active financiare și nefinanciare [103, p. 9].

După părerea autorului, titlurile de creanță sunt cel mai des utilizate pe piața financiară, datorită complexității caracteristicilor acestora. Emitenții de titluri de creanță se angajează să plătească dobânzi, ceea ce le face atractive pentru investitorii în căutare de venituri fixe (cu excepția instrumentelor financiare purtătoare de dobânzi variabile) și sigure. În schimb, titlurile de capital pot oferi dividende în funcție de veniturile companiei, iar plățile pentru unitățile de fond ale fondului de investiții variază în funcție de venitul fondului. Totuși, preferințele și nevoile investitorilor sunt diverse, iar alegerea acestora depinde de obiectivele și strategia fiecăruia.

Autorul, bazându-se pe analiza caracteristicilor specifice ale fiecărui tip de valoare mobilă, extinde tipologia acestora (Figura 1.7).

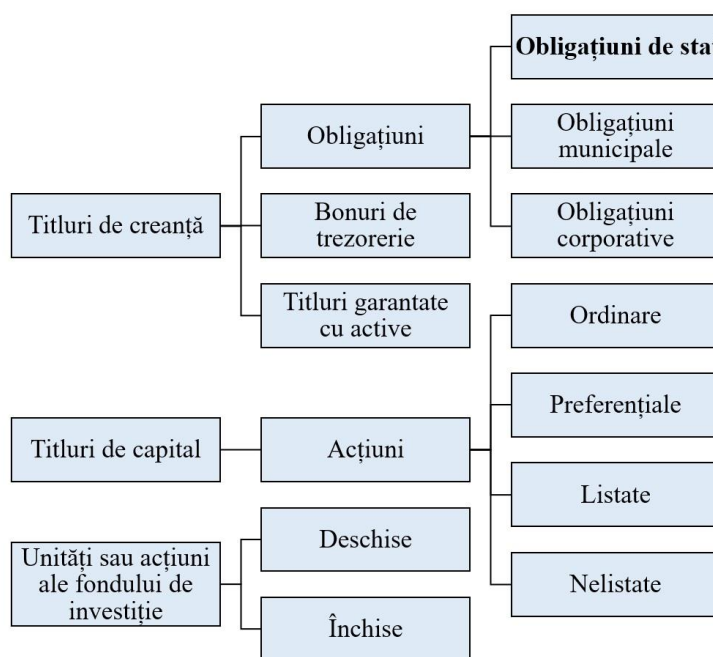


Figura 1.7. Tipologia valorilor mobiliare

Sursa: elaborată de autor în baza [103, pp. 15-16; 173, p. 50]

Fondurile de investiții deschise pot emite și răscumpăra unități de fond în mod continuu sau la anumite intervale determinate. În schimb, fondurile de investiții închise emit un număr limitat de unități de fond. De regulă, unitățile de fond ale fondului de investiție deschis nu sunt negociabile, în timp ce cele ale fondului de investiție închis sunt negociabile [103, p. 22].

Acțiunile preferențiale se află într-o poziție superioară față de acțiunile ordinare, în ceea ce privește dreptul la vot și ordinea achitării dividendelor, precum și mărimea acestora. Cele listate, spre deosebire de cele nelistate, sunt înregistrate la bursa de valori.

Titluri garantate cu active reprezintă obligațiuni emise prin securitizare, plata cupoanelor și rambursarea sumei principale fiind dependentă de un grup omogen de active [103, p. 143].

BT sunt valori mobiliare cu scadența de până la un an, în timp ce cele cu maturitatea de un an și mai mare se numesc obligațiuni de stat [150, p. 108]. În funcție de emitent, acestea se împart în următoarele categorii: (i) obligațiuni de stat – emise de guvern; (ii) obligațiuni municipale – emise de autorități locale (municipii); (iii) obligațiuni corporative – emise de companii.

Din punctul de vedere al riscului, autorul consideră că VMS, atât BT, cât și OS, sunt cele mai sigure valori mobiliare, deoarece acestea beneficiază de garanția guvernului.

Analizând practica internațională, autorul a identificat un instrument financiar mai puțin cunoscut – sukuk, care este emis în conformitate cu regulile și principiile islamice (Sharī'ah). *Sukuk* reprezintă un certificat care conferă un drept de proprietate asupra unui activ, a unui grup de active sau asupra unei afaceri [77]. Primul sukuk a fost emis de Malaiezia în anul 1990 [125, p. 916]. Diferența dintre sukuk și obligațiuni este prezentată în Tabelul 1.2.

Tabelul 1.2. Sukuk vs. obligațiuni

Criteriu	Sukuk	Obligațiuni
Proprietate	Cotă-parte din activ	Titlu de creanță
Cadrul legal	Principiile islamice Sharī'ah	Legislația locală
Preț	Valoarea nominală a unui sukuk este evaluată în funcție de valoarea activului	Prețul depinde de ratingul de credit al emitentului
Profit	Cotă-parte din profitul activului	Venituri fixe
Risc	Deținătorul acceptă o parte din pierderea activului	Risc zero, la maturitate emitentul este obligat să achite suma principală și dobânda
Cost	Deținătorul este afectat de costurile asociate activului. Când costurile sunt mai mari, atunci profitul este mai mic și viceversa	Venitul deținătorului nu depinde de costurile asociate activului sau proiectului
Tranzacționare	Vânzarea dreptului de proprietate asupra activului	Vânzarea titlului de creanță

Sursa: elaborat de autor în baza [77]

Principala diferență dintre sukuk și obligațiuni constă în dreptul de proprietate asupra activului în care se investesc fondurile. Totodată, venitul generat de sukuk este strâns legat de performanța activului, în timp ce la obligațiuni, veniturile sunt fixe (cu excepția celor purtătoare de rate variabile) și prestabilite în condițiile de emisiune. Este de menționat că, cu cât ratingul de țară este mai înalt, cu atât ratele dobânzilor la valorile mobiliare sunt mai scăzute.

Studiul asupra VMS scoate în evidență diversitatea și complexitatea acestora. Analiza și structurarea VMS permite o înțelegere mai clară a modului în care ele funcționează. Ținând cont de caracteristicile VMS, autorul propune o tipologie complexă, după cum urmează:

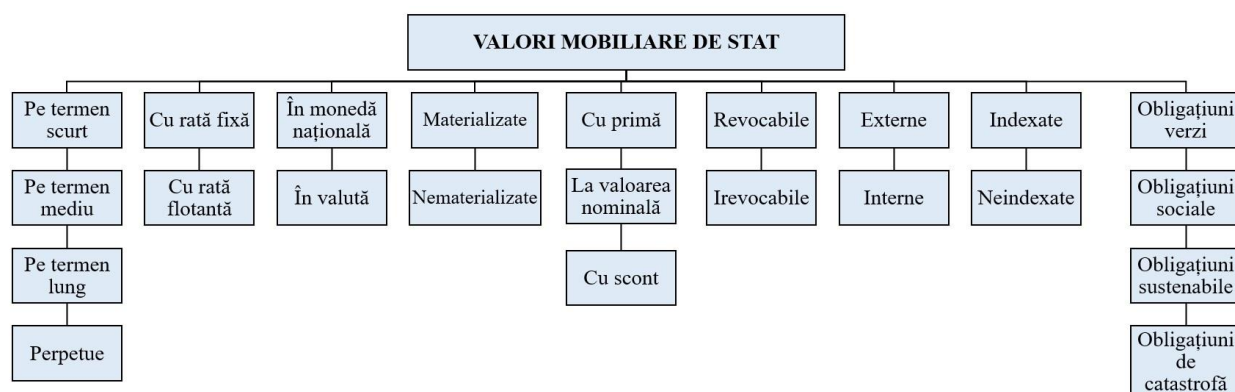


Figura 1.8. Tipologia valorilor mobiliare de stat

Sursa: elaborată de autor în baza [89, p. 37; 105, p. 1; 127, p. 1; 147; 164, p. 23; 173, pp. 49-51;]

Conform Figurii 1.8, VMS se clasifică în funcție de:

➤ *Termenul de circulație a VMS:*

- pe termen scurt – până la 1 an;
- pe termen mediu – de la 1 an până la 5 ani;
- pe termen lung – mai mult de 5 ani;
- perpetue – fără data scadenței prestabilite [57, p. 617].

În unele țări, acestea pot fi divizate doar în două categorii:

- pe termen scurt – până la un an;
- pe termen lung – de la un an și mai mare.

➤ *Tipul ratei dobânzii:*

- cu rată fixă – rata dobânzii stabilită în condițiile de emisiune a VMS nu se schimbă;
- cu rată flotantă – rata dobânzii se modifică în dependență de rata de referință.

➤ *Moneda emisiunii:*

- în monedă națională – denominalizate în moneda locală;
- în valută străină – denominalizate în valuta străină.

➤ *Forma de emisiune:*

- în formă nematerializată sau în formă de înscriere în cont – drepturile de proprietate sunt înregistrate în sisteme electronice;

- în formă materializată sau în formă fizică – drepturile de proprietate sunt reprezentate printr-un document fizic. Odată cu evoluția sistemelor informaționale, majoritatea țărilor au renunțat la VMS în forma materializată.

➤ *Condițiile de emisiune:*

- la valoarea nominală – prețul de emisiune a VMS este egal cu valoarea nominală;

- cu scont – prețul de emisiune a VMS este mai mic decât valoarea nominală;
- cu primă – prețul de emisiune al VMS este mai mare decât valoarea nominală.
- *Modul de răscumpărare:*
 - revocabile – oferă emitentului dreptul de a le răscumpăra înainte de scadență (ex.: callable bonds), iar investitorului obligațiunea să le cedeze la cererea emitentului;
 - irevocabile – nu pot fi răscumpărate de către emitent înainte de data scadenței.
- *Locul emisiunii:*
 - interne – VMS emise pe piața locală;
 - externe – VMS emise în afara jurisdicției emitentului.
- *Valoare de referință:*
 - indexate – sunt reevaluate în funcție de evoluția unei valori de referință (ex.: rata inflației, cursul de schimb valutar etc.);
 - neindexate – valoarea acestora nu depinde de evoluția anumitor valori de referință.
- *Scopul emisiunii:*
 - obligațiuni verzi (*green bonds*) – valori mobiliare emise cu scopul de a acumula capital în special pentru a susține proiecte cu privire la protecția climei sau a mediului înconjurător [164, p. 23]. Un exemplu de obligațiuni verzi pot fi *blue bonds*, care reprezintă obligațiuni emise pentru protecția mărilor și oceanelor;
 - obligațiuni sociale (*social bonds*) – valori mobiliare emise cu scopul de a obține capital pentru finanțarea proiectelor noi sau a celor existente care aduc beneficii sociale [147]. Un exemplu sunt *gender bonds*, destinate luptei împotriva inegalităților de gen;
 - obligațiuni sustenabile (*sustainable bonds*) – reprezintă o combinație a obligațiunilor sociale și a celor verzi [105, p. 1]. Principiile dezvoltării sustenabile sunt orientate către economii cu zero emisii [112, p. 873];
 - obligațiuni de catastrofă (*cat bonds*) – valori mobiliare emise pentru a transfera o parte din riscurile asociate calamităților naturale, cum ar fi uragane, cutremure de pământ sau țunamii, către investitori [127, p. 1].

VMS diferă în funcție de mai multe criterii, cum ar fi termenul de circulație, tipul ratei dobânzii, moneda emisiunii, forma de emisiune, condițiile de emisiune, modul de răscumpărare, locul emisiunii și valoarea de referință, în cazul VMS cu dobânda flotantă. Această varietate de caracteristici derivă din necesitățile și scopurile emitentului, precum și din preferințele investitorilor privind VMS. De asemenea, având în vedere prejudiciile cauzate de schimbările

climatice, a apărut necesitatea de a finanța proiecte pentru protejarea mediului înconjurător. În acest scop, au apărut noi instrumente financiare, cum ar fi obligațiunile verzi.

Studiul privind modalitățile de raportare a VMS a permis constatarea că și acest domeniu a suferit schimbări semnificative, ca urmare a evoluției pieței financiare. Astfel, în prezent, se pot identifica cinci tipuri distincte de raportare a instrumentelor de datorie, printre care și VMS:

Tabelul 1.3. Valori de raportare a instrumentelor de datorie

Valoarea la preț de cumpărare <i>(issued value)</i>	Valoarea nominală <i>(face value)</i>	Valoarea acumulată <i>(nominal value)</i>	Valoarea de piață <i>(market value)</i>	Valoarea echitabilă <i>(fair value)</i>
Valoarea la care au fost emise VMS.	Valoarea ce urmează a fi achitată la scadență.	Valoarea pe care emitentul o datorează investitorului la un anumit moment dat.	Valoarea determinată în funcție de prețul de piață a VMS.	Valoarea la care VMS ar fi tranzacționate la un anumit moment dat.

Sursa: elaborat de autor în baza [103, pp. 37-39, p. 141]

Termenul „valoarea nominală” are două sensuri distincte, care însă adesea sunt confundate. Din limba engleză, *face value* se traduce ca valoare nominală și reprezintă suma ce urmează a fi achitată la scadență. La rândul său, *nominal value* se traduce tot ca valoare nominală, însă cu o altă semnificație – valoarea la care au fost emise VMS plus dobânda acumulată. De aceea, autorul propune ca termenul *nominal value* utilizat la evaluarea stocului de VMS să fie denumit ca „valoarea acumulată”. În același timp, și alte două concepte sunt adesea confundate: valoarea de piață și valoarea echitabilă. Diferența cheie între aceste concepte este că valoarea de piață este determinată exclusiv de factorii cererii și ofertei.

Este extrem de important să se ia în calcul valoarea de raportare a VMS atunci când se efectuează o analiză a datelor statistice, pentru a se formula concluzii corecte. Stocul VMS la preț de cumpărare subestimează valoarea acestora, în timp ce stocul la valoarea nominală le supraestimează. În opinia autorului, stocul la valoarea acumulată este cel mai reprezentativ, deoarece include dobânda acumulată la momentul raportării. În ceea ce privește celelalte valori, cum ar fi valoarea de piață și valoarea echitabilă, acestea sunt utilizate în țări cu piețe mai dezvoltate și cu o piață secundară lichidă.

În concluzie, necesitatea introducerii unor noi delimitări conceptuale în ceea ce privește valorile mobiliare este evidentă, deoarece răspunde schimbărilor continue ale pieței financiare, generate de evoluția economică, progresul tehnologic și preferințele investitorilor. Atare transformări contribuie la complexitatea și diversitatea instrumentelor financiare. Totodată, prin intermediul tipologiei valorilor mobiliare, se facilitează înțelegerea mai temeinică și mai profundă a specificului acestora.

1.3. Fundamentarea teoretică a indicatorilor de evaluare a riscurilor conexe valorilor mobiliare de stat

Investiția, de regulă, reprezintă o activitate riscantă. Asumarea riscului este o caracteristică naturală a activității umane. Fără risc avem puține șanse de a obține profit. Or, gestionarea riscului trebuie tratată ca o componentă crucială în procesul de investiție. Identificarea, măsurarea și monitorizarea riscurilor sunt elemente-cheie pentru succesul investițiilor în VMS și al emisiunilor acestora. Deși VMS sunt, în general, considerate printre cele mai sigure opțiuni de investiții pe piața financiară, datorită garanției oferite de stat, istoria a cunoscut cazuri de default suveran, reprezentând incapacitatea unui guvern de a-și onora obligațiile de plată generate de datorie. Prin urmare, atât emitentul, cât și investitorul sunt expuși riscurilor asociate VMS, care trebuie evaluate cu prudență.

Riscul de investiție din perspectiva investitorului se referă la probabilitatea că investiția în VMS să aibă un randament mai mic decât cel estimat sau, în cel mai rău caz, să se confrunte cu incapacitatea emitentului de a plăti suma principală și dobânda. Diversele tipuri de risc au impact asupra randamentului VMS.

În baza unei analize ample, autorul a identificat următoarele riscuri asociate investițiilor în VMS:

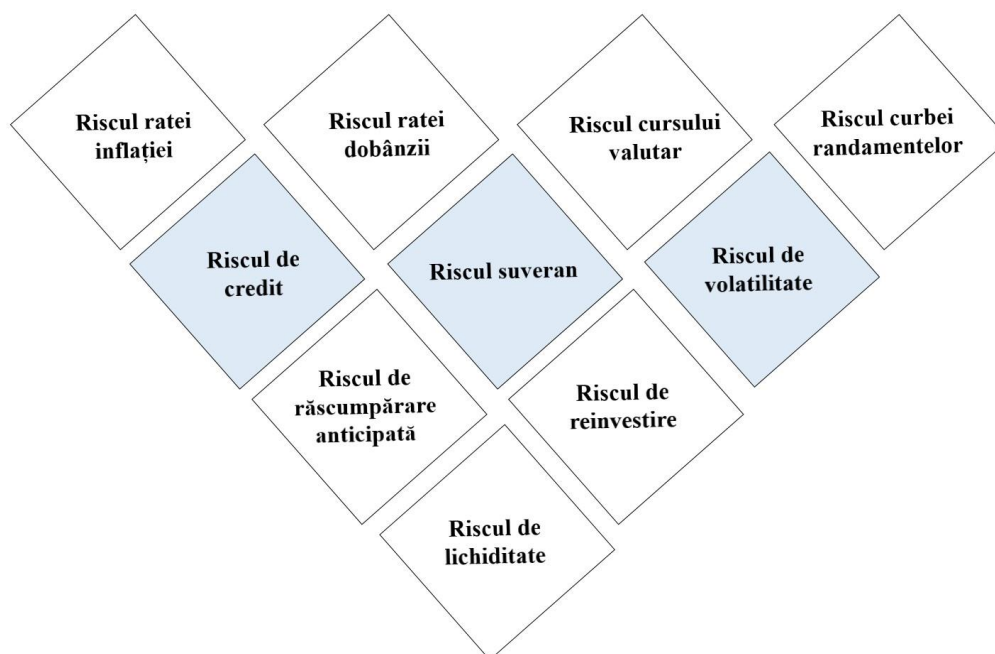


Figura 1.9. Tipuri de risc asociate investițiilor în valori mobiliare de stat

Sursa: elaborată de autor în baza [87, p. 17 ; 89, p. 301]

Riscul ratei inflației ține de obținerea unei rate reale mici sau chiar negative a VMS. O creștere a ratei inflației duce la scăderea puterii de cumpărare a banilor. De regulă, emitentul

ajustează ratele dobânzilor pentru noile emisiuni de VMS în funcție de rata inflației. Cu toate acestea, riscul ratei inflației este o preocupare semnificativă pentru investitori, deoarece plățile de dobândă fixe nu se modifică pe perioada de circulație a VMS. Ca rezultat, ratele reale ale VMS devin cu atât mai mici cu cât rata inflației este mai mare.

Riscul ratei dobânzii este asociat cu fluctuațiile nivelului ratei dobânzii. Acest risc poate fi materializat în diverse cazuri. Dacă rata variabilă a VMS este determinată în funcție de anumite rate de referință, atunci ratele la VMS vor crește odată cu creșterea ratelor de referință, și invers, dacă acestea descresc. De asemenea, există situații în care noile emisiuni de VMS pot avea rate ale dobânzilor mai ridicate în comparație cu ratele VMS existente deja în portofoliul investitorului. Aceasta poate reduce potențialul de venit al investitorului care deja a procurat VMS la rate mai mici.

Riscul cursului valutar apare în urma fluctuațiilor cursului de schimb valutar. Acest risc este deosebit de important pentru investitorii care dețin VMS denominate în valută străină. În cazul în care moneda locală se depreciază, investitorii străini ar putea decide să retragă investițiile lor de pe piața locală, ceea ce ar avea un impact negativ asupra pieței VMS și asupra economiei în general. Investitorii ar trebui să fie conștienți de riscul valutar și să ia măsuri pentru a-l gestiona, cum ar fi utilizarea instrumentelor financiare precum swapul valutar, hedgingul valutar sau diversificarea portofoliului de VMS, investind în VMS denominate în mai multe valute.

Riscul curbei randamentelor este asociat cu modificările formei curbei randamentelor VMS. O curbă a randamentelor se poate deplasa paralel, ceea ce înseamnă o schimbare egală a ratelor dobânzilor pentru toate maturitățile de VMS, sau își poate modifica forma, devenind ascendentă, descendentă sau plată. Această formă a curbei furnizează informații cu privire la modul în care piața anticipează evoluția ratelor dobânzilor. Prin urmare, este important să se elaboreze o curbă a randamentelor fiabilă, deoarece aceasta influențează deciziile cu privire la stabilirea ratelor dobânzilor pentru noile emisiuni de VMS sau la determinarea prețului de tranzacționare a acestora pe piața secundară.

Riscul de credit include următoarele tipuri:

- riscul de neplată – emitentul nu respectă obligațiile cu privire la deservirea datoriei (plata dobânzii și a sumei principale);
- riscul de rating – retrogradarea ratingului de credit al unei țări.

Riscul suveran este similar celui de credit și apare atunci când un investitor procură VMS emise de un guvern străin, care poate să nu-și onoreze la timp sau chiar deloc obligațiile de plată aferente VMS. De regulă, stabilitatea financiară a unei țări este afectată de șocurile macroeconomice [75, p. 12]. În acest context, agențiile de rating evaluează capacitatea țărilor,

atribuindu-le un anumit rating. Cele trei mari agenții de evaluare sunt Moody's, Standard & Poor's Global Ratings și Fitch Ratings (Anexa 2). Cel mai înalt rating acordat de Moody's este Aaa, iar cel mai scăzut este C. La Standard & Poor's Global Ratings și Fitch Ratings cel mai înalt rating este AAA, iar cel mai scăzut este D. Este de menționat că, ratingurile țărilor au un caracter orientativ. Prin urmare, investitorii trebuie să consulte mai multe surse de informație și să analizeze cu atenție situația economică și politică a țării înainte de a lua decizii de a investi în VMS.

Riscul de volatilitate se referă la posibilitatea ca prețurile VMS să cunoască schimbări semnificative într-un interval scurt de timp, din cauza factorilor atât externi, cât și interni. Când prețurile VMS oscilează brusc, investitorii pot fi expuși la câștiguri rapide sau la pierderi considerabile. Pentru a reduce acest risc de volatilitate, investitorii pot utiliza strategii precum diversificarea portofoliului de VMS. Este important ca investitorii să înțeleagă că volatilitatea reprezintă un aspect natural al pieței financiare și să fie pregătiți să facă față fluctuațiilor de preț.

Riscul de răscumpărare anticipată poate apărea atunci când în condițiile de emisiune a VMS este inclusă o clauză care permite emitentului să răscumpere întreaga emisiune sau o parte din aceasta înainte de data scadenței. Din perspectiva investitorului, există două dezavantaje:

- fluxurile de numerar pentru răscumpărarea VMS nu sunt cunoscute cu certitudine, deoarece nu se știe exact momentul răscumpărării anticipate al VMS;
- emitentul cel mai probabil va răscumpăra VMS atunci când dobânzile de pe piață scad sub rata dobânzilor VMS aflate în circulație. Astfel, emitentul poate să răscumpere VMS aflate în circulație și să le înlocuiască cu altele noi cu rate de dobânzi mai mici.

Riscul de reinvestire implică faptul ca sumele primite din plățile de dobândă și suma principală, fiind disponibile pentru reinvestire, să fie reinvestite la rate de dobânzi mai mici decât cele care au generat aceste venituri.

Riscul de lichiditate vizează momentul în care investitorul se ciocnește cu dificultatea de a vinde sau a cumpăra VMS pe piața secundară, din cauza lipsei de lichiditate pe piață sau, dacă reușește să încheie o tranzacție, prețul acesteia deviază semnificativ de la prețul de piață. Acest risc se materializează când pe piață predomină investitori de tipul „cumpără și păstrează” sau care sunt dispuși să-și vândă VMS la prețuri relativ mari.

Investiția reprezintă un instrument esențial pentru facilitarea evoluției către dezvoltarea durabilă [61, p. 327]. Cu toate că investițiile în VMS sunt cele mai sigure în comparație cu alte instrumente financiare, investitorii trebuie să analizeze bine factorii de risc înainte de a lua decizia de a investi în VMS.

În baza riscurilor analizate, autorul consideră că investitorul, la selectarea emitentului de VMS, prioritar trebuie să ia în calcul ratingul de credit al acestuia. Țările cu ratinguri mai ridicate

sunt considerate mai sigure, dar ele oferă adesea randamente mai mici. De asemenea, este important să se ia în calcul perioada de investiție, în mod normal, VMS cu termene mai lungi oferă rate ale dobânzilor mai mari. Este necesar ca investitorul să țină cont de momentul când va avea nevoie de mijloace bănești. Desigur, investitorul poate avea opțiunea să vândă VMS pe piața secundară, dar poate întâmpina dificultăți dacă aceasta nu este lichidă. Totuși, cea mai eficientă metodă de reducere a riscului de investiție în VMS este diversificarea portofoliului.

Emitentul, la rândul său, de asemenea trebuie să ia în calcul riscurile asociate VMS. De regulă, responsabili de strategia de emisiune a VMS sunt managerii de datorie. Aceștia urmează să analizeze minuțios orice tip de risc, pentru a se asigura că portofoliul de VMS este sustenabil și că acesta nu poate prejudicia stabilitatea financiară a țării. Este foarte important ca guvernul să-și onoreze la timp obligațiile de plată. Cazurile de întârzieri sau de neplată a datoriei pot afecta grav imaginea țării și, în consecință, se va pierde încrederea investitorilor.

De aceea, autorul a identificat cele mai relevante riscuri la care emitentul trebuie să acorde atenție (Figura 1.10).

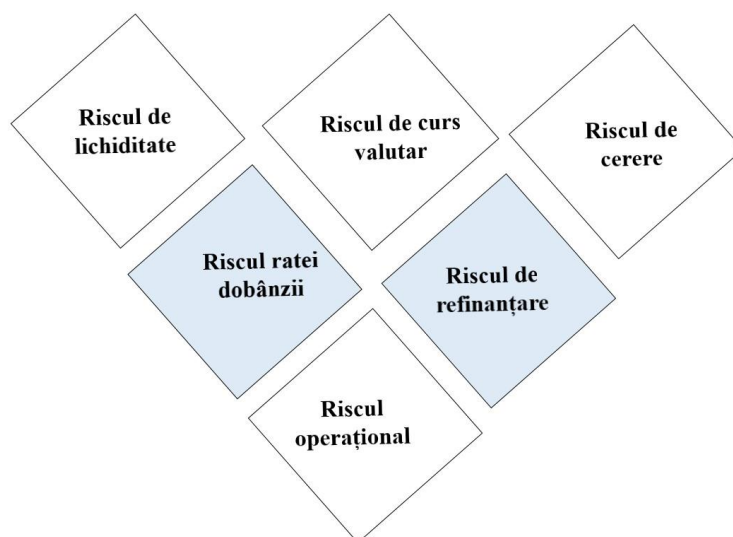


Figura 1.10. Tipuri de risc asociate emisiunilor de valori mobiliare de stat

Sursa: elaborată de autor în baza [68, p. 144; 172, pp. 114-117]

Riscul de lichiditate se referă la posibilitatea ca guvernul să nu dispună de resurse suficiente pentru a-și onora obligațiile de plată. Acest risc se materializează atunci când nu există suficiente active lichide sau când este dificil de a se acumula fonduri într-un interval scurt de timp.

Riscul de curs valutar ține de probabilitatea creșterii costurilor de deservire a datoriei ca urmare a fluctuațiilor cursului de schimb valutar. Cu cât deprecierea monedei naționale față de valuta în care se deservește datoria este în creștere, cu atât datoria este expusă unui risc valutar mai mare, ceea ce implică costuri mai mari de deservire a acesteia.

Riscul de cerere se materializează atunci când există o scădere a cererii pentru VMS sau această cerere nu poate fi acceptată din cauza ratelor mari propuse pentru VMS [151, p. 384]. Acest risc poate fi influențat de diferiți factori, cum ar fi situația economică a țării emitente, nivelul ratei dobânzii, perspectivele inflației, precum și nivelul de lichiditate al investitorilor.

Riscul ratei dobânzii se referă la riscul asociat fluctuațiilor ratelor dobânzilor. Acesta poate fi materializat atât la noile emisiuni de VMS, cât și la cele aflate în circulație, care au dobânzi flotante. De regulă, ratele variabile se ajustează pe măsură ce rata de referință se modifică, aceasta poate fi rata inflației, rata dobânzii interbancare de pe piața londoneză, rata creșterii Produsului Intern Brut (PIB), rata medie ponderată a dobânzii stabilită la licitațiile de vânzare a BT etc.

Riscul de refinanțare presupune că datoria care ajunge la scadență nu va putea fi refinanțată sau, în cazul în care refinanțarea este posibilă, aceasta implică costuri relativ mai mari. Riscul de refinanțare este strâns legat de termenul de circulație a VMS.

Riscul operațional este definit ca cel de pierdere, cauzat de procese interne inadecvate sau eșuate, de erori umane și de sisteme sau de evenimente externe. Această definiție include riscul legal, dar exclude riscul strategic și cel al reputației [68, p. 144].

Autorul consideră că riscul operațional nu are un impact mai mic asupra pieței VMS în comparație cu celelalte riscuri. Riscul operațional poate să apară în cazul unor erori umane, defecte de sistem, probleme de securitate cibernetică sau în urma unor probleme de conformitate cu reglementările legale. Astfel se poate ajunge la pierderi financiare sau la o scădere a încrederii investitorilor în emitent, ceea ce ar contribui la o diminuare a cererii pentru VMS. De aceea, emitentul trebuie să dispună de proceduri de gestionare a riscurilor operaționale, care să includă verificarea proceselor interne, identificarea cauzei erorilor și înlăturarea acestora.

Printre riscurile la care este expus emitentul de VMS, autorul consideră că riscul de refinanțare este cel mai important, deoarece, în cazul materializării acestuia, crește și riscul de credit sau de default. Or, managerii de datorie la elaborarea strategiilor de emisiune a VMS urmează să țină cont de termenul de circulație, dar și de costurile de deservire al acestora. Dacă VMS pe termen mai lung implică, de regulă, rate ale dobânzilor mai mari, luând în considerare volatilitatea pieței, VMS pe termen scurt, atunci când ajung la scadență, sunt expuse riscului de a fi refinanțate la rate ale dobânzilor mai mari, ceea ce are putea avea un impact negativ asupra costurilor de deservire a datoriei.

Măsurarea riscului permite identificarea și cuantificarea incertitudinilor legate de VMS. Anticiparea riscurilor permite dezvoltarea unor strategii și politici de gestionare eficiente. Investitorii pot evalua dacă potențialul randament al VMS acoperă riscurile asumate, iar emitenții

pot lua măsuri pentru a preveni riscul de neplată a datoriei. În general, măsurarea riscului asigură protecție împotriva pierderilor neașteptate și ajută la luarea deciziilor bine informate.

Pentru a evalua riscurile asociate VMS, autorul a identificat acei indicatori relevanți atât din perspectiva emitentului, cât și cea a investitorului, care țin de fluctuațiile ratelor dobânzilor. Printre aceștia: (i) durata, (ii) durata modificată și (iii) convexitatea.

La majoritatea OS, dobânda se achită pe parcursul termenului de circulație, fie trimestrial, semestrial sau anual. Astfel, este necesară o măsură mai precisă a sensibilității prețului. Spre exemplu, cum să evaluăm obligațiunile cu aceeași maturitate, dar cu cupoane diferite? Evident că obligațiunea cu o rată a cuponului mai mare generează o dobândă mai mare, în timp ce obligațiunea cu o rată a cuponului mai mică presupune o dobândă mai mică. Astfel, prețul obligațiunii cu cupon mai mare este teoretic mai puțin sensibil la fluctuațiile ratei dobânzii. Un indicator relevant pentru evaluarea sensibilității prețului OS la fluctuațiile ratelor dobânzilor este durata [74, p. 76].

Termenul *durata* a fost introdus pentru prima dată în anul 1938 de către Frederick Macaulay ca o măsură a mediei ponderate a timpului până la scadență a unei obligațiuni. Acest termen este deseori interpretat drept durata medie, în loc de o măsură a sensibilității prețului la schimbările ratei dobânzii. Potrivit lui Fabozzi F.J., o astfel de interpretare a fost un factor-cheie în mai multe erori financiare. De exemplu, pentru unele active financiare complexe, durata efectivă este mai mare decât durata Macaulay. Participanții pe piață care interpretează durata ca o măsură a duratei medii a unui active nu înțeleg această diferență. Prin urmare, *termenul de „durată” reprezintă o măsură a sensibilității prețului la schimbările ratei dobânzii*, nu o măsură a duratei medii a activului [89, p. 353].

Durata este un indicator valoros pentru măsurarea și gestionarea expunerilor la riscul ratei dobânzii. Indicatorul este deosebit de util atât pentru emitenți, cât și pentru investitori, deoarece evaluează expunerea la riscul ratei dobânzii a unei OS sau a unui întreg portofoliu. De exemplu, un investitor are două opțiuni de investiții: (i) OS cu o rată fixă a cuponului de 5% anual cu maturitatea de 2 ani sau (ii) OS cu o rată fixă a cuponului de 6% anual pe o perioadă de 3 ani. Se estimează că rata generală a dobânzii va crește cu 100 de puncte de bază, ceea ce înseamnă că randamentele pentru OS similare vor crește la 6% anual și, la 7% respectiv. Întrebarea este: care dintre cele două OS prezintă o expunere mai mare la riscul ratei dobânzii? Pentru a compara riscul ratei dobânzii între cele două obligațiuni, este necesar să se măsoare impactul schimbărilor ratelor dobânzii asupra valorii fluxurilor de numerar asociate acestor obligațiuni. Astfel, este necesar de a se calcula durata.

Prin urmare, durata este o măsură exprimată în ani care ia în considerare momentul și valorile prezente ale fluxurilor de numerar asociate OS pe baza randamentelor de piață actuale.

Pentru interpretarea formulelor de calcul au fost folosite abrevieri, unde: C – cupon; y – randament; P – preț; M – valoarea nominală; t – perioada cuponului; n – numărul de perioade.

Durata este o măsură a sensibilității prețului unei obligațiuni la modificarea randamentului [87, p. 22]. Mai specific, este procentul aproximativ de schimbare a prețului obligațiunii la o modificare de 100 de puncte de bază a ratelor dobânzilor [87, p. 168]. Formula de calcul al duratei este următoarea [86, p. 62]:

$$Durata\ Macaulay = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{t \times C}{(1+y)^t} + \frac{n \times M}{(1+y)^n}}{P} \quad (1.1)$$

Durata modificată reprezintă o măsură a duratei în care se presupune că modificările randamentului nu influențează viitoarele fluxuri de numerar [87, p. 175]. Aceasta se determină conform formulei [86, p. 62]:

$$Durata\ modificată = \frac{Durata\ Macaulay}{1+y} \quad (1.2)$$

Convexitatea reprezintă curbura sau eroarea identificată la estimarea schimbării aproximative a prețului unei valori mobiliare ca urmare a modificării ratei dobânzii [163, p. 473]. Formula de calcul al convexității este următoarea [86, p. 71]:

$$Convexitatea = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{t \times (t+1) \times C}{(1+y)^{t+2}} + \frac{n \times (n+1) \times M}{(1+y)^{n+2}}}{P} \quad (1.3)$$

Relația dintre durată și modificarea aproximativă a prețului valorii mobiliare poate fi reprezentată astfel:

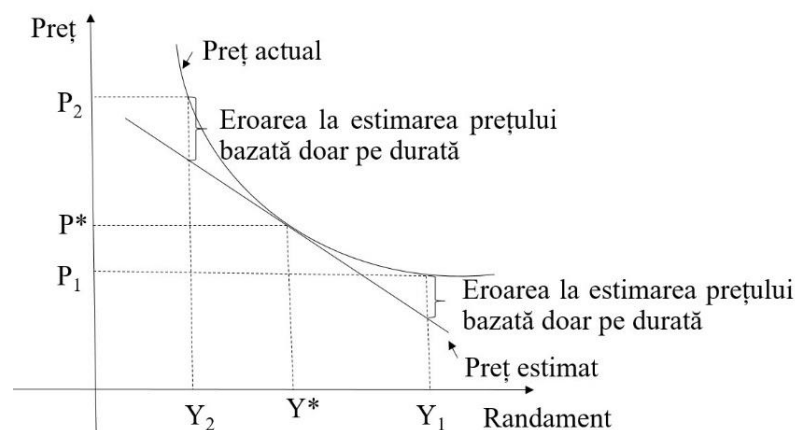


Figura 1.11. Reprezentarea grafică a duratei

Sursa: elaborată de autor în baza [86, p. 70] de autor

Conform Figurii 1.11, atunci când randamentul crește, prețul este mai mic decât cel estimat, și invers, atunci când randamentul scade, estimarea prețului este subestimată, adică mai mică decât prețul real. Cu cât diferența de randament față de randamentul inițial Y^* este mai mare, cu atât este mai mare eroarea de estimare a prețului. Această eroare de estimare a prețului depinde de convexitatea relației preț-randament al obligațiunii.

În opinia autorului, convexitatea este o măsură mai precisă a sensibilității prețului obligațiunii la modificările ratei dobânzii decât durata, care reprezintă derivata de ordinul întâi. Dacă relația preț-randament este reprezentată sub formă de curbă, atunci durata indică panta tangentei în orice punct de pe această curbă. Tangenta este o linie ce reprezintă o aproximare a curbei reale, care devine mai puțin precisă cu cât randamentul obligațiunii se îndepărtează de punctul inițial. Magnitudinea erorii depinde de curbura sau convexitatea curbei. Astfel, convexitatea reprezintă derivata de ordinul doi raportată la preț.

Procesul de management al riscurilor asociate VMS are o importanță semnificativă atât pentru investitori, cât și pentru emitenți. Acesta constă în identificarea, evaluarea, monitorizarea și gestionarea riscurilor asociate portofoliului de VMS (Figura 1.12).

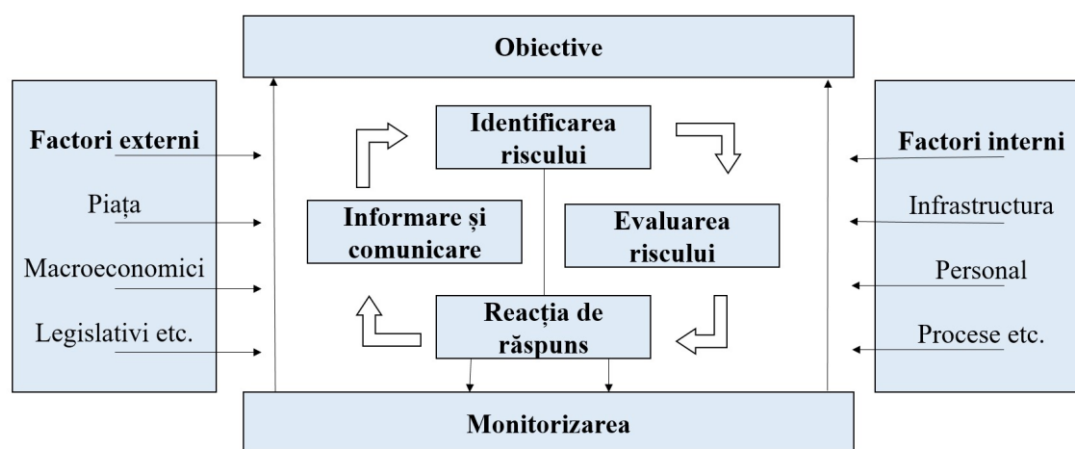


Figura 1.12. Procesul de management al riscurilor asociate valorilor mobiliare de stat
Sursa: elaborată de autor în baza [161, p.13]

Există o serie de factori interni și externi care pot contribui la apariția riscurilor asociate VMS și pot influența obiectivele atât ale investitorilor, cât și ale emitenților de VMS. În general, obiectivele investitorilor pot fi considerate opuse față de cele ale emitenților. Investitorii urmăresc obținerea de profituri cât mai mari și sunt orientați spre rate mai mari ale dobânzilor, în timp ce emitenții urmăresc reducerea costurilor de deservire a VMS prin scăderea ratelor dobânzilor. La identificarea riscului este necesar să fie determinați factorii care pot contribui la apariția abaterilor de la obiectivele stabilite. Estimarea probabilității de materializare a acestor abateri implică evaluarea riscurilor. Pentru minimizarea riscurilor identificate, este necesar de monitorizat indicatorii de risc, printre care: (i) structura portofoliului VMS; (ii) durata; (iii) durata modificată; (iv) convexitatea; (v) scadența medie ponderată a VMS; (vi) stocul VMS scadente în decurs de un an; (vii) rata de rotație etc. Indicatorii de risc urmează a fi publicați cu regularitate în vederea asigurării transparenței pieței VMS. Managementul riscurilor asociate VMS este un proces continuu și dinamic, care implică monitorizare și adaptare constantă la factorii interni și externi.

1.4. Concluzii la capitolul 1

În baza analizei abordărilor teoretico-conceptuale ale valorilor mobiliare și a evoluției pieței financiare, autorul concluzionează următoarele:

1. De-a lungul istoriei, atât persoanele fizice cât și statele au căutat modalități de a acumula capital pentru a-și finanța cheltuielile. Cu siguranță, creditul privat a apărut înaintea celui public. Pentru apariția împrumuturilor publice au existat două precondiții: (i) existența instituțiilor (ex.: orașele sau statele) care aveau nevoie de fonduri pentru a finanța diverse activități, cum ar fi războaiele, construcția de drumuri, porturi etc.; (ii) prezența investitorilor care au resurse disponibile de a fi împrumutate. Unele obligațiuni „străvechi” datează din 2400 î.Hr., iar prima obligațiune „modernă” a fost emisă în anul 1694 de Banca Angliei. Ulterior, pentru a crește atractivitatea VMS, caracteristicile acestora au fost diversificate, inclusiv în ce privește maturitatea, tipul ratei dobânzii, modalitatea de emisiune etc.

2. Piețele financiare au devenit tot mai sofisticate și mai globale. Pentru a reflecta natura complexă și în continuă schimbare a activităților financiare, definiția pieței financiare a trecut prin diverse transformări de-a lungul timpului. La început, piețele financiare erau definite ca fiind locuri fizice unde cumpărătorii și vânzătorii se întâlneau pentru a tranzacționa diverse instrumente financiare. Odată cu apariția platformelor electronice de tranzacționare și cu globalizarea piețelor financiare, definiția de piață financiară s-a modificat, pentru a include atât locațiile fizice, cât și pe cele virtuale de tranzacționare. În plus, definiția a evoluat pentru a include noi tipuri de instrumente și activități financiare. Din punctul de vedere al funcționalității, piața financiară reprezintă un sistem prin intermediul căruia are loc colectarea și transferarea de capital.

3. Pornind de la caracteristicile fundamentale ale valorilor mobiliare pot fi delimitate trei tipuri de bază: (i) titluri de creanță sau instrumente de datorie – valori mobiliare care reprezintă promisiuni de plată din partea emitentului, cum ar fi BT sau OS; (ii) titluri de capital sau acțiuni – valori mobiliare care atestă drepturi de proprietate asupra venitului net al companiei sau capitalului acesteia; (iii) unități sau acțiuni ale fondului de investiție – valori mobiliare care reprezintă participatii în portofolii de investiții, administrate de un fond de investiție.

4. Un segment major al pieței financiare este reprezentat de piața veniturilor fixe, unde pot fi emise și tranzacționate VMS. Acestea reprezintă instrumente financiare emise de guvern, care atestă o datorie față de investitori. Diversitatea tipologiilor de VMS derivă din complexitatea acestor instrumente financiare. Cu toate că, de-a lungul timpului, caracteristicile unor atare instrumente au cunoscut schimbări semnificative, scopul lor general de emisiune a rămas neschimbat, și anume, acumularea de capital. De asemenea, reieșind din scopurile specifice de

emisiune a VMS, în ultima perioadă au fost introduse noi instrumente financiare: obligațiuni verzi, sociale, sustenabile și de catastrofă.

5. Există cinci modalități de raportare a stocului VMS. Raportarea VMS la valoarea nominală supraestimează valoarea acestora, în timp ce raportarea la prețul de cumpărare le subestimează. Pentru a evita atât supraestimarea, cât și subestimarea, valoarea de raportare a stocului de VMS ar trebui să includă dobânda acumulată. Piețele avansate evaluează VMS la valoarea de piață sau la valoarea echitabilă. Adesea, valorile de raportare pot deveni confuze, din cauza traducerii terminologiei din limba engleză. De exemplu, atât *fair value*, cât și *nominal value* se traduc ca valoare nominală. Astfel, pentru a evita orice echivoc, autorul propune ca termenul de *nominal value* să fie folosit în concepția de „valoare acumulată”.

6. VMS sunt surse de risc atât pentru investitori, cât și pentru emitenți. Cu toate că, VMS sunt considerate instrumente financiare cu risc zero, fiind garantate de către guvern, acestea urmează a fi evaluate cu strictețe de către investitori. Din perspectiva investitorului, principalele riscuri care afectează investițiile în VMS sunt riscul ratei dobânzii, riscul ratei inflației, riscul de lichiditate, riscul cursului valutar, riscul de reinvestire, riscul de credit etc. La fel și emitentul poate fi expus la riscuri asociate VMS, evidențiindu-se riscul ratei dobânzii, riscul de refinanțare, riscul de lichiditate, riscul cursului valutar, riscul de cerere și riscul operațional.

7. Atât investitorii, cât și emitenții se confruntă cu riscul ratei dobânzii. Pentru a-l gestiona, este necesar ca acesta să fie măsurabil, utilizând indicatorii (i) durata, (ii) durata modificată și (iii) convexitatea. Cu toate că indicatorul durata a fost introdus în 1938, conceptul nu este larg răspândit. Termenul de durată, care reprezintă o măsură a sensibilității prețului valorilor mobiliare la modificările ratei dobânzii, deseori este utilizat eronat în accepția de durata medie a valorii mobiliare. O măsură mai precisă de calcul al sensibilității prețului valorii mobiliare la modificările ratei dobânzii este convexitatea.

8. Identificarea, evaluarea și monitorizarea riscurilor asociate VMS reprezintă un proces continuu și dinamic, care implică o analiză detaliată și o adaptare constantă la factorii externi și interni. Obiectivele emitenților și ale investitorilor sunt opuse, deoarece emitenții tind să micșoreze ratele dobânzilor la VMS pentru a diminua costurile de deservire ale acestora, în timp ce investitorii caută să investească în VMS cu rate de dobândă mai mari pentru a obține profituri mai substanțiale. Managementul riscurilor asociate VMS este esențial pentru ambele părți, atât pentru emitent, cât și pentru investitor. În acest context, emitenții elaborează strategii de management al datoriei de stat, iar investitorii își diversifică portofoliile de investiții pentru a proteja capitalul investit și a obține beneficii financiare.

2. EVALUAREA PIEȚEI VALORILOR MOBILIARE DE STAT ÎN REPUBLICA MOLDOVA

2.1. Structura și evoluția pieței valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova

Ținând cont de rolul și de importanța pieței VMS într-o economie, autorul și-a propus să efectueze o analiză a pieței VMS din Republica Moldova, cu scopul de a studia evoluția acesteia, începând de la diversitatea tipurilor de instrumente financiare, continuând cu modalitățile de emisiune și ajungând la identificarea VMS în cadrul componentelor datoriei sectorului public.

Pentru a înregistra progrese semnificative în viitor și pentru a aborda mai bine provocările ce pot apărea pe piața VMS, este esențial să se examineze experiența acumulată în trecut. Analiza tipurilor de VMS, a modalităților de emisiune și de gestionare reprezintă un pas crucial pentru a învăța din istoric și pentru a evalua impactul acestora asupra bugetului de stat. Astfel, învățând din experiența anterioară, se pot dezvolta strategii mai eficiente și mai durabile cu privire la managementul datoriei de stat pe termen mediu.

De asemenea, pentru o mai bună percepere a nivelului de dezvoltare a pieței VMS din Republica Moldova, a fost efectuat un studiu al sustenabilității pieței, precum și o analiză comparativă a acesteia în raport cu alte țări. În cadrul studiului s-a ținut cont de nivelul de îndatorare a țării, atât de fluxul, cât și de stocul VMS. O atenție deosebită s-a acordat și analizei bazei de investitori ai VMS. Analiza comparativă efectuată oferă o imagine mai clară asupra poziției pieței VMS din Republica Moldova în contextul global, furnizând date esențiale, care pot contribui la dezvoltarea pieței respective.

Republica Moldova nu a fost o excepție în ceea ce privește emisiunea de instrumente financiare ca modalitate de acumulare a capitalului. O descriere detaliată a primelor VMS emise în Republica Moldova este făcută de către autorul I. Luchian [34, pp. 55-56]. Astfel, se constată că în perioada 1992-1995, prin intermediul Băncii de Economii a Moldovei (în proces de lichidare) au fost emise diverse tipuri de VMS materializate, printre care:

- *Obligațiunile împrumutului intern de stat din anul 1992* cu scadența de 10 ani, plasate pe principii benevole în rândurile populației cu plata în numerar. Volumul emisiunii a constituit 1 miliard de ruble (echivalentul a 1 milion de lei), valoarea nominală a unei obligațiuni era de 500 și 1 000 de ruble (echivalentul a 50 de bani și 1 leu). Dobânda se achita sub formă de câștiguri la tragerile la sorți. Obligațiunile câștigătoare erau răscumpărate și excluse din circulație. Pe parcursul perioadei de 10 ani au avut loc 40 de trageri la sorți, 36% din totalul obligațiunilor fiind desemnate drept câștigătoare, în timp ce celelalte 64% au fost răscumpărate la valoarea lor

nominală la scadență. După data de 01 decembrie 2004, obligațiunile care n-au fost prezentate spre achitare și-au pierdut valabilitatea și nu mai sunt supuse achitării [19].

- *Obligațiunile împrumutului intern de stat de 5%*, destinate persoanelor fizice cu plata în numerar și prin transfer. Volumul emisiunii a constituit 1,5 milioane de lei. Valoarea nominală a acestor obligațiuni a fost de 10, 25 și 50 de lei. Dobânda a fost achitată trimestrial.

- *Bonurile de Tezaur*, emise în anul 1994 în volum de 5 milioane de lei, pe un termen de un an. Valoarea nominală a acestora era de 25, 50 și 100 de lei. Dobânda era achitată în mărime de 50 și 80% anual, în funcție de termenul de păstrare la cumpărător.

- *OS cu scadența de 2 ani*, emise în volum de 10 milioane de lei. Valoarea nominală a OS constituia 100 de lei. Dobânda era variabilă și se achita trimestrial. OS puteau fi liber tranzacționate pe piața secundară.

În anii 1997-1998 de către instituțiile bugetare au fost emise *Angajamente de trezorerie* pentru achitarea datoriilor față de agenții economici pentru mărfurile livrate și serviciile prestate.

Volumul de emisiune a VMS materializate a fost nesemnificativ în comparație cu al celor dematerializate. Acestea au implicat costuri semnificative pentru stat, care, pe lângă cheltuielile asociate deservirii VMS, a trebuit să suporte și comisioane percepute de Bancă de Economii a Moldovei (în proces de lichidare). Totuși, aceste instrumente financiare au avut un rol deosebit de important în ce privește câștigarea încrederii investitorilor, în special avându-se în vedere experiența negativă privind împrumuturile de stat ale fostei Uniuni a Republicilor Sovietice Socialiste. Totodată, instrumentele financiare în cauză au contribuit la crearea condițiilor necesare pentru emisiunea ulterioară a VMS prin licitații.

La 14 martie 1995, în Republica Moldova a fost organizată prima licitație de vânzare a VMS în formă de înscriere în cont. Aceste VMS erau numite *Certificate de Stat* și aveau termenul de circulație de 91 de zile. Mai târziu, caracteristicile lor au fost modificate, fiind redenumite ca:

- ✓ *BT* – emise cu scont și răscumpărate la scadență la valoarea nominală, având termenul de circulație de 28, 91, 182, 273 și 364 de zile;

- ✓ *Bonuri de acoperire a decalajului de casă* – emise cu scont și răscumpărate la scadență la valoarea nominală, având termenul de circulație de la o zi la 364 de zile.

Este de menționat că, în 2006 a fost introdusă noțiunea de „valoare mobilă de stat” [28]. Ulterior, BNM a modificat actele sale normative, cu scopul de a substitui sintagma de „hârtii de valoare de stat” cu „valori mobiliare de stat”.

Pe parcursul celor 28 de ani de la prima emisiune prin licitație a VMS au fost întreprinse numeroase măsuri în vederea dezvoltării pieței VMS. Cele mai importante evenimente din Republica Moldova cu privire la evoluția VMS emise prin licitație sunt prezentate în Figura 2.1.

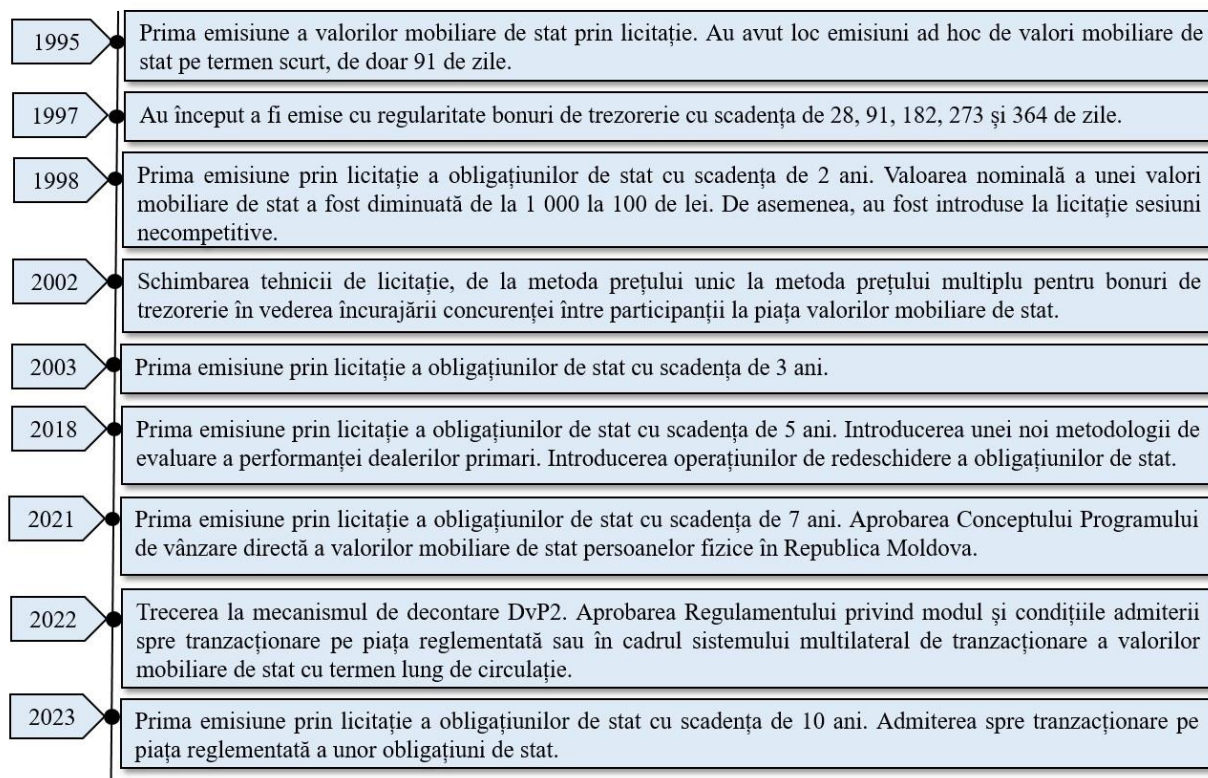


Figura 2.1. Cronologia evenimentelor cu privire la valorile mobiliare de stat

Sursa: elaborată de autor în baza [4, 11, 17, 22, 38, 40]

Începând cu luna august 1995, licitațiile de emisiune a VMS au loc conform unui calendar pre-publicat. Inițial oferta de VMS era mai mare decât cererea, în mare parte datorită faptului că Ministerul Finanțelor încerca să vândă VMS în cantități mari și investitorii nu erau bine familiarizați cu aceste instrumente financiare. Volumul VMS emise pe piața primară a avut o creștere continuă și rapidă până în anul 1998, când guvernul a realizat că o astfel de practică „piramidală” nu mai poate continua, deoarece deficitul bugetar nu era în descreștere, iar încasările din emisiunile de VMS nu acopereau sumele necesare pentru răscumpărarea acestora. În anii 1995-1997, dobânzile la VMS au scăzut treptat în urma diminuării ratei inflației, dar erau mai mari în comparație cu ratele la depozite, ceea ce permitea băncilor să folosească fondurile disponibile pentru procurarea VMS și să obțină profituri ușoare și garantate [139, pp. 11-12].

Treptat a fost extinsă maturitatea VMS emise prin licitație, atingând nivelul maxim de 10 ani. Cu scopul de a atrage un număr cât mai mare de investitori, valoarea nominală a unei VMS a fost diminuată de la 1 000 la 100 de lei. Pentru a încuraja concurența între participanții la piața VMS, a fost modificată tehnica de alocare a BT în cadrul licitației: de la metoda prețului unic la metoda prețului multiplu. Totodată, la licitație au fost introduse și sesiuni necompetitive.

Schimbări semnificative pe piața VMS au avut loc în anul 2018, când a fost aprobat un nou Regulament cu privire la plasarea, tranzacționarea și răscumpărarea VMS în formă de înscriere în

cont (Regulament nr. 170/2018), fiind introduse noi noțiuni cum ar fi: dobândă acumulată, răscumpărare anticipată (buy back), preschimbare (switch) și fiind ajustată noțiunea de piața secundară a VMS. De asemenea, a fost introdusă o metodologie complexă cu privire la evaluarea activității dealerilor primari pe piața VMS. În baza acesteia se elaborează un clasament anual al dealerilor primari [17].

Totodată, misiunea tehnică a FMI în 2018 a recomandat ca instrumentele de datorie să fie raportate la *nominal value* (valoarea acumulată), cu includerea dobânzii acumulate [146, p. 12]. Având în vedere că pentru aceasta sunt necesare configurări în Sistemul de management al datoriei și analiză financiară (DMFAS), începând cu luna mai 2020, valoarea de raportare a stocului VMS a fost modificată, de la prețul de cumpărare la valoarea nominală (*face value*) [21].

În anul 2021, Guvernul a aprobat Conceptul „Programului de vânzare directă a VMS persoanelor fizice în Republica Moldova”. Scopul Programului constă în dezvoltarea pieței VMS, creșterea nivelului de educație financiară și facilitarea accesului cetățenilor Republicii Moldova la procurarea VMS prin intermediul unei platforme electronice și acordarea posibilității de a vinde VMS înainte de data scadenței emitentului sau către un dealer primar [22].

Odată cu intrarea în vigoare a modificărilor la Regulamentul nr. 170/2018, în anul 2022 s-a trecut de la mecanismul de decontare DvP1, care implică livrarea contra plată, în care atât decontarea valorilor mobiliare, cât și decontarea mijloacelor bănești se efectuează pe bază brută, la mecanismul de decontare DvP2, care de asemenea implică livrarea contra plată, doar că decontarea valorilor mobiliare se efectuează pe bază brută, iar decontarea mijloacelor bănești se efectuează pe bază netă [50, p. 6].

De asemenea, în anul 2022 a fost aprobat Regulamentul care stabilește modul și condițiile admiterii spre tranzacționare pe piața reglementată sau în cadrul sistemului multilateral de tranzacționare a VMS cu termen lung de circulație [38], ceea ce a permis extinderea canalelor de tranzacționare a OS pe piața secundară. Astfel, la data de 30 mai 2023, în premieră, unele OS cu maturitatea de 2, 3, 5 și 7 ani au fost admise spre tranzacționare la Bursa de Valori a Moldovei (BVM) [64], iar la 01 noiembrie 2023 a fost încheiată prima tranzacție cu OS cu termenul de circulație de 5 ani [41].

La 31 de ani distanță de la emisiunea Obligațiunilor împrumutului intern de stat cu scadența de 10 ani, la data de 27 septembrie 2023 au fost emise prin licitație, în premieră, OS cu scadența de 10 ani. Cererea pentru acestea a depășit de 1,3 ori volumul anunțat de MF, fiind adjudecate OS în volum de 227,5 milioane de lei [9].

Astfel, condițiile de emisiune prin licitație a VMS au trecut prin numeroase modificări, cea mai semnificativă schimbare fiind termenul de circulație a VMS. În opinia autorului, piața VMS a

cunoscut o transformare radicală odată cu implementarea Regulamentului nr. 170/2018, în cadrul căruia au fost introduse noi noțiuni și obligații pentru dealerii primari.

Toate aceste evenimente pe piața VMS din Republica Moldova au contribuit la diversificarea portofoliului VMS. Astfel, autorul a identificat următoarea tipologie a VMS:

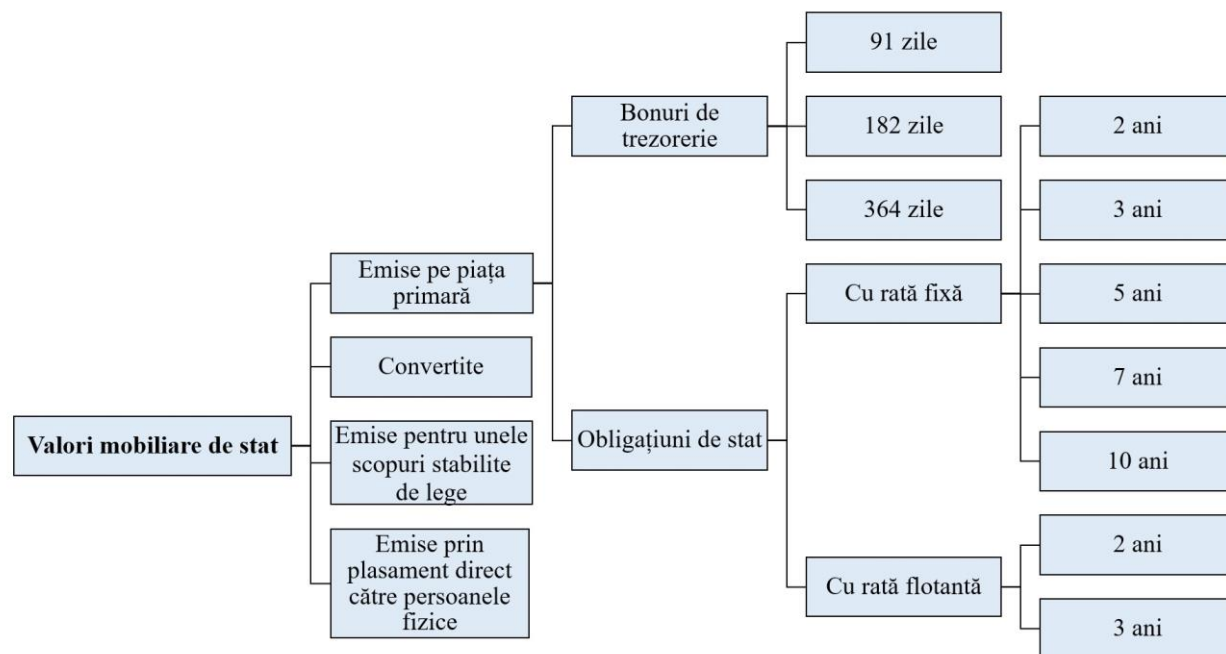


Figura 2.2. Tipologia valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova, 2023

Sursa: elaborată de autor în baza [4, 20]

Conform cadrului normativ al Republicii Moldova, VMS reprezintă un „instrument al datoriei de stat emis în formă de titlu financiar negociabil” [28]. Portofoliul VMS din Republica Moldova cuprinde următoarele instrumente:

- *VMS emise pe piața primară* – VMS emise pe piața primară prin intermediul licitațiilor. MF emite două tipuri de VMS:

✓ VMS emise pe termen scurt – BT care se emit cu scont și sunt răscumpărate la scadență la valoarea nominală. Termenul de circulație a BT este de 91, 182 și 364 de zile. Dacă momentul emisiunii sau răscumpărării survine într-o zi nelucrătoare, termenul de circulație a BT poate să difere de cel standard și să fie egal cu 86, 186, 363 de zile etc.;

✓ VMS emise pe termen lung – OS emise cu o rată fixă sau flotantă a dobânzii. Termenul de circulație a OS este de 2, 3, 5, 7 și 10 ani. Doar OS cu maturitatea de 2 și 3 ani au fost emise atât cu rată fixă, cât și cu rată flotantă. Rata flotantă este compusă din rata variabilă și marja stabilită la licitație, care este constantă pe tot termenul de circulație a OS. Rata anuală variabilă a dobânzii este calculată reieșind din ratele nominale medii ponderate ale dobânzilor stabilite la

licitațiile de vânzare a BT cu termenul de circulație 182 de zile sau a celor apropiate acestei scadențe în patru licitații imediat precedente datei de expediere a comunicatului [37].

- *VMS convertite* – VMS convertite din împrumuturile acordate de către BNM statului. Anual, Guvernul și BNM ajung la un acord cu privire la soldul datoriei statului contractate anterior [20]. VMS convertite la scadență sunt reemise în cazul în care nu sunt răscumpărate.

Așa cum este bine cunoscut, creditarea guvernului de către Banca Centrală poate avea efecte dăunătoare asupra dezvoltării economice a unei țării. În multe cazuri, pentru a preveni această practică, legislația interzice orice formă de finanțare monetară. În Republica Moldova, începând cu anul 2006, Banca Centrală nu mai este în drept să crediteze statul. Prin urmare, BNM nu va acorda împrumuturi și garanții sub orice formă statului, inclusiv prin procurarea VMS pe piața primară [27].

- *VMS emise pentru unele scopuri stabilite de lege* – VMS emise în conformitate cu anumite scopuri stabilite de actele normative. Spre exemplu, la 04 octombrie 2016 au fost emise VMS pentru executarea obligațiilor de plată derivate din garanțiile de stat acordate BNM de către MF pentru garantarea creditelor de urgență. Volumul total al emisiunii de VMS a constituit 13,3 miliarde lei, pe un termen de până la 25 de ani și o rată efectivă a dobânzii de 5%. Dobânda se achită semestrial, conform unui grafic prestabilit. Astfel, în anul 2041 este planificată achitarea ultimei sume principale a acestor VMS [30].

- *VMS emise prin plasament direct către persoanele fizice* – VMS achiziționate direct de către investitori retail prin intermediul unei platforme online. Investitor retail poate fi un „cetățean al Republicii Moldova, cu vârsta minimă de 18 ani împliniți la momentul procurării VMS, având un cont de plată valid deschis la unul dintre prestatorii locali de servicii de plăți și dispunând de semnătură electronică avansată calificată” [23]. În prezent, acest tip de VMS nu este parte componentă a portofoliului VMS. Potrivit Programului „Managementului datoriei de stat pe termen mediu (2023-2025)” lansarea „Programului de vânzare directă a VMS persoanelor fizice în Republica Moldova” a fost preconizată spre sfârșitul anului 2023 [43, p. 9].

La situația din 31 decembrie 2022, portofoliul de VMS era compus din trei instrumente:

- ✓ VMS emise pe piața primară;
- ✓ VMS convertite;
- ✓ VMS emise pentru executarea garanțiilor de stat.

Pentru a evalua contribuția fiecărui tip de VMS în cadrul portofoliului de VMS, autorul a realizat o analiză a volumului acestora aflate în circulație pe o perioadă de 10 ani (Figura 2.3).

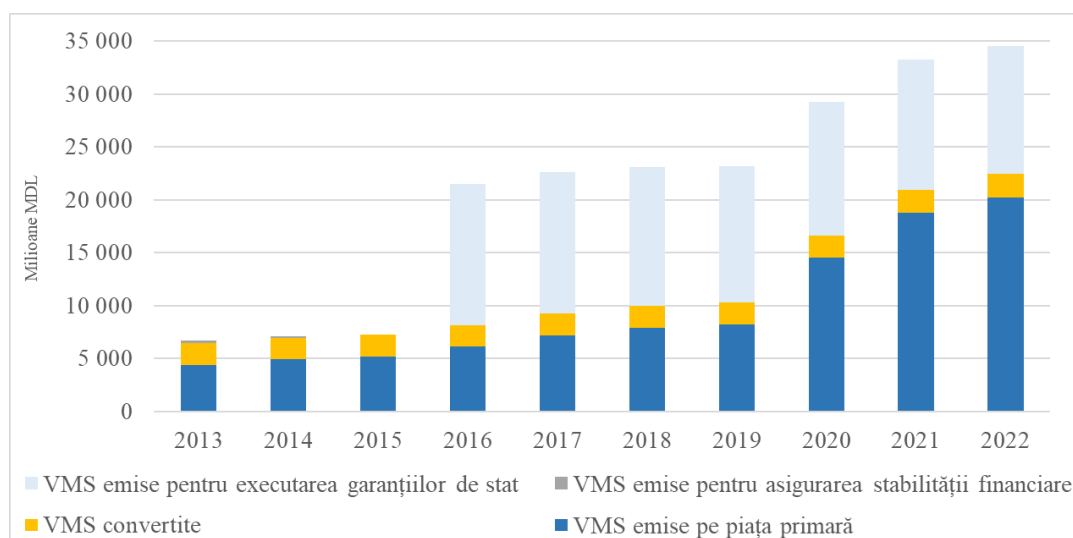


Figura 2.3. Evoluția stocului de valori mobiliare de stat

Sursa: elaborată de autor în baza [47, 54]

În anul 2012, MF a emis OS în valoare de 428,5 milioane lei pentru a le transmite către S.A. „Banca de Economii” (în proces de lichidare), în scopul preluării creanței acesteia față de B.C. „Investprivatbank” S.A. (în proces de lichidare), care era în proces de lichidare. Această creanță rezultase din acordarea mijloacelor bănești pentru plata depozitelor persoanelor fizice [18]. La finele anului 2015 soldul VMS emise pentru asigurarea stabilității financiare a constituit 0 lei.

Începând cu anul 2016, se observă o creștere semnificativă a portofoliului VMS. O atare creștere a fost influențată de emisiunea VMS pentru executarea obligațiilor de plată derivate din garanțiile de stat. În decursul a șapte ani, soldul acestora s-a diminuat treptat, de la 13 341,2 la 12 061,2 milioane de lei, odată cu răscumpărarea la scadență a OS emise în acest scop. Astfel, au fost răscumpărate VMS în valoare de 1 280,0 milioane de lei cu maturitatea OS de la 1 la 6 ani.

Soldul VMS convertite la preț de cumpărare a rămas la același nivel, modificându-se doar la valoarea nominală. Astfel, stocul VMS convertite la preț de cumpărare în 2022 a constituit 2 063,4 milioane de lei, fiind, de regulă, reemis de fiecare dată la data scadenței.

Stocul VMS emise pe piața primară a reprezentat o pondere majoră în totalul portofoliului VMS, cu excepția anilor 2016-2019. Acesta a înregistrat un trend crescător, majorându-se de la 4 426,1 milioane de lei la preț de cumpărare, la 20 189,8 milioane de lei la valoarea nominală (Figura 2.4). BT au constituit ponderea majoră în totalul VMS aflate în circulație. În anul 2022 această pondere era de 87,6%, dintre care ponderea BT cu termenul de circulație de 364 de zile au deținut ponderea majoră în totalul stocului de VMS emise pe piața primară, urmată de cele cu maturitatea de 182 de zile. OS au reprezentat o pondere nesemnificativă în totalul stocului de VMS emise pe piața primară. În anul 2022 aceasta a constituit doar 12,4%, cea mai mare pondere fiind deținută de OS cu scadența de 5 ani, urmată de OS cu scadența de 2 ani (Figura 2.4).

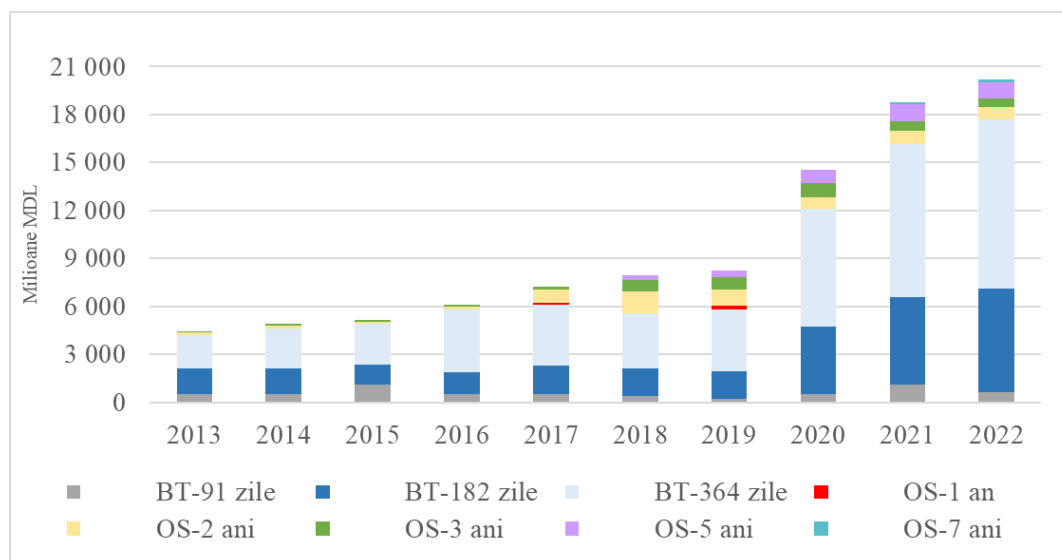


Figura 2.4. Evoluția stocului de valorilor mobiliare de stat emise pe piața primară
Sursa: elaborată de autor în baza [47, 48]

În urma cercetărilor realizate, autorul a constatat că, începând cu anul 2020, stocul de VMS emise pe piața primară a înregistrat o creștere semnificativă, depășind valoarea de 14 561,0 milioane de lei la valoarea nominală. Până în anul 2016, ponderea VMS pe termen lung de circulație a constituit mai puțin de 6,3% din totalul stocului de VMS emise pe piața primară. Începând cu anul 2017, această pondere a înregistrat valori de peste 12,4%, atingând nivelul maxim de 29,9% în anul 2018. În anul 2022, ponderea OS în totalul stocului de VMS emise pe piața primară s-a diminuat, înregistrând cea mai mică valoare din ultimii 6 ani.

În baza analizei, autorul a stabilit că ponderea mică a OS a fost influențată de cererea mică pentru VMS cu termen lung de circulație (Figura 2.5).

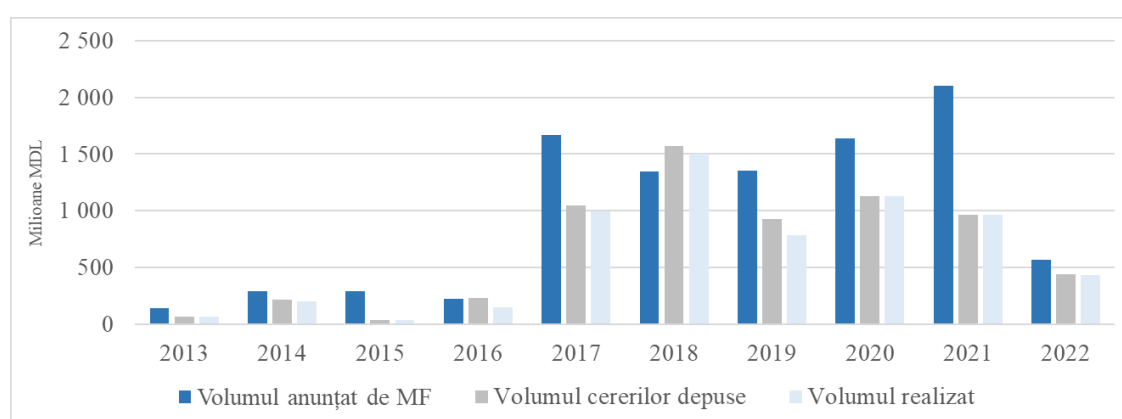


Figura 2.5. Rezultatele licitațiilor de vânzare a obligațiunilor de stat pe piața primară
Sursa: elaborată de autor în baza [52]

Potrivit Figurii 2.5, volumul OS anunțat de MF spre plasare pe piața primară nu a fost întotdeauna acoperit de cererea dealerilor primari, excepție fiind anii 2016 și 2018, când cererea a depășit oferta cu 6,5 și, respectiv, cu 220,4 milioane lei. În anul 2021 a fost înregistrată cea mai

mare diferență dintre volumul anunțat de MF și volumul cererilor depuse. În ceea ce privește cererea dealerilor primari, aceasta a fost aproape în totalitate satisfăcută.

Anual, în legea bugetului de stat se aprobă soldul VMS și emisiunea netă a acestora, precum și suma planificată pentru serviciul VMS. Ținând cont de fluctuațiile ratelor dobânzilor pe piața VMS, estimarea plafonului VMS devine o sarcină dificilă, cu atât mai mult estimarea serviciului acestora. Având în vedere că portofoliul VMS emise pe piața primară este compus preponderent din VMS cu termen scurt de circulație, autorul consideră că este mai reprezentativ să fie analizată emisiunea netă a VMS pe piața primară, ceea ce reprezintă diferența dintre volumul de emisiune și cel de răscumpărare a VMS (Figura 2.6).

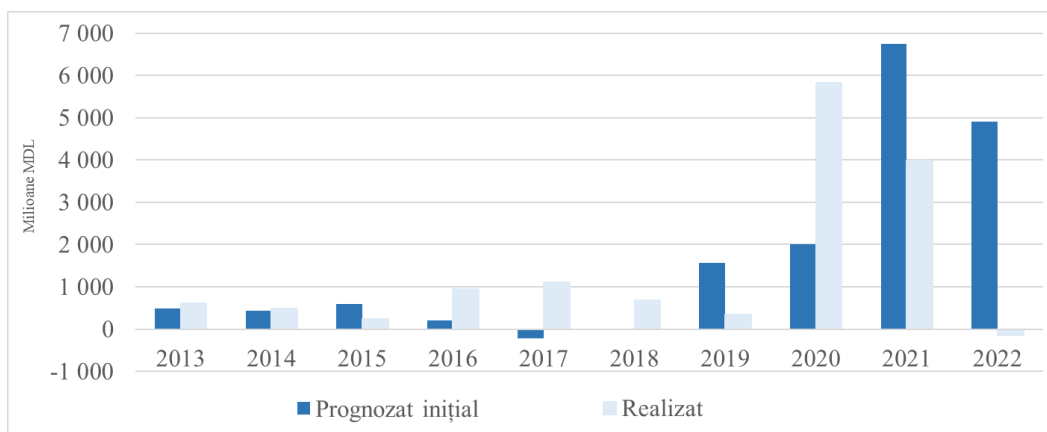


Figura 2.6. Volumul emisiunii nete a valorilor mobiliare de stat emise pe piața primară: prognostat inițial vs. realizat

Sursa: elaborată de autor în baza [36, 45, 53]

Potrivit Figurii 2.6, se observă că volumul realizat al emisiunii nete a VMS emise pe piața primară diferă de cel prognostat inițial, fie că este mai mare, fie mai mic. Până în anul 2018, volumul planificat al emisiunii nete a VMS emise pe piața primară a înregistrat valori de până la 600 milioane de lei, însă începând cu 2019, acesta a crescut brusc, depășind 1 570 milioane de lei. Cel mai semnificativ decalaj a fost înregistrat în anul 2022, când volumul planificat inițial a fost de 4 900 milioane de lei, dar s-a înregistrat un volum negativ de -143 milioane de lei. Aceasta înseamnă că volumul VMS răscumpărate a depășit volumul de emisiune a VMS pe piața primară. Decalajul dintre volumul planificat inițial și cel realizat se datorează, în cea mai mare parte, fluctuațiilor ratelor dobânzilor la VMS emise pe piața primară, deoarece aceste fluctuații au un impact direct asupra costurilor de emisiune a VMS și al cererii din partea investitorilor.

Când ratele dobânzilor la VMS sunt ridicate, costurile de împrumut pentru emitent sunt mai mari, ceea ce poate determina emitentul să reducă volumul de emisiune a VMS. Pe de altă parte, atunci când ratele dobânzilor la VMS sunt scăzute, costurile de împrumut sunt mai mici, ceea ce poate încuraja emitentul să mărească volumul de emisiune a VMS. Totodată, ratele

dobânzilor mai ridicate pot face VMS mai atractive pentru investitori, deoarece oferă randamente mai mari. Aceasta poate stimula cererea pentru VMS și poate atrage un număr mai mare de investitori. Cu toate că ratele dobânzilor pot influența decizia emitentului și comportamentul investitorilor, în final, emitentul decide asupra volumului și condițiilor de emisiune a VMS, luând în considerare mai mulți factori, inclusiv obiectivele financiare și necesitățile sale de finanțare.

Fluctuațiile ratelor dobânzilor la VMS au, de asemenea, un impact semnificativ și asupra prognozei cheltuielilor pentru serviciul VMS, ceea ce a contribuit la înregistrarea de devieri a volumului realizat față de cel planificat inițial în bugetul de stat (Figura 2.7). Atunci când ratele dobânzilor cresc, crește și serviciul asociat VMS, ceea ce afectează bugetul de stat. Această situație poate determina necesitatea revizuirii strategiei de emisiune a VMS pentru a corespunde noilor condiții de piață.

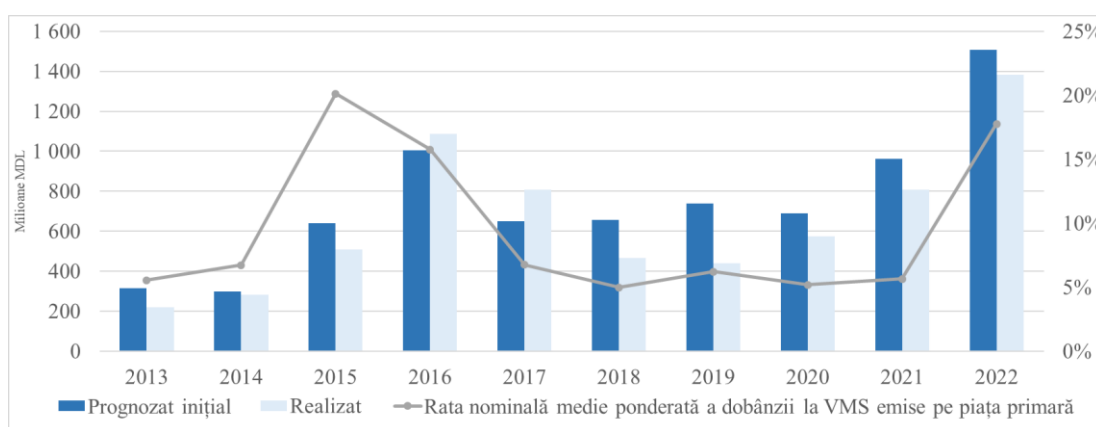


Figura 2.7. Serviciul valorilor mobiliare de stat emise pe piața primară: prognozat inițial vs. realizat

Sursa: elaborată de autor în baza [36, 47, 48]

Conform datelor din Figura 2.7, se poate observa o relație de interdependență între volumul serviciului VMS emise pe piața primară și rata dobânzilor la VMS. Această corelație demonstrează din nou faptul că nivelul ratelor dobânzilor la VMS are un impact semnificativ asupra cheltuielilor de deservire ale acestora. Este de subliniat că, atunci când rata nominală medie ponderată a VMS crește, volumul cheltuielilor pentru serviciul VMS realizat este mai mic decât cel planificat și viceversa, excepție făcând anii 2018 și 2020. Acest aspect subliniază importanța prognozei ratelor dobânzilor la VMS, astfel încât datele efective să nu înregistreze abateri semnificative față de cele planificate. Acesta este un aspect crucial la planificarea eficientă a bugetului de stat, contribuind la îndeplinirea obiectivelor financiare stabilite.

În concluzie, autorul constată că fluctuațiile ratelor dobânzilor la VMS au un impact semnificativ nu numai asupra volumului de emisiune a VMS, dar și asupra costurilor asociate deservirii acestora. Este foarte important ca emitentul să monitorizeze cu atenție aceste fluctuații

și să le ia în considerare în procesul de planificare, asigurând astfel o administrare financiară eficientă a resurselor publice. Cu toate că, de obicei, au loc rectificări la legea bugetului de stat pe parcursul anului, contează ca aceste ajustări să nu cunoască modificări radicale, deoarece astfel de schimbări pot avea un impact asupra stabilității pieței VMS. Pentru a asigura o planificare mai bună și o gestionare mai eficientă a finanțelor publice, *este necesară o estimare cât mai precisă a ratelor dobânzilor la VMS* și o monitorizare atentă a acestora. Ceea ce contribuie la menținerea unui cadru financiar stabil și la atingerea obiectivelor financiare într-un mod sustenabil.

Astfel, în opinia autorului, pentru o mai bună planificare a bugetului de stat, este de importanță majoră să se țină cont și de evoluția ratelor dobânzilor la VMS (Figura 2.8). Aceasta ne permite să înțelegem mai bine modul în care ratele dobânzilor au evoluat în funcție de situația economică a țării. Prin urmare, se poate realiza o mai bună planificare bugetară, luând în considerare atât volumul de emisiune a VMS, cât și cheltuielile de deservire a acestora.

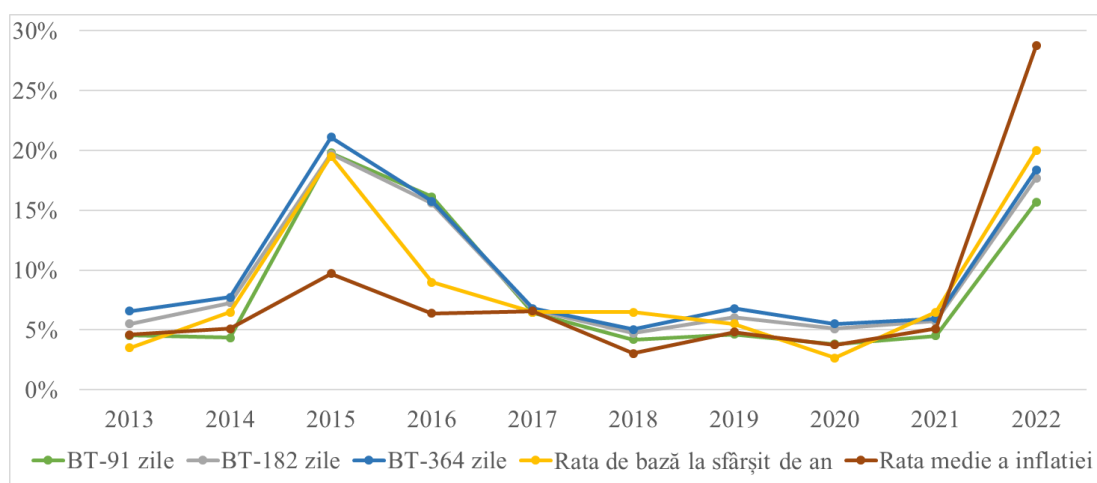


Figura 2.8. Evoluția ratelor nominale medii ponderate ale dobânzilor la bonurile de trezorerie

Sursa: elaborată de autor în baza [2, 4, 26, 42]

Pentru o analiză mai reprezentativă, autorul a luat în calcul exclusiv evoluția ratelor BT, dat fiind faptul că acestea reprezintă ponderea majoră a portofoliului VMS emise pe piața primară, iar OS cu diverse maturități au fost lansate în perioade diferite. De regulă, ratele BT cu scadențe mai lungi au înregistrat valori mai mari față de cele cu scadențe mai scurte. Totuși, au existat mici excepții în anul 2015, când rata nominală medie ponderată la BT-182 de zile a fost mai mică decât cea la BT-91 de zile, și în anul 2016, când cea pentru BT-91 de zile a fost mai mare față de BT-182 de zile și BT-364 de zile. Ceea ce se explică prin faptul că ratele dobânzilor la VMS cu scadențe mai lungi trebuie să compenseze mai mult riscul de fluctuație al ratei dobânzii în comparație cu ale celor cu scadențe mai scurte. Prin urmare, pentru VMS cu termene mai lungi de circulație se oferă drept recompensă randamente mai mari. De asemenea, se atestă că ratele

nominale medii ponderate la BT au înregistrat valori mai aproape de ratele de bază, decât față de ratele anuale medii ale inflației.

Totodată, potrivit Figurii 2.8, în decursul a zece ani de evoluție a ratelor nominale medii ponderate a BT, au fost înregistrate două creșteri bruște ale acestora, în anul 2015 și în 2022. Autorul consideră că acestea au fost influențate în mare parte de criza bancară și cea energetică. În perioada octombrie 2014-octombrie 2015, creanțele BNM asupra celor trei bănci aflate în proces de lichidare au crescut la peste 13 miliarde de lei (echivalentul a 11% din PIB din 2015). În urma injectării masive de lichidități au fost generate presiuni semnificative asupra pieței valutare. Deprecierea leului a contribuit la o creștere rapidă a inflației, care a depășit limita superioară a intervalului țintei (6,5%) la începutul anului 2015 [102, p.17]. Ce ține de anul 2022, criza energetică regională, seceta severă au fost printre factorii care au accelerat procesele inflaționiste, nivelul maxim al inflației a fost înregistrat în octombrie 2022, fiind de 34,6% [49]. Aceste crize au lăsat amprente semnificative pe piața VMS, contribuind la o creștere accelerată a ratelor dobânzilor.

Evidența VMS face parte din monitorizarea datoriei sectorului public în ansamblu. VMS sunt incluse în datoria de stat internă. Aceasta este parte componentă a datoriei de stat, care, la rândul său, se include în datoria sectorului public. Este important de a se distinge componentele datoriei sectorului public, deoarece fiecare reprezintă un concept diferit (Figura 2.9).



Figura 2.9. Componentele datoriei sectorului public

Sursa: elaborată de autor în baza [28]

Potrivit cadrului legal, datoria sectorului public reprezintă „totalitate a datoriei de stat, a datoriei unităților administrativ-teritoriale, a datoriei BNM, a datoriei ce rezultă din împrumuturile interne și externe ale întreprinderilor de stat/municipale și ale societăților comerciale cu capital integral sau majoritar public, care se prezintă sub formă agregată și consolidată”. Este de menționat că, VMS emise pe piața internă a Republicii Moldova și procurate de către nerezidenți sunt incluse în datoria de stat internă. În schimb, VMS emise pe piețele financiare internaționale și procurate de rezidenți ai Republicii Moldova sunt atribuite datoriei de stat externe [28]. Conform experienței internaționale, multe țări delimitează datoria de stat internă și cea externă în funcție de criteriul rezidenței, dar nu al locului de emisiune a VMS.

În baza analizei evoluției datoriei de stat, autorul a ajuns la concluzia că datoria de stat internă reprezintă o pondere mai mică în totalul datoriei de stat, comparativ cu datoria de stat externă (Figura 2.10).

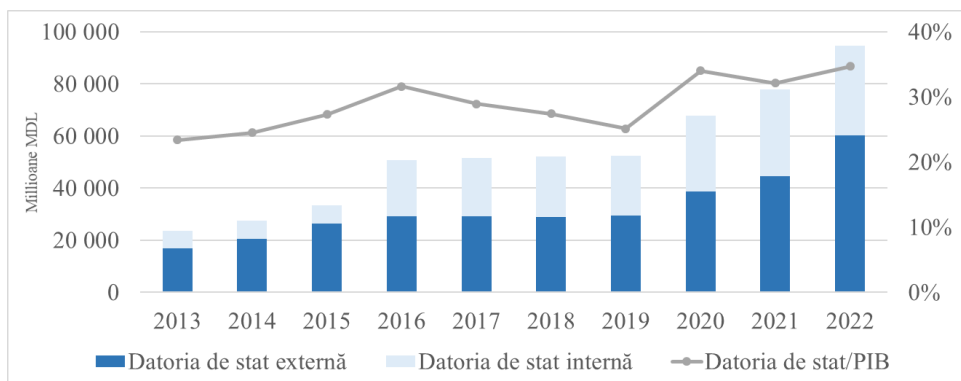


Figura 2.10. Evoluția stocului datoriei de stat

Sursa: elaborată de autor în baza [47, 48]

Pe parcursul a zece ani, datoria de stat a înregistrat un trend ascendent. O creștere semnificativă a fost înregistrată în anul 2016. Potrivit Raportului privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat pe anul 2016, aceasta a fost influențată de creșterea datoriei de stat interne, ca urmare a crizei bancare din țară, când au fost emise VMS în volum de 13 341,2 milioane de lei în scopul îndeplinirii obligațiilor de plată ale MF, derivate din garanțiile de stat nr. 807 din 17 noiembrie 2014 și nr. 101 din 01 aprilie 2015 [47, p. 10]. Din anul 2020 datoria de stat înregistrează valori de peste 60 de miliarde de lei.

Datoria de stat constituie cea mai mare pondere din datoria sectorului public (Figura 2.11)

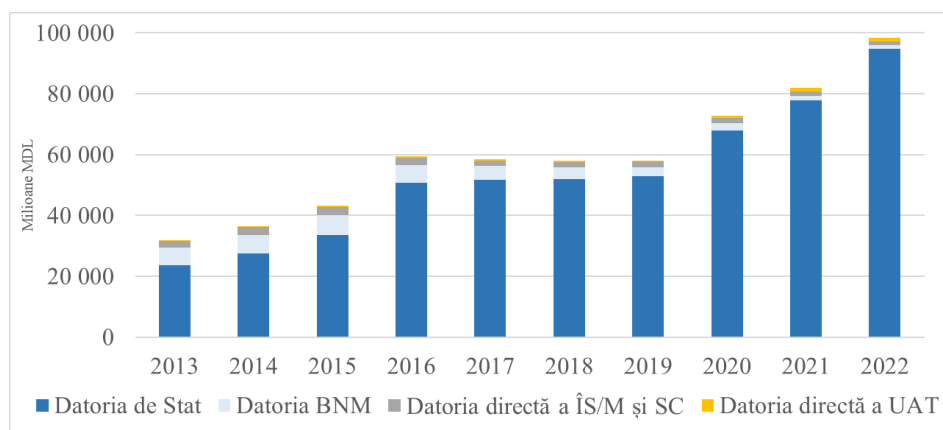


Figura 2.11. Evoluția stocului datoriei sectorului public

Sursa: elaborată de autor [47, 48]

Conform Figurii 2.11, datoria sectorului public a înregistrat o creștere de la un an la altul, cu excepția anului 2017, când soldul datoriei BNM s-a diminuat în valoare de 1 320,5 milioane de lei. În anul 2022, stocul datoriei sectorului public a atins un nivel record de 98 480,9 milioane de lei, reprezentând o creștere de 3,1 ori față de situația de la sfârșitul anului 2013.

Pandemia COVID-19 a avut un impact negativ asupra economiei Republicii Moldova, contribuind la o creștere semnificativă a cheltuielilor guvernamentale, care, la rândul său, au dus la o majorare a deficitului bugetar (Tabelul 2.2), generând o creștere a nivelului datoriei sectorului public.

Odată ce VMS au fost emise pe piața primară, acestea pot fi ulterior tranzacționate pe piața secundară. Până în anul 2018, tranzacțiile erau efectuate prin intermediul Sistemului de înscriere în cont la BNM. În prezent, tranzacțiile se încheie prin intermediul sistemului Depozitarului central unic al valorilor mobiliare și sistemului E-Bond. Unele OS pot fi tranzacționate și la BVM, în anul 2023 fiind încheiată prima tranzacție la bursă [43].

Pe parcursul a 10 ani, până în anul 2018, volumul anual al VMS tranzacționate pe piața secundară a fost relativ mic. Începând cu anul 2019, acesta a înregistrat o creștere semnificativă. Ce ține de numărul tranzacțiilor, acesta este în descreștere, nivelul maxim de 98 de tranzacții pe an a fost atins în anul 2016 (Figura 2.12).

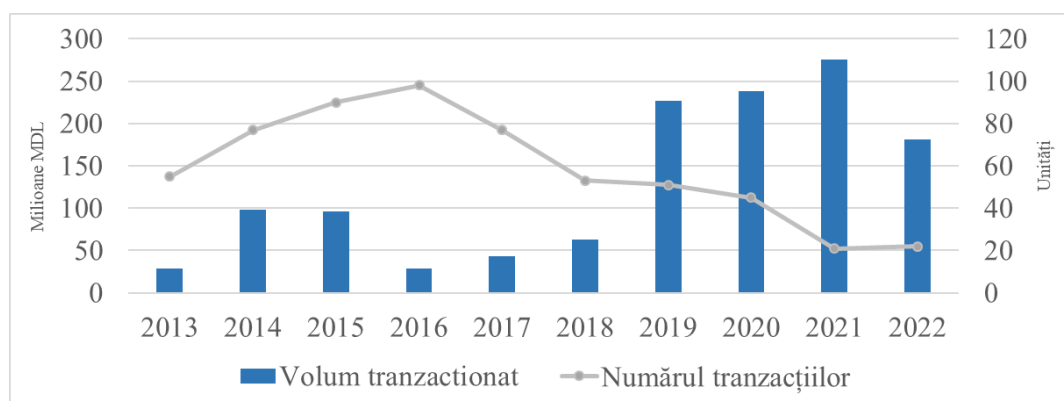


Figura 2.12. Evoluția volumului valorilor mobiliare de stat tranzacționate pe piața secundară

Sursa: elaborată de autor în baza [1, 62]

În Figura 2.12, sunt incluse doar tranzacțiile încheiate în Sistemul de înscriere în cont la BNM și în sistemul E-Bond, fără a le lua în calcul pe cele încheiate în cadrul sistemului Depozitarului central unic al valorilor mobiliare, deoarece acestea nu sunt publice. Este de remarcat că, până în anul 2018, volumul anual al VMS tranzacționate pe piața secundară a atins nivelul maxim de 98 de milioane de lei. În timp ce, începând cu anul 2019, volumul anual al VMS tranzacționate în sistemul E-Bond a depășit 180 de milioane de lei, nivelul maxim de 276 de milioane de lei fiind înregistrat în anul 2021. Cu toate acestea, piața secundară a VMS este caracterizată de o lichiditate scăzută. Volumul VMS tranzacționate este nesemnificativ. Astfel, în încercarea de a intensifica tranzacțiile pe piața secundară, au fost întreprinse diverse măsuri, printre care extinderea canalelor de tranzacționare a VMS.

În concluzie, autorul a constatat că pe parcursul evoluției pieței VMS din Republica Moldova, s-au înregistrat schimbări semnificative, principalele fiind: (i) excluderea VMS materializate; (ii) introducerea metodei de emisiune a VMS prin intermediul licitației; (iii) extinderea graduală a termenului de circulație a VMS, ce ține de OS-10 ani, acestea au fost reintroduse peste 31 de ani, fiind emise deja prin licitație; (iv) introducerea de noi instrumente de VMS; (v) diversificarea canalelor de tranzacționare a VMS pe piața secundară.

2.2. Evaluarea sustenabilității pieței valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova

Sustenabilitatea pieței VMS se referă la capacitatea statului de a-și finanța activitățile și de a deservi VMS fără a pune în pericol stabilitatea financiară și economică a țării. Ținând cont de importanța acesteia, autorul a evaluat sustenabilitatea pieței VMS în Republica Moldova, analizând indicatori care acoperă diverse aspecte ale pieței VMS. Indicatorii în cauză includ evaluarea cadrului macroeconomic, analiza actelor normative, determinarea participanților la emisiunea VMS, performanța pieței primare a VMS și a celei secundare, baza de investitori, precum și transparența pieței VMS (Tabelul 2.1). În baza acestora s-au identificat provocările de pe piața VMS, care necesită a fi atenuate.

Tabelul 2.1. Aspecte cu privire la evaluarea sustenabilității pieței valorilor mobiliare de stat

Nr.	Denumire
1.	Situația macroeconomică
2.	Cadrul legislativ și de reglementare
3.	Participanții la emisiunea VMS pe piața internă
4.	Piața primară: - Ponderea stocului de VMS emise pe piața primară în totalul datoriei de stat - Cererea VMS - Indicatorul bid-to-cover - Structura VMS emise pe piața primară - Scadența medie ponderată a VMS - Stocul VMS emise pe piața primară scadente în decurs de un an
5.	Piața secundară: - Volumul tranzacționat - Numărul tranzacțiilor - Volumul mediu al tranzacțiilor - Rata de rotație - Spreadul
6.	Baza de investitori
7.	Transparența pieței

Sursa: elaborat de autor

1. *Situația macroeconomică* are un impact semnificativ asupra pieței VMS, deoarece influențează încrederea investitorilor și, implicit, cererea pentru datoria guvernamentală

denominată în moneda națională și emisă pe piața internă. O economie stabilă, caracterizată prin creștere economică durabilă, inflație controlată și rată redusă a șomajului, contribuie la consolidarea încrederii investitorilor în VMS. Pe de altă parte, o situație macroeconomică instabilă, caracterizată de diminuarea nivelului de creștere economică, inflație crescândă sau rate ridicate ale șomajului, poate crea incertitudini în rândul investitorilor. Această incertitudine poate duce la o scădere a încrederii și, în consecință, la o cerere mai mică pentru VMS. Scăderea cererii poate influența negativ prețurile la VMS, ceea ce poate afecta capacitatea statului de a obține finanțare la costuri rezonabile. Astfel, situația macroeconomică joacă un rol important în ce privește asigurarea stabilității pieței VMS.

În Republica Moldova, criza provocată de pandemia COVID-19 și ulterior criza energetică au avut un impact negativ asupra situației macroeconomice, ducând la o scădere semnificativă a PIB-lui (Figura 2.13).

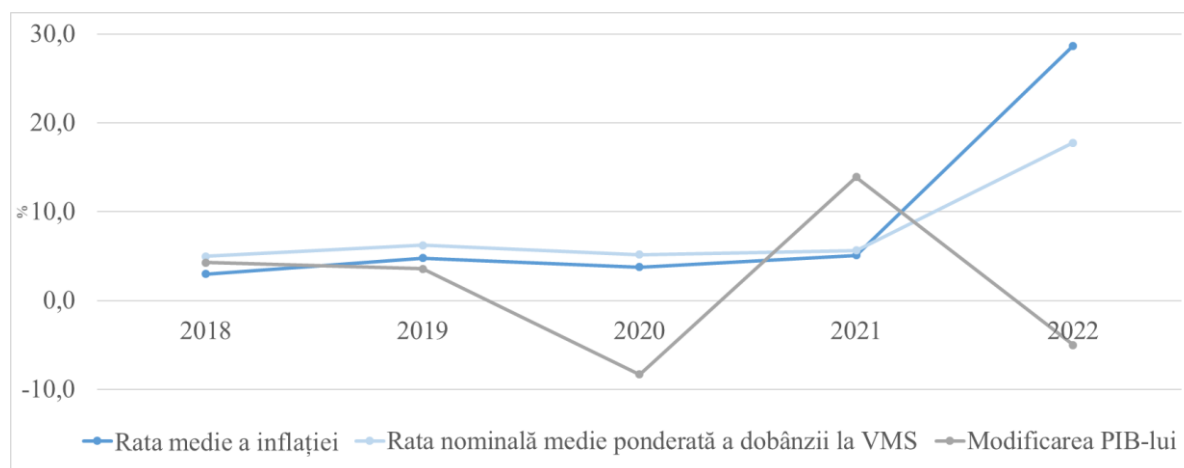


Figura 2.13. Evoluția indicatorilor macroeconomici în Republica Moldova

Sursa: elaborată de autor în baza [12, 42]

Potrivit Figurii 2.13, în anul 2020 a fost înregistrată o scădere semnificativă a PIB-lui real, în valoare de -8,3%. Ca rezultat al crizei pandemice, în anul 2020 a fost înregistrat cel mai înalt nivel al deficitului bugetului public național din ultima perioadă – de 10,6 miliarde de lei, constituind o provocare pentru autorități în ceea ce privește identificarea surselor de finanțare a acestuia (Tabelul 2.2). Anul 2021 a fost marcat de o redresare rapidă a economiei, cu o rată de creștere a PIB-lui de 13,9%. Totuși, criza energetică din toamna anului 2021 a pus în pericol menținerea creșterii economice în anul 2022. Ca rezultat, a fost înregistrată o scădere a PIB-lui, în valoare de -5,0%.

Creșterea semnificativă a prețurilor din anul 2022, în special al celor legate de resursele energetice, a avut un efect în lanț asupra creșterii prețurilor în toate domeniile, rata medie anuală a inflației atingând nivelul de 28,7%. Dinamica respectivă a fost influențată de efectul perioadei

de bază din anul precedent. Indicele Prețului de Consum (IPC) a reflectat impactul creșterilor anterioare ale prețurilor pe piața internațională și regională la produsele alimentare și la resursele energetice, ceea ce a determinat majorarea prețurilor pe piața internă și ajustarea tarifelor pentru gazul în rețea, energia termică și electrică. Este de menționat că Republica Moldova nu a mai înregistrat astfel de rate mari ale inflației din anul 1999, când aceasta a atins nivelul de 43,7% [35, p. 203]. Pe parcursul anului 2023 ritmul anual al inflației de bază s-a diminuat rapid. Conform prognozei BNM, rata inflației medii anuale pentru anul 2024 va constitui 4,5% [49].

Potrivit Figurii 2.13, până în anul 2021, în linii generale, investitorii au obținut o rată reală pozitivă din deținerile de VMS, deoarece rata anuală medie ponderată a dobânzii la VMS comercializate prin licitații a fost mai mare decât rata medie anuală a inflației. Ulterior, în anul 2022 situația s-a schimbat, rata reală devenind negativă. Aceasta a fost determinată de creșterea accelerată a ratei inflației, care a depășit rata nominală medie ponderată a VMS. Este de remarcat că, factorii macroeconomici joacă un rol semnificativ asupra ratelor dobânzilor la VMS, inflația având cea mai mare influență [96, p. 331].

Între rata inflației și rata dobânzii la VMS există o corelație. În general, atunci când inflația crește, există tendința ca și rata dobânzii la VMS să crească. Ceea ce se datorează faptului că o rată mai mare a inflației poate determina investitorii să solicite o rentabilitate mai mare pentru a compensa pierderea puterii de cumpărare a banilor. Adicional, autorul a constatat că inflația, pe lângă costurile de emisiune a VMS poate influența și cererea acestora, în special pentru VMS cu termen lung de circulație (Figura 2.14).

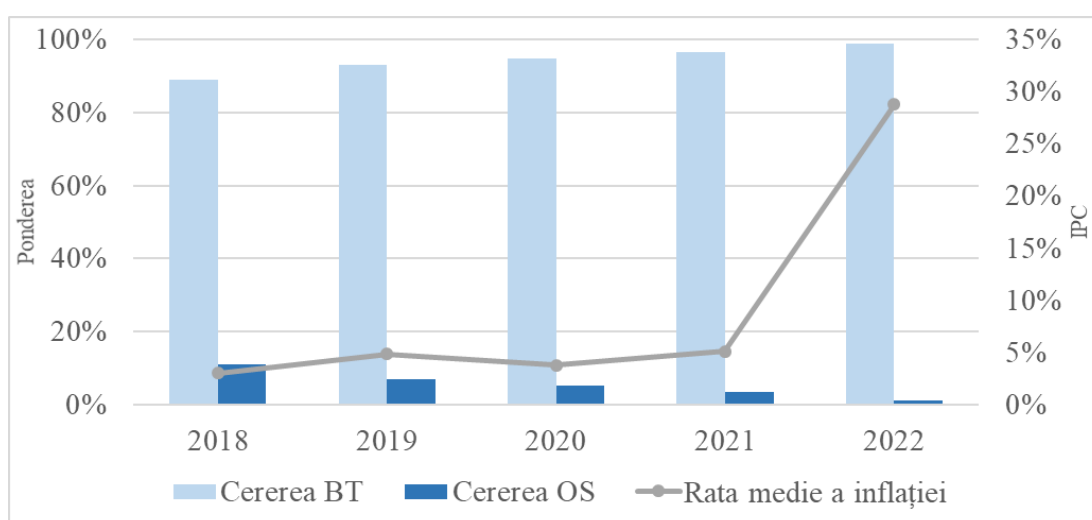


Figura 2.14. Cererea bonurilor de trezorerie vs. cererea obligațiunilor de stat
Sursa: elaborată de autor în baza [42, 52]

Într-un mediu caracterizat de o creștere a ratei inflației, investitorii manifestă un interes mai scăzut pentru VMS pe termen lung, care devin mai vulnerabile la riscul inflației. Această

tendință îi îndeamnă să exploreze alternative mai atractive pentru a-și proteja capitalul și pentru a obține randamente mai mari în fața presiunilor inflaționiste. De aceea, se observă o preferință pentru VMS cu scadențe mai scurte, care oferă o lichiditate mai mare. Conform Figurii 2.14, în anul 2022 cererea pentru OS a atins cel mai scăzut nivel din ultimii cinci ani, reprezentând doar 1,2% din totalul cererii pentru VMS, iar rata medie anuală a inflației a înregistrat cea mai înaltă valoare, de 28,7%. Această conjunctură a generat schimbări semnificative în preferințele investitorilor pe piața VMS.

Reieșind din situația macroeconomică din țară, soldul bugetului public național a înregistrat valori negative, cheltuielile depășind veniturile. Componentele acestuia constituie:

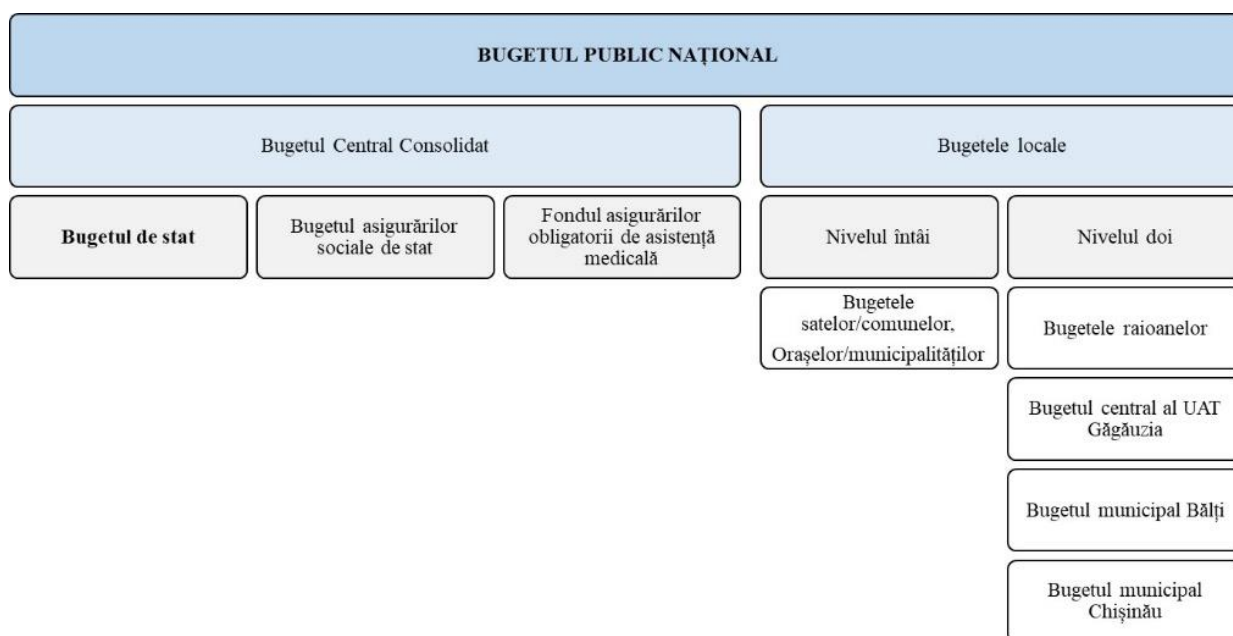


Figura 2.15. Componentele bugetului public național

Sursa: elaborată de autor în baza [5]

În componența bugetului public național se include bugetul de stat, bugetul asigurărilor sociale de stat, fondurile asigurărilor obligatorii de asistență medicală și bugetele locale. Potrivit cadrului normativ al Republicii Moldova, sursele de finanțare a bugetului se formează din: (i) operațiuni cu instrumente ale datoriei; (ii) operațiuni aferente vânzării și privatizării patrimoniului public; (iii) operațiuni cu soldurile în conturile bugetului; și (iv) alte operațiuni cu activele financiare și cu datoriile bugetului [29].

Generatoare de datorie a sectorului public sunt diverse instrumente financiare, aplicabile atât pe piața financiară națională, cât și pe piețele financiare internaționale, inclusiv împrumuturi, valori mobiliare, depozite, alocări de drepturi speciale de tragere și garanții [28].

Tabelul 2.2. Surse de finanțare a deficitului bugetului public național*Milioane lei*

Indicator	2018	2019	2020	2021	2022
Sold bugetar	-1 613,0	-3 026,4	-10 619,8	-4 640,5	-8 868,8
Surse de finanțare	1 613,0	3 026,4	10 619,8	4 640,5	8 868,8
Active financiare	319,3	521,9	-471,9	-2 386,8	-9 580,6
Datorii:	943,7	567,4	13 227,4	12 443,0	12 920,4
Datorii interne	403,8	135,2	5 606,5	3 772,5	-259,9
VMS emise pe piața primară	690,0	339,6	5 816,8	3 981,5	-143,4
Împrum. interne de la inst. nefin. și finan.	5,0	5,5	276,6	370,9	20,7
Împrumuturi externe	534,9	426,7	7 344,3	8 299,6	13 159,6
Modificarea soldului de mijloace bănești	350,0	1 937,1	-2 135,7	-5 415,7	5 529,0

Sursa: elaborat de autor în baza [45]

Cea mai mare sursă de finanțare a deficitului bugetar o reprezintă datoriile. Din componența datoriilor interne fac parte VMS emise pe piața primară. Conform datelor prezentate în Tabelul 2.2, emisiunea netă a acestor VMS a înregistrat cea mai mare valoare în anul 2020 și cea mai mică valoare în anul 2022. Analizând nivelurile ratelor anuale medii ponderate ale VMS, autorul a constatat o diferență semnificativă ale acestora în anii 2020 și 2022. În anul 2020 acesta a fost relativ scăzut, înregistrând o valoare de 5,19%, ceea ce a determinat guvernul să emită un volum mai mare de VMS. Pe când în 2022, nivelul ratelor anuale medii ponderate a crescut semnificativ la 17,76%, contribuind la costuri mai mari pentru emisiunea VMS și, în consecință, la o emisiune netă negativă a acestora.

Pe lângă analiza indicatorilor macroeconomici, cum ar fi creșterea economică, deficitul bugetar, inflația, politica fiscală și monetară, stabilitatea instituțională și legislativă, investitorii acordă o atenție deosebită ratingului de țară. Întru Republica Moldova, Agenția de rating Moody's este responsabilă de evaluarea ratingului de țară, actualizat periodic (Tabelul 2.3).

Tabelul 2.3. Istoricul evoluției ratingului Republicii Moldova acordat de către Moody's

Ratingul	Perspectiva	Data
B3	stabilă	18.08.2023
B3	negativă	14.04.2022
B3	stabilă	13.01.2017
B3	negativă	31.07.2015
B3	stabilă	12.08.2010
WR	n/a	01.10.2009
B1	supraveghere negativă	05.02.2009
Caa1	stabilă	06.05.2003
Ca	stabilă	11.07.2002
Caa1	stabilă	03.07.2001
B3	stabilă	19.04.2000
B2	supraveghere negativă	13.07.1999
B2	stabilă	14.07.1998
Ba2	stabilă	14.01.1997

Sursa: elaborat de autor în baza [118]

Din anul 1997 cel mai scăzut rating a fost înregistrat în anul 2002. În 2017 ratingul a fost îmbunătățit de la negativ la stabil, după ce în 2015 fusese retrogradat la negativ din cauza fraudei bancare. În anul 2022, Agenția de rating Moody's a schimbat perspectiva ratingului Republicii Moldova de la stabilă la negativă. Această schimbare a fost determinată de situația geopolitică din regiune. Ratingul a fost retrogradat pentru prima dată în ultimii cinci ani. În august 2023 el a fost modificat, de la o perspectivă negativă la una stabilă, menținându-se în același timp ratingul la nivelul B3. Trecerea de la o perspectivă negativă la una stabilă indică încrederea acumulată de agenție în capacitatea Republicii Moldova de a aborda provocările semnificative cu care s-a confruntat anterior, fiind și un semn promițător de îmbunătățire a stabilității economice pe termen mediu. Prin urmare, agențiile de rating joacă un rol esențial la evaluarea capacității unei țări în vederea îndeplinirii obligațiilor financiare.

În opinia autorului, situația macroeconomică are o influență majoră asupra sustenabilității pieței VMS. Un nivel scăzut al creșterii economice poate contribui la o creștere a deficitului bugetar, iar rata inflației poate influența rata VMS și cererea acestora. Atunci când aceasta crește, costurile de emisiune a VMS pot deveni mai mari, ceea ce influențează asupra emisiunii nete a VMS emise pe piața primară. Astfel, Agenția de rating Moody's, în baza unei analize ample a țării, care include și situația macroeconomică, a actualizat de mai multe ori ratingul Republicii Moldova.

2. *Cadrul legislativ și de reglementare* a pieței VMS trebuie să aibă ca obiectiv principal menținerea unei piețe echitabile, eficiente și transparente. Pentru a realiza mai bine acest lucru, este necesară o definire și o implementară clară a bunelor practici, o penalizare a abaterilor, cum ar fi manipularea pieței și efectuarea tranzacțiilor în baza informațiilor privilegiate, și trebuie să fie asigurată protecția investitorilor. Realizarea acestor obiective depinde de robustețea cadrului de reglementare și supraveghere, care poate fi o provocare majoră, în special pentru economiile emergente și în curs de dezvoltare.

În Republica Moldova cadrul legislativ și de reglementare a pieței VMS este supus unui proces continuu de ajustare în scopul îmbunătățirii eficiente a pieței și protejării intereselor investitorilor. Principalele acte normative cu privire la piața VMS sunt prezentate în Anexa 3. Astfel, Codul Fiscal al Republicii Moldova reglementează impozitarea veniturilor obținute din investiții în VMS. Începând cu anul 2021, veniturile aferente VMS sunt supuse impozitării conform prevederilor legale. În legea anuală a bugetului de stat este stabilit plafonul datoriei de stat. În Legea nr. 419/2006 este reglementată datoria contractată, în numele Republicii Moldova, de guvern prin intermediul MF, datoria întreprinderilor de stat/municipale (ÎS/M), a societăților comerciale cu capital integral sau majoritar public (SC) și a unităților administrativ-teritoriale (UAT) cu termenul de scadență de un an și mai mare, precum și VMS, indiferent de maturitatea

acestora. Raportarea datoriei sectorului public este reglementată în Hotărârea Guvernului nr. 1136/2007. Piața retail a VMS este supusă prevederilor celor trei Hotărâri menționate în Anexa 3. Cu toate acestea, este necesar să se elaboreze un Regulament care să detalieze emisiunile directe de VMS către persoanele fizice. Regulile și procedurile referitoare la plasarea, tranzacționarea și răscumpărarea VMS pe piața internă, inclusiv criteriile de selecție și evaluare a performanței dealerilor primari, precum și definirea drepturilor și obligațiilor acestora sunt stipulate în Regulamentul nr. 170/2018. Admiterea spre tranzacționare a OS la BVM este stipulată de Regulamentul aprobat prin Ordinul MF nr. 17/2022. În Instrucțiunile din Anexa 3 se definesc principiile cu privire la plasarea și răscumpărarea OS pe piața internă cu dobânzi fixe și variabile.

În anul 2020 a fost elaborat Codul de etică și conduită pentru angajații Direcției datoriei publice și pentru membrii comisiilor care au tangență cu domeniul datoriei publice. Scopul acestui Cod vine din necesitatea îmbunătățirii managementului datoriei de stat și conformării liniilor directoare internaționale stabilite de FMI și de Banca Mondială. Unul dintre obiectivele principale ale acestui Cod prevede eliminarea conflictelor de interese [7].

În lista actelor normative menționate în Anexa 3 nu sunt incluse Condițiile de emisiune, circulație și răscumpărare a OS plasate prin subscriere nr. 99/2009 [10], deoarece acestea necesită a fi ajustate/abrogate pentru a corespunde cu reglementările actuale ale pieței VMS.

Cadrul legislativ și de reglementare al pieței VMS din Republica Moldova este unul complex, totuși, trebuie să fie adaptat continuu, prin introducerea, modificarea sau abrogarea unor acte normative, astfel încât să reflecte situația actuală a pieței.

3. *Participanții la emisiunea VMS pe piața internă* prin intermediul licitațiilor sunt trei instituții, în afară de dealerii primari. Acestea sunt implicate în procesul de emisiune a VMS prin licitație, tranzacționare în afara pieței reglementate și deservirea VMS (Figura 2.16).

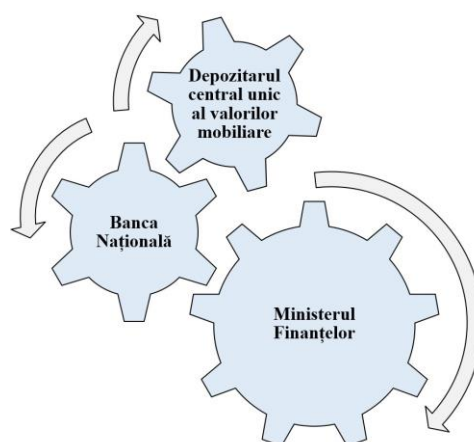


Figura 2.16. Instituțiile implicate în procesul de emisiune a valorilor mobiliare de stat prin licitație

Sursa: elaborată de autor în baza [17]

Atât pe piața internă, cât și pe cea externă MF este autorizat să emită VMS, iar BNM, în rolul său de agent al statului, organizează licitațiile de vânzare a VMS pe piața internă. Depozitarul central unic al valorilor mobiliare este responsabil de înregistrarea, evidența și decontarea VMS. Astfel, în procesul de emisiune, tranzacționare și deservire a VMS, fiecare dintre aceste trei instituții își au funcțiile și obligațiile sale bine determinate, cooperarea acestora jucând un rol esențial pentru buna funcționare a pieței VMS.

4. *Piața primară a VMS* a fost evaluată de către autor din perspectiva următorilor indicatori:

- *Ponderea stocului de VMS emise pe piața primară în totalul datoriei de stat.* Indicatorul în cauză este utilizat pentru a evalua cota-parte a stocului de VMS emise pe piața primară în componența datoriei de stat. O pondere mai mare a stocului de VMS emise pe piața primară înseamnă că o parte semnificativă a datoriei de stat este reprezentată de VMS emise pe piața primară, ceea ce poate indica o cerere solidă din partea investitorilor pentru astfel de instrumente și un nivel înalt de activitate al pieței primare.

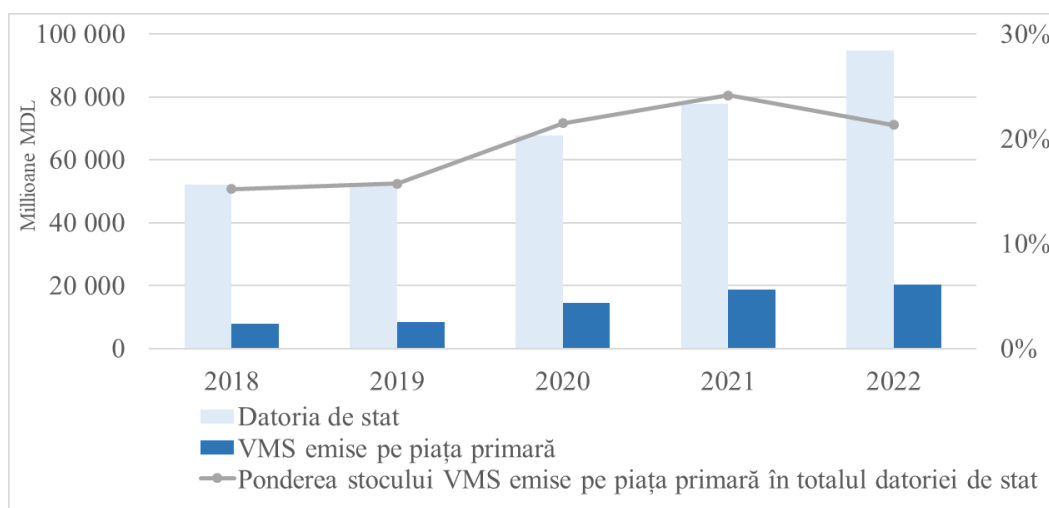


Figura 2.17. Evoluția ponderii stocului de valori mobiliare de stat emise pe piața primară în totalul datoriei de stat

Sursa: elaborată de autor în baza [48]

În perioada 2018-2022 ponderea stocului VMS emise pe piața primară în totalul datoriei de stat a înregistrat valori de peste 15%, valoarea maximă fiind în anul 2021, de 24%, cu toate că stocul de VMS emise pe piața primară a atins valoarea maximă în anul 2022. Acest lucru s-a datorat creșterii datoriei de stat cu 16 907,4 milioane de lei față de anul 2021 și a contribuit la înregistrarea valorii ponderii de 21% în anul 2022. Prin urmare, VMS emise pe piața primară nu reprezintă o pondere semnificativă în totalul datoriei de stat.

- *Cererea VMS* indică nivelul de interes din partea investitorilor pentru astfel de instrumente financiare în cadrul pieței primare. Indicatorul în cauză reprezintă raportul dintre

valoarea totală a cererii depuse și oferta disponibilă în cadrul licitației. O rată de subscriere mare, adică atunci când cererea depășește oferta disponibilă, poate fi interpretată ca un semn de încredere în emitent și al atractivității VMS. Pe de altă parte, o rată de subscriere scăzută, atunci când cererea este mai mică decât oferta disponibilă, poate indica un interes limitat din partea investitorilor sau faptul că nu sunt atractive condițiile de emisiune a VMS. Este de menționat că, o rată de subscriere înaltă nu garantează automat succesul emisiunii, iar o rată de subscriere scăzută nu înseamnă neapărat că emisiunea a fost un eșec. Există și alți factori care pot fi utilizați la evaluarea succesului emisiunii, cum ar fi prețul de emisiune a VMS. Cu toate acestea, rata de subscriere la licitațiile de vânzare a VMS oferă o perspectivă importantă asupra evaluării atractivității acestora.

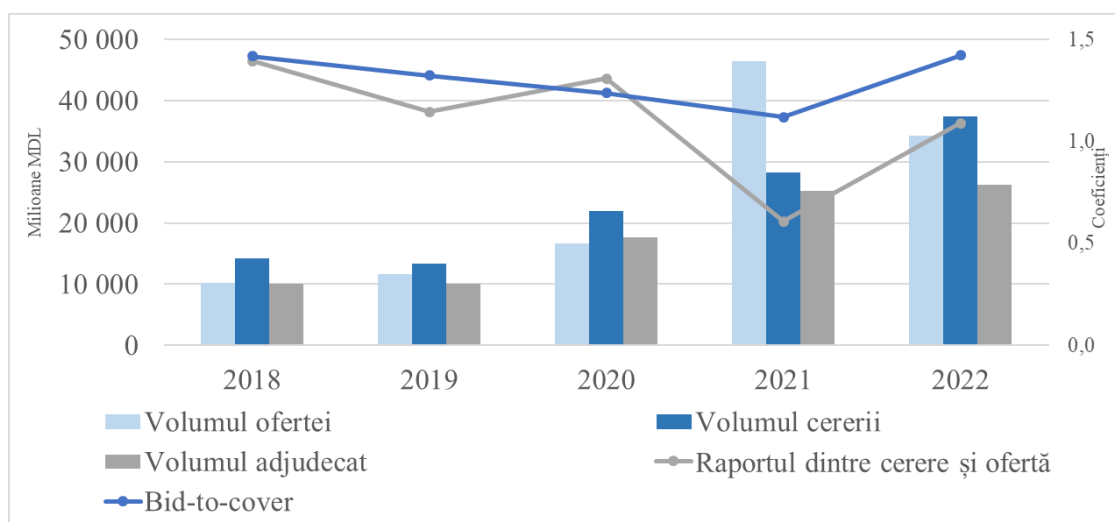


Figura 2.18. Rezultatele licitațiilor de vânzare a valorilor mobiliare de stat

Sursa: elaborată de autor în baza [52]

Potrivit Figurii 2.18, volumul cererilor depuse a depășit pe cel al ofertelor de VMS anunțat de către MF, cu excepția anului 2021. Cu toate că volumul cererii din anul 2021 a fost mai mare față de anii precedenți, raportul dintre cerere și oferta pentru anul 2021 a fost cel mai mic, din cauza că în anul 2021 oferta a atins un nivel maxim de 46 485,0 milioane de lei.

- *Indicatorul bid-to-cover* este calculat ca raportul dintre volumul cererilor depuse și volumul adjudecat în cadrul licitațiilor de vânzare a VMS. Un rezultat mare al indicatorului nu este întotdeauna pozitiv pentru emitent. Există situații în care investitorii pot depune cereri la condiții neacceptate de emitent, cum ar fi prețul scăzut al VMS. În astfel de cazuri, emitentul poate să adjudece doar o parte din volumul cereri sau să le respingă în totalitate. Prin urmare, este important să se analizeze și să se interpreteze contextul specific al licitației și factorii care afectează volumul cererii și cel de adjudecare a VMS. Conform Figurii 2.18, indicatorul bid-to-cover a înregistrat valori mai mari de 1, ceea ce indică faptul că volumul anual al cererii a depășit pe cel de adjudecare.

În urma analizei rezultatelor licitațiilor de vânzare a VMS, autorul a identificat o dependență inversă între emisiunea netă a VMS emise pe piața primară și nivelul soldului bugetului de stat. Atunci când soldul bugetului scade, emisiunea netă a VMS emise pe piața primară crește, ceea ce sugerează că guvernul poate opta să emită un volum mai mare de VMS pentru a finanța acest deficit bugetar. La fel, în situația inversă, când soldul bugetului de stat crește, emisiunea netă a VMS emise pe piața primară scade (Figura 2.19).

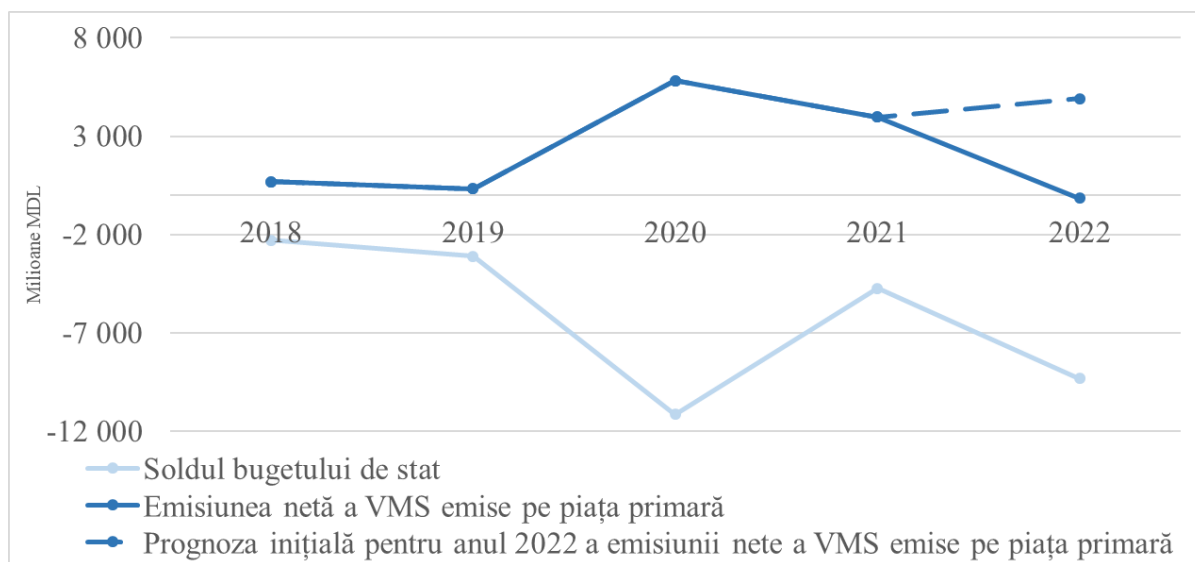


Figura 2.19. Soldul bugetului de stat vs. emisiunea netă a valorilor mobiliare de stat emise pe piața primară

Sursa: elaborată de autor în baza [36, 45]

Conform Figurii 2.19, dependența inversă dintre soldul bugetului de stat și emisiunea netă a VMS emise pe piața primară nu s-a adeverit pentru anul 2022, ceea ce în viziunea autorului, poate fi explicat prin faptul că, în anul 2022 a fost înregistrat un nivel relativ mare al ratei nominale medii ponderate a dobânzii la VMS comercializate prin licitații (Figura 2.13). Ca rezultat, au fost influențate costurile de deservire a VMS, care au determinat nerealizarea prognozei inițiale a emisiunii nete a VMS emise pe piața primară.

- *Structura VMS emise pe piața primară* se referă la compoziția portofoliului de VMS emise pe piața primară. O imagine asupra ponderii BT și OS în cadrul emisiunilor de VMS pe piața primară poate oferi informații despre strategia de finanțare a guvernului, constrângerile bugetare și preferințele investitorilor. Anumite categorii de investitori, cum ar fi fondurile de pensii și companiile de asigurări, preferă să investească în VMS cu termene de circulație mai lungi. Este de menționat că strategia de emisiune a VMS poate varia în funcție de circumstanțele economice ale fiecărei țări.

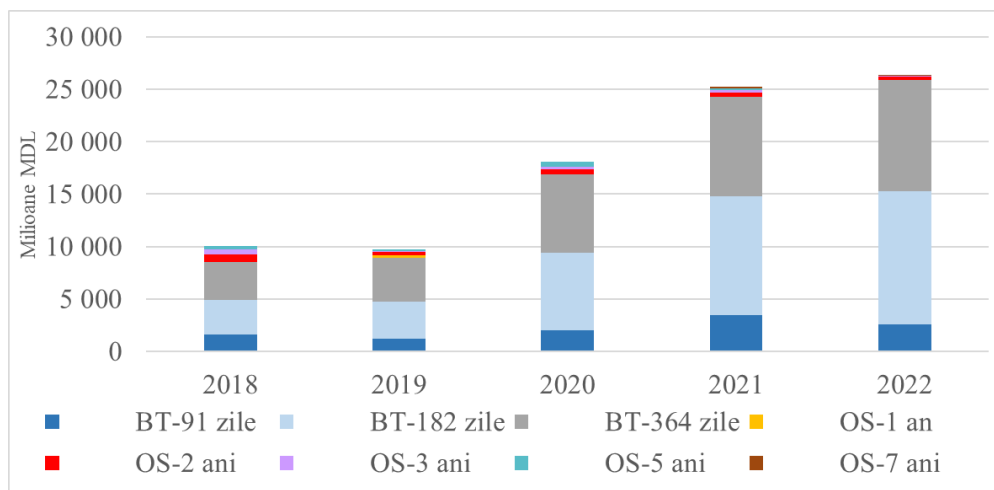


Figura 2.20. Structura valorilor mobiliare de stat emise pe piața primară

Sursa: elaborată de autor în baza [26]

Volumul VMS emise pe piața primară a înregistrat o creștere semnificativă în ultima perioadă. În anul 2022 acesta a atins valori de 2,6 ori mai mari față de anul 2018, constituind 26,3 miliarde de lei. Ponderea majoră în totalul VMS comercializate este deținută de BT. În anul 2018 această pondere a constituit 85%, dar a crescut la 98% în 2022. Fapt ce sugerează că BT reprezintă tipul de VMS dominant în emisiunile de VMS. Dintre BT emise, cele cu maturitatea de 182 și 364 de zile reprezintă o pondere majoră în totalul VMS emise pe piața primară, pe când OS înregistrează o pondere nesemnificativă în totalul VMS emise pe piața primară. Aceasta se datorează și faptului că pe piața VMS nu sunt investitori instituționali, cum ar fi fondurile de pensii, care să investească în VMS cu termene lungi de circulație. Emisiunea preponderentă a VMS cu termene scurte de circulație amplifică riscul de refinanțare [56].

- *Scadența medie ponderată a VMS* reprezintă un indicator important în vederea evaluării riscului de refinanțare. Acesta se calculează prin înmulțirea maturității inițiale a fiecărei VMS cu ponderea sa în cadrul portofoliului total de VMS emise pe piața primară. Un rezultat mai mare al indicatorului respectiv indică, în general, un risc de refinanțare mai redus pentru emitent, ceea ce conferă emitentului o stabilitate mai mare și o reduce a frecvenței de refinanțare. De asemenea, volatilitatea asociată cu schimbările ratelor dobânzilor este, de obicei, mai mică în cazul VMS cu scadențe mai lungi. Prin urmare, acest indicator este esențial pentru evaluarea riscului de refinanțare a emitentului, fiind monitorizat atât de investitori, cât și de analiști.

- *Stocul VMS emise pe piața primară scadente în decurs de un an* reprezintă un alt indicator de evaluare a riscului de refinanțare. Cu cât acest indicator înregistrează valori mai mari, cu atât riscul de refinanțare este mai mare. Anual, începând cu 2019, în Programul „Managementului datoriei de stat pe termen mediu” sunt aprobate valori de referință pentru indicatorul respectiv, rezultatele fiind publicate lunar în buletinele statistice.

Tabelul 2.4. Evoluția indicatorilor de evaluare a riscului de refinanțare

Indicator	Realizat la 31.12.2018	Realizat la 31.12.2019	Realizat la 31.12.2020	Realizat la 31.12.2021	Realizat la 31.12.2022
Scadența medie ponderată a VMS (zile)	366	301	314	281	253
VMS emise pe piața primară scadente în decurs de un an (% din total)	78,0	84,3	88,4	89,0	92,3

Sursa: elaborat de autor în baza [4, 6, 48]

Potrivit rezultatelor indicatorilor de evaluare a riscului de refinanțare a VMS, aceștia au un trend crescător. Scadența medie ponderată a VMS este în descreștere, în timp ce ponderea VMS emise pe piața primară scadente în decurs de un an este în creștere. Pe parcursul ultimilor trei ani, acest indicator a înregistrat valori care au depășit nivelurile de referință stabilite anual în cadrul Programul „Managementului datoriei de stat pe termen mediu”. Cel mai mare risc de refinanțare din ultima perioadă a fost înregistrat în anul 2022, fiind influențat de nivelul scăzut al cererii pentru VMS cu termen lung de circulație (Figura 2.14).

În urma analizei pieței primare a VMS, autorul a constatat că stocul de VMS nu reprezintă o pondere semnificativă în totalul datoriei de stat. Emisiunea netă a VMS emise pe piața primară este strâns legată de nivelul de deficit al bugetului de stat. Din interpretarea rezultatelor licitațiilor de plasare a VMS pe piața primară se observă că cererea la BT a depășit adesea oferta anunțată de MF, în timp ce la OS aceasta a fost, deseori, mai mică decât oferta, ceea ce, în viziunea autorului, a condus la o creștere a riscului de refinanțare a VMS.

5. *Piața secundară* a VMS a fost analizată de către autor din perspectiva indicatorilor de lichiditate. Pentru evaluare, au fost luate în calcul tranzacțiile cu VMS încheiate în sistemul E-Bond (Figura 2.21).

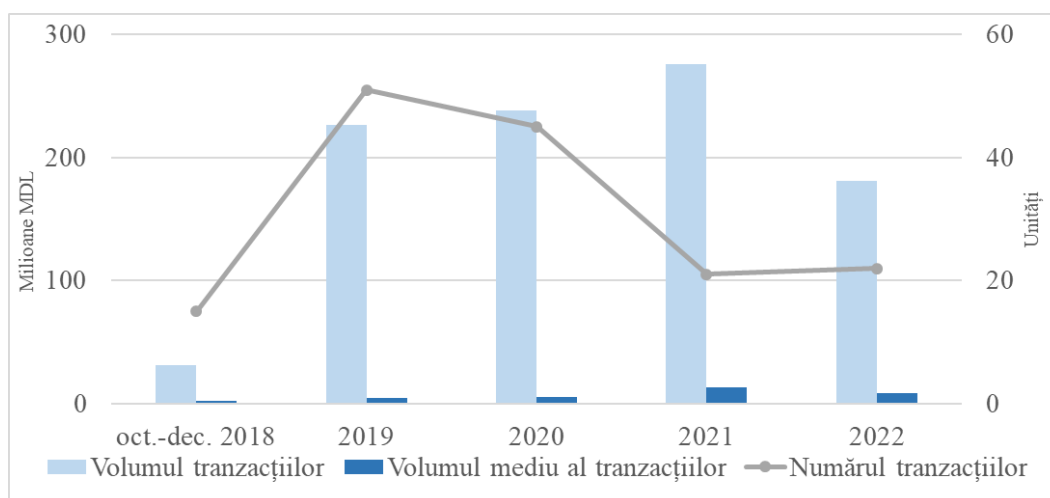


Figura 2.21. Evoluția tranzacțiilor cu valorile mobiliare de stat încheiate în sistemul E-Bond

Sursa: elaborată de autor în baza [62]

- *Volumul tranzacțiilor* cu VMS până în anul 2021 a urmat o traiectorie ascendentă. În anul 2022 s-a înregistrat o scădere al acestuia de 0,7 ori în comparație cu nivelul anului 2021. În perioada octombrie 2018-decembrie 2022 au fost încheiate doar 6 tranzacții cu OS, celelalte fiind încheiate cu BT.

- *Numărul tranzacțiilor* anuale este unul neuniform, variind de la 15 la 51 de tranzacții. În 2018, în trei luni, au fost înregistrate 15 tranzacții, pe când în 2021 pe tot parcursul anului au fost încheiate doar 21 de tranzacții. Cele mai multe au fost în anul 2019.

- *Volumul mediu al tranzacțiilor* a înregistrat valori de la 2,1 la 13,1 milioane de lei, cel mai mare rezultat fiind din anul 2021.

- *Rata de rotație*, determinată ca raportul dintre volumul tranzacțiilor cu VMS încheiate în sistemul E-Bond și stocul de VMS emise pe piața primară, a oscilat de la 0,4 la 2,6%. Un nivel mic al acestei rate semnalează o activitate redusă pe piața secundară.

- *Spreadul* calculat ca diferența dintre prețurile VMS emise pe piața primară și cele tranzacționate pe piața secundară.

Tabelul 2.5. Spreadul dintre prețurile valorilor mobiliare de stat emise pe piața primară și cele tranzacționate pe piața secundară

ISIN	Scadența, zile	Prețul de tranzacționare a VMS, lei	Prețul mediu ponderat al VMS emise la licitație, lei	Spread, lei
1	2	3	4	5=3 – 4
MD4003002210	91	95,35	95,35	0,00
MD4003002228	182	90,20	90,16	0,04
MD4003001527	364	91,94	91,99	-0,05

Sursa: elaborat de autor în baza [4, 62]

Datele din Tabelul 2.5 au fost selectate de către autor aleatoriu. Diferența dintre prețul de tranzacționare și cel mediu ponderat al VMS emise la licitație este una nesemnificativă sau chiar egală cu zero, ceea ce poate sugera că piața secundară este lichidă și că prețurile tranzacționate reflectă în mare măsură prețul de emisiune. Totuși, reieșind din numărul mic al tranzacțiilor, pentru o evaluare completă este necesar să se ia în calcul și alți indicatori, cum ar fi spreadul dintre cotațiile de vânzare și cumpărare a VMS.

În baza indicatorilor de evaluare a lichidității pieței secundare, autorul a constatat că piața secundară este una nelichidă, deși începând cu anul 2019 volumul VMS tranzacționate pe piața secundară a înregistrat o creștere semnificativă.

6. *Baza de investitori* ai VMS include atât investitorii individuali, cât și pe cei instituționali. Investitorii individuali sunt persoanele fizice, care pentru a-și gestiona economiile personale, pot cumpăra și deține VMS. Pe de altă parte, investitorii instituționali, cum ar fi sectorul

bancar, pot achiziționa VMS în conturile lor proprii sau pot acționa ca intermediari la procurarea sau vânzarea VMS dacă au statut de dealer primar.

În Republica Moldova baza de investitori ai VMS este compusă preponderent din sectorul bancar (Figura 2.22).

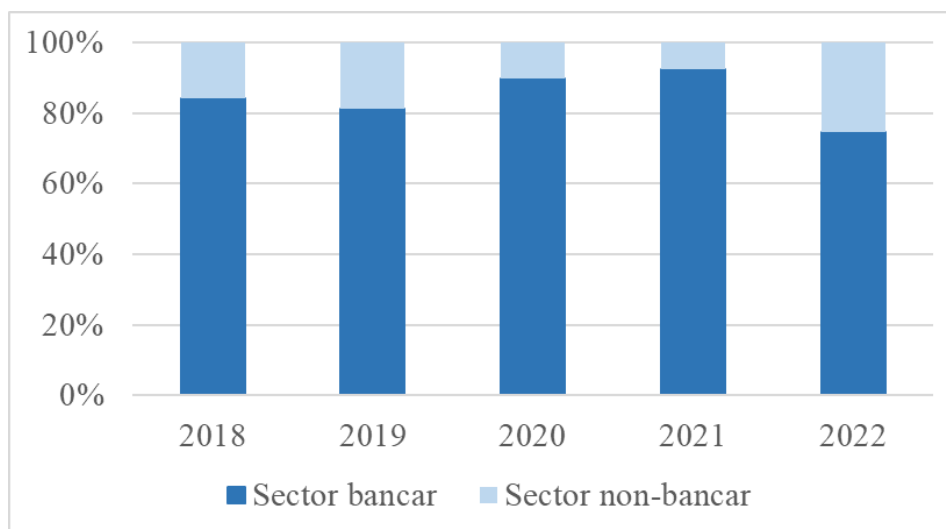


Figura 2.22. Structura pe tipuri de investitori ai valorilor mobiliare de stat emise pe piața primară

Sursa: elaborată de autor în baza [48]

Ponderea sectorului bancar care a procurat VMS în cont propriu, reprezintă o parte semnificativă din totalul VMS comercializate pe piața primară, înregistrând valori de peste 75%. O pondere mai mare a sectorului non-bancar a fost înregistrată în anul 2022. În prezent, nu mai există restricții cu privire la procurarea VMS de către investitorii străini. Anterior, aceștia trebuia să obțină permisiunea MF pentru a achiziționa VMS [34, p. 59]. Totuși, ponderea investitorilor nerezidenți în totalul VMS aflate în circulație este una nesemnificativă, în anul 2020 constituind doar 0,03% [6].

7. *Transparența pieței VMS* reprezintă nivelul de accesibilitate și disponibilitate a informațiilor cu privire la emitent, instrumente financiare și tranzacții care au loc pe piața VMS. Guvernul aprobă anual Programul „Managementului datoriei de stat pe termen mediu”, la elaborarea căruia se utilizează instrumentul analitic elaborat în anul 2009 în comun de către Banca Mondială și FMI. Cu ajutorul unui astfel de instrument se evaluează atât costurile, cât și riscurile strategiilor de finanțare a deficitului bugetar. În acest context, lunar, în buletinele statistice se publică rezultatele indicatorilor de risc stabiliți în Programul „Managementului datoriei de stat pe termen mediu”. De asemenea, MF prezintă guvernului și parlamentului raportul trimestrial privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat. Curtea de Conturi anual efectuează auditul managementului datoriei sectorului public cu identificarea

recomandărilor [31], rezultatele fiind prezentate Parlamentului, Președintelui și Guvernului Republicii Moldova.

Atât pe pagina web oficială a MF, cât și pe cea a BNM, se publică comunicatele privind plasarea VMS și rezultatele licitațiilor de vânzare a VMS. De asemenea, pe pagina MF sunt publicate tranzacțiile cu VMS încheiate în sistemul E-Bond, care includ informații despre ISIN, data tranzacției, data scadenței, prețul, rata dobânzii și volumul tranzacționat. Informațiile cu privire la piața primară a VMS sunt mai complexe față de cele cu privire la piața secundară. Nu sunt publicați indicatorii de lichiditate a pieței secundare a VMS, iar tranzacțiile cu VMS încheiate în cadrul sistemului Depozitarului central unic al valorilor mobiliare nu sunt făcute publice.

În concluzie, situația macroeconomică are un impact semnificativ asupra pieței VMS. Unul dintre factorii-cheie care a influențat piața VMS din Republica Moldova a fost soldul bugetar, reprezentând o relație inversă față de volumul de emisiune netă a VMS emise pe piața primară. De asemenea, nivelul ratei inflației a influențat rata dobânzii la VMS și preferințele investitorilor în ceea ce privește termenul de circulație a acestora. Odată cu descreșterea cererii pentru VMS cu termen lung de circulație, a crescut riscul de refinanțare pe piața primară. În ceea ce privește piața secundară a VMS, aceasta nu este una lichidă, cu toate că în ultima perioadă s-a înregistrat o creștere a volumului tranzacțiilor cu VMS. Baza de investitori este alcătuită preponderent din sectorul bancar. Deși cu regularitate sunt publicate informații cu privire la piața VMS, informația cu privire la piața primară este mai complexă față de piața secundară. Un alt aspect de menționat este că, deși cadrul legislativ este în continuă schimbare, nu este în totalitate ajustat la condițiile actuale ale pieței VMS. Cu toate acestea, piața VMS este una sustenabilă, iar Guvernul Republicii Moldova, de la înființarea pieței VMS, și-a onorat cu regularitate obligațiile sale de plată cu privire la deservirea VMS.

2.3. Analiza comparativă a pieței valorilor mobiliare de stat din Republica Moldova în raport cu alte țări

O analiză comparativă a pieței VMS din Republica Moldova în raport cu cea din alte țări este esențială pentru a-i determina poziția. Studiul comparativ poate scoate în evidență punctele forte și cele slabe ale pieței VMS, creând o imagine clară a nivelului de dezvoltare a acestei pieți. Învățând din experiența altor țări, Republica Moldova poate evita anumite greșeli și poate adopta strategii de succes. Rezultatele analizei comparative pot servi drept bază pentru elaborarea strategiilor care să vizeze dezvoltarea și consolidarea pieței VMS.

La peste trei ani de la cel mai semnificativ șoc economic experimentat de economia globală din ultima perioadă, efectele acestuia încă sunt resimțite. După o redresare inițială robustă de la

consecințele pandemiei COVID-19, ritmul de recuperare s-a temperat, fiind influențat de mai mulți factori, printre care: consecințele pe termen lung ale pandemiei, criza energetică, presiunile inflaționiste, impactul evenimentelor meteorologice extreme. Este de menționat că există o probabilitate mai mare ca o țară să treacă prin recesiune dacă se înregistrează o rată a inflației mai mare [16, p. 233]. Prin urmare, toate au avut un impact asupra cadrului macroeconomic (Tabelul 2.6).

Tabelul 2.6. Indicatori macroeconomici, 2022

Regiunea	Creșterea PIB-lui (% modificare)	IPC (% modificare)	Sold bugetar (% din PIB)	Datoria guvernamentală generală (% din PIB)
Mondial	3,5	8,7	-4,7	92,1
Economii avansate	2,6	7,3	-4,3	112,5
Zona Euro	3,3	8,4	-3,8	90,9
Piețe emergente și economii în curs de dezvoltare	4,1	9,8	-5,2	64,6
Republica Moldova	-5,0	28,7	-3,3	35,0

Sursa: elaborat de autor în baza [42, 48, 92, 167]

Potrivit Tabelului 2.6, Republica Moldova a înregistrat o valoare negativă a creșterii PIB-lui și cel mai înalt nivel al inflației medii anuale față de alte regiuni, pe când soldul bugetar și datoria guvernamentală generală raportată la PIB au înregistrat valori mai mici atât în comparație cu economiile avansate, cât și față de piețele emergente și economiile în curs de dezvoltare.

Conform prognozei FMI, PIB-ul mondial va fi în descreștere, înregistrând valori de 3,0% în 2023 și de 2,9% în 2024, mult sub media istorică (2000-2019) de 3,8%. Se prognozează ca economiile avansate să înregistreze o descreștere a PIB-lui la 1,5% în 2023 și la 1,4% în 2024, pe măsură ce politicile restrictive încep să se resimtă. Piețele emergente și economiile în curs de dezvoltare, potrivit prognozelor, vor înregistra o ușoară scădere a PIB-lui la 4,0% în 2023 și în 2024. Inflația globală este prognozată să descrească la 6,9% în 2023 și la 5,8% în 2024, din cauza politicii monetare restrictive. În majoritatea cazurilor nu se așteaptă că inflația va reveni la nivelul țintei până în anul 2025 [167, p. xvi].

Pentru Republica Moldova FMI a prognozat o creștere reală a PIB-ului de 2,0% în 2023 și de 4,3% în 2024, reflectând mai mulți factori care compensează parțial efectul negativ din 2022: (i) impactul asupra consumului ar trebui să se reducă, datorită prognozei de descreștere mai rapidă a inflației decât se anticipa anterior, iar relaxarea politicii monetare să sprijine creditarea; (ii) salariile și pensiile în sectorul public mai ridicate ar trebui să sprijine consumul; (iii) producția agricolă ar trebui să se redreseze în 2023; (iv) o recuperare mai rapidă a partenerilor comerciali ar

trebui să stimuleze comerțul extern; (v) prețurile globale ale energiei mai mici decât se anticipa inițial ar trebui să sprijine, de asemenea, cererea. Se prevede o creștere solidă pe termen mediu, stimulată de recuperarea consumului și investițiilor interne, precum și de implementarea reformelor. Inflația medie anuală este prognozată să încetinească rapid în 2023. Deficitul bugetar este proiectat să crească la 6,0% din PIB în 2023, în condițiile executării bugetului în întregime, reflectând politici pentru reducerea sărăciei, asigurarea securității energetice și sprijinirea recuperării. Datoria publică este proiectată să atingă un nivel maxim de 37,1% din PIB în 2025, rămânând sustenabilă. Riscul general al datoriei este evaluat ca fiind moderat [160, p. 7].

În scopul efectuării analizei comparative autorul a evaluat următoarele aspecte:

- *Nivelul de îndatorare a țării.* Guvernele se împrumută, în principiu, pentru a finanța cheltuielile publice care contribuie la bunăstarea economică [95, p. 2]. Totuși, există situații când împrumuturile publice nu au avut un efect pozitiv asupra creșterii economice a țării. De la începutul pandemiei COVID-19, dinamica datoriei a fost caracterizată de fluctuații fără precedent. În anul 2020 a avut loc cea mai mare creștere a nivelului datoriei într-un singur an de la cel de-al Doilea Război Mondial, când datoria publică globală a atins aproape 100% din PIB. În următorii doi ani, datoria a scăzut cu un ritm rapid (Figura 2.23).

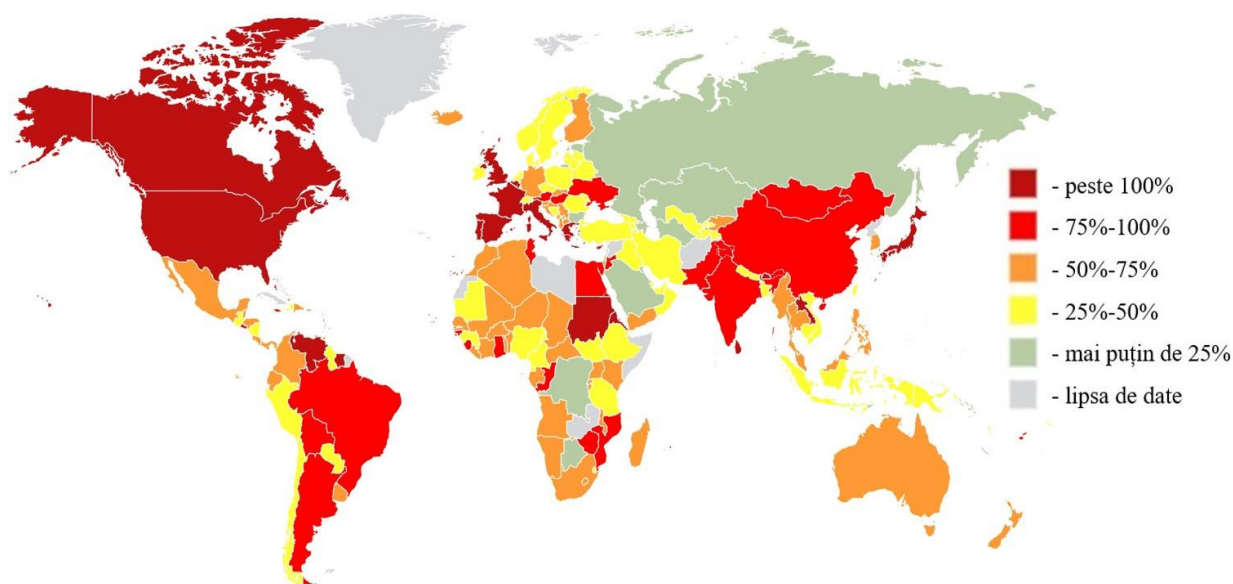


Figura 2.23. Harta datoriei generale guvernamentale brute în anul 2022, % din PIB
 Sursa: elaborată de autor în baza [94]

În anul 2022 datoria publică a înregistrat o tendință descrescătoare în economiile avansate și în cele emergente, cu toate că soldurile bugetare au înregistrat valori negative. În țările în curs de dezvoltare deprecierea cursului de schimb valutar, deficitele primare și ratele nominale ale dobânzilor au determinat o ușoară creștere a datoriei publice. În 2022 nivelul datoriei generale guvernamentale brute a depășit 160% din PIB în trei țări: Japonia, Grecia și Eritreea. La nivel

global, Japonia a ocupat prima poziție, cu un nivel al datoriei de 261% din PIB (Figura 2.24). În ceea ce privește Republica Moldova, aceasta s-a clasat pe locul 182 din 220 de țări [94].

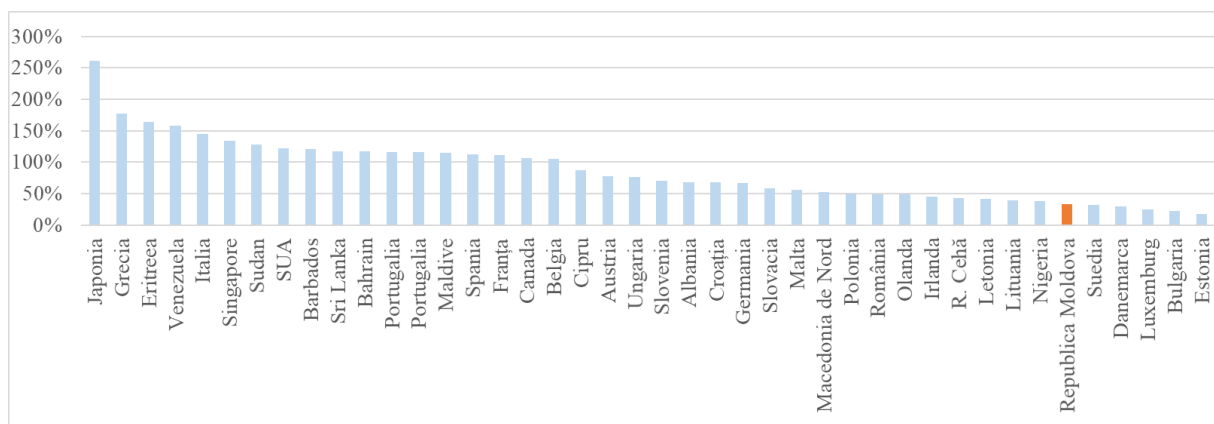


Figura 2.24. Datoria generală guvernamentală brută în anul 2022, % din PIB

Sursa: elaborată de autor în baza [166]

Potrivit Figurii 2.24, Republica Moldova a înregistrat valori similare cu cele ale Nigeriei și Suediei. În opinia autorului, aceasta sugerează că nu există o dependență directă între gradul de îndatorare a unei țări și nivelul ei de dezvoltare. Așadar, nu se poate defini un nivel „optim” al datoriei publice într-un sens universal. În schimb, nivelul optim al datoriei poate fi atins atunci când beneficiile generate de îndatorare depășesc costurile asociate acesteia. Este de menționat că, impactul îndatorării asupra economiilor poate varia în funcție de mai mulți factori, cum ar fi structura economiei, perspectivele de creștere economică și condițiile generale ale piețelor financiare. În anumite cazuri, o țară cu un nivel ridicat al datoriei poate avea resurse și capacități necesare pentru a-și gestiona îndatorarea în mod eficient și pentru a finanța proiecte de dezvoltare sustenabilă. În alte cazuri, chiar și o datorie relativ mică poate deveni problematică dacă nu este gestionată adecvat. Într-o perspectivă mai largă, atingerea unui echilibru între nevoile de finanțare ale guvernului și asigurarea sustenabilității fiscale este esențială.

Având în vedere importanța de a cunoaște nivelul de îndatorare a unei țări, autorul a prognozat acest nivel pentru Republica Moldova pentru următorii cinci ani, conform modelului dinamic de prognozare a datoriei (Anexa 4). Dat fiind existența unor incertitudini cu privire la prognoza datoriei guvernamentale, a fost utilizată simularea Monte Carlo, care reprezintă o metodă utilă pentru abordarea acestor probleme. Prin urmare, pentru a genera un grafic de tip evantai, au fost parcurse următoarele două etape principale:

- În primul rând, au fost generate 500 de scenarii pentru fiecare an de prognoză prin introducerea de perturbații asupra variabilelor-cheie. Aceste variabile includ creșterea PIB-lui, rata reală implicită a dobânzii și soldul bugetar. Șocurile sunt preluate dintr-o distribuție normală cu o

deviație standard specifică. Deviația standard pentru variabilele-cheie a fost calculată utilizând datele FMI pentru perioada 2003-2022 [76].

Tabelul 2.7. Rezultatele deviației standard

Variabila	Deviația standard
Creșterea reală a PIB-ului	5,5
Rata reală implicită a dobânzii	5,0
Soldul bugetar	2,0

Sursa: elaborat de autor în baza [76]

- În al doilea rând, odată ce a fost determinat nivelul datoriei pentru fiecare scenariu, au fost examinate intervalele în care datoria se încadrează într-un anumit procent de cazuri. Începând cu intervalul care cuprinde 90% din cazuri, se identifică apoi intervalele în care datoria se încadrează în 80%, 70% și așa mai departe. Este esențial ca intervalele respective să fie centrate.

Parcurgând aceste etape, a fost obținut un grafic de tip evantai care reprezintă prognoza datoriei generale guvernamentale brute pentru perioada 2023-2027 (Figura 2.25).

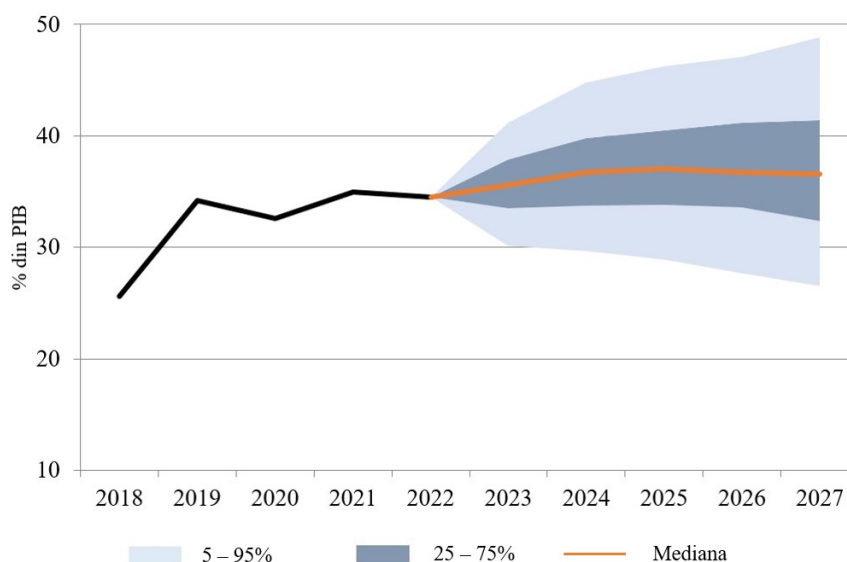


Figura 2.25. Prognoza datoriei generale brute a Republicii Moldova

Sursa: elaborată de autor în baza [76]

Potrivit Figurii 2.25, nivelul datoriei prezintă o tendință stabilă. Cu cât datele se apropie mai mult de mediană, cu atât probabilitatea că va fi atins acel nivel de datorie este mai mare. Ca rezultat, intervalul estimat pentru anul 2027 variază de la 27,1% la 48,7%. Cea mai mare probabilitate indică faptul că în anul 2027 nivelul datoriei va atinge valoarea de 36,2%. Prin urmare, acesta nu deviază semnificativ de nivelul 36,9%, prognozat de FMI [92, p. 90]. Astfel, potrivit estimărilor, nivelul datoriei generale în următorii 5 ani nu va devia semnificativ față de nivelul anului 2022.

Un nivel ridicat al datoriei guvernamentale reprezintă cheltuieli bugetare pentru plata dobânzilor și a sumelor principale. Aceste cheltuieli pot reduce sumele disponibile pentru investiții în proiecte care stimulează creșterea economică, cum ar fi infrastructura, educația sau cercetarea. Totuși, nivelul datoriei guvernamentale nu este singurul factor care influențează creșterea economică. Politica fiscală, mediul de afaceri, educația, infrastructura și mulți alți factori joacă, de asemenea, un rol esențial în determinarea ritmului de creștere economică. Mai mult decât atât, gestionarea datoriei și adoptarea unei politici fiscale responsabile pot contribui la reducerea impactului negativ al unui nivel ridicat de îndatorare.

- *Emisiunea VMS după maturități.* Cu cât maturitatea VMS emise este mai mare, cu atât riscul de refinanțare este mai mic. Fiecare țară își adoptă propria strategie de emisiune a VMS. Țările mai dezvoltate obișnuiesc să aibă capacitatea de a emite VMS cu scadențe mai lungi. Aceste țări dispun de o practică de succes în gestionarea finanțelor publice și de o reputație solidă în ceea ce privește respectarea angajamentelor de plată. În plus, economiile lor mai stabile și mai diversificate reduc riscul de nerealizare a plăților și fac ca emisiunile pe termen lung să fie mai atractive pentru investitori. Pe de altă parte, țările în curs de dezvoltare pot întâmpina mai multe dificultăți în atragerea investitorilor pentru VMS cu scadențe mai lungi, din cauza riscurilor mai mari asociate cu stabilitatea economică, ceea ce le face să opteze, în general, pentru emisiuni de VMS cu scadențe mai scurte (Figura 2.26).

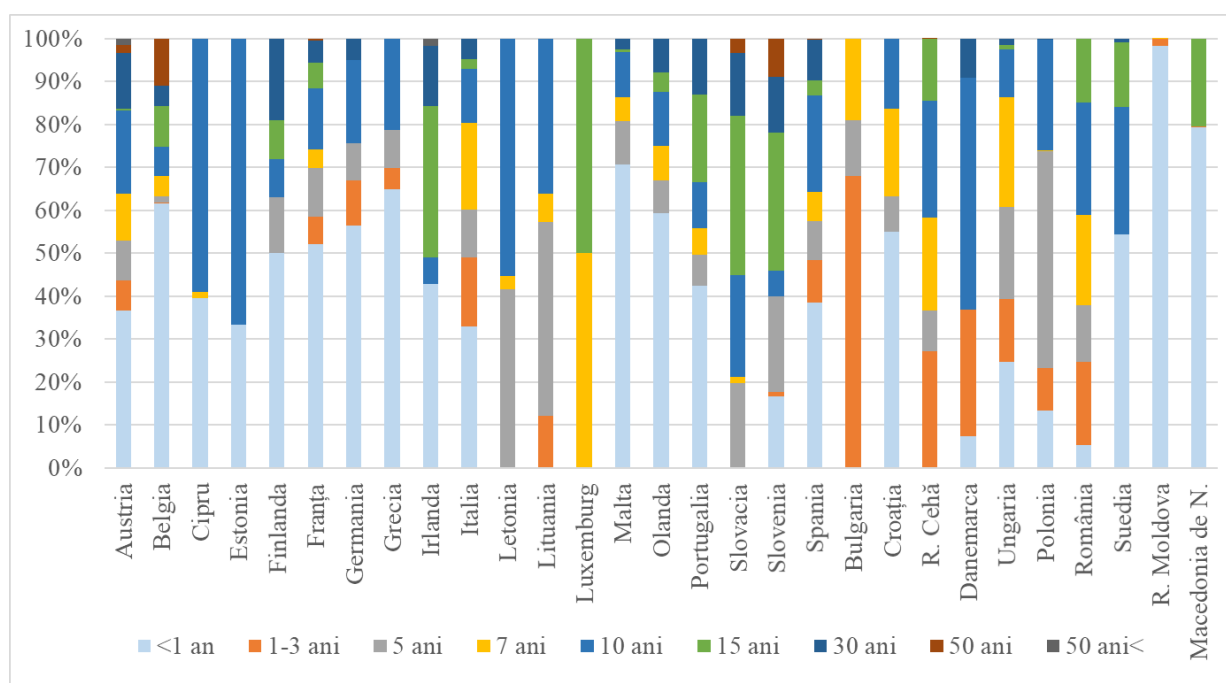


Figura 2.26. Structura după maturități ale valorilor mobiliare de stat emise în monedă națională, anul 2022

Sursa: elaborată de autor în baza [26, 113, 156]

Conform Figurii 2.26, fiecare țară, în funcție de politica sa de gestionare a datoriei guvernamentale, are un anumit portofoliu de VMS. În anul 2022, majoritatea țărilor selectate au emis VMS cu scadențe scurte, de până la un an. Printre OS emise predomină cele cu maturitatea de 10 ani. Puține țări au ales să emită VMS cu scadențe de 50 de ani. Doar două țări, Irlanda și Austria, au emis VMS cu o maturitate de peste 50 de ani. În schimb, doar Republica Moldova a emis OS în proporție de aproximativ 2% din totalul VMS emise pe piața primară, maturitatea maximă fiind de 7 ani. Din cauza lipsei de cerere pentru OS cu maturitatea de 5 și 7 ani, emisiunea acestora a fost sistată începând cu trimestrul IV al anului 2022 [48, p. 21]. Este de menționat că țări similare, precum Macedonia de Nord, a emis în 2018-2020 OS cu maturitatea de 30 de ani [156], iar Albania a inaugurat în 2021 o emisiune de OS cu maturitatea de 15 ani [115, p. 13].

- *Stocul de VMS* emise pe piața primară reprezintă suma totală a VMS emise pe piața primară și aflate în circulație la un moment dat. Acest indicator are o semnificație deosebită pentru evaluarea nivelului de dezvoltare a pieței VMS și pentru a determina dacă aceasta are resursele necesare pentru a face față plăților aferente deservirii VMS. Cu cât stocul de VMS este mai mare, cu atât guvernul poate avea mai multe obligații de plată către deținătorii de VMS. Totodată, stocul de VMS poate fi și o sursă de venituri pentru investitori, cum ar fi bănci, fonduri de pensii sau investitori individuali, care achiziționează VMS pentru a obține venituri din dobânzi sau din tranzacționarea acestora pe piața secundară.

În anul 2022 piața globală a VMS a însumat 133 de trilioane USD. Top 10 țări cu cele mai mari piețe ale VMS sunt prezentate în Tabelul 2.8.

Tabelul 2.8. Top cele mai mari piețe de valori mobiliare de stat la nivel global, 2022

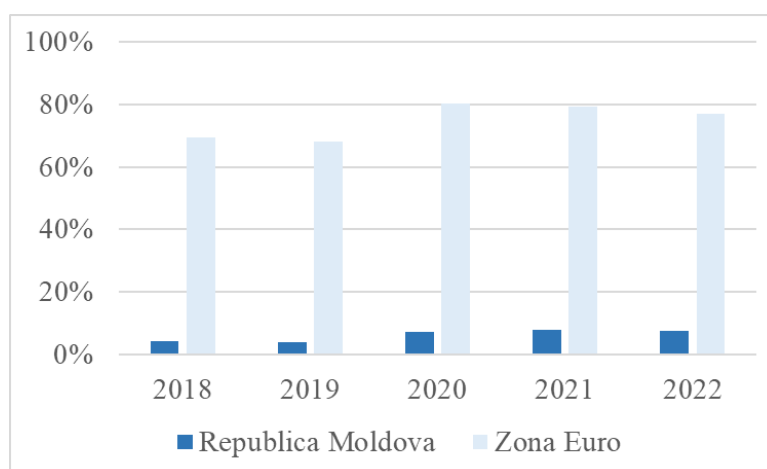
Poziția	Țara/Regiunea	Pondere
1	SUA	39%
2	China	16%
3	Japonia	8%
4	Franța	3%
5	Marea Britanie	3%
6	Canada	3%
7	Germania	3%
8	Italia	2%
9	Insulele Cayman	2%
10	Brazilia	2%

Sursa: elaborat de autor în baza [140]

Țările incluse în Tabelul 2.8 ocupă 81% din piața VMS la nivel global. Evaluată la peste 51 trilioane de USD, piața VMS din SUA domină piața VMS la nivel global. China ocupă poziția a doua, cu 21 de trilioane USD, în timp ce Japonia se clasează pe locul al treilea, cu 11 trilioane USD. În Europa, Franța găzduiește cea mai mare piață de VMS, cu o valoare de 4 trilioane USD,

depășind Marea Britanie cu aproximativ 0,1 trilioane USD [140]. Republica Moldova a înregistrat în anul 2022 un stoc al VMS emise pe piața primară de doar 0,001 trilioane USD [48].

Nivelul de dezvoltare a pieței VMS din Republica Moldova este inferior comparativ cu țări similare, precum Macedonia de Nord și Albania, iar discrepanța devine și mai evidentă în comparație cu țările din UE. Piața VMS din Europa este formată din țările membre ale UE care emit VMS, în special din Zona Euro. Aceste VMS sunt considerate de mulți investitori drept investiții sigure și au o rată scăzută a riscului de credit. O altă caracteristică importantă a pieței VMS din Europa este lichiditatea ridicată. Aceasta înseamnă că investitorii nu întâmpină dificultăți la cumpărarea sau vânzarea VMS, deoarece există mulți cumpărători și vânzători disponibili să încheie tranzacții. În plus, piețele VMS din Europa se caracterizează printr-o gamă variată de VMS cu diferite maturități, acoperind perioade atât scurte, cât și lungi. O astfel de diversitate oferă investitorilor multiple opțiuni pentru gestionarea portofoliilor. În perioada recentă, piața VMS din Europa a fost afectată de diferite evenimente, cum ar fi criza datoriilor suverane din Zona Euro, Brexitul, pandemia COVID-19 și criza energetică. Prin urmare, există o diferență semnificativă între stocul VMS emise pe piața primară raportat la PIB din Republica Moldova și la cel din Zona Euro (Figura 2.27).



**Figura 2.27. Evoluția stocului valorilor mobiliare de stat:
Republica Moldova vs. Zona Euro, % din PIB**

Sursa: elaborată de autor în baza [48, 80]

Conform Figurii 2.27, stocul VMS emise pe piața primară raportat la PIB în Republica Moldova este semnificativ mai mic față de Zona Euro, situându-se sub nivelul de 10%, pe când în Zona Euro peste 70%. În anul 2022, atât în Republica Moldova, cât și în Zona Euro, stocul de VMS emise pe piața primară ca pondere în PIB a înregistrat o ușoară descreștere față de anul 2021.

Stocul VMS, în afară de faptul că oferă informații cu privire la nivelul de dezvoltare al pieței financiare, este și un indicator util la evaluarea climatului de investiții. Investitorii și

agențiile de rating se folosesc de acest indicator pentru a evalua percepția riscului legat de datoria guvernamentală a unei țări.

Baza de investitori care include atât persoane fizice, cât și investitori instituționali, fie interni sau externi, este esențială pentru stabilitatea pieței VMS. O bază diversificată de investitori elimină amenințarea ca un emitent să fie ținut „ostatic” de către un anumit grup de investitori. În trecut, sectorul bancar ezita să acționeze ca intermediar între guvern și investitor la încheierea tranzacțiilor cu VMS, din cauza îngrijorărilor cu privire la posibilitatea pierderii deponenților, în situația în care investitorii ar fi retras mijloacele bănești din bănci pentru a le investi în VMS. În prezent, băncile în mare parte, au statut de dealer primar, iar depozitele bancare rămân o alternativă competitivă față de VMS [149, p. 297]. Cu toate acestea, în multe țări băncile reprezintă cea mai importantă sursă de finanțare guvernamentală.

Investitorii instituționali beneficiază de oportunități semnificativ mai mari de a investi în VMS în comparație cu persoanele fizice, care se confruntă cu o serie de provocări (Figura 2.28).

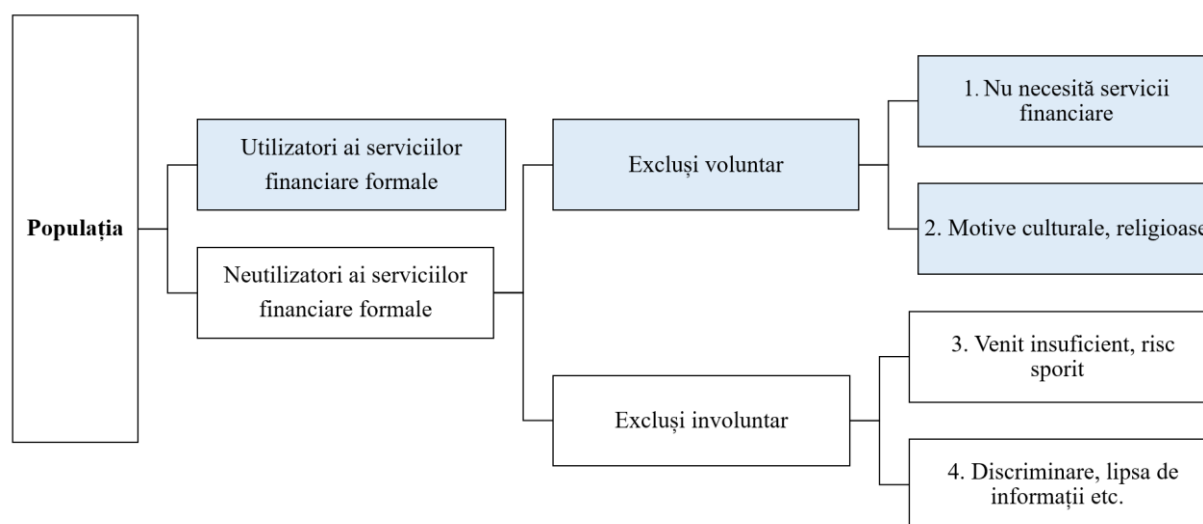


Figura 2.28. Accesul la serviciile financiare și utilizarea acestora de către populație
Sursa: elaborată de autor în baza [101, p. 16]

Populația poate fi împărțită în două categorii principale: cei care utilizează serviciile financiare formale și cei care nu le utilizează. Există două modalități de excludere a celor care nu utilizează serviciile financiare formale: voluntară și involuntară. În categoria celor excluși voluntar se regăsesc persoanele care aleg să nu utilizeze serviciile financiare formale din diverse motive. Unii consideră că nu au nevoie de astfel de servicii, mai ales dacă au acces la ele prin intermediul unui membru al familiei, ceea ce îi face să considere, de exemplu, că nu este necesar să dețină propriul cont bancar. Alții, din motive culturale sau religioase, pot refuza să utilizeze aceste servicii din convingeri specifice legate de gestionarea banilor sau din cauza restricțiilor impuse de religie. Pe de altă parte, în categoria persoanelor excluse involuntar se regăsesc cei care ar dori să utilizeze

serviciile financiare formale, dar întâmpină dificultăți. Unii pot evita serviciile financiare din cauza lipsei de încredere sau a lipsei de înțelegere cu privire la modul în care funcționează aceste servicii. Pot fi îngrijorați de comisioanele ascunse, termenii și condițiile complexe sau de riscurile asociate anumitor produse financiare. De asemenea, există și persoane care nu utilizează serviciile financiare din cauza discriminării sau a diverselor probleme. În toate aceste cazuri, indiferent de motivul pentru care oamenii nu utilizează serviciile financiare formale, guvernul ar trebui să depună eforturi pentru promovarea incluziunii financiare.

Cu toate că băncile sunt o sursă financiară importantă pentru guvern, procurarea masivă de VMS poate, în unele cazuri, indica deficiențe fundamentale în operațiunile bancare. Astfel, investițiile semnificative în VMS din partea băncilor pot reflecta potențiale slăbiciuni în funcția lor principală, și anume, acordarea de credite. Nivelul deținerilor de VMS de către sectorul bancar variază de la o țară la alta (Tabelul 2.9).

Tabelul 2.9. Deținerile de valori mobiliare de stat emise pe piața internă, 2022

Țara	Sector bancar	Sector non-bancar
Republica Moldova	70%	30%
România	47%	53%
Macedonia de Nord	33%	67%

Sursa: elaborat de autor în baza [6, 46, 66]

Conform Tabelului 2.9, în Republica Moldova sectorul bancar deține ponderea majoră a VMS aflate în circulație, care au fost emise pe piața primară. La finele anului 2022 aceasta a constituit 70%. În cazul României și Macedoniei de Nord, această pondere reprezintă mai puțin de 50%, cu predominanța sectorului non-bancar. În ceea ce privește Macedonia de Nord, cea mai semnificativă pondere aparține fondurilor de pensii, de 47% [124], iar în România, ponderea fondurilor de pensii este de 23% [46, p. 9].

În timp ce o bază diversificată de investitori este o condiție necesară pentru asigurarea unei cereri mari pentru VMS, un mediu macroeconomic stabil contribuie la menținerea și diversificarea bazei de investitori.

- *Piața retail a VMS.* În vederea facilitării accesului persoanelor fizice la instrumentele de economisire și pentru diversificarea canalelor de vânzare a VMS, guvernele implementează programe de promovare și vânzare a VMS către populație. Prin intermediul unor astfel de programe se urmărește atragerea unui număr mare de investitori individuali, creșterea gradului de accesibilitate și promovarea diversificării modalităților de economisire. Acestea pot fi disponibile prin subscriere utilizând canalele tradiționale, dar și prin intermediul platformelor electronice, contribuind la simplificarea birocrăției. Astfel, prin promovarea VMS către populație guvernul

încurajează o cultură financiară mai solidă în rândul cetățenilor, oferindu-le instrumente sigure și transparente pentru economisirea pe termen scurt sau mediu.

În anul 1935, SUA a permis cetățenilor să cumpere VMS direct de la Trezorerie, fără intermediari financiari. Scopul principal al programului a fost să stimuleze economisirea și să ofere cetățenilor oportunitatea de a contribui la finanțarea Guvernului SUA în timpul Marii Crize Economice [99].

Indonezia, de asemenea, emite VMS retail, obținând din prima emisiune a anului 2023 un echivalent de 1,75 de miliarde USD, cu o dobândă de 4,9% pe o perioadă de 3 ani. La această ofertă s-au înscris 56 238 de investitori individuali, dintre care cel puțin jumătate reprezentau generația Y. Remarcabil este că Filipine în anul 2022 a acoperit 40% din programul său anual al împrumuturilor prin emisiunile de VMS retail în USD și peso, obținând în total 878 de miliarde de peso (aproximativ 16,1 de miliarde USD). La fel și Thailanda a fost inovatoare, emițând OS „Happy Savings” prin intermediul portofelului digital (e-wallet). Investitorii pot subscrie începând cu doar 1 000 de baht (aproximativ 30 USD) și pot beneficia de rate ale dobânzilor în funcție de maturitatea VMS, încurajând astfel plasarea banilor pe perioade mai lungi [159].

În România, în anul 2018 a fost lansat Programul Tezaur, ediția Centenar. În prezent, se emit două tipuri de titluri de stat destinate exclusiv investitorilor persoane fizice (Tabelul 2.10).

Tabelul 2.10. Titluri de stat Tezaur vs. Fidelis

Criteriu	Titluri de stat Tezaur	Titluri de stat Fidelis
Achiziționarea	Trezorerie, Poșta Română, online	Băncile din sindicatul de intermediere, brokeri
Moneda	RON	RON, EUR
Suma minimă	1 RON	5 000 RON/ 1 000 EUR
Tranzacționabile	Nu	Pe bursă
Comision	0%	0% la achiziție 0,5% la vânzare înainte de termen
Răscumpărarea înainte de termen	Cu pierderea întregii dobânzi acumulate	Se păstrează dobânda acumulată

Sursa: elaborat de autor în baza [60]

De asemenea, pentru titlurile de stat Fidelis pot fi eligibile emisiuni dedicate persoanelor donatoare de sânge, care beneficiază de o rată a dobânzii mai atractivă și pragul minim de subscriere este de 10 ori mai mic, constituind 500 RON. În anul 2022 au continuat emisiunile destinate populației prin cele două Programe Tezaur și Fidelis. În cadrul Programului Tezaur, care s-a desfășurat prin intermediul unităților operative ale Trezoreriei Statului și subunităților poștale ale Companiei Naționale Poșta Română S.A., fiind lansate 11 emisiuni cu scadența cuprinsă între 1 și 5 ani. Prin aceste emisiuni, peste 114 000 de persoane fizice au investit aproximativ 12,1 miliarde RON. Totodată, în cadrul Programului Fidelis, s-au desfășurat 4 emisiuni prin intermediul

unui sindicat de bănci. Aceste emisiuni au inclus atât titluri denumite în RON (cu maturități cuprinse între 1 și 3 ani), cât și în EUR (cu maturități cuprinse între 1 și 2 ani). Valoarea totală atrasă prin aceste emisiuni a fost de 6,1 miliarde echivalentă în RON [46, pp.7-8].

Potrivit Strategiei de dezvoltare a managementului finanțelor publice pentru anii 2023-2030, se anticipează pe termen mediu implementarea sistemului informațional (SI) „Programul de vânzare directă a VMS către persoane fizice în Republica Moldova” [25]. Astfel, un ghișeu electronic unic va permite efectuarea operațiunilor cu instrumente financiare într-un mod sigur, securizat și eficient. SI „Platforma electronică pentru vânzarea VMS” va reprezenta o componentă integrală a resurselor informaționale de stat, interacționând cu diverse resurse informaționale (Figura 2.29).

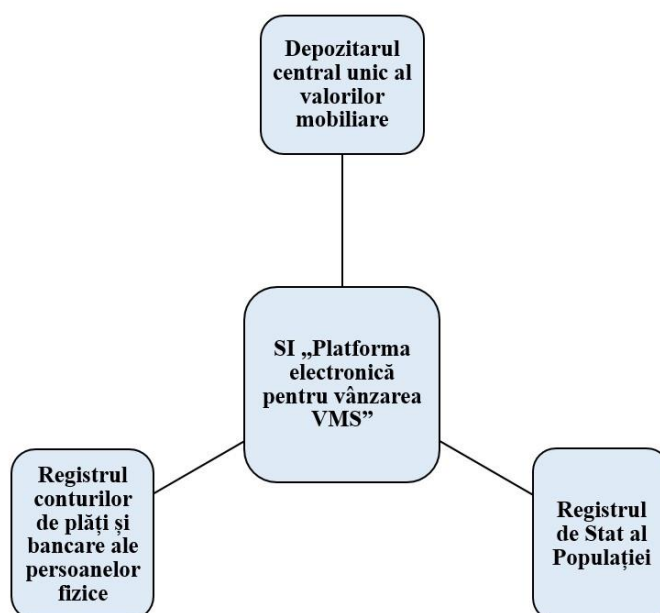


Figura 2.29. Sistemul Informațional „Platforma electronică pentru vânzarea valorilor mobiliare de stat” în Republica Moldova

Sursa: elaborată de autor în baza [23]

SI „Platforma electronică pentru vânzarea VMS” va interacționa cu următoarele resurse informaționale [23]:

- Registrul de stat al populației – pentru completarea și actualizarea datelor aferente investitorilor retail (persoane fizice);
- Depozitarul central unic al valorilor mobiliare – în vederea înregistrării, evidenței și decontării VMS;
- Registrul conturilor bancare – în vederea recepționării informației cu privire la conturile bancare ale investitorilor retail.

De asemenea, platforma electronică va fi interconectată cu mai multe SI, printre care [24]:

- platforma de interoperabilitate (MConnect);
- serviciul electronic guvernamental de plăți electronice (MPay);
- serviciul electronic guvernamental de autentificare și control al accesului (MPass);
- serviciul guvernamental de notificare electronică (MNotify);
- serviciul guvernamental de jurnalizare (MLog);
- serviciul electronic guvernamental integrat de semnătură electronică (MSign);
- portalul guvernamental al cetățeanului (MCabinet).

Caracteristicile exacte ale VMS destinate investitorilor retail vor fi stabilite de către MF în condițiile de emisiune. Se anticipează că în cadrul Programului vor fi emise VMS cu următoarele caracteristici:

- „tipul VMS: BT sau OS;
- termenul de circulație a VMS: 182 de zile, 364 de zile, 1 an și 2 ani sau altă perioadă de maturitate solicitată de către investitorii retail;
- valoarea nominală a unei VMS: 100 de lei;
- condițiile de vânzare: cu scont, la valoarea nominală;
- rata anuală a dobânzii pentru OS: fixă;
- frecvența achitării dobânzii (cupoanelor) la OS: trimestrial/semestrial;
- volumul emisiunii: în funcție de plafonul datoriei de stat interne;
- frecvența emisiunii VMS: trimestrial, în a doua săptămână a primei luni;
- posibilitatea de a vinde VMS deținute de investitorii retail către dealerii primari;
- termenele și condițiile de răscumpărare anticipată a VMS de către emitent;
- setarea anumitor limitări privind mărimea minimă și maximă a ordinului de tranzacționare acceptat” [22].

Platforma de vânzare directă a VMS va juca un rol important în ce privește educația financiară a populației. Aceasta poate constitui o oportunitate pentru guvern să furnizeze informații utile investitorilor individuali despre diversele opțiuni de investiții disponibile. Odată cu implementarea platforme respective în Republica Moldova, în opinia autorului, mijloacele bănești acumulate nu vor acoperi o parte semnificativă din deficitul bugetar. Mai degrabă, această platformă va constitui un instrument util în educația financiară a populației.

În concluzie, în baza analizei comparative a pieței VMS din Republica Moldova cu cea a altor țări, autorul constată că aceasta se confruntă cu anumite provocări care derivă din câteva aspecte semnificative. În primul rând, Republica Moldova se bazează pe o gamă limitată de instrumente financiare, iar maturitățile VMS sunt relativ scurte, termenul maxim fiind de 10 ani.

În al doilea rând, stocul total al VMS ca pondere în PIB este unul nesemnificativ. Acest aspect poate indica o subdezvoltare a pieței VMS în ceea ce privește dimensiunea sa relativă în economia națională. În plus, Republica Moldova se confruntă cu o absență notabilă de investitori instituționali pe piața VMS. În prezent, ponderea majoră a VMS aflate în circulație este deținută de sectorul bancar, semnalând astfel o lipsă de diversificare a bazei de investitori. În același timp, piața retail a VMS este în proces de implementare. Totuși, autorul estimează că impactul acestui Program nu va fi unul semnificativ asupra acumulării de fonduri pentru finanțarea deficitului bugetar. În schimb, principala sa valoare adăugată poate fi creșterea nivelului de educație financiară a populației, contribuind astfel la sporirea conștientizării și la investirea în instrumente financiare oferite de guvern.

2.4. Concluzii la capitolul 2

În urma evaluării pieței VMS din Republica Moldova se concluzionează următoarele:

1. La situația din 31 decembrie 2022, portofoliul VMS din Republica Moldova era compus din trei instrumente: (i) VMS emise pe piața primară – VMS emise pe piața primară prin intermediul licitațiilor; (ii) VMS convertite – convertirea în VMS a împrumuturilor acordate statului de către BNM; (iii) VMS emise pentru unele scopuri stabilite de lege – VMS emise pentru executarea garanțiilor de stat. Odată cu implementarea „Programului de vânzare directă a VMS către persoanele fizice” în componența portofoliului VMS va fi un nou instrument – (iv) VMS emise prin plasament direct către persoanele fizice, destinate cetățenilor Republicii Moldova, cu vârsta minimă de 18 ani, care sunt posesori ai unui cont de plată valid deschis la unul dintre furnizorii locali de servicii de plăți și dispun de semnătură electronică avansată calificată.

2. MF emite prin licitație două tipuri de VMS: (i) BT emise cu scont și răscumpărate la scadență la valoarea nominală, cu termenul de circulație de 91, 182 și 364 zile și (ii) OS emise cu scont, la valoarea nominală sau cu primă, pentru care emitentul plătește periodic dobânzi, cu termenul de circulație de la un an și mai mare. La situația din 31 decembrie 2022, OS aflate în circulație aveau maturitatea de 2, 3, 5 și 7 ani. Este de menționat că, OS cu maturitate de 10 ani au fost emise pentru prima dată prin intermediul licitației în 2023, la 31 de ani distanță de la emisiunea Obligațiunilor împrumutului intern de stat cu scadența de 10 ani.

3. VMS emise pe piața internă se includ în datoria de stat internă, care este parte componentă a datoriei de stat. VMS procurate de către nerezidenți pe piața internă se includ în datoria de stat internă, delimitarea între datoria de stat internă și cea externă este făcută în funcție de locul emisiunii VMS, dar nu după criteriul rezidenței. Dacă la datoria de stat se include datoria

UAT, atunci se obține datoria generală, care împreună cu datoria ÎS/M și SC, precum și cu datoria BNM, constituie datoria sectorului public. Este important să se facă distincție între aceste noțiuni, deoarece fiecare reprezintă un concept diferit.

4. Criza bancară din 2014, pandemia COVID-19, criza energetică și seceta recentă au avut un impact semnificativ asupra nivelului PIB-ului, generând o creștere a deficitului bugetar. Datoriile au reprezentat o sursă importantă de finanțare a acestuia. Între soldul bugetar și emisiunea netă a VMS emise pe piața primară a fost identificată o relație inversă. Atunci când soldul bugetului scade, emisiunea netă a VMS emise pe piața primară crește și viceversa. Totuși, această relație nu s-a adevărat pentru anul 2022, din cauza creșterii bruște a ratei nominale medii ponderate a dobânzii la VMS, cu un impact direct asupra serviciul VMS.

5. Nivelul ratei inflației a avut o influență asupra ratelor dobânzilor la VMS, care la rândul său au avut un impact semnificativ nu numai asupra volumului de emisiune a VMS pe piața primară, dar și asupra costurilor asociate deservirii acestora. Astfel, s-au înregistrat discrepanțe între volumul de emisiune netă a VMS emise pe piața primară planificat inițial în bugetul de stat și cel realizat. De regulă, atunci când rata nominală medie ponderată a VMS crește, volumul realizat al cheltuielilor pentru serviciul VMS este mai mic decât cel planificat în bugetul de stat și viceversa. Acest aspect subliniază importanța prognozării ratelor dobânzilor la VMS, care contribuie la o planificare mai bună a bugetului de stat, în vederea îndeplinirii obiectivelor financiare stabilite.

6. Nivelul de îndatorare a țării este în creștere, dar rămâne sustenabil. Deși Republica Moldova a înregistrat în 2022 cel mai mare nivel al datoriei guvernamentale din ultima perioadă, acesta este considerabil mai mic în comparație cu piețele emergente și cu cel al țărilor în curs de dezvoltare. Având în vedere importanța cunoașterii nivelului de îndatorare a unei țări, acesta a fost prognozat de către autor pentru o perioadă de 5 ani, folosind modelul dinamic de prognozare a datoriei și metoda Monte Carlo. Rezultatul estimat pentru anul 2027 nu diferă esențial de nivelul anului 2022, fiind nesemnificativ de cel prognozat de FMI.

7. Deși cadrul legislativ și de reglementare a pieței VMS se află într-o schimbare continuă, acesta urmează a fi ajustat pentru a corespunde reglementărilor actuale ale pieței VMS. Cu toate că în ultima perioadă au fost elaborate noi acte normative, printre care Regulamentul nr.170/2018, Regulamentul privind modul și condițiile admiterii spre tranzacționare pe piața reglementată sau în cadrul sistemului multilateral de tranzacționare a VMS cu termen lung de circulație și un Cod de etică și conduită, unele necesită a fi modificate. Astfel, trebuie ajustate/abrogate Condițiile de emisiune, circulație și răscumpărare a OS plasate prin subscriere nr. 99/2009, deoarece nu corespund cu prevederile actuale ale pieței VMS. În același timp, este esențial de elaborat un

Regulament cu privire la procesul de emisiune și răscumpărare a VMS emise direct către persoanele fizice.

8. Pe piața primară a VMS predomină riscul de refinanțare a acestora, deoarece în componența portofoliului VMS ponderea majoră o constituie BT. Cu toate că MF anunță cu regularitate licitațiile de vânzare a VMS cu termen lung de circulație, oferta pentru acestea, deseori, nu este acoperită de cererea investitorilor. Lipsa cererii pentru OS se datorează și faptului că în baza de investitori nu se regăsesc investitori instituționali, precum fondurile de pensii, care investesc în VMS cu termen lung de circulație. Baza de investitori este constituită preponderent din sectorul bancar, iar nerezidenții dețin o pondere nesemnificativă în totalul VMS aflate în circulație.

9. Piața secundară a VMS este una nelichidă, cu toate că în ultima perioadă s-a atestat o creștere a volumului de tranzacționare a VMS. În vederea stimulării tranzacțiilor pe piața secundară, au fost extinse canalele de tranzacționare ale acestora. Astfel, începând cu anul 2018, tranzacțiile cu VMS pot fi încheiate prin intermediul sistemului E-Bond din cadrul terminalului Bloomberg, prin sistemul Depozitarului central unic al valorilor mobiliare, iar în anul 2023, unele OS au fost admise spre tranzacționare la BVM. Cu toate acestea, investitorii sunt mai puțin familiarizați cu posibilitatea de a procura VMS nu doar pe piața primară prin intermediul licitațiilor, dar și pe piața secundară. Totodată, informația publicată cu privire la piața primară a VMS este mai complexă față de cea secundară.

10. În anul 2022, la nivel global, piața VMS din SUA a ocupat prima poziție, fiind evaluată la peste 51 de trilioane USD, urmată de cea din China, pe locul al treilea situându-se Japonia. În Europa, Franța, Marea Britanie și Germania au constituit top trei țări cu cea mai mare piață a VMS. Pentru comparație, piața VMS din Republica Moldova (exclusiv VMS emise pe piața primară) este aproximativ de 51 000 de ori mai mică față de cea din SUA.

11. În urma analizei comparative, s-a constatat că scadența portofoliului VMS emise prin licitație în Republica Moldova este relativ mică. Pentru comparație, în anul 2022 au fost emise OS în mărime de 2% din totalul de VMS emise pe piața primară, scadența maximă fiind de 7 ani. Pe când, Macedonia de Nord, fiind o țară similară, a emis OS cu maturitatea de 15 ani în mărime de 20% din totalul VMS emise. Decalajul este și mai evident față de țările dezvoltate, care emit VMS cu termen de circulație de peste 50 de ani. De asemenea, stocul VMS emise pe piața primară ca pondere în PIB este unul nesemnificativ, situându-se sub 10%, pe când în Zona Euro – la peste 70%. Dacă în Republica Moldova este în proces de implementare „Programul de vânzare directă a VMS către persoanele fizice”, atunci în SUA începând cu anul 1935 exista posibilitatea ca populația să procure direct VMS de la Trezorerie.

3. OPORTUNITĂȚI ȘI PERSPECTIVE DE DEZVOLTARE A PIEȚEI VALORILOR MOBILIARE DE STAT ÎN REPUBLICA MOLDOVA

3.1. Estimarea evoluției ratei dobânzii la valorile mobiliare de stat pe piața din Republica Moldova în baza metodei de elaborare a curbei randamentelor

Deși piața VMS din Republica Moldova a înregistrat în ultima perioadă unele progrese în dezvoltare, aceasta se confruntă cu diverse provocări care pot influența potențialul de creștere al pieței. Ca rezultat al evaluării pieței VMS din Republica Moldova, autorul a identificat câteva provocări majore și propune un set de măsuri care ar putea contribui la dezvoltarea și consolidarea acestei piețe, având în vedere beneficiile atât pentru emitent, cât și pentru investitori. Implementarea măsurilor propuse ar putea contribui la atragerea investițiilor și la stimularea creșterii economice a țării în ansamblu.

Piața VMS are un rol deosebit de important pentru economia unei țări, datorită multiplelor funcții esențiale pe care le îndeplinește. Această piață nu doar reprezintă o sursă de finanțare guvernamentală și oferă o opțiune sigură pentru investitori, dar este și o sursă de informații necesare pentru elaborarea *curbei randamentelor* VMS – reprezentarea grafică a relației dintre randamentul VMS și maturitatea acesteia. Deoarece maturitatea unei VMS reprezintă termenul său până la scadență, relația dintre randament și maturitate este denumită *structura la termen a ratelor dobânzilor* [89, p. 515]. Uneori, conceptul în cauză este confuz, deoarece termenii *curba randamentelor VMS* și *structura la termen a ratelor dobânzilor* sunt deseori folosiți cu același sens, deși există o diferență tehnică între cei doi termeni. Așadar, relația dintre maturitate și ratele spot ale VMS se numește *structura la termen a ratelor dobânzilor* [87, p. 82].

Importanța curbei randamentelor VMS derivă din funcțiile sale, care, în opinia autorului, includ următoarele:

Determinarea relației maturitate-randament. Curba randamentelor VMS oferă informații cu privire la randamentele VMS în funcție de maturitatea acestora. Deși, în general, VMS cu scadențe mai lungi oferă randamente mai mari, ele implică și riscuri mai mari. Prin urmare, investitorii trebuie să analizeze cu atenție riscurile și randamentele VMS înainte de a lua decizii de investiții.

Proгноza așteptărilor inflaționiste. Forma și poziția curbei randamentelor VMS reflectă așteptările inflaționiste [73, p. 308]. De regulă, o curbă a randamentelor ascendentă poate semnala tendințe de creștere a inflației, în timp ce o curbă a randamentelor descendentă indică tendințe de descreștere a acesteia. Aceste informații pot fi utile nu doar pentru băncile centrale în vederea prognozării inflației, dar și pentru analiștii economici și investitori.

Gestionarea datoriei publice. Guvernele utilizează curba randamentelor VMS pentru a gestiona datoria publică existentă și pentru a planifica noile emisiuni de VMS. Forma și evoluția curbei randamentelor pot influența deciziile de emisiune a VMS în vederea diminuării costurilor de deservire a acestora, precum și în optimizarea structurii datoriei publice.

Curba randamentelor VMS prezintă o varietate de forme, care se deosebesc prin nivel, înclinație și curbură. Prin urmare, în opinia autorului, pot fi identificate cinci forme distincte ale curbei randamentelor VMS (Figura 3.1).

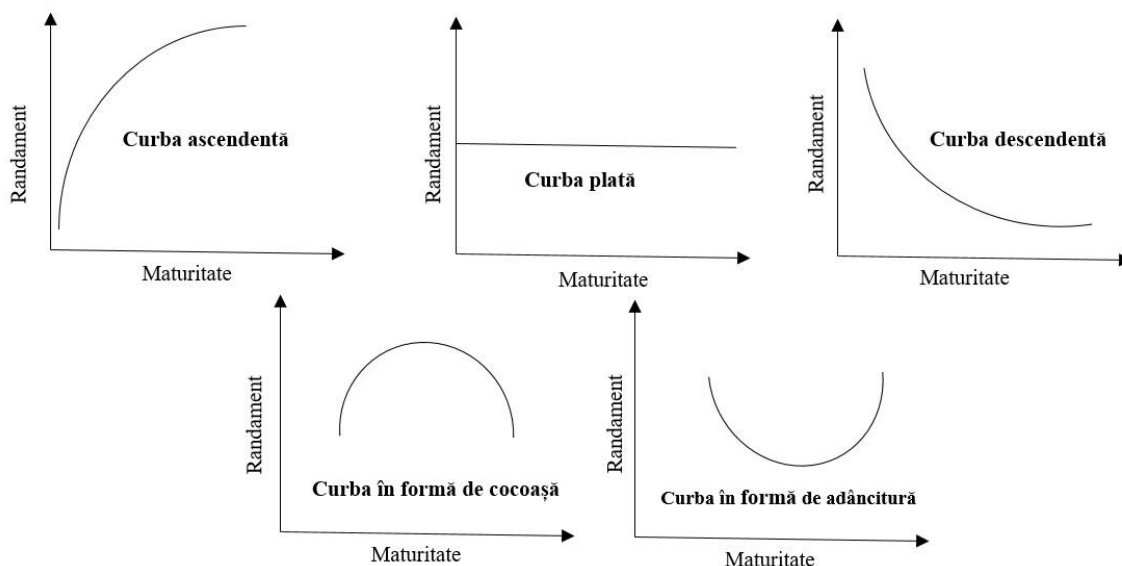


Figura 3.1. Forme ale curbei randamentelor valorilor mobiliare de stat

Sursa: elaborată de autor în baza [87, p. 77]

Curba ascendentă – are o formă înclinată în sus, ceea ce înseamnă că randamentele pentru VMS cu scadențe mai lungi sunt mai mari decât cele ale VMS cu scadențe mai scurte. Reprezintă forma obișnuită a curbei randamentelor și indică faptul că investitorii așteaptă randamente mai mari pentru a compensa riscul deținerii VMS pe termene mai lungi.

Curba descendentă – are o formă înclinată în jos, ceea ce înseamnă că randamentele pentru VMS cu scadențe mai scurte sunt mai mari decât cele ale VMS cu scadențe mai lungi. Este o formă mai puțin obișnuită și poate indica îngrijorări privind perspectivele economice ale guvernului.

Curba plată – are o formă aproape orizontală, ceea ce înseamnă că randamentele pentru VMS cu scadențe diferite sunt aproximativ egale. Poate indica incertitudini privind evoluția ratelor dobânzilor.

Curba în formă de cocoașă – aici randamentele pe termen mediu sunt mai mari decât cele pe termen scurt și lung.

Curba în formă de adâncitură – aici randamentele pe termen mediu sunt mai mici decât cele pe termen scurt și lung.

În încercarea de a explica forma curbei randamentelor, în literatura de specialitate au fost propuse mai multe teorii. În opinia autorului F. J. Fabozzi, ele ar putea fi rezumate la următoarele [87, pp. 79-81]:

Teoria așteptărilor reflectă așteptările investitorilor cu privire la evoluția ratelor dobânzilor. Potrivit acestei teorii, o curbă ascendentă indică faptul că piața se așteaptă ca ratele dobânzilor să crească în viitor. De exemplu, dacă randamentul unei obligațiuni cu maturitatea de doi ani este mai mare decât randamentul unei obligațiuni cu maturitatea de un an, conform teoriei în cauză, investitorii se așteaptă ca peste un an rata obligațiunii cu scadența de un an să fie mai mare în comparație cu rata obligațiunii cu maturitatea de un an disponibile acum, astfel încât cele două modalități de investire pe o perioadă de doi ani să aibă același randament anticipat. Similar, o curbă plată reflectă așteptarea ca ratele pe termen scurt în viitor vor rămâne neschimbate față de ratele pe termen scurt disponibile astăzi, în timp ce o curbă descendentă reflectă așteptarea că ratele pe termen scurt în viitor vor scădea.

Teoria preferinței pentru lichiditate susține că participanții de pe piață doresc să fie compensați pentru riscul de dobândă asociat cu deținerea obligațiunilor pe termen lung. Cu cât este mai lungă maturitatea, cu atât este mai mare volatilitatea prețului când se schimbă ratele dobânzilor și investitorii doresc să fie compensați pentru acest risc. Conform teoriei respective, structura la termen a ratelor dobânzilor este determinată de așteptările privind ratele dobânzilor viitoare și o primă pentru riscul de dobândă. Deoarece riscul de dobândă crește odată cu maturitatea, teoria preferinței pentru lichiditate afirmă că mărimea primei de lichiditate crește odată cu maturitatea. Prin urmare, în corespundere cu această teorie, o curbă a randamentului în creștere poate reflecta anticipații că ratele dobânzilor viitoare fie vor crește, fie vor rămâne neschimbate sau chiar vor scădea, dar cu o primă crescândă pentru riscul de dobândă, suficient de mare pentru a produce o curbă a randamentului în creștere. Deoarece teoria preferinței pentru lichiditate ia în calcul atât așteptările privind ratele dobânzilor viitoare, cât și o primă pentru riscul de dobândă, aceasta este denumită și *teoria așteptărilor părtinitoare*.

Teoria segmentării pieței susține că rata dobânzii pentru fiecare maturitate a curbei este determinată de oferta și cererea de fonduri. Cu alte cuvinte, fiecare sector de maturitate este o piață independentă sau segmentată în ceea ce privește determinarea ratei dobânzii în acel sector de maturitate. O variantă a teoriei segmentării pieței este *teoria habitatului preferat*. Teoria respectivă susține că investitorii preferă să investească în anumite sectoare de maturitate în funcție de natura pasivelor acestora.

Deși curba randamentelor VMS are un rol esențial pe piața financiară, ea nu este disponibilă pe multe piețe. Elaborarea unei curbe a randamentelor VMS este mai dificilă într-o piață cu lichiditate scăzută decât cea lichidă [154, p. 137]. În opinia autorului, aceasta este influențată de mai multe *cauze*, printre care:

- Volumul de tranzacționare. Într-o piață cu lichiditate scăzută, volumul de tranzacționare este relativ mic, ceea ce înseamnă că prețurile pot deveni foarte volatile, ceea ce poate face dificilă elaborarea unei curbe a randamentelor precise.

- Diversitatea VMS. Într-o piață cu lichiditate scăzută, poate fi dificil de găsit o gamă variată de VMS pentru a elabora o curba a randamentelor reprezentativă. Acest lucru poate duce la o reprezentare incompletă sau distorsionată a situației pieței.

- Frecvența tranzacțiilor. Tranzacțiile sunt mai puțin frecvente într-o piață cu lichiditate scăzută. Ca rezultat, este mai puțin probabil să se obțină date reprezentative cu privire la prețul VMS, ceea ce influențează acuratețea elaborării curbei randamentelor VMS.

Curba randamentelor VMS poate fi elaborată în funcție de tipul ratei dobânzii utilizate. Astfel, se pot obține diferite tipuri de curbe, cum ar fi curba spot, curba pară, curba forward etc. Pentru a înțelege prin ce se deosebesc diferite tipuri de curbe, este important a înțelege conceptul fiecărei rate. De regulă, ratele VMS sunt exprimate în termeni anuali, în caz contrar, se menționează dacă rata este semestrială/trimestrială. Totodată, este de menționat că, la calcularea ratelor dobânzilor pot fi utilizate diferite convenții de calcul (Tabelul 3.1).

Tabelul 3.1. Tipuri de convenții de calcul

Convenția	Descrierea
Actual/Actual	Se folosește numărul exact de zile între două date. Pentru anii bisecți se iau în calcul 366 de zile, iar pentru ceilalți ani se iau în calcul 365 de zile.
Actual/365	Se folosește numărul exact de zile între două date. Indiferent de tipul anului, se iau în calcul 365 de zile.
Actual/360	Se folosește numărul exact de zile între două date. Indiferent de tipul anului, se iau în calcul 360 de zile.
30/360	Indiferent de numărul de zile pe lună, se iau în calcul 360 de zile. Indiferent de tipul anului, se iau în calcul 360 de zile.

Sursa: elaborat de autor în baza [114, p. 4]

În Republica Moldova la calcularea ratelor dobânzilor și a prețurilor la VMS se utilizează convenția de calcul Actual/365 [17].

Există diverse concepte cu privire la randamentele VMS. Modalitatea de calcul al ratelor pentru OS și BT este diferită, deoarece aceste instrumente financiare au caracteristici distincte.

Pentru BT *rata efectivă* a dobânzii se calculează după formula [17]:

$$y = \left(\left(\frac{N}{P} \right)^{\frac{365}{t}} - 1 \right) \times 100 \quad (3.1)$$

unde: y – rata efectivă anuală a dobânzii;

N – valoarea nominală a BT;

P – prețul de cumpărare a BT;

t – numărul de zile până la scadență.

Prețul BT se deduce din formula *ratei nominale* a dobânzii [152, p. 162]:

$$r = \frac{N-P}{P} \times \frac{365}{t} \times 100 \quad (3.2)$$

unde: r – rata nominală anuală a dobânzii;

N – valoarea nominală a BT;

P – prețul de cumpărare a BT;

t – numărul de zile până la scadență.

Pentru OS sunt caracteristice următoarele noțiuni:

- *Randamentul curent* al obligațiunii reprezintă raportul dintre cupoanele anuale și prețul de piață al acesteia [90, p. 178]:

$$YC = \frac{C}{P} \times 100 \quad (3.3)$$

unde: YC – randament curent al obligațiunii;

C – plata anuală a cupoanelor;

P – prețul obligațiunii.

Randamentul curent va fi mai mare decât rata cuponului atunci când obligațiunea se vinde la un preț mai mic decât valoarea nominală și, viceversa, când obligațiunea se vinde cu primă. Pentru o obligațiune vândută la valoarea nominală, randamentul curent va fi egal cu rata cuponului.

- *Randamentul la scadență* reprezintă rata internă de rentabilitate a unei obligațiuni [90, p. 180]. Aceasta reprezintă o rată constantă a dobânzii utilizată la actualizarea tuturor fluxurilor de numerar ale unei obligațiuni, inclusiv plățile periodice de dobândă și suma principală, astfel încât valoarea actualizată a acestor fluxuri să devină egală cu prețul obligațiunii.

Se știe că, este mult mai valoros să primești 1 leu astăzi decât să-l primești peste o lună sau peste un an. Există numeroase motive pentru care investitorii ar prefera să aibă bani astăzi și nu în viitor. Dacă 1 leu astăzi valorează mai mult decât 1 leu în viitor, întrebarea este cât ar valora, în banii de astăzi, 1 leu în viitor. Pentru a determina valoarea prezentă a unei sume de bani ce va fi primită în viitor se utilizează *factorul de actualizare*. Formula de calcul al factorului de actualizare este următoarea [74, p. 56]:

$$DF_t = \frac{1}{(1+y_t)^t} \quad (3.4)$$

unde: DF_t – factor de actualizare pentru fluxul de numerar la momentul t ;

y – rata spot ;

t – perioada exprimată în ani.

Utilizând principiul factorului de actualizare, formula de calcul al prețului obligațiunii este următoarea [17]:

$$P = \frac{C_1}{(1+y)^{\frac{t_1}{365}}} + \frac{C_2}{(1+y)^{\frac{t_2}{365}}} + \dots + \frac{C_n+N}{(1+y)^{\frac{t_n}{365}}} \quad (3.5)$$

unde: P – prețul obligațiunii;

C – mărimea cuponului;

n – numărul de cupoane;

t_n – numărul de zile până la plata cuponului n ;

y – randamentul la scadență al obligațiunii;

N – valoarea nominală a obligațiunii.

Cuponul obligațiunii se determină după formula [17]:

$$C = N \times r \times \frac{t}{365} \quad (3.6)$$

unde: C – mărimea cuponului;

N – valoarea nominală a obligațiunii;

r – rata dobânzii la obligațiune;

t – perioada cuponului.

- *Randamentul aproximativ la scadență* reprezintă o estimare aproximativă a randamentului pe care un investitor îl poate obține dintr-o obligațiune dacă aceasta este ținută până la data scadenței [126, p. 82].

$$AYTM = \frac{C + \frac{N-P}{T}}{\frac{N+P}{2}} \quad (3.7)$$

unde: $AYTM$ – randamentul aproximativ la scadență;

C – mărimea cuponului;

N – valoarea nominală a obligațiunii;

P – prețul obligațiunii;

T – termenul până la scadență.

- *Rata spot* reprezintă randamentul unei valori mobiliare cu cupon zero [87, p. 82]. Obligațiunea zero-cupon nu generează cupoane și prin urmare are doar numai un singur flux de numerar, care se achită la data scadenței. În opinia autorului, randamentul obligațiunii zero-cupon poate fi considerat un randament real, deoarece nu implică reinvestirea cupoanelor și, prin urmare, nu există fluxuri de numerar intermediare susceptibile la schimbările ratelor dobânzilor.

În practică, este puțin probabil să dispunem de date cu privire la ratele spot pentru VMS cu diferite maturități. Prin urmare, acestea pot fi deduse folosind tehnica *bootstrapping* [126, p. 100]. Pentru a înțelege mai bine cum se aplică această tehnică la determinarea ratelor spot teoretice, autorul a elaborat un exemplu:

Fie trei OS cu plata anuală a cupoanelor. De determinat ratele spot ale acestora în baza datelor din Tabelul 3.2, dacă valoarea nominală a OS este de 100 de lei.

Tabelul 3.2. Date inițiale pentru determinarea ratelor spot

Maturitatea	Preț	Rata cuponului
1 an	98 lei	6%
2 ani	96 lei	8%
3 ani	94 lei	9%

Sursa: elaborat de autor

$$98 = \frac{106}{(1+y_1)} \Rightarrow \text{rata spot } y_1 = 8,16\%;$$

$$96 = \frac{8}{(1+8,16\%)} + \frac{108}{(1+y_2)^2} \Rightarrow \text{rata spot } y_2 = 10,40\%;$$

$$94 = \frac{9}{(1+8,16\%)} + \frac{9}{(1+10,40\%)^2} + \frac{109}{(1+y_3)^3} \Rightarrow \text{rata spot } y_3 = 11,66\%.$$

În opinia autorului, una dintre dezavantajele utilizării tehnicii *bootstrapping* este că o valoare mobilă cu o anumită scadență ar putea să nu fie disponibilă pe piața financiară. Cu toate acestea, în procesul de elaborare a curbei randamentelor VMS, autorul reiterează că rata spot reprezintă o alegere mai favorabilă în comparație cu alte rate, cum ar fi randamentul la scadență. Acest argument se bazează pe eliminarea impactului cuponului asupra randamentului VMS. Prin urmare, pentru a asigura o comparație mai coerentă între diversele puncte de pe curbă, utilizarea ratei spot este preferabilă.

Fiecare investitor se poate confrunta cu dilema de a alege între diverse opțiuni de investiții. De exemplu, se poate afla în situația de a decide dacă să investească într-o obligațiune cu scadența de 2 ani sau să opteze pentru o obligațiune cu scadența de 1 an și, la maturitatea acesteia, să reinvestească într-o altă obligațiune tot cu scadența de 1 an. Această alegere poate părea dificilă, deoarece în prezent, investitorul dispune doar de informații referitoare la ratele curente ale obligațiunilor cu scadența de 1 și 2 ani, dar nu cunoaște care va fi rata dobânzii la obligațiunea cu scadența de 1 an peste un an. Cu alte cuvinte, este necesar să cunoască rata forward. Această dilemă subliniază importanța anticipării și înțelegerii factorilor care pot influența ratele VMS în viitor, pentru a fi asigurată maximizarea veniturilor obținute din activitatea de investiție.

Rata dobânzii forward reprezintă randamentul care se anticipează a fi obținut între două date în viitor. Ratele forward sunt calculate pe baza ratelor spot cu condiția absenței arbitrajului, care afirmă că o investiție care obține dobânda y_1 de la momentul t_0 până la momentul t_1 și este

reinvestită ulterior la o rată a dobânzii $f_{1,1}$ pentru restul perioadei până la momentul t_2 , ar trebui să obțină aceeași valoare la sfârșitul perioadei de investiție t_2 ca și investiția a aceleiași sume de bani care obține dobânda y_2 de la momentul t_0 până la momentul t_2 [155, pp. 13-14]. Acest concept este ilustrat grafic în Figura 3.2 și prezentat matematic în formula 3.8.

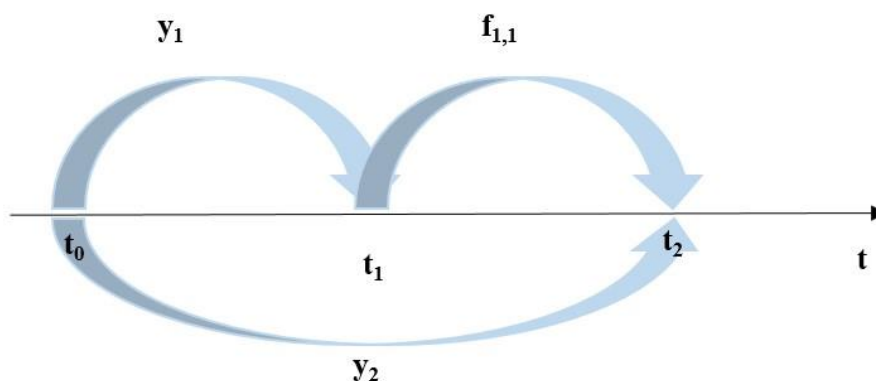


Figura 3.2. Relația dintre rata spot și rata forward

Sursa: elaborată de autor

$$(1 + y_2)^2 = (1 + y_1) \times (1 + f_{1,1}) \quad (3.8)$$

Formula generală pentru calcularea ratei dobânzii forward în absența arbitrajului este următoarea [91]:

$$f_{T-i,i} = \left(\frac{(1+y_T)^T}{(1+y_{T-i})^{T-i}} \right)^{\frac{1}{i}} - 1 \quad (3.9)$$

unde: $f_{T-i,i}$ – rata dobânzii forward;

i – maturitatea;

T – sfârșitul perioadei de calcul;

y – rata spot.

Este important de subliniat că, rata forward poate fi calculată atâta timp cât nu este depășită maturitatea maximă T .

Conform opiniei autorului, rata forward se distinge de *rata viitoare* prin faptul că rata forward este cunoscută în prezent, în timp ce rata viitoare poate fi cunoscută doar în viitor. Cu toate acestea, există cazuri când aceste rate sunt egale sau înregistrează anumite discrepanțe. Calcularea ratei forward în baza ratelor spot se utilizează în condițiile fără arbitraj, ceea ce se întâlnește rar în practică. De aceea, este necesar de ajustat rata forward în baza informației cu privire la prognoza indicatorilor macroeconomici, cum ar fi rata inflației și al altor factori care ar putea influența ratele VMS, spre exemplu impactul diverselor crize.

Modelarea curbei randamentelor VMS sau estimarea structurii la termen a ratelor dobânzilor are loc în baza unei serii de date cu privire la randamentele și maturitățile

corespunzătoare. Această curbă, trecând printre punctele date, trebuie să fie netedă și cât mai precisă. În opinia autorului, la modelarea curbei spot, există două probleme fundamentale: (i) în primul rând, există problema decalajelor maturităților, deoarece în practică obligațiunile nu ajung la maturitate la intervale regulate de timp; (ii) în al doilea rând, structura la termen a ratelor dobânzilor este definită pe baza ratelor spot, pentru care în practică nu sunt date disponibile pentru toate maturitățile de VMS. Astfel, în cadrul analizei literaturii de specialitate, autorul, pe lângă tehnica bootstrapping, a identificat mai multe modele de calcul al ratei spot.

Printre acestea:

Modelul regresiei folosește prețurile obligațiunilor ca variabilă dependentă, iar cupoanele și valorile nominale ale obligațiunilor ca variabile independente, formula generală fiind următoarea [126, p. 106]:

$$P_i = \beta_1 C_{1i} + \beta_2 C_{2i} + \dots + \beta_n (C_{ni} + N) + u_i \quad (3.10)$$

unde: P_i – prețul brut al obligațiunii i ;

C_{ni} – cuponul obligațiunii i pentru perioada n ;

β – coeficient;

N – valoarea nominală a obligațiunii;

u_i – eroarea reziduală.

Ratele spot s_n pot fi estimate în baza formulei [126, p. 106]:

$$s_n = \left(\frac{1}{\beta_n} \right)^{\frac{1}{n}} - 1 \quad (3.11)$$

Tehnicile de regresie sunt folosite pentru estimarea parametrilor modelului. De regulă, folosind metoda celor mai mici pătrate pot fi determinați acei coeficienți, astfel încât suma pătratelor erorilor să fie minimă:

$$\min \sum_{i=1}^n (P_i - \hat{P}_i)^2 \quad (3.12)$$

unde: P_i – prețul actual al obligațiunii i ;

$\hat{P}_i$ – prețul estimat al obligațiunii i ;

n – numărul de obligațiuni.

În literatura de specialitate, există o varietate de modele utilizate la elaborarea curbei randamentelor, care poartă denumirea autorilor ce le-au propus. Astfel, pot fi evidențiate modelele precum Bradley–Crane, Elliot–Echols, Dobbie–Wilkie, Ayres–Barry, McLeod etc. [155, pp. 33-37].

Autorul a utilizat modelul regresiei la determinarea ratelor spot teoretice pentru OS cu rate fixe ale dobânzilor aflate în circulație la situația din 31 decembrie 2022 pe piața VMS din

Republica Moldova. Folosind datele BNM cu privire la rezultatele licitațiilor de vânzare a VMS [4] și curba randamentelor VMS la situația din 31 decembrie 2022 [48], a fost determinat prețul acestor OS. Ulterior, folosind modelul regresiei descris mai sus, s-au obținut următorii coeficienți (Figura 3.3):

Regression Statistics	
Multiple R	0,91381
R Square	0,83504
Adjusted R Square	0,82004
Standard Error	3,21957
Observations	85

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	7	4040,3168	577,1881	55,6830	0,0000
Residual	77	798,1511	10,3656		
Total	84	4838,4680			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	2,6008	5,8205	0,4468	0,6562	-8,9892	14,1908	-8,9892	14,1908
1	0,8557	0,0549	15,5771	0,0000	0,7463	0,9651	0,7463	0,9651
2	0,7508	0,0485	15,4913	0,0000	0,6543	0,8473	0,6543	0,8473
3	0,7310	0,0434	16,8284	0,0000	0,6445	0,8175	0,6445	0,8175
4	0,7138	0,0482	14,8024	0,0000	0,6178	0,8099	0,6178	0,8099
5	0,6736	0,0390	17,2617	0,0000	0,5959	0,7513	0,5959	0,7513
6	0,6270	0,0455	13,7722	0,0000	0,5363	0,7176	0,5363	0,7176
7	0,6084	0,0411	14,8187	0,0000	0,5267	0,6902	0,5267	0,6902

Figura 3.3. Statistici de regresie

Sursa: elaborată de autor în baza [4, 48]

Aplicând formula 3.11, autorul a calculat ratele spot pentru fiecare maturitate a OS (Tabelul 3.3):

Tabelul 3.3. Ratele spot determinate în baza modelului de regresie

Maturitate, ani	Factor de actualizare	Rata spot
1	0,8557	16,86%
2	0,7508	15,41%
3	0,7310	11,01%
4	0,7138	8,79%
5	0,6736	8,22%
6	0,6270	8,09%
7	0,6084	7,36%

Sursa: calculele autorului în baza [4, 48]

În opinia autorului, deși un număr mai mare de observații poate consolida credibilitatea unui model de regresie, calitatea și relevanța datelor, precum și corectitudinea tehnicilor de analiză utilizate rămân la fel de importante pentru evaluarea corectă a validității și utilității modelului.

Curba randamentelor VMS poate fi estimată și în baza modelelor parametrice. Principiul de bază a acestor modele constă în specificarea unei funcții a cărei parametri sunt determinați prin minimizarea abaterilor pătratice ale ratelor dobânzilor estimate față de cele de piață. Potrivit Băncii pentru Decontări Internaționale, majoritatea băncilor centrale utilizează la elaborarea curbei randamentelor fie modelul Nelson-Siegel, fie versiunea extinsă sugerată de Svensson [168, p. ix].

Modelul Nelson-Siegel a fost elaborat în 1987 de către Ch. R. Nelson și A. F. Siegel. Cu toate că se bazează doar pe estimarea a patru parametri, poate captura cele mai comune forme pe care le are o curbă a randamentelor în practică [121, p. 475].

$$f(t) = \beta_0 + \beta_1 \times \exp\left(-\frac{t}{\lambda_1}\right) + \beta_2 \times \exp\left(-\frac{t}{\lambda_1}\right) \times \frac{t}{\lambda_1} \quad (3.13)$$

unde: f – rata forward instantanee;

t – maturitatea;

$\beta_0, \beta_1, \beta_2$ și λ_1 – parametrii modelului.

Parametrul β_0 este o constantă ce reprezintă nivelul ratei dobânzii pe termen lung. β_1 capturează panta curbei. Dacă este pozitiv, curba se înclină în jos, dacă este negativ, curba se înclină în sus. β_2 reprezintă curbura. Dacă este pozitiv, curba înregistrează un vârf, dar dacă este negativ, există o adâncitură. Cu cât este mai mare valoarea absolută a lui β_2 , cu atât este mai pronunțat vârful sau adâncitura acesteia. λ_1 este parametrul de formă. Acesta determină nivelul de înclinație a pantei și locația vârfului sau adânciturii curbei [126, p. 108].

Dacă ecuația 3.13 se integrează, atunci se obține funcția curbei spot $y(t)$ [168, p. vi]:

$$y(t) = \beta_0 + \beta_1 \times \frac{1 - \exp\left(-\frac{t}{\lambda_1}\right)}{\frac{t}{\lambda_1}} + \beta_2 \times \frac{1 - \exp\left(-\frac{t}{\lambda_1}\right)}{\frac{t}{\lambda_1}} - \beta_2 \times \exp\left(-\frac{t}{\lambda_1}\right) \quad (3.14)$$

Potrivit autorilor B. Baskot, S. Orsag și D. Mikerevic, curba forward conține aceeași informație ca și curba spot. Diferența este că prima oferă o interpretare mai clară în contextul politicii monetare. Prin urmare, curba forward separă mai evident așteptările pieței pe termen scurt, mediu și lung în comparație cu curba spot [69, p. 6].

Modelul Nelson-Siegel-Svensson reprezintă o extensie a modelului Nelson-Siegel, având ca scop creșterea flexibilității curbei și potrivirea ei mai bună prin adăugarea celei de-a patra componente, reprezentând o a doua formă de vârf sau adâncitură. În acest sens, în anul 1994, autorul Svensson a propus introducerea a doi parametri suplimentari β_3 și λ_2 . Prin urmare, modelul include următoarele patru componente:

prima componentă – constanta β_0 ;

a doua componentă – $\beta_1 \times \exp\left(-\frac{t}{\lambda_1}\right)$;

a treia componentă – $\beta_2 \times \exp\left(-\frac{t}{\lambda_1}\right) \times \frac{t}{\lambda_1}$;

a patra componentă – $\beta_3 \times \exp\left(-\frac{t}{\lambda_2}\right) \times \frac{t}{\lambda_2}$.

Astfel, funcția de determinare a ratei forward instantanee $f(t)$ este următoarea [157, p. 6]:

$$f(t) = \beta_0 + \beta_1 \times \exp\left(-\frac{t}{\lambda_1}\right) + \beta_2 \times \exp\left(-\frac{t}{\lambda_1}\right) \times \frac{t}{\lambda_1} + \beta_3 \times \exp\left(-\frac{t}{\lambda_2}\right) \times \frac{t}{\lambda_2} \quad (3.15)$$

Rata spot $y(t)$ se obține prin integrarea ratei forward specificate în ecuația 3.15 [157, p. 7]:

$$y(t) = \beta_0 + \beta_1 \times \frac{1 - \exp\left(-\frac{t}{\lambda_1}\right)}{\frac{t}{\lambda_1}} + \beta_2 \times \frac{1 - \exp\left(-\frac{t}{\lambda_1}\right)}{\frac{t}{\lambda_1}} - \beta_2 \times \exp\left(-\frac{t}{\lambda_1}\right) + \beta_3 \times \frac{1 - \exp\left(-\frac{t}{\lambda_2}\right)}{\frac{t}{\lambda_2}} - \beta_3 \times \exp\left(-\frac{t}{\lambda_2}\right) \quad (3.16)$$

Pentru comparație, autorul a implementat în practică ambele modele parametrice pe piața VMS din Republica Moldova. Având în vedere că piața secundară a VMS nu este una lichidă, au fost utilizate randamentele VMS emise pe piața primară. La selectarea acestora, s-a ținut cont ca în perioada aleasă să fie disponibile datele pentru toate maturitățile de VMS aflate în circulație. Prin urmare, utilizând datele BNM cu privire la ratele efective ale VMS din luna mai 2023 [3], au fost estimate curbele randamentelor VMS, aplicând formulele 3.14 și 3.16. Parametrii modelului au fost determinați astfel încât să se adeverească relația:

$$\min \sum_{i=1}^N (y_i - \hat{y}_i)^2 \quad (3.17)$$

unde: y_i – randamentul actual al VMS i ;

$\hat{y}_i$ – randamentul estimat al VMS i ;

N – numărul de VMS.

Ca rezultat, au fost obținute următoarele curbe (Figura 3.4):

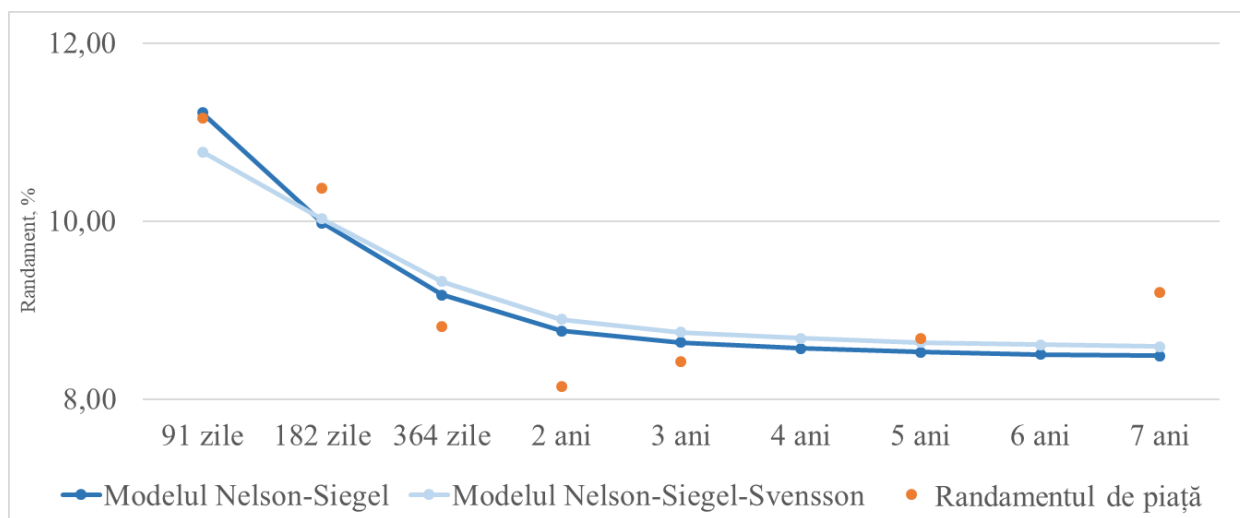


Figura 3.4. Curbele randamentelor valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova, mai 2023

Sursa: elaborată de autor în baza [3]

Potrivit Figurii 3.4, curbele randamentelor VMS elaborate în baza modelelor Nelson-Siegel și Nelson-Siegel-Svensson sunt în mare parte similare. O discrepanță mai mare se observă la BT-91 de zile. Pentru o analiză mai detaliată, autorul a examinat parametrii acestor modele:

Tabelul 3.4. Parametrii modelului Nelson-Siegel vs. Nelson-Siegel-Svensson, mai 2023

Parametru	Model Nelson-Siegel	Model Nelson-Siegel-Svensson
β_0	8,37	8,47
β_1	6,27	3,36
β_2	-1,81	-0,46
λ_1	0,18	0,25
β_3	-	1,02
λ_2	-	0,13

Sursa: calculele autorului în baza [3]

Ambele modele estimează rata dobânzii la VMS pe termen lung la nivelul de circa 8%. Parametrul β_1 în ambele cazuri este pozitiv, ceea ce indică că curba este descrescătoare (Figura 3.4), doar că la modelul Nelson-Siegel aceasta se înclină mai tare față de modelul Nelson-Siegel-Svensson, fapt ce se explică și prin rezultatul mai mare al parametrului β_1 . Parametrul β_2 a înregistrat valori negative, ceea ce înseamnă că curba are forma unei adâncituri. La modelul Nelson-Siegel parametrul β_2 a înregistrat o valoare absolută mai mare față de modelul Nelson-Siegel-Svensson, determinând o adâncitură mai pronunțată. Parametrii adiționali ai modelul Nelson-Siegel-Svensson β_3 și λ_2 au aceeași semnificație ca și parametrii β_2 și λ_1 .

Pentru a determina care dintre modelele parametrică se potrivesc mai bine pentru piața VMS din Republica Moldova, autorul a estimat mai multe curbe pentru diferite perioade, utilizând aceeași abordare care a fost aplicată la exemplul din Figura 3.4. Randamentele obținute în baza modelelor care au înregistrat valori mai aproape față de cele de pe piață au fost evidențiate.

Tabelul 3.5. Estimarea randamentelor valorilor mobiliare de stat: modelul Nelson-Siegel vs. modelul Nelson-Siegel-Svensson

Maturitatea	Randament, %								
	Iulie 2021			Ianuarie 2022			Iulie 2023		
	De piață	Modelul Nelson-Siegel	Nelson-Siegel-Svensson	De piață	Modelul Nelson-Siegel	Modelul Nelson-Siegel-Svensson	De piață	Modelul Nelson-Siegel	Modelul Nelson-Siegel-Svensson
91 zile	3,40	3,47	3,48	9,25	9,89	9,82	5,31	5,46	5,61
182 zile	5,10	4,88	4,87	10,16	9,59	9,59	7,08	6,67	6,55
364 zile	5,61	5,60	5,59	10,03	9,16	9,17	7,18	7,24	7,07
2 ani	5,56	5,96	5,96	8,06	8,70	8,72	7,12	7,52	7,40
3 ani	5,94	6,08	6,08	7,12	8,48	8,53	7,38	7,61	7,57
5 ani	6,19	6,17	6,19	7,64	8,30	8,37	7,64	7,68	7,79
7 ani	6,60	6,21	6,23	10,25	8,23	8,30	8,16	7,71	7,94

Sursa: calculele autorului în baza [3]

Potrivit Tabelului 3.5, randamentele estimate în baza modelului Nelson-Siegel au înregistrat valori mai apropiate față de randamentele de piață a VMS cu termen scurt de circulație, în timp ce randamentele estimate în baza modelului Nelson-Siegel-Svensson au înregistrat

discrepanțe mai mici față de randamentele de piață a VMS cu termen lung de circulație. Este de menționat că una dintre acțiunile propuse de către MF în vederea atingerii obiectivelor menționate în cadrul Programului „Managementului datoriei de stat pe termen mediu (2024-2026)”, este de a extinde maturitatea portofoliului VMS prin emisiunea de OS cu maturități cuprinse între 2 și 10 ani [44, p. 12]. Ținând cont de aceasta, autorul recomandă utilizarea modelului Nelson-Siegel-Svensson la estimarea curbei randamentelor VMS.

Unii autori consideră că, pentru piețele mici modelul Nelson-Siegel este mai potrivit în comparație cu modelul Nelson-Siegel-Svensson [69, p. 13]. De asemenea, există opinii conform cărora, la estimarea prețurilor VMS cu termene scurte de maturitate, este preferabil să se utilizeze modelul Nelson-Siegel, în timp ce pentru estimarea prețurilor VMS cu termene lungi, modelul Nelson-Siegel-Svensson este considerat mai potrivit [120, p. 198].

În concluzie, autorul consideră că curba randamentelor VMS trebuie să reprezinte funcția care se potrivește cel mai bine pentru toate punctele de pe graficul de dispersie. De aceea, în funcție de specificul pieței financiare, sunt aplicate diverse modele la elaborarea curbei randamentelor VMS. Aceste modele urmează a fi utilizate în funcție de situația pieței, selectându-se cel mai potrivit model la un moment dat.

Ținând cont de importanța cunoașterii ratelor forward, autorul a elaborat curba forward în baza datelor disponibile de pe piața VMS din Republica Moldova, care reprezintă estimările ratelor VMS pentru anul următor. Pentru aceasta, au fost parcurse patru etape, calculele fiind prezentate în Anexa 5.

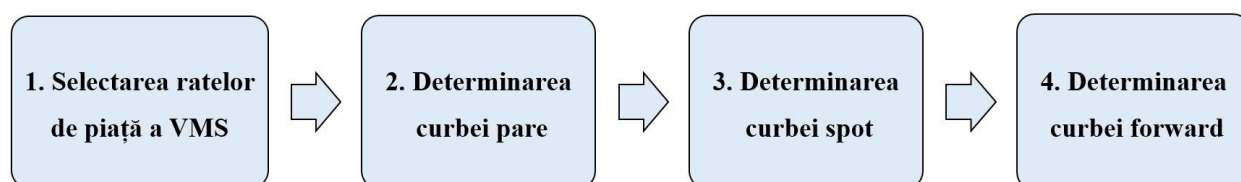


Figura 3.5. Etapele de elaborare a curbei forward

Sursa: elaborată de autor

1. În prima etapă au fost selectate ratele nominale medii ponderate ale VMS cu rate fixe pentru anii 2018-2023 [4, 12];

2. Ratele VMS pentru maturitățile care nu au fost disponibile pe piață au fost determinate fie prin interpolare sau extrapolare;

3. Utilizând metoda bootstrapping au fost calculate ratele spot teoretice pentru fiecare maturitate a VMS;

4. Ratele forward pentru fiecare maturitate a VMS, care reprezintă ratele VMS estimate pentru anul următor, au fost determinate în baza formulei 3.9.

Ca rezultat, autorul a observat că relația dintre curba forward și curba spot indică tendințele inflației medii anuale pentru anul următor (Figura 3.6).



Figura 3.6. Curba forward vs. curba spot, 2019-2024

Sursa: elaborată de autor în baza [4, 12, 42]

Potrivit Figurii 3.6, atunci când curba forward pentru anul următor este inferioară față de curba spot a anului curent, există o tendință de descreștere a inflației medii anuale pentru anul următor. În mod similar, atunci când curba forward pentru anul următor este superioară curbei spot pentru anul curent, se atestă o tendință de creștere a inflației medii anuale pentru anul următor. În procesul de prognozare a ratei anuale medii a inflației, autorul propune să se considere exclusiv relația dintre aceste curbe doar pentru maturitățile de VMS cu termen de circulație de până la un an. Este important de remarcat că, pentru anul 2022, curba forward a indicat o tendință de descreștere a nivelului inflației medii anuale, ceea ce a fost inițial prognozat [42]. Totuși, rezultatul a fost contrar, în anul 2022 fiind înregistrată o inflație galopantă. Aceasta sugerează că, în perioade de criză, prognoza bazată pe relația dintre curbe poate să nu se adevărească.

Prin urmare, în opinia autorului, relația dintre rata inflației și curba randamentelor VMS poate fi prezentată astfel:

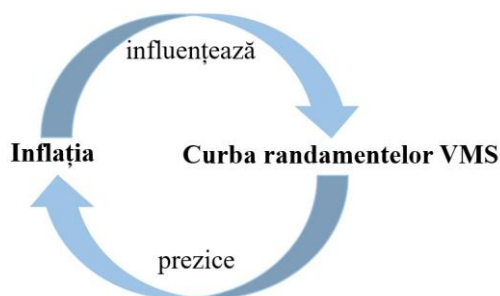


Figura 3.7. Relația dintre inflație și curba randamentelor valorilor mobiliare de stat
Sursa: elaborată de autor

În general, inflația are un impact asupra randamentelor VMS. Odată cu creșterea acesteia, puterea de cumpărare a banilor scade [97, p. 105]. Dacă participanții de pe piață se așteaptă la o inflație mai mare în viitor, pot solicita randamente mai mari pentru obligațiunile pe termen lung, pentru a compensa scăderea puterii de cumpărare a plăților fixe. Anticipările ratei inflației duc la modificarea înclinației curbei randamentelor. Totodată, conform Figurii 3.6, se observă că curba forward prezice tendințele inflației.

De asemenea, potrivit Figurii 3.6, autorul constată o discrepanță nesemnificativă dintre ratele forward la BT pentru anul următor și ratele de piață a acestora înregistrate în anul respectiv, cu excepția anului 2022 și 2023. Aceasta se explică prin faptul că în 2022 a fost înregistrată o inflație galopantă. Ținând cont că, ponderea majoră a VMS comercializate pe piața primară o constituie BT, adică VMS cu termen de circulație până la un an, rata forward pentru VMS cu maturitatea de un an poate fi luată în calcul la prognoza ratei medii ponderate a VMS comercializate (Tabelul 3.6)

Tabelul 3.6. Rata medie ponderată a dobânzii la valorile mobiliare de stat vs. rata forward

Anul	Rata nominală medie ponderată a dobânzii la VMS comercializate prin licitații (%)	Rata forward la VMS-1 an (%)	Diferența (p.p.)
1	2	3	4=3-2
2019	6,22	7,14	0,92
2020	5,19	5,93	0,74
2021	5,64	6,14	0,50

Sursa: elaborat de autor în baza [4, 12]

Conform Tabelului 3.6, se observă o discrepanță nesemnificativă între ratele forward pentru VMS cu scadența de un an, determinate în baza ratelor teoretice spot pentru anul precedent, și ratele nominale medii ponderate a dobânzii la VMS comercializate prin licitații. Prin urmare,

această rată forward poate fi luată în calcul la prognoza ratei medii a VMS, care, la necesitate, poate fi ajustată în baza prognozelor macroeconomice, cum ar fi prognoza ratei inflației. Acuratețea prognozei ratei medii a VMS are un impact direct asupra estimărilor cheltuielilor bugetului de stat, deoarece anual, în baza acestora se prognozează cheltuielile pentru serviciul VMS.

În concluzie, reieșind din funcțiile curbei randamentelor VMS, aceasta are o importanță majoră nu doar pentru piața VMS, dar și pentru întreaga economie a țării. Ținând cont de faptul că piața secundară a VMS nu este una lichidă, elaborarea curbei randamentelor VMS este posibilă prin mai multe modele elaborate în acest sens. Astfel, modelul Nelson-Siegel și modelul Nelson-Siegel-Svenson s-au potrivit pentru Republica Moldova și sunt relativ simplu de utilizat, cel din urmă fiind preferabil la estimarea randamentelor VMS cu termen lung de circulație. Analizând parametrii obținuți în baza modelului, se obțin informații complexe, precum nivelul ratei dobânzii pe termen lung, panta etc. De asemenea, relația dintre curba forward, care reprezintă randamentele VMS pentru anul următor, și curba spot a VMS cu maturitatea de până la un an, poate indica tendințele inflației medii anuale pentru anul ce urmează. Mai mult ca atât, ratele forward la VMS cu maturitatea de până la un an, au fost aproape de cele înregistrate pe piață. Astfel, utilizarea acestora la estimarea ratei medii a VMS comercializate, poate să contribuie semnificativ la acuratețea prognozei cheltuielilor de deservire a VMS.

3.2. Perspective de dezvoltare a pieței valorilor mobiliare de stat prin intermediul activității delerilor primari

Analizând experiența țărilor în ceea ce privește dezvoltarea pieței VMS, autorul a constatat că majoritatea acestora au optat pentru dezvoltarea pieței VMS utilizând sistemul de dealeri primari. În ciuda tuturor eforturilor, nu se poate de găsit un răspuns unic la întrebarea cu privire la obligațiile pe care dealerii primari ar trebui să le îndeplinească pentru a contribui la dezvoltarea pieței VMS. Fiecare țară și-a dezvoltat propriul sistem pentru a răspunde nevoilor specifice de dezvoltare a pieței financiare.

Sistemul de dealeri primari reprezintă un acord între doi participanți majori ai pieței datoriei guvernamentale, cum este emitentul datoriei și un grup de dealeri, care urmăresc o strategie comună și care au drept scop sprijinirea funcționării și dezvoltării pieței primare și secundare a VMS. Dealerii primari sunt intermediari financiari care, în general, în schimbul unor privilegii specifice, se angajează să îndeplinească anumite obligații sau funcții pe piața VMS [67, p. 3].

Deși sistemul de dealeri primari este utilizat în multe țări din întreaga lume, totuși nu este aplicat în toate țările. Fiecare țară își implementează propriile politici și strategii pentru gestionarea emisiunii și tranzacționării VMS, iar implementarea sistemului de dealeri primari poate varia în funcție de particularitățile specifice ale pieței financiare locale și de necesitățile guvernului. Primul sistem de dealeri primari a fost introdus în SUA în anul 1960. În Europa, sistemul s-a răspândit în anii '80, iar pe piețele emergente în anii '90 [70, p. 1]. În prezent, sistemul de dealeri primari este utilizat în numeroase țări și contribuie la dezvoltarea piețelor VMS (Figura 3.8).

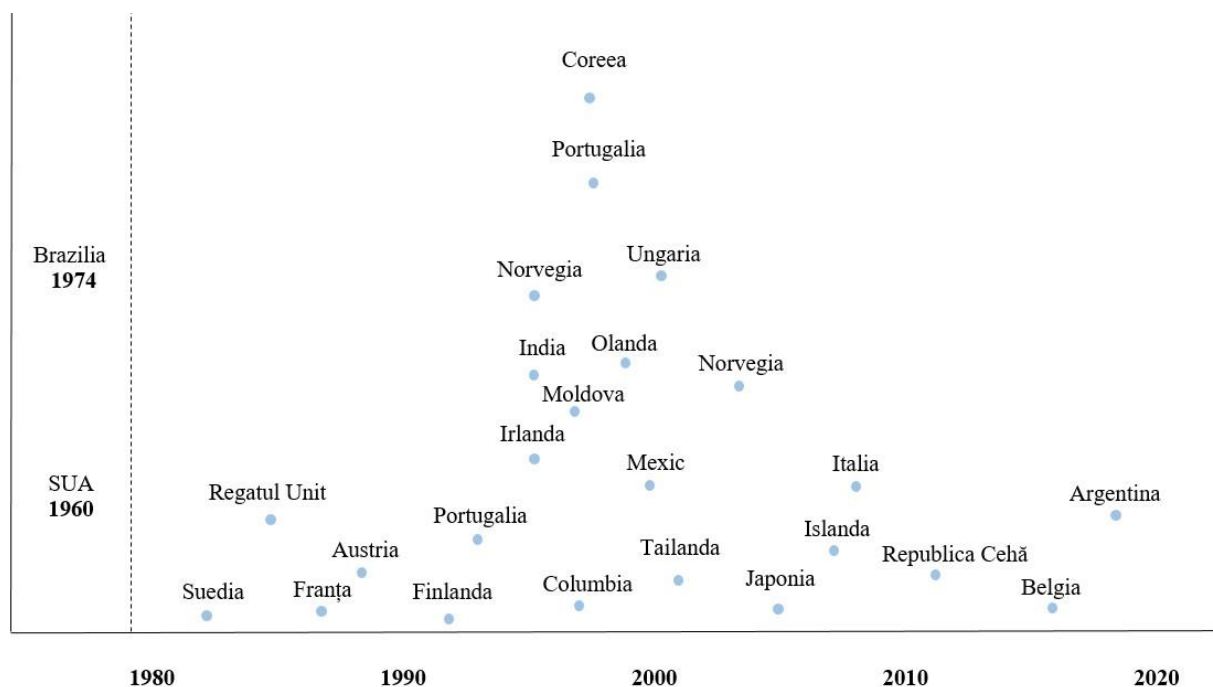


Figura 3.8. Anul implementării sistemului de dealeri primari

Sursa: completată de autor în baza [34, p. 94; 93, p. 6]

În Republica Moldova, inițial, băncile comerciale activau în calitate de dealeri pe piața primară [139, p. 11], dar în februarie 1997 a fost instituit sistemul de dealeri primari pe piața VMS [34, p. 94]. Este de menționat că, în unele țări sistemul de dealeri primari a fost introdus înaintea Republicii Moldova, în timp ce în altele acest sistem a fost implementat mult mai târziu. Prin urmare, în opinia autorului, momentul implementării sistemului de dealeri primari nu a avut o influență directă asupra nivelului de dezvoltare a pieței VMS.

Potrivit experienței internaționale, statutul de dealer primar nu poate fi deținut doar de către bancă, cum este în cazul Republicii Moldova [17]. Fiecare țară stabilește cui îi poate fi oferit acest statut. Spre exemplu, în România, dealeri primari pot fi:

„a) instituții de credit, astfel cum sunt definite la art. 4 alin. (1) pct. 1 din Regulamentul UE nr. 575/2013 al Parlamentului European și al Consiliului din 26 iunie 2013 privind cerințele prudențiale pentru instituțiile de credit și societățile de investiții și de modificare a Regulamentului

UE nr. 648/2012, autorizate în statele membre ale UE și/sau în celelalte state aparținând Spațiului Economic European;

b) societăți de servicii de investiții financiare, astfel cum sunt definite la art. 6 din Legea nr. 297/2004 privind piața de capital, cu modificările și completările ulterioare, care sunt autorizate de Autoritatea de Supraveghere Financiară;

c) instituții echivalente celor prevăzute la lit. b), autorizate în statele membre ale UE și/sau în celelalte state aparținând Spațiului Economic European;

d) alte entități, cu excepția celor menționate la lit. a), b) și c) acceptate de Ministerul Finanțelor Publice pentru a derula direct operațiuni cu titluri de stat pe piața primară internă, cu respectarea legislației în vigoare” [39].

La nivel internațional nu există un număr ținută de dealeri primari în cadrul unui sistem. Acest număr variază în funcție de specificul pieței financiare (Figura 3.9).

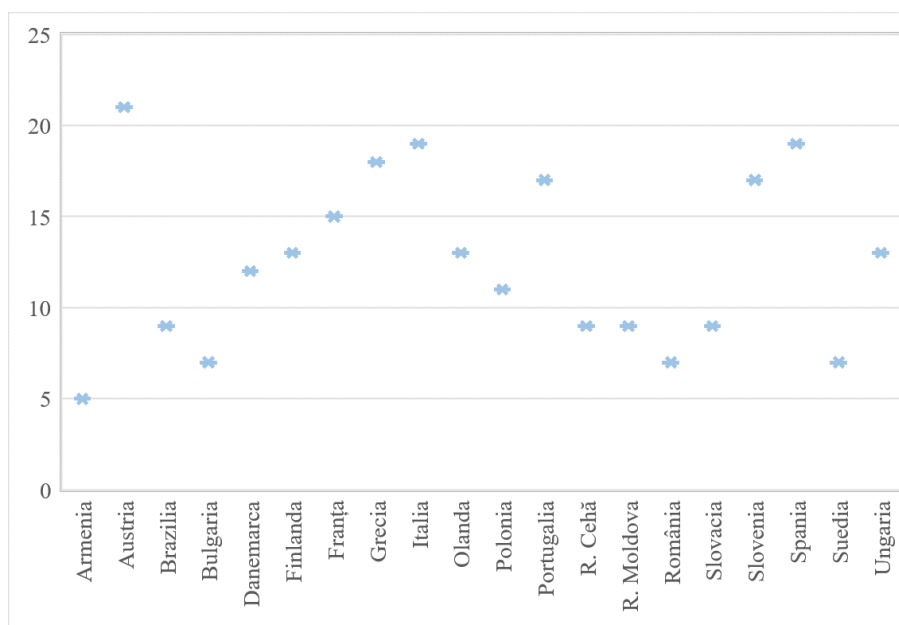


Figura 3.9. Numărul de dealeri primari

Sursa: elaborată de autor în baza [33, 78, 79, 85, 106, 107, 108, 109, 110, 111, 130, 131, 132, 133, 134, 135, 136, 137, 138, 162]

Este de menționat că, numărul dealerilor primari nu este static, acesta poate să se modifice de la un an la altul. Potrivit Figurii 3.9, majoritatea țărilor selectate au un număr de dealeri primari cuprins între 5 și 15, Austria înregistrând cel mai mare număr de dealeri primari. Este de menționat că în Austria dintre dealerii primari, 20 de bănci operează cu OS, iar 18 cu BT [109]. Pe când, în Republica Moldova activează 9 dealeri primari și nu se face distincție dintre tipul de VMS operate. Ce ține de UE, doar 5 țări nu au sisteme de dealeri primari: Croația, Cipru, Estonia, Luxemburg și Malta. Acest lucru nu se datorează ratingului de credit, dar este posibil ca datoriile lor nu sunt suficient de lichide pentru a beneficia de o cerere largă pe piața financiară globală. Ca rezultat, a

fost introdus sistemul de sindicalizare în locul sistemului de dealeri primari. Sindicalizările funcționează într-un mod similar cu sistemele de dealeri primari, implicând guvernele să plătească o taxă băncilor participante [129, p. 4].

Sindicalizările sunt adesea utilizate la accesarea pieței internaționale de capital. De asemenea, ca alternativă, sindicalizările pot fi folosite și pe piețele interne. Fiecare țară își adoptă abordările proprii cu privire la gestionarea și dezvoltarea pieței VMS, inclusiv determinarea metodei de emisiune a VMS, fie prin intermediul dealerilor primari sau prin metoda sindicalizării, în funcție de specificul și obiectivele economice ale acestora. În opinia autorului, ambele metode au scopul de a asigura o emisiune de VMS eficientă, dar utilizează mecanisme diferite pentru a atinge aceste obiective.

Analizând experiența internațională, autorul a constatat că nu există o relație dependentă între numărul de dealeri primari, numărul de emisiune a OS și numărul de tranzacții:

Tabelul 3.7. Informația cu privire la cele mai active obligațiuni de stat în țările cu venituri mici

Țara	Numărul emisiunilor de OS	Numărul de tranzacții	Numărul dealerilor primari
Egipt	48	856	16
Ghana	27	289	13
India	264	171 324	21
Indonezia	42	39 709	10
Maroc	40	358	9
Nigeria	18	5 454	13
Pakistan	13	366	11
Filipine	69	15 130	10
Șri lanka	35	2 679	15
Ucraina	1	9	10
Vietnam	112	11 464	14

Sursa: elaborat de autor în baza [83, p. 36]

Conform statisticilor prezentate în Tabelul 3.7, perioada septembrie-noiembrie 2019, se observă că în țările selectate, deși numărul de dealeri primari nu variază semnificativ, rezultatele privind emisiunea și tranzacționarea OS sunt diferite. Spre exemplu, cu toate că în Indonezia, Filipine și Ucraina numărul de dealeri primari este același, numărul de tranzacții variază semnificativ, 9 tranzacții în Ucraina și 37 709 de tranzacții în Indonezia. De asemenea, un număr mai mare de dealeri primari nu garantează un număr mai mare de emisiuni al OS. De exemplu, în Pakistan, activând 11 dealeri primari, au fost înregistrate 13 emisiuni de OS, pe când în Maroc, fiind 9 dealeri primari, a fost înregistrat un număr mai mare de emisiuni, în mărime de 40. Prin urmare, nu există o relație directă între numărul de dealeri primari și lichiditatea VMS.

Instituțiile responsabile de selectarea dealerilor primari și de supravegherea activității acestora pot fi MF sau Banca Centrală. În unele țări, ambele instituții au responsabilități în acest

sens [153, p. 71]. Procedura de acordare a statutului de dealer primar poate varia de la o țară la alta. Pot exista cerințe minime de capital pentru dealerii primari. Unele guverne, cum ar fi cel al Lituaniei, cer o evaluare minimă a instituțiilor financiare (Moody's: A3, S&P: A-) pentru a deveni dealeri primari. Multe țări selectează dealerii primari sau revizuiesc statutul acestora pe baza rezultatelor activității de pe piața primară și secundară a VMS. Altele, cum ar fi Coreea, acordă statutul de dealer primar în etape. La prima etapă, instituțiile financiare devin „dealeri primari preliminari”. Dacă îndeplinesc toate cerințele pe parcursul unui an, atunci pot solicita statutul de dealer primar obișnuit [104, p. 4]. În Republica Moldova, inițial, Acordul de îndeplinire a funcțiilor de dealer primar pe piața VMS era încheiat cu BNM, însă odată cu intrarea în vigoare a Regulamentului nr. 170/2018 [17] acestea au fost reziliate, noile Acorduri fiind încheiate cu MF.

Pentru activitatea de dealeri primari pe piața VMS, aceștia pot încasa comisioane pentru serviciile prestate. În unele cazuri, guvernele pot oferi, de asemenea, anumite stimulente pentru dealerii primari, cum ar fi subvenții sau reduceri de taxe, pentru a încuraja participarea activă pe piața VMS. Pe lângă acestea, dealerii primari pot primi și o recompensă din partea statului. Astfel, potrivit Asociației pentru Piața Financiară din Europa, dealerii primari din Danemarca primesc o taxă în funcție de performanța acestora pe piața VMS [84, p. 5.7].

Analizând experiența internațională cu privire la criteriile de selectare și obligațiile dealerilor primari, autorul a constatat unele aspecte comune (Tabelele 3.8, 3.9).

Tabelul 3.8. Criteriile de selectare a dealerilor primari

Țara	Capacitatea bilanțului contabil	Aprobarea de către o agenție de reglementare	Cota de piață minimă	Resurse umane și tehnologice	Plan de afaceri viabil
Marea Britanie	✓	✓	✓	✓	✓
USA	✓	✓	✓	✓	
India	✓	✓			✓
Japonia	✓		✓	✓	
Brazilia	✓	✓			
Mexico		✓	✓		

Sursa: elaborat de autor în baza [93, p. 7]

Conform tabelului 3.8, singura țară din cele selectate care îndeplinește toate cele 5 criterii de selectare a dealerilor primari este Marea Britanie, urmată de SUA. Criteriile comune întâlnite cel mai des în aceste țări țin de capacitatea bilanțului contabil, aprobarea de către o agenție de reglementare și cota de piață minimă. Criteriile mai puțin întâlnite sau impuse mai rar sunt cele referitoare la resursele umane și tehnologice, precum și la existența unui plan de afaceri viabil. Astfel, Marea Britanie și SUA se evidențiază ca având cele mai riguroase cerințe.

În general, autoritățile de reglementare ale pieței VMS utilizează o combinație de criterii pentru a evalua potențialii dealeri primari și a decide cine este calificat să primească titlul de dealer primar. În opinia autorului, la conferirea statutului de dealer primar urmează să se țină cont de anumite *condiții*, cum ar fi:

- Experiența și reputația: dealerii primari trebuie să aibă o experiență solidă în tranzacționarea și gestionarea VMS și să se bucure de o bună reputație.
- Capitalul și lichiditatea: dealerii primari trebuie să dispună de lichidități suficiente pentru a răspunde ofertei anunțate de emitent și a efectua tranzacții pe piața secundară.
- Conformitatea cu reglementările și standardele pieței: dealerii primari trebuie să respecte reglementările și standardele pieței VMS, cum ar fi cerințele de raportare și transparență.
- Capacitatea de a îndeplini rolul de distribuitor principal: dealerii primari trebuie să aibă capacitatea de distribuire a VMS către investitori, oferind informații necesare acestora.

De asemenea, statutul de dealer primar poate fi retras dacă dealerul nu respectă condițiile acordului încheiat cu instituția autorizată. Odată ce dealerii primari au obținut statutul, aceștia urmează să îndeplinească anumite obligații.

Tabelul 3.9. Obligațiile dealerilor primari

Țara	Participarea minimă la fiecare licitație	Participarea la fiecare licitație	Furnizarea de informații și date	Mentținerea unei cote minime pe piață	Evitarea distorsionării prețurilor la licitație
Marea Britanie	✓	✓	✓	✓	
USA	✓	✓	✓	✓	✓
India	✓	✓	✓	✓	✓
Japonia	✓	✓	✓	✓	✓
Brazilia	✓	✓	✓	✓	✓
Mexico	✓	✓	✓	✓	✓

Sursa: elaborat de autor în baza [93, p. 7]

Indiferent de nivelul de dezvoltare a țărilor, dealerii primari sunt supuși unor obligații comune, care au ca scop principal garantarea unei cereri constante pentru VMS în cadrul licitațiilor și prevenirea distorsionării prețurilor VMS în cadrul acestor licitații, excepție făcând Marea Britanie. Prin impunerea acestor obligații, guvernele își asigură o sursă stabilă de finanțare.

Astfel, în opinia autorului, dealerii primari urmează să îndeplinească următoarele *obligații*:

- Participarea la licitații: dealerii primari trebuie să participe la licitațiile organizate de guvern.
- Achiziționarea și distribuirea VMS: dealerii primari după achiziționarea VMS le pot distribui către investitori.

- Asigurarea lichidității: dealerii primari trebuie să contribuie la creșterea lichidității pieței secundare a VMS, stabilind cotații de vânzare-cumpărare a acestora.

- Raportarea și transparența: dealerii primari trebuie să furnizeze rapoarte periodice cu privire la activitatea acestora pe piața VMS și să respecte cerințele de transparență impuse de instituțiile de reglementare a pieței.

- Stabilirea de prețuri și spread-uri competitive: dealerii primari trebuie să stabilească pentru VMS prețuri și spreaduri competitive în funcție de nivelul de risc și de condițiile pieței.

- Asigurarea respectării reglementărilor: dealerii primari trebuie să respecte reglementările și standardele impuse de autoritatea de reglementare a pieței VMS.

- Menținerea reputației de dealer primar: dealerii primari trebuie să mențină o reputație bună pe piață, să ofere servicii de calitate și să se conformeze standardelor de etică și integritate.

În opinia autorului, dealerii primari joacă un rol crucial în ceea ce privește emisiunea și tranzacționarea VMS, asigurând un flux constant de capital către guvern și furnizând lichiditate pe piața secundară. De asemenea, dealerii primari îndeplinesc rolul de market-maker și contribuie la extinderea bazei de investitori, oferind informații investitorilor. Ca și multe alte țări, Republica Moldova a ales sistemul de dealeri primari pentru emisiunea de VMS pe piața primară și tranzacționarea acestora prin intermediul dealerilor primari pe piața extrabursieră.

Începând cu 31 iulie 2018, odată cu intrarea în vigoare a Regulamentului nr. 170/2018, în Republica Moldova au fost introduse următoarele *condiții de acces* pentru dealerii primari:

- „pe durata a trei luni precedente depunerii cererii pentru dobândirea calității de dealer primar, banca a adjudecat în cont propriu, prin intermediul unui dealer primar, minimum 3% din totalul valorii adjudecate de către MF în perioada respectivă;

- banca îndeplinește cerințele de fonduri proprii și de capital stabilite de actele normative ale BNM;

- BNM nu a dispus aplicarea în privința băncii a măsurilor de supraveghere, ce țin de restricționarea acceptării depozitelor, din Legea nr. 202/2017 privind activitatea băncilor;

- dispune de cont de decontare deschis în sistemul automatizat de plăți interbancare (SAPI);

- este participant la Depozitarul central unic al valorilor mobiliare;

- dispune de spații separate necesare pentru derularea operațiunilor cu VMS și de personal calificat care posedă cunoștințe și experiență profesională necesare îndeplinirii responsabilităților atribuite;

- dispune de dotări tehnice corespunzătoare (Bloomberg Professional Service, programe și echipamente informatice conectate la acesta, echipamente de comunicații specifice – e-mail, telefon, fax etc.);

- are elaborate și aprobate proceduri proprii privind modalitatea de lucru cu clienții, evidența deținerilor clienților, controlul intern al activității cu VMS” [17].

Noile *obligații* ale dealerului primar din Republica Moldova nu se bazează pe nivelul activelor băncilor, spre deosebire de cele anterioare valabile până în 2018, și prevăd următoarele:

- acționarea ca intermediari între emitent și investitori la distribuirea VMS și facilitarea extinderii bazei de investitori, precum și între deținătorii de VMS și emitent la răscumpărarea anticipată a VMS;

- asigurarea lichidității pieței prin promovarea tranzacționării VMS pe piața secundară;

- adjudecarea în nume și în cont propriu minimum 3% din totalul valorii adjudecate de către MF, aferentă emisiunilor de VMS în perioada evaluată (trimestrial/anual);

- valoarea ponderată a VMS adjudecate în nume și în cont propriu, calculată în baza coeficienților de multiplicare stipulați în anexa nr. 9 la Regulamentul nr. 170/2018, să fie minimum 2% din totalul valorii ponderate adjudecate de către MF, aferentă emisiunilor de VMS în perioada evaluată (trimestrial/anual);

- contribuirea la crearea lichidității pieței secundare a VMS, efectuând trimestrial tranzacții în nume și în cont propriu de minimum 3% din volumul total al tranzacțiilor de vânzare/cumpărare efectuate cu VMS pe piața secundară în trimestrul precedent (cu excepția operațiunilor de piață monetară ale BNM și a celor de răscumpărare anticipată a VMS);

- respectarea condițiilor minime de cotare zilnică pe platforma unică de tranzacționare. Aceste condiții prevăd următoarele: (i) să furnizeze zilnic cotații de vânzare și cumpărare pentru VMS emise și decontate la ultimele două licitații, timp de 4 ore, în intervalul de timp 10:00-14:00; și (ii) volumul minim al VMS pentru care se va publica o cotație de vânzare și de cumpărare este de 100 mii de lei la valoarea nominală [17].

Obligațiile dealerilor primari din Republica Moldova vizează stimularea extinderii maturității portofoliului de VMS, deoarece există o relație directă între maturitatea VMS și coeficientul de ponderare. Astfel, cu cât coeficientul de ponderare este mai mare, cu atât valoarea ponderată a VMS adjudecate este mai mare. De asemenea, se urmărește creșterea lichidității pieței secundare, fiind impus dealerilor primari un volum minim de tranzacționare a VMS în nume și în cont propriu pe piața secundară, precum și furnizarea zilnică a cotațiilor de vânzare și cumpărare a VMS.

Odată cu intrarea în vigoare a noilor obligații pentru dealerii primari, autorul a constatat o creștere a volumului de VMS adjudecate pe piața primară (Figura 3.10).

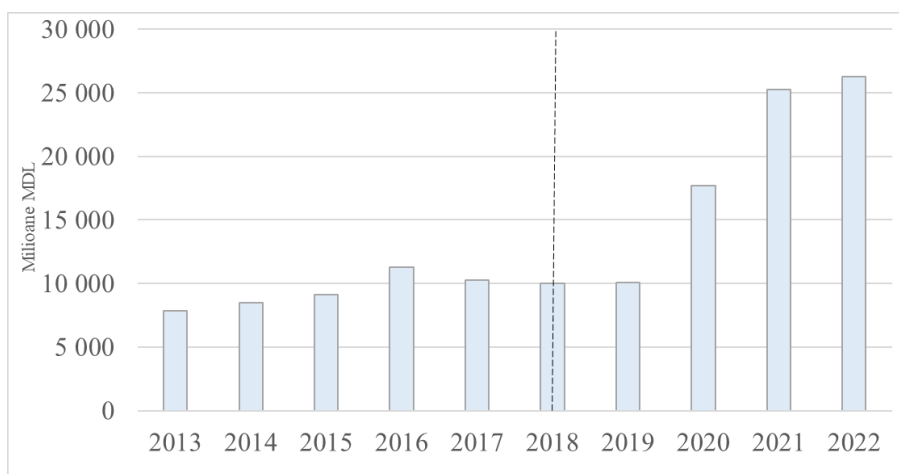


Figura 3.10. Dinamica volumului valorilor mobiliare de stat emise prin licitații
Sursa: elaborată de autor în baza [52]

Conform Figurii 3.10, până în anul 2019, volumul de emisiune a VMS nu a înregistrat fluctuații majore. Începând cu anul 2020, volumul VMS emise pe piața primară prin intermediul licitațiilor a crescut brusc, atingând nivelul maxim în anul 2022, de 26 288 milioane de lei. În comparație cu anul 2018, acesta s-a majorat de 2,6 ori [52]. Totuși, autorul consideră că această creștere semnificativă a fost cauzată, în mare parte, de nevoia crescândă de finanțare a bugetului de stat, în special în contextul pandemiei COVID-19. Totodată, la această creștere semnificativă a volumului de VMS comercializate prin intermediul licitațiilor au contribuit și noile obligații impuse dealerilor primari pe piața primară.

Noile obligații ale dealerilor primari au avut un impact nu doar asupra pieței primare a VMS, dar și asupra celei secundare (Figura 3.11).

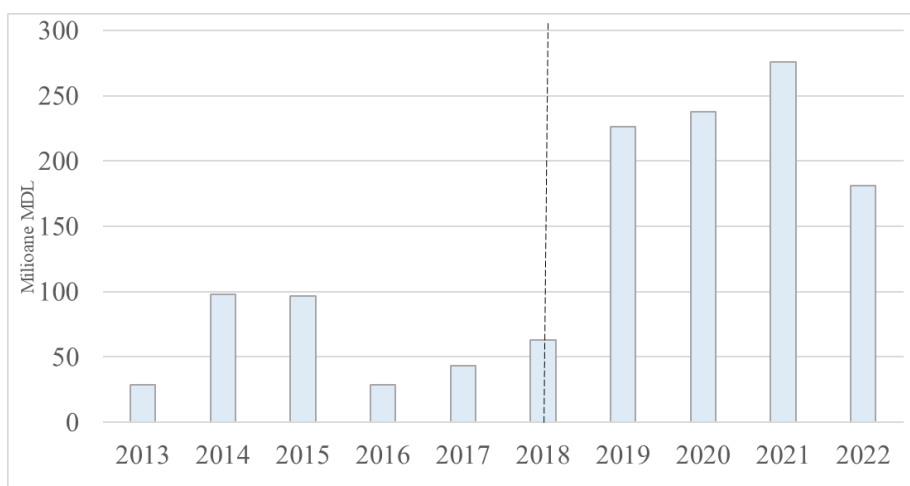


Figura 3.11. Dinamica volumului valorilor mobiliare de stat tranzacționate pe piața secundară
Sursa: elaborată de autor în baza [1, 62]

Graficul din Figura 3.11 este elaborat în baza informațiilor BNM și a MF cu privire la tranzacțiile încheiate cu VMS pe piața secundară. Începând cu anul 2019, se evidențiază o creștere bruscă a volumului VMS tranzacționate pe piața secundară, înregistrând valori de peste 180 milioane lei. Pe când în perioada 2013-2018, volumul maxim al VMS tranzacționate a constituit valori de până la 98 milioane de lei [1, 62]. Această majorare a fost cauzată de obligația dealerilor primari de a încheia tranzacții în nume și în cont propriu în volum de minim 3% din volumul total de VMS tranzacționate în trimestrul precedent [17].

Pentru a menține funcționarea eficientă și echitabilă a pieței VMS și pentru a asigura că dealerii primari își îndeplinesc cu responsabilitate rolurile și obligațiile acestora, sunt stabilite anumite criterii de evaluare a performanței dealerilor primari pe piața VMS. În Republica Moldova, evaluarea performanței dealerilor primari se bazează pe trei criterii: (i) activitatea pe piața primară; (ii) activitatea pe piața secundară și (iii) criterii calitative. Punctajul maxim care poate fi obținut de către un dealer primar este de 100 puncte (Tabelul 3.10).

Tabelul 3.10. Criteriile de evaluare a activității dealerilor primari în Republica Moldova

Piața primară <i>45 puncte</i>	Piața secundară <i>40 puncte</i>	Criterii calitative <i>15 puncte</i>
<i>20 puncte</i> Ponderea în valoarea totală adjudecată a VMS pe termen lung	<i>25 puncte</i> Ponderea totală a tranzacțiilor cu VMS pe termen lung	<i>10 puncte</i> Activitatea derulată pe piața primară și secundară
<i>15 puncte</i> Ponderea în valoarea totală adjudecată a VMS pe termen scurt		
<i>5 puncte</i> Rata de acceptare a ofertelor competitive	<i>15 puncte</i> Ponderea totală a tranzacțiilor cu VMS pe termen scurt	<i>5 puncte</i> Activitatea de marketing și distribuție a VMS
<i>5 puncte</i> Regularitatea adjudecării într-un procent de minimum 3% la emisiunile de VMS		

Sursa: elaborat de autor în baza [17]

Potrivit Tabelului 3.10, punctajul maxim se acordă pentru rezultatele evaluării activității dealerilor primari pe piața primară, urmată de cea secundară și doar 15 puncte pentru evaluarea activității în baza criteriilor calitative. În vederea extinderii maturității portofoliului de VMS și a stimulării tranzacțiilor cu VMS pe termen lung de circulație, se atribuie un punctaj mai mare pentru operațiunile cu OS în comparație cu BT. Totodată, la calcularea indicatorilor de evaluare a activității pe piața primară și secundară este utilizată valoarea ponderată a VMS. Cu cât maturitatea VMS este mai mare, cu atât este mai mare coeficientul de ponderare [17].

MF evaluează trimestrial activitatea dealerilor primari pe piața internă a VMS. Această metodologie este aplicată și pentru evaluarea lor anuală. Clasamentul dealerilor primari rezultat în urma evaluării anuale este făcut public pe pagina web oficială a MF. În cazul în care dealerii primari se situează pe ultimele două locuri în clasamentul respectiv, MF poate decide să înceteze valabilitatea statutului de dealer primar pentru aceștia [17].

Analizând experiența diverselor țări în ceea ce privește metodologia de evaluare a performanței dealerilor primari, autorul a constatat anumite aspecte comune. Evaluarea activității dealerilor primari pe piața primară poate fi efectuată prin analizarea volumului de VMS procurate de către dealerii primari în nume și cont propriu, precum și prin evaluarea prețurilor oferite pentru aceste titluri. Ce ține de evaluarea activității dealerilor primari pe piața secundară, aceasta se poate realiza prin analiza volumului de VMS tranzacționate și a prețurilor la care au fost încheiate aceste tranzacții. În ceea ce privește criteriile calitative, ele variază de la o țară la alta, în funcție de strategia de dezvoltare a pieței VMS. De exemplu, în Grecia, din 100 de puncte, 37 de puncte sunt acordate dealerilor primari în ceea ce privește curba randamentelor, în timp ce 18 puncte sunt alocate pentru contribuția dealerilor primari la dezvoltarea pieței VMS [158].

Metodologia de evaluare a performanței dealerilor primari poate juca un rol semnificativ în dezvoltarea pieței VMS, ceea ce s-a adeverit și în cazul Republicii Moldova. Prin intermediul acesteia se poate promova transparența, eficiența și integritatea pieței, atrăgând noi investitori și contribuind la dezvoltarea pieței VMS. În opinia autorului, printre criteriile de evaluare a activității dealerilor primari ce ar putea contribui la dezvoltarea pieței VMS se evidențiază:

Evaluarea conformității cu actele normative. Metodologia de evaluare poate include criterii care să verifice dacă dealerii primari respectă actele normative cu privire la piața VMS, în ceea ce privește transparența, protecția investitorilor, gestionarea riscurilor etc. O evaluare riguroasă a conformității poate contribui la menținerea unor standarde înalte de integritate și profesionalism în activitatea dealerilor primari, ceea ce poate atrage încrederea investitorilor și promova dezvoltarea pieței VMS.

Evaluarea capacității operaționale și a infrastructurii tehnice. Dealerii primari trebuie să aibă capacități operaționale și o infrastructură adecvată pentru a gestiona tranzacțiile cu VMS. Metodologia de evaluare poate include criterii care să evalueze capacitatea dealerilor primari de a executa tranzacții eficiente și de a furniza rapoarte și informații exacte și complete. O infrastructură robustă și performantă poate contribui la facilitarea tranzacțiilor și la îmbunătățirea eficienței pieței VMS.

Evaluarea calității serviciilor oferite investitorilor. Dealerii primari pot oferi servicii de consultanță, analiză și asistență investitorilor. Metodologia de evaluare poate include criterii

pentru a aprecia calitatea unor servicii ca promptitudinea și acuratețea răspunsurilor la solicitările investitorilor, calitatea analizelor și recomandărilor oferite, nivelul de satisfacere a serviciilor prestate. Serviciile de calitate pot contribui la atragerea investitorilor și sporirea încrederii în piața VMS.

Evaluarea performanței în cadrul licitațiilor de VMS. Dealerii primari participă la licitațiile de VMS, cumpărând direct de la emitenți. Metodologia de evaluare poate include criterii pentru a aprecia performanța dealerilor primari în cadrul acestor licitații, cum ar fi volumul de VMS achiziționate și prețurile oferite. O performanță competitivă și eficientă în cadrul licitațiilor poate contribui la dezvoltarea pieței VMS.

Asigurarea lichidității VMS. Dealerii primari urmează să furnizeze cotații de vânzare și cumpărare a VMS în mod constant și continuu, indiferent de schimbările cererii și ofertei de pe piață. Metodologia de evaluare poate include indicatori cu privire la spreadul dintre cotații.

Ținând cont de impactul metodologiei de evaluare a activității dealerilor primari asupra pieței VMS, autorul recomandă ajustarea continuă a metodologiei de evaluare a performanței dealerilor primari din Republica Moldova, în funcție de situația specifică a pieței. Având în vedere nivelul mai puțin dezvoltat al pieței secundare în comparație cel al pieței primare, se propune includerea unor modificări în Regulamentul nr.170/2018, ce țin de evaluarea activității pieței secundare a VMS.

Pentru evaluarea *activității pe piața secundară*, autorul consideră oportună ajustarea punctajului indicatorilor de evaluare existenți:

- Ponderea totală a tranzacțiilor cu VMS pe termen lung – 20 puncte;
- Ponderea totală a tranzacțiilor cu VMS pe termen scurt – 10 puncte.

De asemenea, introducerea unor indicatori noi, precum:

- Numărul de tranzacții cu VMS încheiate în nume și cont propriu – 5 puncte. Acest indicator reprezintă numărul total de tranzacții efectuate de un dealer primar pe piața secundară a VMS în nume și cont propriu, în perioada evaluată. Dealerul primar cu cel mai mare număr primește punctajul maxim, iar toți ceilalți dealeri primari sunt punctați raportat la procentajul celui mai performant dealer primar.

- Volumul mediu al tranzacțiilor cu VMS – 5 puncte. Indicatorul dat se calculează ca raportul dintre volumul tranzacțiilor cu VMS încheiate în nume și cont propriu și numărul de tranzacții efectuate în perioada evaluată. Scorul maxim este acordat dealerului primar cu cel mai mare rezultat, ceilalți dealeri primari sunt punctați raportat la procentajul celui mai performant dealer primar.

De asemenea, autorul propune și unele modificări ale *criteriilor calitative*. Este necesar ca la analiza respectării obligațiilor de cotare a VMS să se țină cont de respectarea marjei maxime dintre cotațiile de vânzare și cumpărare a VMS, care urmează să fie anunțată de MF. Totodată, se propune crearea emisiunilor de referință a VMS, prin afișarea obligatorie a cotațiilor de vânzare-cumpărare a acestora.

Majoritatea țărilor care emit regulat VMS în cantități semnificative și doresc să dezvolte o piață lichidă pentru aceste titluri adoptă un sistem de dealeri primari. Cu toate acestea, în opinia autorului, sistemul de dealeri primari are atât avantaje, cât și dezavantaje. Printre *avantajele* unui sistem de dealer primar se pot evidenția:

- Acces la finanțare. Guvernul poate colecta rapid surse de finanțare prin intermediul dealerilor primari, ceea ce poate fi util în situații de urgență sau în momentele în care există nevoi de finanțare imediate.

- Asigurarea cererii pentru VMS. Dealerii primari pot influența cererea pentru titlurile de stat ale guvernului prin cumpărarea acestora și prin vânzarea ulterioară pe piața secundară. Acest lucru poate fi util în situații în care există puțin interes din partea investitorilor pentru VMS emise de guvern.

- Creșterea lichidității. Dealerii primari activează ca intermediari la încheierea tranzacțiilor cu VMS. Astfel, ei pot să vândă VMS investitorilor sau să cumpere de la aceștia VMS, fie în numele propriu sau al investitorului, contribuind la îmbunătățirea accesului investitorilor la aceste titluri de stat.

- Majorarea prețurilor. Dealerii primari pentru a se asigura că oferta acestora de VMS va fi adjudecată la licitație, pot să ofere un preț mai mare, astfel contribuind la diminuarea cheltuielilor de deservire a VMS.

Printre *dezavantaje* sistemului de dealeri primari se pot enumera:

- Dependența de dealerii primari. Guvernul poate deveni dependent de dealerii primari pentru a vinde VMS, ceea ce poate limita concurența și poate reduce prețurile de vânzare.

- Limitarea accesului investitorilor. Sistemul de dealeri primari poate limita accesul investitorilor, atât individuali, cât și instituționali la VMS, deoarece dealerii primari pot fi interesați să-și promoveze propriile produse, cum ar fi depozitele bancare.

- Riscuri de manipulare a prețurilor. Dealerii primari pot fi tentați să recurgă la practici comerciale necorespunzătoare, precum stabilirea unor prețuri nereale sau manipularea cererii VMS.

Cel mai mare dezavantaj al unui sistem de dealeri primari, observat de majoritatea țărilor, este posibilitatea distorsionării concurenței și crearea unui mediu de competiție inechitabil, ceea ce poate conferi un avantaj nejustificat unor participanți pe piață. Prin urmare, Canada a subliniat necesitatea monitorizării regulate a activității dealerilor primari, iar Arabia Saudită a accentuat rolul reglementărilor în acest sens, în timp ce Mexic a evidențiat importanța unui echilibru între obligațiile și privilegiile dealerilor primari. Italia a observat că administratorul datoriei poate să fie influențat de opinii care tind să reprezinte interesele anumitor dealeri primari. Indonezia a subliniat că, dacă comportamentul competitiv nu este asigurat, formarea prețurilor s-ar putea să nu conducă la un preț de piață competitiv. SUA a remarcat că atribuirea statutului de „dealer primar” ar putea fi percepută ca acordarea unui statut special sau garantarea credibilității. Pe de altă parte, Franța, Islanda, Kazahstan, Coreea și Spania nu au indicat niciun dezavantaj al sistemului de dealeri primari [67, p. 17].

În concluzie, autorul susține opinia că dealerii primari au un impact mare asupra dezvoltării pieței VMS, ceea ce s-a adevărit și în cazul Republicii Moldova. Prin introducerea de modificări în metodologia de evaluare a performanței dealerilor primari se poate intensifica lichiditatea pieței secundare a VMS. Aceasta se datorează faptului că noii indicatori propuși de către autor țin de aspecte cu privire la lichiditatea pieței secundare. Este bine cunoscut că pe o piață secundară lichidă există un număr mai mare de participanți dispuși să cumpere și să vândă VMS, iar aceste tranzacții pot fi realizate mai ușor și la prețuri competitive. Ca rezultat, prin intensificarea lichidității pieței secundare, va crește acuratețea curbei randamentelor VMS.

3.3. Direcții de dezvoltare a pieței valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova

Crizele financiare din Asia de Est, Federația Rusă și America Latină din anii '90 și de la începutul anilor 2000 au atras atenția asupra calității gestionării datoriei publice în țările în curs de dezvoltare și asupra rolului pe care piețele interne de datorie guvernamentală îl pot juca în vederea reducerii vulnerabilității pieței financiare. Ca rezultat, oficialii, academicienii, instituțiile financiare și agențiile multilaterale și-au intensificat eforturile de a promova reforme și de a fortifica capacitățile în acest domeniu [81, p. 1].

În opinia autorului, piața VMS poate fi clasificată în două categorii principale: piața VMS în curs de dezvoltare și piața dezvoltată. Aceste categorii pot fi delimitate prin anumite caracteristici comune și deosebiri semnificative.

Analizând experiența țărilor cu privire la piața VMS, autorul a identificat următoarele *caracteristici comune* ale pieței VMS în curs de dezvoltare și ale celei dezvoltate:

- Emisiuni de datorie guvernamentală. Atât pe piața în curs de dezvoltare, cât și pe cea dezvoltată, guvernele emit VMS pentru a-și finanța cheltuielile guvernamentale, diverse proiecte sau refinanțarea datoriei.
- Risc suveran. VMS sunt emise de guverne, ceea ce implică un anumit nivel de risc suveran asociat. Aceasta înseamnă că investitorii trebuie să ia în considerare stabilitatea economică și politică a țării respective atunci când decid să investească în instrumente financiare, îndeosebi dacă intenționează să investească într-o piață în curs de dezvoltare.
- Impact asupra piețelor financiare globale. Evoluțiile economice și financiare ale unei țări pot avea un impact semnificativ asupra piețelor financiare globale, indiferent dacă aceasta este o piață în curs de dezvoltare sau dezvoltată. Schimbările ratelor dobânzilor, încrederea în guvern și evoluțiile macroeconomice pot influența investitorii să se reorienteze în funcție de percepția asupra riscului și oportunităților de pe piață.

Printre principalele *deosebiri* dintre piața în curs de dezvoltare și cea dezvoltată a VMS, autorul evidențiază:

- Nivelul de dezvoltare economică. Între cele două piețe există o diferență majoră în ceea ce privește nivelul de dezvoltare economică al țării. În general, piețele în curs de dezvoltare sunt asociate cu economii care se află în curs de dezvoltare, cu o infrastructură financiară mai puțin dezvoltată și cu un grad mai mare de risc asociat cu volatilitatea economică și politică a țării. Pe de altă parte, piețele dezvoltate sunt caracterizate de economii mai mature, cu o infrastructură financiară solidă și cu un grad mai scăzut de risc suveran.
- Gradul de lichiditate și accesibilitate. Piețele VMS dezvoltate sunt în general caracterizate de un nivel mai mare de lichiditate, adică de capacitatea de a cumpăra și a vinde în mod rapid VMS fără a afecta semnificativ prețurile. De asemenea, aceste piețe sunt mai accesibile pentru investitori străini, deoarece atestă o infrastructură financiară solidă. Pe de altă parte, piețele în curs de dezvoltare pot fi mai puțin lichide și mai puțin accesibile, ceea ce poate face ca investitorii să fie mai precauți în a investi în astfel de piețe.
- Volatilitatea și riscul. Piețele în curs de dezvoltare sunt adesea mai volatile și prezintă un risc mai mare decât piețele dezvoltate. Aceasta se datorează faptului că economiile în curs de dezvoltare tind să fie mai vulnerabile la schimbările economice și politice și au o infrastructură financiară mai puțin dezvoltată. În consecință, investitorii trebuie să fie dispuși să își asume un risc mai mare atunci când investesc în astfel de piețe.

- Profitabilitatea investițiilor. Piețele în curs de dezvoltare pot oferi un randament mai mare în comparație cu țările dezvoltate. Având în vedere că aceste piețe prezintă un risc mai mare, ele oferă adesea oportunități de investiții atractive pentru investitori care sunt dispuși să își asume un astfel de risc.

Prin urmare, piețele VMS, în curs de dezvoltare sau dezvoltate, prezintă atât caracteristici comune, cât și diferențe semnificative. Investitorii trebuie să ia în considerare mai mulți factori importanți atunci când iau decizii de investiții. Printre acești factori se numără nivelul de dezvoltare economică, gradul de lichiditate și accesibilitate a pieței, volatilitatea și riscul asociat acesteia, precum și profitabilitatea instrumentelor financiare.

Autorul, analizând piețele VMS din mai multe țări, a putut constata că acestea, indiferent de nivelul de dezvoltare, se confruntă cu un șir de obstacole. În Anexa 6 sunt expuse provocările comune pe piața VMS cu care s-au confruntat țările în ultimele 12 luni. Printre acestea se evidențiază: (i) creșterea necesităților de finanțare guvernamentală; (ii) înțelegerea comportamentului investitorilor; (iii) cererea mică din partea investitorilor; (iv) prognoza fluxului de numerar; (v) volatilitatea pieței; (vi) comunicarea cu participanții pieței; (vii) creșterea semnificativă a randamentului [123, p. 148].

Totodată, studiind principalele provocări cu privire la dezvoltarea pieței VMS, autorul a identificat mai multe tendințe globale privind dezvoltarea acesteia, care pot varia în funcție de condițiile economice și politice ale unei țări. Astfel, ținând cont de Strategia de dezvoltare a managementului finanțelor publice pentru anii 2023-2030, și anume de faptul că dezvoltarea pieței interne a VMS reprezintă o direcție prioritară pe termen mediu [25], autorul propune realizarea unui șir de măsuri în vederea atingerii obiectivelor cu privire la sprijinirea dezvoltării pieței VMS în Republica Moldova. Aceste măsuri vin în concordanță cu Planul de acțiuni privind dezvoltarea pieței VMS, aprobat de MF și coordonat cu BNM [43, p. 24].

În opinia autorului, dezvoltarea pieței VMS trebuie să fie de jos în sus, ceea ce înseamnă că este necesar de pregătit terenul, adică ratingul de țară, iar ulterior și celelalte aspecte ce ar intensifica dezvoltarea pieței. Este necesar de început cu ratingul, deoarece ratingul mai mare implică rate mai mici, adică cheltuieli mai mici pentru guvern (Figura 3.12).

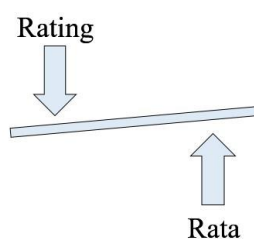


Figura 3.12. Relația dintre ratingul de țară și rata valorilor mobiliare de stat

Sursa: elaborată de autor

Această corelație dintre ratingul de țară și rata dobânzilor la VMS a fost menționată și în cadrul atelierului de lucru privind participarea sectorului privat în dezvoltarea infrastructurii și pieței financiare [165]. Având în vedere impactul ratingului, rezultă că la dezvoltarea pieței VMS în Republica Moldova trebuie să fie implicată nu doar o singură instituție. Acest proces este mai complex, care necesită implicarea mai multor instituții (Figura 3.13).

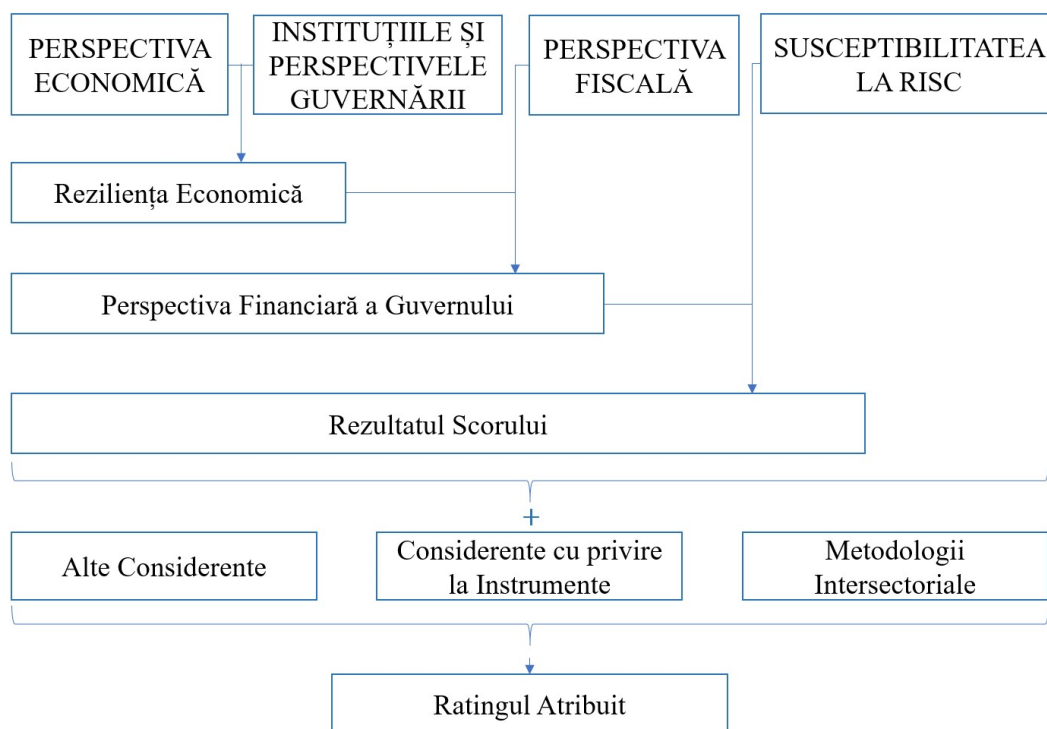


Figura 3.13. Metodologia companiei Moody's de evaluare a ratingului suveran

Sursa: elaborată de autor în baza [141, p. 2]

Ținând cont de metodologia de evaluare a ratingului unei țări, autorul subliniază că îmbunătățirea ratingului de țară nu este un efort care poate fi realizat individual sau de către o singură instituție. Acest proces necesită colaborarea și contribuția mai multor factori, cum ar fi îmbunătățirea indicatorilor economici, implementarea politicilor și reformelor adecvate, consolidarea instituțiilor, menținerea stabilității politice și sociale etc. Prin urmare, autorul sugerează că efortul de creștere a ratingului de țară necesită o abordare exhaustivă, implicând mai multe instituții pentru a îmbunătăți percepția globală a țării în ceea ce privește calitatea și soliditatea sa economică și financiară.

Astfel, pe lângă îmbunătățirea ratingului de țară, autorul recomandă implementarea unui șir de măsuri în vederea dezvoltării pieței VMS în Republica Moldova:

- *Extinderea bazei de investitori.* O bază solidă și diversificată de investitori asigură cererea pentru VMS, consolidând rezistența pieței în perioadele tensionate [98, p. 38]. O bază bine dezvoltată ar trebui să includă atât investitori interni, cât și străini, precum și toate tipurile de

instituții, de la bănci la companii de asigurări, fonduri de pensii și fonduri mutuale, precum și investitori individuali.

Tabelul 3.11. Provocări și măsuri privind extinderea bazei de investitori pe piața valorilor mobiliare de stat

Provocări	Măsuri
- Baza de investitori limitată; - Lipsa economiilor; - Lipsa încrederii investitorilor; - Cunoștințe financiare limitate ale populației.	- Familiarizarea investitorilor cu procesul de investire în VMS; - Publicarea informațiilor cu privire la piața VMS destinate investitorilor; - Educația financiară a populației; - Vânzarea directă a VMS către populație; - Conectarea Depozitarului central unic al valorilor mobiliare cu depozitarii externi; - Promovarea pieței VMS; - Introducerea în curriculumul universitar, pe lângă partea teoretică, a aspectelor practice cu privire la VMS.

Sursa: elaborat de autor

În țările în curs de dezvoltare, băncile joacă un rol major pe piața VMS, fiind în calitate de investitori dominanți pe piața VMS și ca intermediari în tranzacțiile cu acestea [58, p. 450]. Dimensiunea sectorului bancar în raport cu economia definește în linii mari capacitatea sa de absorbție pentru VMS. Or, dependența excesivă de sistemul bancar pentru mobilizarea economiilor s-a dovedit a fi costisitoare pentru multe guverne, care au tendința de a menține o marjă mare între ratele de depozit și ratele VMS. Un aspect important al dezvoltării pieței VMS este, prin urmare, găsirea modalităților de a întrerupe această practică și de a încuraja băncile să promoveze vânzarea VMS către investitori.

Investitorii non-bancari au preferințe și orizonturi de investiții diferite comparativ cu băncile. În mod obișnuit, fondurile de pensii și companiile de asigurări preferă VMS cu scadențe mai lungi pentru a se potrivi cu pasivele sale, determinând în mare măsură capacitatea guvernului de a emite OS cu scadențe mai lungi și, astfel, facilitează extinderea curbei randamentelor. Între timp, fondurile mutuale preferă în general VMS cu scadențe mai scurte. Fondurile de hedging sunt, de asemenea, jucători importanți pe piața VMS în unele țări, deși apar de obicei într-un stadiu ulterior al dezvoltării pieței VMS.

Investitorii, persoane fizice, de regulă, au o strategie de „cumpără și păstrează”, care implică compromisuri semnificative în dezvoltarea pieței VMS. O dependență excesivă de acest tip de investitori, ale căror surse sunt nesemnificative în comparație cu cele ale investitorilor instituționali, contribuie semnificativ la restrângerea activității pieței secundare.

Dat fiind faptul că, în Republica Moldova ponderea majoră a VMS aflate în circulație este deținută de sectorul bancar, este importantă și atragerea investitorilor non-bancari. Având în

vedere că publicul larg nu este bine familiarizat cu modalitatea de procurare/tranzacționare a VMS, autorul prezintă o descriere a procesului de emisiune a VMS prin licitație.

În vederea respectării volumului emisiunii nete a VMS emise pe piața primară, MF elaborează trimestrial un calendar, coordonat cu BNM, al desfășurării licitațiilor de vânzare a VMS în formă de înscriere în cont. Schema cu privire la procesul de emisiune a VMS prin intermediul licitațiilor este reprezentată în Figura 3.14.

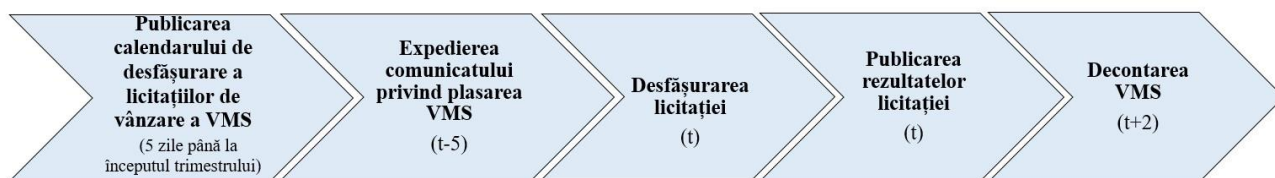


Figura 3.14. Procesul de emisiune a valorilor mobiliare de stat prin licitație

Sursa: elaborată de autor în baza [17]

MF prezintă BNM cu 5 zile înainte de începutul trimestrului calendarul desfășurării licitațiilor de vânzare a VMS. Acesta include informații despre data desfășurării licitațiilor, tipul VMS, diapazonul volumului de plasare și data scadenței. De regulă, licitațiile de vânzare a BT au loc în ziua de marți, iar pentru OS în ziua de miercuri. Cu 5 zile de la data desfășurării licitației MF expediază comunicatul privind plasarea VMS BNM și Depozitarului central unic al valorilor mobiliare. MF și BNM publică aceste comunicate pe paginile web oficiale. Elementele comunicatului de anunț al licitațiilor de VMS includ următoarele: data licitației, tipul VMS, codul ISIN, valoarea nominală a unei VMS, volumul indicativ al emisiunii, termenul de circulație a VMS, condițiile de vânzare, data decontării, data scadenței VMS, limita de depunere a ofertelor competitive, în cazul în care este stabilită. Adicional pentru OS se indică: rata anuală a dobânzii (pentru OS cu dobândă fixă), rata dobânzii anuale variabile utilizată pentru calcularea primului cupon și mărimea maximală a marjei (pentru OS cu dobândă flotantă), termenele de achitare a dobânzii, maturitatea reziduală și dobânda acumulată (la redeschiderea VMS) [17].

Ulterior, BNM cu 4 zile până la data desfășurării licitației expediază dealerilor primari invitația la licitație. În cazul licitațiilor suplimentare, invitația se expediază cel târziu în ziua desfășurării licitației cu o oră până la ora limită stabilită de recepționare a ofertelor. Licitatiile de VMS se desfășoară în sistemul electronic al Bloomberg Professional Service – Bloomberg Auction System. Dealerul primar este responsabil de transmiterea ofertelor prin Bloomberg în nume și cont propriu, precum și în contul clienților săi.

De regulă, licitația de plasare a VMS pe piața primară se desfășoară în două sesiuni:

- *sesiunea competitivă* – participantul indică prețul/marja pentru valoarea pe care dorește să o adjudece;

- *sesiunea necompetitivă* – participantul indică doar valoarea pe care dorește să o adjudece. Aceasta este adjudecată la prețul mediu ponderat al VMS din sesiunea competitivă.

Sesiunea necompetitivă la rândul său este de mai multe tipuri:

✓ sesiunea ordinară necompetitivă destinată clienților dealerilor primari – volumul spre plasare este egal cu 3% din volumul indicativ al licitației de referință;

✓ sesiunea ordinară necompetitivă destinată dealerilor primari – volumul disponibil pentru plasare reprezintă 7% din volumul total alocat în cadrul sesiunii competitive. Sunt admiși doar dealerii primari care au adjudecat în nume și cont propriu minim de 2% din volumul indicativ al emisiunii pentru sesiunea competitivă;

✓ sesiunea specială necompetitivă – volumul indicativ nu poate depăși 15% din volumul alocat la licitația de referință. Pentru a fi admiși, dealerii primari trebuie să realizeze tranzacții pe piața secundară a VMS în trimestrul precedent în volum ce depășește cel puțin 20% din normativul de tranzacționare pe piața secundară. Deși această sesiune poate avea loc o dată pe trimestru, până în prezent, în practică, nu a fost aplicată.

La alocarea VMS în cadrul sesiunii competitive se folosesc două metode:

- *metoda prețului multiplu* – se utilizează în cazul BT și OS cu rată fixă a dobânzii. VMS se alocă la prețul indicat în fiecare ofertă competitivă;

- *metoda prețului unic* – se aplică în cazul OS cu rată flotantă a dobânzii. Ofertele se execută la marja maximă acceptată [17].

MF în termen de cel mult o oră din momentul recepționării ofertei expediază BNM decizia cu privire la prețul minim/marja maximă acceptată și volumul VMS care urmează a fi alocat pentru fiecare cod ISIN. Astfel, ținând cont de timpul limitat și în vederea diminuării riscului operațional, la inițiativa autorului a fost ajustat SI de Gestionare a Finanțelor Publice în vederea automatizării procesului de generare a opțiunilor de alocare a VMS în cadrul licitațiilor. În ziua licitației pe paginile web oficiale ale MF și BNM se publică comunicatul privind rezultatele licitației de plasare a VMS.

Decontarea mijloacelor bănești are loc, de regulă, a doua zi lucrătoare după data desfășurării licitației prin intermediul sistemului Depozitarului central unic al valorilor mobiliare. Pentru a asigura decontarea tranzacțiilor, toți dealerii primari, băncile care nu sunt dealeri primari, Depozitarul central și Fondul de garantare a depozitelor, care au cumpărat VMS în cadrul licitațiilor, trebuie să aibă suficiente mijloace bănești disponibile în conturile de decontare în SAPI pentru a acoperi obligațiile nete. Dacă VMS nu sunt decontate conform mecanismului DvP2 până la ora decontării, o sesiune de decontare repetată va avea loc la ora 11:50, iar dacă VMS nu sunt decontate nici atunci, acestea vor fi decontate prin mecanismul DvP1 până la ora 14:50. VMS care

nu sunt decontate până la ora 15:00 vor fi anulate, iar o penalitate de 1% din suma neachitată a VMS va fi aplicată [17].

MF efectuează răscumpărarea VMS și/sau plata dobânzilor (cupoanelor) OS la data scadenței și/sau achitării dobânzilor, conform comunicatului privind plasarea VMS. Aceste operațiuni au loc prin intermediul Depozitarului central unic al valorilor mobiliare, conform regulilor acestuia. Depozitarul central calculează sumele necesare pentru răscumpărarea VMS și/sau plata dobânzilor (cupoanelor) OS. Aceste sume sunt prezentate MF cu o zi lucrătoare înainte de data plății. În timpul perioadei cuprinse între momentul stabilirii deținătorilor și finalizarea decontării evenimentului de plată, VMS sunt suspendate de la tranzacționare [17].

Prin urmare, clienții dealerilor primari, fie aceștia persoane fizice sau juridice, urmează să parcurgă următorii pași la procurarea VMS pe piața primară:

Pas 1	Pas 2	Pas 3
- Încheierea contractului cu dealerul primar; - Deschiderea contului bancar.	- Urmărirea comunicatelor privind plasarea VMS; - Depunerea ordinului de cumpărare a VMS.	- Urmărirea rezultatelor licitațiilor de vânzare a VMS; - Primirea notificării despre executarea/neexecutarea ordinului de cumpărare a VMS.

Figura 3.15. Modalitatea de procurare a valorilor mobiliare de stat la licitație

Sursa: elaborată de autor

Dacă între client și dealerul primar există deja încheiat un contract de prestare a serviciilor aferente VMS, Pasul 1 se omite. Ce ține de Pașii 2 și 3, aceștia sunt o parte continuă a procesului de procurare a VMS și sunt efectuați repetat ori de câte ori clientul participă la licitațiile de vânzare a VMS pe piața primară. Concomitent cu depunerea mijloacelor bănești pentru procurarea VMS, dealerul primar încasează comisionul stabilit pentru această operațiune. Comisioanele percepute de dealerii primari de la clienți la procurarea și/sau vânzarea VMS variază în funcție de politica băncii și sunt determinate de volum sau de unitățile de VMS implicate în tranzacție. Investitorii sunt informați despre data și condițiile financiare ale VMS care urmează să fie emise la licitație prin intermediul comunicatelor de plasare a VMS. Rezultatele licitațiilor sunt publicate în aceeași zi pe paginile web oficiale ale MF și BNM.

De asemenea, în cazul în care investitorul participă la sesiunea competitivă din cadrul licitației de vânzare a VMS, urmează să indice în ordinul de cumpărare a VMS cantitatea și prețul

acestora. Pentru facilitarea calculelor, autorul propune un calculator de determinare a ratei nominale a dobânzii/prețului BT elaborat în Excel (Anexa 7).

Spre deosebire de piața primară a VMS, investitorii pot să procure sau să vândă VMS pe piața secundară, fără să participe la licitațiile de vânzare a VMS. Programul de funcționare a pieței secundare este între orele 9:00 și 17:00, în timpul zilelor lucrătoare de luni până vineri, cu excepția zilelor de sărbătoare nelucrătoare [17]. Pentru procurarea/vânzarea VMS pe piața extrabursieră, investitorii urmează să parcurgă următorii pași:

Pas 1	Pas 2
• Încheierea contractului cu dealerul primar; • Deschiderea contului bancar.	• Depunerea ordinului de cumpărare-vânzare a VMS; • Primirea notificării despre executarea/neexecutarea ordinului de cumpărare-vânzare a VMS.

Figura 3.16. Modalitatea de procurare/vânzare a valorilor mobiliare de stat pe piața extrabursieră

Sursa: elaborată de autor

Dacă între client și dealerul primar există deja încheiat un contract de prestare a serviciilor aferente VMS, Pasul 1 se omite. În cazul în care clientul dorește să vândă VMS pe piața secundară, Pasul 1 a fost deja parcurs în momentul procurării VMS pe piața primară. Dealerul primar trebuie să întreprindă măsurile necesare pentru a asigura executarea ordinelor de cumpărare-vânzare a VMS la rate ale dobânzilor comparabile cu cele stabilite pe piață. Decontarea tranzacțiilor încheiate în cadrul sistemului E-Bond se efectuează în conformitate cu mecanismul DvP1, prin introducerea de către participanții la tranzacție a ordinelor de transfer în sistemul Depozitarului central unic al valorilor mobiliare [17].

Participarea investitorilor nerezidenți la diversificarea bazei de investitori, în opinia autorului, ar trebui să fie supusă unei monitorizări atente și unor măsuri solide de protecție. Investitorii nerezidenți aduc perspective de investiții diferite pe piața locală a VMS, adesea sporind lichiditatea pieței secundare. Cu toate acestea, ei sunt mai sensibili la condițiile piețelor globale și ar putea amplifica volatilitatea pieței. Autoritățile trebuie să echilibreze avantajele și dezavantajele legate de participarea investitorilor nerezidenți pe piața internă a VMS. Investitorii nerezidenți investesc de obicei în piețe mai mature sau mai mari, deoarece se orientează spre piețe mai lichide, instrumente de hedging, proceduri administrative prielnice pentru investitori, în ceea ce privește schimburile valutare și politicile fiscale.

Pentru a menține investitorii la curent cu evoluțiile recente ale pieței VMS, este important să se publice în mod regulat informații actualizate și dedicate acestora. Informațiile ar trebui să includă o analiză succintă a situației macroeconomice din țară, o sinteză concisă a caracteristicilor pieței primare și secundare a VMS, precum și o prezentare a tipurilor de VMS emise pe piață, cu menționarea curbei randamentelor VMS. De asemenea, să fie prezentate concluziile cele mai relevante și semnificative în ceea ce privește evoluția pieței VMS.

Pe lângă necesitatea de a avea economii disponibile pentru investiții, populația are nevoie și de un anumit nivel al educației financiare, care este esențială pentru gestionarea eficientă a resurselor financiare personale și pentru contribuția la bunăstarea economică a țării. În acest sens, BNM face educație financiară pentru toți, indiferent de vârstă și ocupație, fiind inițiate discuții cu privire la elaborarea conceptului pentru Strategia Națională a Educației Financiare [14]. De asemenea, odată cu implementarea „Programului de vânzare directă a VMS persoanelor fizice în Republica Moldova”, se anticipează ca nivelul de educație financiară a populației să crească.

Orice investitor dorește ca VMS pe care le dețin să fie în siguranță. Prin urmare, aspectele fundamentale ale custodiei și decontării VMS sunt de mare preocupare pentru aceștia. Custodia este procesul prin care VMS este deținută și protejată de o terță parte, numită custodian, care asigură că titlurile de valoare sunt păstrate în siguranță și sunt disponibile pentru tranzacționare în orice moment. Custodianul poate fi o bancă comercială, o casă de clearing sau un depozitar central, iar rolul său este de a asigura că valorile mobiliare sunt gestionate în mod corespunzător și în conformitate cu reglementările și politicile pieței. Autoritățile, de regulă, tind să implementeze un Depozitar central al valorilor mobiliare eficient și sigur, deoarece acesta urmează să abordeze interesele publice. În cele mai multe țări, Depozitarul central este clasificat drept o infrastructură importantă din punct de vedere sistemic, datorită rolului său central într-o piață. O eroare la Depozitarul central ar putea perturba piețele de valori mobiliare și ar putea provoca instabilitate financiară și economică prin propagarea pierderilor operaționale.

În Republica Moldova pentru a facilita accesul investitorilor externi la piața internă a VMS este necesar să existe o conexiune între Depozitarul central al valorilor mobiliare și depozitarii externi. În acest context, a fost modificată Legea nr. 234/2016 cu privire la Depozitarul central unic al valorilor mobiliare, fiind stipulate tipurile de conexiuni între depozitari centrali, printre care: (i) conexiune standard, (ii) conexiune personalizată, (iii) conexiune indirectă și (iv) conexiune interoperabilă [32].

La fel, în opinia autorului, baza de investitori ai VMS poate fi extinsă prin promovarea pieței VMS. Astfel, se recomandă mediatizarea procesului de investire în VMS, analogic reportajului difuzat de către ProTv cu privire la investițiile în VMS [51]. De asemenea, în cadrul

programelor de studii universitare, este esențial să fie incluse nu doar aspectele teoretice, ci și exemple practice referitoare la piața VMS, contribuind la extinderea cercului de persoane familiarizate cu procesul de investire în VMS.

Cu un număr mai mare de participanți pe piață dispuși să cumpere și să vândă VMS, tranzacțiile devin mai ușor de realizat, ceea ce contribuie la o piață secundară mai activă și mai lichidă. Absența unei baze extinse de investitori va împiedica dezvoltarea pieței secundare, chiar și atunci când există progrese în îmbunătățirea infrastructurii pieței și gestionării datoriei de stat. Majoritatea țărilor în curs de dezvoltare și emergente au întâmpinat dificultăți în crearea unor piețe secundare lichide pentru VMS.

- *Intensificarea lichidității pieței secundare a VMS.* Piețele secundare bine funcționale contribuie la determinarea eficientă a prețurilor VMS, facilitează lichiditatea și sprijină dezvoltarea pieței primare. Creșterea nivelului de lichiditate a pieței secundare a VMS este adesea o provocare. Multe țări în curs de dezvoltare au înregistrat o creștere a performanței pieței primare față de cea secundară, care este adesea nelichidă, cu un volum mic al tranzacțiilor și lipsa transparenței prețurilor. Lichiditatea este influențată de numărul restrâns de investitori și de prea multe linii de VMS, care fragmentează piața.

Tabelul 3.12. Provocări și măsuri privind creșterea nivelului de lichiditate a pieței secundare a valorilor mobiliare de stat

Provocări	Măsuri
- Numărul limitat de tranzacții; - Cunoștințe limitate despre posibilitatea de a tranzacționa VMS pe piața secundară.	- Diminuarea liniilor de emisiune a VMS; - Anunțarea de către MF a marjei maxime între cotațiile de vânzare-cumpărare a VMS; - Desfășurarea unor sesiuni speciale necompetitive destinate dealerilor primari care au depășit cu cel puțin 20% normativul de tranzacționare a VMS pe piața secundară; - Revizuirea criteriilor de evaluare a performanței dealerilor primari pe piața VMS; - Continuarea admiterii spre tranzacționare a VMS la BVM; - Mediatizarea procesului de tranzacționare a VMS pe piața secundară.

Sursa: elaborat de autor

Dezvoltarea pieței secundare este influențată de tipurile de VMS emise pe piața primară. De obicei, cererea pe piața secundară pentru VMS cu dobândă fixă este mult mai mare față de cele cu dobândă flotantă, fiind influențată de facilitarea determinării prețurilor. De asemenea, o frecvență mare a licitațiilor de vânzare a VMS permite investitorilor să-și ajusteze portofoliile pe piața primară. Strategiile de emisiune ar trebui să promoveze emisiunile de referință a VMS pe termen lung. Diminuarea liniilor de emisiune a VMS prin utilizarea unor operațiuni ca redeschiderea emisiunilor și răscumpărarea anticipate a VMS ar accelera eliminarea fragmentării

pieței. Licitările mai puțin frecvente ar contribui la gestionarea portofoliilor de VMS de către investitori prin intermediul pieței secundare.

Este bine cunoscut că o piață a VMS este considerată mai lichidă și mai eficientă atunci când marja dintre prețul de vânzare și cel de cumpărare este mai mică. În conformitate cu punctul 101 din Regulamentul nr. 170/2018 MF are dreptul să stabilească o marjă maximă între cotațiile de vânzare și cele de cumpărare pentru fiecare scadență a VMS [17]. Implementarea în practică a acestui drept ar aduce o contribuție semnificativă la sporirea eficienței pieței. Prin urmare, este esențial să se stabilească o marjă maximă între cotațiile de vânzare și cele de cumpărare pentru fiecare maturitate a VMS, marja fiind ajustată în funcție de evoluția pieței VMS.

De asemenea, Regulamentul nr. 170/2018 oferă facilități speciale dealerilor primari pentru a stimula participarea activă a acestora pe piața secundară. MF poate anunța organizarea unor sesiuni speciale necompetitive, la care să participe exclusiv dealerii primari, care au efectuat tranzacții pe piața secundară a VMS în trimestrul precedent într-un volum care depășește cel puțin 20% normativul de tranzacționare pe piața secundară. Această măsură încurajează angajamentul activ al dealerilor primari și contribuie la intensificarea tranzacțiilor pe piața secundară.

Ținând cont că, criteriile de evaluare a performanței dealerilor primari au un impact semnificativ asupra dezvoltării pieței VMS, autorul consideră oportun ajustarea criteriilor de evaluare a pieței secundare conform propunerilor înaintate mai sus la subcapitolul 3.2.

Totodată, prin admiterea în anul 2023 a unor VMS cu termen lung de circulație pe piața reglementată, s-a creat un nou canal de tranzacționare a acestor instrumente. În vederea stimulării dezvoltării pieței de capital, Comisia Națională a Pieței Financiare a eliminat taxele pentru tranzacțiile cu VMS, iar BVM a redus cu 50% comisionul perceput pentru aceste tranzacții [40]. În acest context, se recomandă admiterea în continuare a VMS spre tranzacționare pe piața reglementată, extinzând astfel gama de opțiuni disponibile pentru investitori în ceea ce privește locul de desfășurare a tranzacțiilor cu VMS.

Un alt aspect esențial în vederea stimulării tranzacțiilor cu VMS pe piața secundară este informarea publicului cu privire la procesul de procurare a acestor instrumente. Este crucial ca investitorii să fie conștienți că nu doar piața primară oferă posibilitatea de procurare a VMS, dar există și piața secundară unde pot fi efectuate tranzacții cu astfel de instrumente financiare. Informarea publicului poate contribui la o mai mare participare a investitorilor, ceea ce va influența dezvoltarea pieței VMS în ansamblu.

Eficiența piețelor secundare depinde, de asemenea, de regulile de tranzacționare și de conduită a participanților de pe piață. Regulile de conduită ar trebui să vizeze prevenirea fraudei

și manipularea pieței. Aplicarea necorespunzătoare a acestora subminează încrederea investitorilor și inhibă dezvoltarea pieței secundare.

Elaborarea curbei randamentelor VMS. Odată cu dezvoltarea pieței secundare, procesul de elaborare a curbei randamentelor VMS va fi mai simplu de realizat. Acest lucru se datorează faptului că piața secundară reprezintă o sursă importantă de date care pot fi folosite la determinarea randamentelor VMS. O piață secundară cu lichiditate redusă poate oferi date limitate privind prețurile/randamentele VMS tranzacționate, ceea ce influențează acuratețea curbei randamentelor VMS.

Tabelul 3.13. Provocări și măsuri privind elaborarea curbei randamentelor valorilor mobiliare de stat

Provocări	Măsuri
- Numărul mare de ISIN-uri în circulație; - Numărul limitat de tranzacții cu VMS; - Volumul mic al tranzacțiilor cu VMS.	- Dezvoltarea emisiunilor de referință a VMS (benchmark); - Utilizarea operațiunilor precum redeschiderea, răscumpărarea anticipată și preschimbarea VMS; - Cotarea de către dealeri primari a emisiunilor de referință a VMS; - Selectarea modelului de elaborare a curbei randamentelor VMS în funcție de evoluția pieței.

Sursa: elaborat de autor

O gamă largă de instrumente financiare poate permite managerului de datorie să răspundă preferințelor diferitor categorii de investitori. Cu toate acestea, prea multe produse pot fragmenta piața. Experiența țărilor dezvoltate sugerează că costul fragmentării pieței depășește cu mult beneficiul diversificării produselor. Prin urmare, guvernul ar trebui să consolideze și să standardizeze emisiunile de VMS. Dezvoltarea emisiunilor de referință a VMS (benchmark) este importantă nu doar pentru emitent, ci și pentru investitori în general. Concentrarea emisiunilor de VMS într-un număr limitat de maturități standardizate contribuie la stimularea lichidității pieței secundare. Majoritatea țărilor dezvoltate și unele economii emergente au reușit să înregistreze progrese semnificative cu privire la dezvoltarea emisiunilor de tip benchmark, pe când multe alte țări în curs de dezvoltare nu au astfel de emisiuni de referință, printre care și Republica Moldova.

Operațiunile de redeschidere și răscumpărare anticipată a VMS sunt utilizate pentru reducerea numărului de emisiuni în circulație și concentrarea emisiunilor rămase în câteva emisiuni de referință. Astfel de operațiuni ajută managerii datoriei să atingă o anumită dimensiune și scadență pentru emisiunile de referință. Redeschiderea aceluiași titlu cu aceeași scadență și dobândă pentru mai multe licitații consecutive reduce necesitatea deschiderii unei alte emisiuni și contribuie la atingerea treptată a nivelului volumului de VMS în circulație pentru VMS de referință. Răscumpărările anticipate de VMS pot fi utilizate în combinație cu redeschiderile VMS. Acestea au loc, de regulă, într-un mediu caracterizat de surplus fiscal. Prin răscumpărarea emisiunilor mai puțin lichide înainte de scadență, guvernul poate crește volumul emisiunilor de

referință a VMS, utilizând veniturile din noile emisiuni de datorie pentru a finanța operațiunile de răscumpărare. Adicional, în vederea diminuării liniilor de VMS aflate în circulație, se utilizează operațiuni precum preschimbarea VMS, care prevăd înlocuirea sau schimbarea anumitor VMS existente cu altele, cu caracteristici diferite, precum scadență sau rata dobânzii.

În Republica Moldova în vederea diminuării numărului de ISIN-uri în premieră la 17 octombrie 2018 au fost redeschise OS cu maturitatea de 5 ani, emise la 21 septembrie 2018 [4]. Astfel, autorul recomandă redeschiderea în continuare a VMS, având ca efect diminuarea numărului de ISIN-uri aflate în circulație și atingerea unui anumit volum țintă specific pentru fiecare cod ISIN. În ceea ce privește operațiunile de răscumpărare anticipată, acestea sunt reglementate de cadrul normativ, dar încă nu au fost implementate în practică. Pe când pentru preschimbarea VMS, este necesară ajustarea cadrului normativ în vederea aplicării în practică a acestei operațiuni. Toate aceste operațiuni trebuie să fie coordonate astfel încât să se alinieze cu strategia de gestionare a portofoliului de VMS.

De asemenea, pentru a promova dezvoltarea emisiunilor de referință a VMS, autorul propune ca dealerii primari să ofere cotații zilnice pentru emisiunile de referință stabilite de către MF, nu doar furnizând cotații zilnice pentru VMS emise și decontate la ultimele două licitații, lucru ce va simplifica procesul de determinare a prețului de piață a VMS.

Reieșind din situația actuală a pieței VMS din Republica Moldova, autorul propune ca la elaborarea curbei randamentelor VMS să se selecteze cel mai potrivit model parametric, astfel încât discrepanțele dintre randamentele VMS estimate și cele de piață să fie minime.

- *Asigurarea transparenței pieței VMS.* Așadar, un alt aspect nu mai puțin important privind dezvoltarea pieței VMS este transparența pieței. Motivul principal pentru creșterea nivelului de transparență a prețurilor este de a proteja investitorii împotriva încheierii tranzacțiilor cu VMS la prețuri care diferă semnificativ de valoarea de piață. Tehnologiile informaționale au un impact semnificativ asupra transparenței pieței prin facilitarea accesului la informații.

Tabelul 3.14. Provocări și măsuri privind creșterea transparenței pieței valorilor mobiliare de stat

Provocări	Măsuri
- Lipsa informației complete cu privire la piața secundară a VMS; - Lipsa indicatorilor de evaluare a lichidității pieței secundare.	- Publicarea informației exhaustive a VMS tranzacționate pe piața secundară; - Publicarea cu regularitate a indicatorilor de evaluare a lichidității pieței secundare: numărul tranzacțiilor, volumul tranzacțiilor, volumul mediu al tranzacțiilor, indicatorul cu privire la rata de rotație a VMS etc.

Sursa: elaborat de autor

Analizând informațiile publicate cu privire la piața VMS, autorul a constatat că piața primară cuprinde informații mai ample în comparație cu piața secundară. Deși informațiile cu privire la tranzacțiile încheiate în cadrul sistemului E-Bond sunt făcute publice, nu este efectuată o analiză a acestor tranzacții, doar în Programul „Managementului datoriei de stat pe termen mediu” este reprezentată evoluția volumului și numărului tranzacțiilor. Totodată, autorul recomandă publicarea exhaustivă a informației cu privire la tranzacțiile pe piața secundară, inclusiv la cele încheiate prin intermediul Sistemului depozitarului central unic al valorilor mobiliare și la BVM.

Transparența implică și publicarea rapoartelor Curții de Conturi cu privire la auditul conformității asupra managementului datoriei de stat, garanțiilor de stat și recreditării de stat. Totodată, transparența comunicării dintre autorități și participanții pieței contribuie la reducerea incertitudinii pentru investitori. Această transparență presupune ca autoritățile să furnizeze diverse informații cu privire la piața VMS, inclusiv cele fiscale, indicatorii de risc ai portofoliului de datorie, strategia de gestionare a datoriei de stat și planul anual al împrumuturilor.

Ținând cont de schimbările continue de pe piața VMS, este necesar să se ajusteze cadrul normativ prin introducerea unor acte normative noi, modificarea celor existente și abrogarea actelor nerelevante. Astfel, autorul recomandă: (i) elaborarea unui Regulament cu privire la plasarea și răscumpărarea VMS emise prin plasament direct către persoanele fizice; (ii) modificarea Regulamentului nr. 170/2018 prin introducerea prevederilor privind operațiunea de preschimbare a VMS și ajustarea metodologiei de evaluare a performanței dealerilor primari pe piața VMS; (iii) ajustarea/abrogarea Condițiilor de emisiune, circulație și răscumpărare a OS plasate prin subscriere nr. 99/2009, deoarece nu corespund cu prevederile actuale ale pieței VMS.

Totodată, pentru a asigura buna funcționare a pieței VMS, în opinia autorului, participanții la piața VMS sunt obligați să respecte următoarele *norme profesionale și etice*:

- evitarea răspândirii de zvonuri sau informații false cu privire la piață;
- abținerea de la orice activități menite să manipuleze prețurile de pe piață sau să perturbe funcționarea eficientă a acesteia;
- interzicerea efectuării tranzacțiilor fictive;
- protejarea confidențialității informațiilor legate de tranzacțiile încheiate sau a celor aflate în curs de desfășurare;
- onorarea angajamentelor față de alt participant la piața secundară și asigurarea transmiterii la timp către Depozitarul central unic al valorilor mobiliare a ordinelor de transfer

necesare pentru efectuarea decontării și înregistrării tranzacțiilor în sistem în concordanță cu regulile acestuia.

- realizarea tranzacțiilor în limitele de tranzacționare conform procedurilor de control.

Prin implementarea măsurilor propuse de către autor va fi posibil realizarea obiectivului specific privind gestionarea datoriei de stat, și anume dezvoltarea pieței interne a VMS. Fiecare dintre aceste măsuri reprezintă o importanță majoră. Prin mediatizarea procesului de investire în VMS, se va stimula creșterea numărului de investitori. De asemenea, printre propunerile de intensificare a pieței secundare, prioritară este crearea emisiunilor de referință a VMS, ceea ce va facilita elaborarea curbei randamentelor VMS. Această curbă, așa cum s-a demonstrat, este crucială nu doar pentru determinarea percepției pieței cu privire la evoluția ratelor VMS și tendințele inflației, dar are și un rol extrem de important la prognozarea cheltuielilor de deservire a VMS. Prin acuratețea acestor prognoze, se influențează gradul de realizare a bugetului de stat.

3.4. Concluzii la capitolul 3

Experiența internațională și provocările cu care se confruntă piața VMS din Republica Moldova au contribuit la formularea următoarelor măsuri cu privire la dezvoltarea acesteia:

1. Ținând cont de importanța curbei randamentelor VMS, în deosebi a curbei forward, care, de regulă, furnizează informații cu privire la modul în care piața percepe viitoarele modificări ale ratelor dobânzilor la VMS, este esențial ca această curbă să fie cât mai reprezentativă și de încredere. Există diverse tipuri de curbe, cum ar fi curba spot, curba pară, curba forward etc., care sunt elaborate în funcție de tipul ratei dobânzii. În opinia autorului cea mai reprezentativă curbă este cea elaborată în baza ratelor spot. Deși în practică deseori nu sunt disponibile date cu privire la ratele spot pentru VMS cu maturitatea mai mare de un an, acestea pot fi deduse teoretic utilizând tehnica bootstrapping. În baza curbei spot, se poate de obținut curba forward, care reprezintă ratele pentru fiecare maturitate de VMS peste o anumită perioadă. Ratele forward au o importanță majoră, atât pentru emitent, cât și pentru investitori, deoarece este în interesul ambelor părți să cunoască estimativ ratele dobânzilor la VMS pentru perioadele viitoare.

2. La elaborarea curbei forward în baza datelor disponibile cu privire la VMS din Republica Moldova, autorul a determinat că relația dintre curba forward și cea spot pentru VMS cu termenul de circulație de până la un an indică tendințele inflației medii anuale. Astfel, dacă curba forward pentru anul următor se poziționează mai sus decât cea spot, atunci în anul ce urmează inflația medie anuală va fi crescătoare față de anul curent, și viceversa. Această relație poate fi luată în calcul la prognoza ratei inflației. Este de menționat că, în condiții de criză, relația poate să nu se adevărească.

3. Estimările ratelor forward la BT au înregistrat valori similare cu cele de pe piață. Ținând cont că ponderea majoră a VMS comercializate pe piața primară o constituie BT, adică VMS cu termen scurt de circulație, rata forward pentru BT, cu ajustări după caz, poate fi utilizată la prognoza ratei medii de comercializare a VMS prin licitații. Această prognoză este luată în calcul la estimarea cheltuielilor pentru serviciul VMS, care sunt incluse în bugetul de stat. Astfel, odată cu îmbunătățirea acurateții acestei prognoze, vor fi diminuate discrepanțele dintre ratele prognozate și cele de piață, care au un impact direct asupra executării bugetului de stat.

4. Deși elaborarea curbei randamentelor VMS într-o piață cu lichiditate scăzută, așa cum este și cazul Republicii Moldova, este dificilă, aceasta poate fi elaborată în baza mai multor modele. Printre modelele parametrice cele mai des utilizate în practică se evidențiază modelele Nelson-Siegel și Nelson-Siegel-Svenson. Aplicând modele respective pentru piața VMS din Republica Moldova și efectuând o analiză comparativă, autorul constată că la utilizarea modelului Nelson-Siegel-Svenson se înregistrează discrepanțe mai mici pentru ratele VMS cu termen lung de circulație. La selectarea modelului de elaborare a curbei randamentelor VMS urmează să se țină cont de situația pieței VMS, astfel, încât acesta să fie cel mai potrivit.

5. Sistemul de dealeri primari joacă un rol esențial în dezvoltarea pieței VMS, întrucât: (i) acționează ca intermediari între emitent și investitor; (ii) exercită rolul de distribuitor al VMS; (iii) asigură lichiditatea pieței secundare a VMS; (iv) îndeplinesc rolul de market-maker; (v) furnizează informații necesare guvernului pentru elaborarea strategiilor de dezvoltare a pieței VMS. Cu toate că unele țări au optat pentru dezvoltarea pieței VMS fără un sistem de dealeri primari, majoritatea au ales adoptarea acestuia, ținând cont de avantajele sistemului. În Republica Moldova, odată cu implementarea în practică a noilor obligații pentru dealerii primari și a unei metodologii complexe de evaluare a performanței acestora pe piața internă a VMS s-a constatat o îmbunătățire semnificativă atât a pieței primare, cât și a celei secundare a VMS.

6. Experiența altor țări a arătat că criteriile de evaluare a activității dealerilor primari sunt strâns legate de obiectivele pe care guvernul urmărește să le atingă. Astfel, având în vedere că piața secundară din Republica Moldova este mai puțin dezvoltată în comparație cu piața primară, autorul propune revizuirea criteriilor de evaluare a activității dealerilor primari pe piața secundară prin modificarea punctajului indicatorilor existenți, în scopul de a stimula tranzacțiile cu VMS pe termen lung de circulație și introducerea de noi indicatori care tind să intensifice numărul și volumul VMS tranzacționate. De asemenea, este important ca MF să stabilească o marjă maximă între cotațiile de vânzare și de cumpărare a VMS, care variază în funcție de situația pieței.

7. Dezvoltarea pieței VMS în Republica Moldova trebuie să aibă loc de jos în sus. De aceea, este necesar de îmbunătățit ratingul de țară, care are o influență directă asupra ratelor

dobânzilor VMS. Dacă ratingul de țară se îmbunătățește, atunci ratele la VMS tind să descrească și respectiv cheltuielile de deservire a VMS sunt mai mici. Ținând cont că, Agenția Moody's evaluează ratingul de țară al Republicii Moldova, autorul a analizat metodologia folosită de aceasta. De subliniat că îmbunătățirea ratingului de țară nu poate fi realizată doar de o singură instituție, precum MF, dar necesită implicarea mai multor entități, fiind un proces complex. Astfel, este importantă colaborarea între diverse instituții pentru a aborda aspecte cheie care influențează ratingul de țară și, implicit, dezvoltarea pieței VMS în Republica Moldova.

8. Piața VMS din Republica Moldova se confruntă cu o serie de provocări similare piețelor VMS în curs de dezvoltare, printre care: (i) nivelul de dezvoltare economică; (ii) lipsa unei baze diversificate de investitori; (iii) nivelul mic de lichiditate a pieței secundare; (iv) maturitatea mică a portofoliului de VMS; (v) dependența de creditori externi (vi) gradul de transparență a pieței secundare și (vii) ajustarea cadrului normativ.

9. Familiarizarea investitorilor cu procesul de investire în VMS va contribui la creșterea nivelului de educație financiară a populației, ceea ce va influența extinderea bazei de investitori. Populația, pe lângă disponibilitatea economiilor, trebuie să posede cunoștințe necesare pentru gestionarea acestora. Pentru o mai bună înțelegere a modalității de cumpărare/tranzacționare a VMS, autorul a reprezentat schematic acest proces. De asemenea, a fost elaborat un calculator de determinare a ratei nominale a dobânzii/prețului BT, ce va contribui la facilitarea procesului de luare a deciziei de investire în VMS.

10. Emisiunile de referință a VMS (benchmark) contribuie la eliminarea fragmentării pieței. Experiența piețelor dezvoltate sugerează că costurile asociate fragmentării pieței depășesc cu mult beneficiile diversificării produselor. Concentrarea emisiunilor VMS într-un număr limitat de maturități standardizate contribuie la dezvoltarea lichidității VMS. Prin intermediul operațiunilor de redeschidere, răscumpărare anticipată și preschimbare a VMS se poate reduce numărul de emisiuni în circulație, emisiunile rămase concentrându-se în câteva VMS de referință. Instituirea obligației de cotare a benchmarkurilor va facilita determinarea prețurilor la VMS. Prin urmare, ținând cont că multe dintre problemele relevante piețelor în curs de dezvoltare țin de transparența pieței în ceea ce privește stabilirea prețurilor VMS, aceste aspecte vor fi îmbunătățite.

11. Pentru buna funcționare a pieței VMS participanții trebuie să respecte un set de norme profesionale și etice, care au drept scop protecția investitorilor și a emitentului. Astfel, aceștia urmează: (i) să evite răspândirea de zvonuri și informații false, (ii) să se abțină de la orice activități menite să manipuleze prețurile de pe piață sau să perturbe funcționarea eficientă a acesteia; (iii) să nu efectueze tranzacții fictive; (iv) să nu fie admise întârzieri la efectuarea plăților etc.

CONCLUZII GENERALE ȘI RECOMANDĂRI

În baza cercetării aspectelor teoretice și a celor de ordin aplicativ cu privire la VMS, precum și în urma realizării obiectivelor stabilite în lucrare, se formulează următoarele *concluzii*:

1. Unul dintre principalele segmente ale pieței financiare reprezintă piața veniturilor fixe, inclusiv piața VMS. În baza cercetărilor autorul concluzionează că pentru buna funcționare a pieței VMS este necesar ca participanții acesteia să își îndeplinească rolul său bine determinat: (i) regulatorul – supraveghează și reglementează funcționarea pieței pentru a asigura integritatea, transparența și stabilitatea acesteia; (ii) emitentul (guvernul) – emite VMS pentru a acumula mijloace bănești și elaborează strategii de gestionare a acestora; (iii) investitorii – în schimbul mijloacelor bănești devin deținători ai VMS, având drept scop obținerea de profit; (iv) intermediarii (dealeri primari) – furnizează servicii de intermediere între vânzătorul și cumpărătorul de VMS, îndeplinind anumite obligații.

În funcție de caracteristicile fundamentale ale valorilor mobiliare, pot fi delimitate trei tipuri de bază: (i) titluri de creanță; (ii) titluri de capital și (iii) unități de fond ale fondului de investiție. Necesitățile emitentului și preferințele investitorilor au contribuit la modificarea caracteristicilor valorilor mobiliare. Cu toate acestea, a rămas nemodificat scopul general de emisiune – acumularea de capital. Ținând cont de necesitatea tot mai crescândă de a proteja mediul înconjurător și de a înlătura diverse discriminări în societate, autorul a extins tipologia VMS cu noi tipuri de instrumente financiare – obligațiuni verzi, sociale, sustenabile etc.

De asemenea, autorul, în urma cercetărilor teoretice, precizează definiția unor noțiuni, așa ca „eurobond”, „durata” și „structura la termen a ratelor dobânzilor”. Astfel, se constată că la noțiunea de „eurobond” prefixul „euro” nu se referă exclusiv la obligațiunile emise în Europa sau la obligațiunile denumite în moneda euro. Totodată, se reiterează că indicatorul „durata” nu ține de evaluarea duratei medii a instrumentului de datorie, dar măsoară sensibilitatea prețului la schimbările ratei dobânzii. Termenii „curba randamentelor VMS” și „structura la termen a ratelor dobânzilor” sunt deseori folosiți cu același sens, deși există o diferență tehnică între cei doi. Așadar, autorul definește relația dintre maturitate și ratele spot ale VMS drept structura la termen a ratelor dobânzilor.

2. Riscurile asociate VMS vizează atât emitentul, cât și investitorul. Din perspectiva investitorului, autorul evidențiază următoarele riscuri: riscul ratei dobânzii, riscul ratei inflației, riscul de lichiditate, riscul cursului valutar, riscul de reinvestire, riscul de credit, riscul suveran, riscul de răscumpărare anticipată, riscul de volatilitate și riscul curbei randamentelor. De

asemenea, autorul constată că și emitentul poate fi expus la riscuri asociate VMS, evidențiindu-se: riscul ratei dobânzii, riscul de refinanțare, riscul de lichiditate, riscul cursului valutar, riscul de cerere și riscul operațional.

Ca urmare a analizei riscurilor, autorul constată că deși obiectivele emitenților sunt opuse față de cele ale investitorilor: investitorii urmăresc obținerea de profituri cât mai mari și sunt orientați spre rate mai mari ale dobânzilor, în timp ce emitenții urmăresc reducerea costurilor de deservire a VMS prin scăderea ratelor dobânzilor, ei au în comun anumite riscuri, unul dintre care este riscul ratei dobânzii. Pentru a-l gestiona, autorul consideră oportună măsurarea indicatorilor de risc, precum: durata, durata modificată și convexitatea.

3. Potrivit evaluării pieței VMS din Republica Moldova autorul constată că maturitatea portofoliului de VMS emise pe piața primară este relativ scurtă, ceea ce implică intensificarea riscului de refinanțare. De asemenea, se atestă o volatilitate a ratelor dobânzilor la VMS, îndeosebi în situații de criză, care, în opinia autorului, a contribuit la înregistrarea de discrepanțe între volumul emisiunii nete a VMS emise pe piața primară planificat inițial în bugetul de stat și cel realizat. Totodată, autorul a identificat unele provocări la prognozarea ratei dobânzii la VMS comercializate prin licitații, care are un impact direct la realizarea bugetului de stat. Cu toate că în ultima perioadă a crescut volumul de tranzacționare a VMS pe piața secundară, nivelul de lichiditate continuă să rămână mic.

În baza analizei comparative a pieței VMS din Republica Moldova cu cea din alte țări, s-a constatat că nivelul de îndatorare a economiei naționale este relativ mic și că acesta nu va devia semnificativ în anul 2027 față de nivelul anului 2022, estimările fiind făcute de către autor în baza modelului dinamic de prognozare a datoriei și în baza metodei Monte Carlo. Cercetările realizate ne dovedesc că în comparație cu țările similare maturitatea portofoliului de VMS din Republica Moldova este relativ scăzută, diferența fiind și mai mare față de țările dezvoltate, care emit OS cu maturitatea de peste 50 de ani. Totodată, autorul a identificat un decalaj esențial la structura bazei de investitori ai VMS. Spre exemplu, în Republica Moldova sectorul non-bancar deține o pondere nesemnificativă în totalul VMS aflate în circulație, pe când în Macedonia de Nord și România aceasta depășește 50%. În același context, autorul constată că deși un șir de țări de mult timp implementează programe de emisiune directă a VMS către persoanele fizice, Republica Moldova este abia în proces. Cu toate acestea, în viziunea autorului, implementarea Programului de vânzare directă a VMS către populație va avea un aport mai mare la creștea nivelului de educație financiară a investitorilor, în special a persoanelor fizice, decât la acumularea de mijloace bănești pentru finanțarea deficitului bugetar.

4. Ținând cont de importanța curbei randamentelor VMS, este esențial ca aceasta să fie cât mai reprezentativă. În baza cercetărilor, autorul a constatat că în funcție de tipul ratei dobânzii VMS, se pot elabora diverse curbe, cum ar fi curba spot, curba pară, curba forward etc. Deși este dificil de elaborat o curbă a randamentelor VMS într-o piață cu lichiditate mică, totuși au fost propuse mai multe modele în acest sens, cum ar fi modelul regresiei și modelele parametrice: Nelson-Siegel și Nelson-Siegel-Svensson. Principiul de bază a modelelor parametrice constă în specificarea unei funcții ai cărei parametri sunt determinați prin minimizarea abaterilor pătratice ale ratelor estimate și ale celor observate pe piață. Aplicând aceste modele pe piața VMS din Republica Moldova, autorul a constatat că la utilizarea modelului Nelson-Siegel s-au înregistrat discrepanțe mai mici între ratele estimate și cele de piață la VMS cu termen scurt de circulație, pe când la utilizarea modelului Nelson-Siegel-Svensson discrepanțele au fost mai mici la VMS cu termen lung de circulație.

Totodată, în premieră, a fost elaborată de către autor curba forward, care reprezintă estimările ratelor dobânzilor la VMS peste o anumită perioadă. Astfel, în baza metodei de elaborare a curbei forward, a fost identificată o relație a curbei forward și curba spot. Dacă curba forward pentru anul următor se poziționează mai sus față de curba spot pentru VMS cu termen de circulație de până la un an, atunci în anul următor se atestă o creștere a inflației medii anuale și viceversa. De asemenea, autorul a constatat că discrepanțele între ratele forward pentru BT și cele de piață sunt minore.

5. Avantajele sistemului de dealeri primari prevalează dezavantajele acestuia, ceea ce contribuie la dezvoltarea pieței VMS. Cu toate acestea, unele țări au optat pentru alte metode de emisiune a VMS, cum ar fi prin sindicalizare, dar nu prin intermediul dealerilor primari. În Republica Moldova emisiunea VMS pe piața primară are loc prin intermediul dealerilor primari. Aceștia, în baza unui Acord cu privire la îndeplinirea funcțiilor de dealer primar pe piața VMS încheiat cu MF, urmează să îndeplinească anumite obligații.

Analizând practica internațională cu privire la activitatea dealerilor primari, autorul a constatat că obligațiile și criteriile de evaluare a performanței dealerilor primari se stabilesc în funcție de ce urmărește emitentul să dezvolte pe piața VMS. Astfel, autorul a contribuit esențial la implementarea unei noi metodologii de evaluare a performanței dealerilor primari care se bazează pe trei criterii: (i) activitatea pe piața primară; (ii) activitatea pe piața secundară și (iii) criterii calitative. Ca rezultat, în baza analizei pieței VMS autorul a constatat o intensificare a lichidității pieței secundare, dar și o creștere a volumului de VMS adjudecate la licitații, cu toate că asupra pieței primare au influențat și alți factori.

6. Situația macroeconomică are o influență majoră asupra sustenabilității pieței VMS. Un nivel scăzut al creșterii economice poate contribui la o creștere a deficitului bugetar. În acest context, autorul a constatat că atunci când soldul bugetului scade, emisiunea netă a VMS emise pe piața primară crește, ceea ce sugerează că guvernul poate opta să emită un volum mai mare de VMS pentru a finanța acest deficit bugetar. La fel, în situația inversă, când soldul bugetului de stat crește, emisiunea netă a VMS emise pe piața primară scade. De asemenea, autorul evidențiază că se atestă o influență a inflației asupra ratei dobânzii la VMS. Atunci când aceasta crește, costurile de emisiune a VMS pot deveni mai mari, ceea ce poate determina emitentul să reducă volumul de emisiune a VMS pe piața primară. Ca rezultat, au fost înregistrate devieri dintre volumele planificate inițial în bugetul de stat cu privire la emisiunea netă a VMS emise pe piața primară, serviciul acestora și volumele realizate.

Totodată, analizând rezultatele de vânzare a VMS prin licitații, autorul a identificat o tendință de diminuare a cererii pentru OS odată cu creșterea ratei inflației. În opinia autorului, asupra cererii de VMS cu termen lung de circulație influențează și faptul că în baza de investitori nu se regăsesc cei instituționali, așa ca fondurile de pensii care preferă VMS cu scadențe mai lungi.

Situația actuală a pieței VMS din Republica Moldova și experiența internațională cu privire la dezvoltarea pieței VMS au permis formularea următoarelor *recomandări*:

1. *Precizarea terminologiei din domeniul cercetării.* Ca urmare a evoluției pieței financiare au fost modificate modalitățile de evaluare a instrumentelor de datorie, fiind introduse mai multe metode de raportare. În acest context, au apărut noi noțiuni, așa ca „*nominal value*” și „*face value*”, care se traduc din limba engleză ca „valoarea nominală”. Astfel, autorul propune ca termenul de „*nominal value*” utilizat la evaluarea stocului de VMS să fie folosit în concepția de „valoare acumulată” pentru a evita orice echivoc.

2. *Monitorizarea indicatorilor de risc.* Autorul recomandă ca la evaluarea riscului ratei dobânzii investitorii să ia în calcul indicatorii: durata, durata modificată și convexitatea. De asemenea, autorul propune utilizarea de către investitori a unui calculator elaborat în Excel pentru determinarea ratei nominale a dobânzii la BT în baza prețului și viceversa, în scopul facilitării calculelor.

De asemenea, autorul recomandă publicarea periodică de către MF a informației destinate investitorilor cu privire la sustenabilitatea pieței VMS, fiind luați în calcul următorii indicatori: (i) pentru evaluarea situației macroeconomice – ratingul de țară, PIB-ul, nivelul inflației, deficitul bugetar, gradul de îndatorare a țării; (ii) pentru evaluarea pieței primare – ponderea stocului VMS emise pe piața primară în totalul datoriei de stat, cererea VMS, indicatorul bid-to-cover, structura VMS emise pe piața primară, scadența medie ponderată a VMS, stocul VMS emise pe piața

primară scadente în decurs de un an; (iii) pentru evaluarea pieței secundare – volumul VMS tranzacționate, numărul de tranzacții, volumul mediu al tranzacțiilor, rata de rotație a VMS, spreadul; (iv) pentru evaluarea bazei de investitori – tipuri de investitori ai VMS, ponderea VMS deținute de către nerezidenți. Prin intermediul publicării acestor informații investitorii vor fi familiarizați nemijlocit despre evoluția pieței VMS, ceea ce va avea un impact la luarea deciziilor de investire și atragerea de noi investitori. Totodată, în vederea diminuării riscului operațional, se recomandă utilizarea în continuare de către MF a SI pentru automatizarea procesului de generare a opțiunilor de alocare a VMS în cadrul licitațiilor.

3. Diminuarea riscului de refinanțare a VMS emise pe piața primară și intensificarea lichidității pieței secundare. Pentru a extinde maturitatea portofoliului VMS se recomandă revizuirea de către MF a strategiei de emisiune a VMS, astfel încât volumul de emisiune a VMS cu termen lung de circulație și maturitatea acestora să contribuie la îmbunătățirea indicatorului de evaluare a riscului de refinanțare – stocul VMS emise pe piața primară scadente în decurs de un an.

Ce ține de intensificarea lichidității pieței secundare a VMS, se propune introducerea de către MF a emisiunilor de referință a VMS (benchmark), ceea ce va contribui la diminuarea fragmentării pieței. De asemenea, pentru diminuarea liniilor de emisiune a VMS, se recomandă: (i) continuarea redeschiderii VMS, (ii) introducerea răscumpărării anticipate și (iii) a preschimbării VMS. Totodată, se propune revizuirea indicatorilor de evaluare a activității dealerilor primari (a se vedea pct. 5).

4. Selectarea celui mai potrivit model parametric. Autorul consideră oportun ca MF la elaborarea curbei randamentelor VMS să țină cont de discrepanțele înregistrate între randamentele VMS estimate și cele observate pe piață, selectând unul dintre modele – Nelson-Siegel sau Nelson-Siegel-Svensson. Ca rezultat, curba randamentelor VMS va fi mai reprezentativă, ceea ce va avea un impact pozitiv asupra deciziei investitorilor și asupra utilizării acesteia ca punct de referință la emisiunea de noi instrumente financiare.

Totodată, autorul consideră oportună estimarea ratei dobânzii la VMS comercializate prin licitații în baza ratei forward la BT, determinate conform metodei de elaborare a curbei forward. Or, BT ocupă o pondere majoră din totalul VMS comercializate pe piața primară, iar discrepanțele între ratele forward la BT și ratele lor de piață sunt minore. Ca rezultat, va fi optimizată planificarea în bugetul de stat a volumului de emisiune netă a VMS emise pe piața primară și a cheltuielilor pentru serviciul VMS.

5. Ajustarea metodologiei de evaluare a performanței dealerilor primari. În funcție de situația pieței, autorul recomandă ajustarea de către MF a metodologiei de evaluare a performanței

dealerilor primari. Astfel, pentru a intensifica lichiditatea pieței secundare a VMS autorul consideră oportună revizuirea indicatorilor de evaluare a activității pieței secundare, și anume: (i) ajustarea punctajului indicatorilor de evaluare existenți în vederea stimulării încheierii tranzacțiilor cu VMS pe termen lung – ponderea totală a tranzacțiilor cu VMS pe termen lung (20 de puncte), ponderea totală a tranzacțiilor cu VMS pe termen scurt (10 puncte) și (ii) introducerea unor noi indicatori – numărul de tranzacții cu VMS încheiate în nume și cont propriu (5 puncte), volumul mediu al tranzacțiilor cu VMS (5 puncte).

De asemenea, se consideră benefic ca MF să aplice în practică dreptul său de a stabili o marjă maximă între cotațiile de vânzare și cumpărare a VMS în funcție de situația pieței. Respectarea acestor limite urmează să aibă impact la evaluarea performanței dealerilor primari pe piața VMS. Este de menționat că această marjă va influența direct asupra determinării prețului de tranzacționare a VMS pe piața secundară.

6. *Îmbunătățirea ratingului de țară.* Dat fiind faptul că există o relație inversă între ratingul de țară și rata dobânzii la VMS, iar acesta nu poate fi influențat doar de către o singură instituție, se recomandă colaborarea și implicarea activă a instituțiilor responsabile de elaborarea politicilor ce au drept scop creșterea economică a țării și îmbunătățirea bunăstării. Ca rezultat al îmbunătățirii ratingului de țară, cheltuielile de deservire a VMS vor fi diminuate și piața VMS va deveni mai atractivă pentru investitori.

Totodată, în vederea extinderii bazei de investitori, autorul consideră oportună instituirea de conexiuni între Depozitarul central al valorilor mobiliare și depozitarii externi, în vederea facilitării accesului investitorilor nerezidenți la piața internă a VMS din Republica Moldova. Pentru familiarizarea investitorilor cu procesul de investire în VMS, autorul propune algoritmul modalității de procurare a VMS la licitație și tranzacționare a acestora pe piața extrabursieră.

Sugestii privind potențialele direcții viitoare de cercetare legate de tema abordată.

Complexitatea pieței VMS sugerează necesitatea unor investigații ulterioare: (i) analiza efectelor politicii fiscale asupra bugetului de stat prin introducerea impozitării veniturilor aferente VMS; (ii) impactul operațiunilor de administrare a datoriei, cum ar fi redeschiderea, răscumpărarea anticipată și preschimbarea VMS asupra serviciului acestora; (iii) evaluarea efectelor introducerii noului tip de VMS – VMS emise prin plasament direct către persoanele fizice; (iv) analiza profitabilității portofoliului de VMS.

În concluzie, pentru dezvoltarea pieței VMS în Republica Moldova primordial este îmbunătățirea ratingul de țară, iar ulterior și celelalte aspecte ce ar contribui la diminuarea cheltuielilor de deservire a VMS și la creșterea atractivității investitorilor.

BIBLIOGRAFIE

Surse bibliografice în limba română

1. Baza de date interactivă: Buletinul informativ despre totalurile tranzacțiilor consolidate cu valorilor mobiliare de stat pe piața secundară [online]. *Banca Națională a Moldovei*. 2013-2018 (vizitat 10.10.2023). Disponibil: <https://bnm.md/bdi/pages/reports/dop/DOP11.xhtml>
2. Baza de date interactivă: Rata de bază a BNM [online]. *Banca Națională a Moldovei*. 2013-2022 (vizitat 10.10.2023). Disponibil: <https://bnm.md/bdi/pages/reports/dpmc/DPMC2.xhtml>
3. Baza de date interactivă: Ratele medii ponderate ale dobânzii la VMS (piața primară) [online]. *Banca Națională a Moldovei*. 2023 (vizitat 10.10.2023). Disponibil: <https://bnm.md/bdi/pages/reports/dop/DOP5.xhtml>
4. Baza de date interactivă: Rezultatele licitațiilor de vânzare a VMS [online]. *Banca Națională a Moldovei*. 2013-2023 (vizitat 05.01.2024). Disponibil: <https://bnm.md/bdi/pages/reports/dop/DOP10.xhtml>
5. Bugetul public național [online]. *Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova*. 2023 (vizitat 01.03.2023). Disponibil: <https://mf.gov.md/ro/buget/bugetul-public-na%C8%9Bional>
6. Buletine statistice lunare [online]. *Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova*. 2019-2022 (vizitat 10.10.2023). Disponibil: <https://mf.gov.md/ro/datoria-sectorului-public/rapoarte/datoria-de-stat>
7. Codul de etică și conduită pentru angajații Direcției datorii publice și membrii Comisiilor care au tangență cu domeniul datoriei publice [online]. *Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova*. 2020 (vizitat 01.10.2023). Disponibil: <https://mf.gov.md/sites/default/files/legislatie/Codul%20de%20etica.pdf>
8. Codul fiscal al Republicii Moldova: nr. 1163 din 24.04.1997. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 18.09.1997, nr. 62, art. 522.
9. Comunicat privind rezultatele licitației de plasare a valorilor mobiliare de stat la 27 septembrie 2023 [online]. *Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova*. 2023 (vizitat 01.10.2023). Disponibil: <https://mf.gov.md/sites/default/files/Rezultatele%20licitatie%2027-09-2023%20-%20rom.pdf>
10. Condițiile de emisiune, circulație și răscumpărare a obligațiunilor de stat plasate prin subscriere nr. 99 din 26.03.2009. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 21.04.2009, nr. 78-70, art. 318.

11. Conferința „Dezvoltarea instrumentelor financiare în Republica Moldova” – video [online]. *Banca Națională a Moldovei*. Chișinău, 24 septembrie 2019, 6:15:42 – 6:30:42 (vizitat 10.11.2020). Disponibil: <https://www.bnm.md/ro/content/bnm-si-asociatia-analistilor-financiari-cfa-romania-promo-veaza-dezvoltarea-instrumentelor>
12. Datoria de stat internă [online]. *Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova*. 2018-2023 (vizitat 05.01.2024). Disponibil: <https://mf.gov.md/ro/datoria-sectorului-public/rapoarte/datoria-de-stat/datoria-de-stat-interna>
13. Directiva 2004/39/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 21 aprilie 2004 privind piețele instrumentelor financiare [online]. *EUR-Lex*. 2004 (vizitat 08.05.2022). Disponibil: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:02004L0039-20110104&from=EN>
14. Elaborarea conceptului Strategiei Naționale a Educației Financiare - în discuție la BNM [online]. *Banca Națională a Moldovei*. 2023 (vizitat 23.10.2023). Disponibil: <https://www.bnm.md/ro/content/elaborarea-conceptului-strategiei-nationale-educatiei-financiare-discutie-la-bnm>
15. GRIGORIȚĂ, C. *Activitate bancară*. Chișinău: Cartier, 2005, ediția III. 420 p. ISBN 9-975-79356-8.
16. GUTIU, T., SPEIAN, O. Impactul inflației asupra activității financiare: experiența întreprinderilor mici și mijlocii. În: *Conferința Internațională „Dezvoltarea economico-socială durabilă a Euroregiunilor și a zonelor transfrontaliere”*, 28 octombrie 2022, România. Iași: Performantica, 2022, vol. XLII, pp. 229-236. ISSN 2971- 8740.
17. Hotărârea Băncii Naționale a Moldovei cu privire la aprobarea Regulamentului cu privire la plasarea, tranzacționarea și răscumpărarea VMS în formă de înscriere în cont nr. 170 din 19.07.2018. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 27.07.2018, nr. 277-284, art. 1171.
18. Hotărârea Curții de Conturi privind Raportul auditului datoriei publice, garanțiilor de stat și recreditării de stat pe anul 2012 nr. HCC42/2013 din 18.07.2013. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 30.08.2013, nr. 187-190, art. 35.
19. Hotărârea Guvernului cu privire la împrumutul de stat cu câștiguri al Republicii Moldova în anul 1992 nr.162 din 31.03.1993. În: *Monitorul Parlamentului*, 30.04.1993, nr. 4, art.111.
20. Hotărârea Guvernului cu privire la unele măsuri de executare a Legii nr. 419/2006 cu privire la datoria sectorului public, garanțiile de stat și recreditarea de stat nr. 1136 din 18.10.2007. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 09.11.2007, nr. 175-177, art. 1216.
21. Hotărârea Guvernului pentru modificarea Hotărârii Guvernului nr. 1136/2007 cu privire la unele măsuri de executare a Legii nr. 419/2006 cu privire la datoria sectorului public,

- garanțiile de stat și recreditarea de stat nr. 234 din 10.04.2020. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 08.05.2020, nr. 112-114, art. 345.
22. Hotărârea Guvernului cu privire la aprobarea Conceptului Programului de vânzare directă a valorilor mobiliare de stat persoanelor fizice în Republica Moldova nr. 192 din 22.09.2021. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 15.10.2021, nr. 249-253, art. 483.
23. Hotărârea Guvernului cu privire la aprobarea Conceptului Sistemului Informațional „Programul de vânzare directă a valorilor mobiliare de stat persoanelor fizice în Republica Moldova” și modificarea unei hotărâri de Guvern nr. 69 din 09.02.2022. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 18.02.2022, nr. 45-54, art. 108.
24. Hotărârea Guvernului cu privire la aprobarea Regulamentului resursei informaționale formate de Sistemul Informațional „Programul de vânzare directă a VMS persoanelor fizice în Republica Moldova” și modificarea unei hotărâri a Guvernului nr. 329 din 18.05.2022. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 20.05.2022, nr. 151-157, art. 387.
25. Hotărârea Guvernului cu privire la aprobarea Strategiei de dezvoltare a managementului finanțelor publice pentru anii 2023-2030 nr. 71 din 22.02.2023. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 07.03.2023, nr. 75-78, art. 148.
26. Informații privind activitatea pe piața VMS [online]. *Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova*. 2016-2022 (vizitat 25.10.2023). Disponibil: <https://mf.gov.md/ro/datoria-sectorului-public/pia%C8%9Ba-primar%C4%83-a-vms/comunicate-privind-plasarea-vms>
27. Legea cu privire la Banca Națională a Moldovei nr. 548 din 21.07.1995. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 30.10.2015, nr. 297-300, art. 544.
28. Legea cu privire la datoria sectorului public, garanțiile de stat și recreditarea de stat nr. 419 din 22.12.2006. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 09.03.2007, nr. 32-35, art.114.
29. Legea finanțelor publice și responsabilității bugetar-fiscale nr. 181 din 25.07.2014. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 08.08.2014, nr. 223-230, art. 519.
30. Legea privind emisiunea obligațiunilor de stat în vederea executării de către Ministerul Finanțelor a obligațiilor de plată derivate din garanțiile de stat nr. 807 din 17 noiembrie 2014 și nr. 101 din 1 aprilie 2015 nr. 235 din 03.10.2016. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 04.10.2016, nr. 343-346, art. 713.
31. Legea privind organizarea și funcționarea Curții de Conturi a Republicii Moldova nr. 260 din 07.12.2017. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 05.01.2018, nr. 1-6, art. 18.
32. Legea cu privire la Depozitarul central unic al valorilor mobiliare nr. 234 din 03.10.2016. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2016, nr. 343-346, art. 711.

33. Lista dealerilor primari pe piața VMS [online]. *Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova*. 2023, (vizitat 24.11.2023). Disponibil: <https://mf.gov.md/sites/default/files/documente%20relevante/Lista%20Dealeri%20Primari%20ro.pdf>
34. LUCHIAN, I. *Gestiunea pieței hârtiilor de valoare de stat în Republica Moldova*: teză de doctor în științe economice. Chișinău, 2002. 141 p.
35. LUCHIAN, I., FILIP, A. Problemele financiare actuale ale Republicii Moldova. În: *Conferința „Competitivitate și dezvoltare durabilă”*, 3-4 noiembrie 2022, Republica Moldova. Chișinău: Tehnica-UTM, 2022, pp. 201-206. ISBN 978-9975-45-872-6.
36. Note informative la proiectul legii bugetului de stat [online]. *Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova*. 2013-2022 (vizitat 24.06.2023). Disponibil: <https://mf.gov.md/ro/buget/bugetul-public-na%C8%9Bional/bugetul-de-stat>
37. Ordinul Ministerului Finanțelor privind aprobarea Instrucțiunii cu privire la plasarea, tranzacționarea și răscumpărarea Obligațiunilor de stat cu dobândă flotantă și a Instrucțiunii cu privire la plasarea, tranzacționarea și răscumpărarea Obligațiunilor de stat cu dobândă fixă nr. 29 din 14.02.2019. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 01.03.2019, nr. 76-85, art. 407.
38. Ordinul Ministerului Finanțelor cu privire la aprobarea Regulamentului privind modul și condițiile admiterii spre tranzacționare pe piața reglementată sau în cadrul sistemului multilateral de tranzacționare a valorilor mobiliare de stat cu termen lung de circulație nr. 17 din 02.02.2022. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 25.03.2022, nr. 80-87, art. 317.
39. Ordinul Ministerului Finanțelor Publice privind aprobarea Regulamentului-cadru privind operațiunile de piață cu titluri de stat pe piața internă nr. 2245/2016 din 16.09.2016. În: *Monitorul Oficial al României*, 21.09.2016, nr. 729.
40. Premieră pentru Republica Moldova: VMS cu termen lung de circulație vor putea fi tranzacționate la Bursa de Valori [online]. *Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova*. 2023 (vizitat 10.09.2023). Disponibil: <https://mf.gov.md/ro/content/premier%C4%83-pentru-republica-moldova-vms-cu-termen-lung-de-circula%C8%9Bie-vor-putea-fi>
41. Prima tranzacție cu Obligațiuni de Stat încheiată pe Bursa de Valori a Moldovei [online]. *Bursa de Valori a Moldovei*. 2023 (vizitat 01.12.2023). Disponibil: <http://www.bvm.md/ro/news/1183>
42. Prognozare macro-economică [online]. *Ministerul Dezvoltării Economice și Digitalizării*. 2018-2024 (vizitat 15.10.2023). Disponibil: <https://mded.gov.md/indicatori-economici/prognozare-macro-economica/>

43. Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2023-2025)” [online]. *Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova*. 2023, 28 p. (vizitat 24.10.2023). Disponibil: https://mf.gov.md/sites/default/files/Program%202023-2025%20aprobat_ro.pdf
44. Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2024-2026)” [online]. *Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova*. 2023, 25 p. (vizitat 04.01.2024). Disponibil: https://mf.gov.md/sites/default/files/program_855md.pdf
45. Rapoarte anuale privind executarea bugetului [online]. *Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova*. 2013-2022 (vizitat 24.06.2023). Disponibil: <https://mf.gov.md/ro/trezorerie/rapoarte-privind-executarea-bugetului/rapoarte-anoale>
46. Raport privind datoria publică guvernamentală 31 decembrie 2022 [online]. *Ministerul Finanțelor al României*. 2022, 21 p. (vizitat 28.09.2023). Disponibil: <https://mfinante.gov.ro/ro/web/trezor/datorie-guvernamentala>
47. Rapoarte privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat [online]. *Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova*. 2013-2015 (vizitat 10.10.2021). Disponibil: <https://old.mf.gov.md/publicdebt/debt/reports>
48. Rapoarte privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat [online]. *Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova*. 2016-2022 (vizitat 10.10.2023). Disponibil: <https://mf.gov.md/ro/datoria-sectorului-public/rapoarte/datoria>
49. Rata anuală a inflației [online]. *Banca Națională a Moldovei*. 2023 (vizitat 11.12.2023). Disponibil: <https://bnm.md/ro/content/rata-inflatiei-0>
50. Regulile Depozitarului central unic al valorilor mobiliare [online]. *Depozitarul central unic al valorilor mobiliare*. 2019, 53 p. (vizitat 22.04.2023). Disponibil: <https://www.dcu.md/doc/Regulile%20DCU.pdf>
51. Reportaj ProTv: [online]. *ProTv*. 2022 (vizitat 01.08.2023). Disponibil: <https://protv.md/actualitate/moldovenii-care-au-economii-pot-obține-o-doband-a-de-aproape-doua-ori-mai-mare-decat-cea-oferita-de-banci-la-depozite-ce-spun-responsabilii-de-la-ministerul-finantelor-despre-valori-mobiliare-destinate-populatiei-video---2617220.html>
52. Rezultatele licitațiilor de vânzare (Volumul) [online]. *Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova*. 2013-2022 (vizitat 25.10.2023). Disponibil: <https://mf.gov.md/ro/datoria-sectorului-public/rezultatele-licitatiilor>
53. Sinteza bugetului de stat pe venituri, cheltuieli, deficit și surse de finanțare [online]. *Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova*. 2013-2017 (vizitat 24.06.2023). Disponibil: <https://mf.gov.md/ro/content/arhiva-bugetul-de-stat-2012-2017?language=ro>

54. Soldul datoriei de stat interne [online]. *Portalul Guvernamental al Datelor Deschise*. 2016-2022 (vizitat 24.04.2023). Disponibil: <https://date.gov.md/ckan/ro/dataset/14840-soldul-datoriei-de-stat-interne>
55. **SPEIAN, O.** Aspecte definitorii ale pieței valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova. În: *Conferință Științifică Internațională „Paradigme moderne în dezvoltarea economiei naționale și mondiale”*, 30-31 octombrie 2020, Republica Moldova. Chișinău: Centrul Editorial-Poligrafic al USM, 2020, pp. 353-358. ISBN 978-9-975-15269-3.
56. **SPEIAN, O.** Evaluarea sustenabilității pieței valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova. În: *Conferința Științifică Națională „Științele economice contemporane: procese și contribuții”*, 14-15 septembrie 2023, Republica Moldova.
57. **SPEIAN, O.** Noi criterii în tipologia valorilor mobiliare. În: *Simpozionul Internațional Experiență. Cunoaștere. Provocări contemporane „Înapoi în viitor. Provocări și perspective socio-economice”*, 27-28 mai 2021, România. București: ARTIFEX, 2021, pp. 615-625. ISBN 978-6-068-71659-6.
58. **SPEIAN, O.** Rolul pieței secundare în dezvoltarea pieței valorilor mobiliare de stat. În: *Conferința Științifică Internațională „Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor și a zonelor transfrontaliere”*, 29 octombrie 2021, România. Iași: Performantica, 2021, pp. 447-454. ISBN 978-6-066-85831-1.
59. **SPEIAN, O.** Rolul și funcțiile infrastructurii pieței valorilor mobiliare de stat: cazul Republicii Moldova. În: *Conferința științifică națională a doctoranzilor dedicată aniversării a 75-a a USM „Metodologii contemporane de cercetare și evaluare”*, 22-23 aprilie 2021, Republica Moldova. Chișinău: Centrul Editorial-Poligrafic al USM, 2021, pp. 163-169. ISBN 978-9-975-15917-3.
60. Tezaur sau Fidelis? Ce titluri de stat sa alegi? [online]. *Educat și Bogat*. 2021 (vizitat 11.10.2022). Disponibil: <https://educatsibogat.ro/ro/blog/tezaur-sau-fidelis>
61. TIMUȘ, A., TIMUȘ, A. Aspectele sociale ale investițiilor durabile: realizări și perspective. In: *International Symposium: Experience. Knowledge. Contemporary Challenges „Opportunities for changing the Economic Social Realities of the World”*, 26-27 mai 2022, România. București: ARTIFEX, 2022, pp. 324-333. ISBN 978-6-068-71666-4.
62. Tranzacțiile pe piața secundară [online]. *Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova*. 2018-2022 (vizitat 10.10.2023). Disponibil: <https://mf.gov.md/ro/datoria-sectorului-public/tranzac%C8%9Biile-pe-pia%C8%9Ba-secundar%C4%83-a-VMS>
63. Valori mobiliare [online]. *Dicționar juridic*. 2023, (vizitat 08.01.2023). Disponibil: <https://legeaz.net/dictionar-juridic/valori-mobiliare>

64. Valorile mobiliare de stat cu termen lung de circulație sunt expuse, în premieră, la Bursa de Valori a Moldovei [online]. *Comisia Națională a Pieței Financiare*. 2023 (vizitat 10.09.2023). Disponibil: https://www.cnpf.md/ro/valorile-mobiliare-de-stat-cu-termen-lung-de-circulatie-6307_93602.html

Surse bibliografice în limba engleză

65. A Brief History of Bond Investing [online]. *BondFunds*. 2014 (accessed 15.07.2022). Available: <http://bondfunds.com/education/a-brief-history-of-bond-investing/>
66. Annual Report on Public Debt Management of the Republic of North Macedonia for 2022 [online]. *Ministry of Finance of the Republic of North Macedonia*, 2022, 28 p. (accessed 28.09.2023). Available: https://finance.gov.mk/wp-content/uploads/2023/09/Godisen_izvestaj_2022_EN-010920231.pdf
67. ARNONE, M., IDEN, G. Primary Dealers in Government Securities: Policy Issues and Selected Countries' Experience. *IMF working paper*. 2003, WP/03/45, 64 p.
68. Basel Committee on Banking Supervision: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. *Bank for International Settlements*. 2006. 333 p. ISBN 9-291-97720-9.
69. BASKOT, B., ORSAG, S., MIKEREVIC, D. Yield Curve in Bosnia and Herzegovina: Financial and Macroeconomic Framework. In: *UTMS Journal of Economics*. 2018, vol. 9, no. 1, pp. 1–15. ISSN 1857-6982.
70. CARPINETTI, M. *The Impact of Becoming Primary Dealer: A Cross-Country Analysis*: master thesis. Rotterdam, 2017, 60 p.
71. CĂPRARU, B., IHNATOV, I. Bank competition and risk-taking in the European Union: Evidence of a non-linear relationship. In: *Economic Annals*. 2021, vol. 66, no. 230, pp. 35-65. ISSN 0013-3264.
72. CFA Institute. *Fixed Income: Program Curriculum 2024 Level 1*. USA: Wiley, 2023, 4th volume. 530 p. ISBN. 978-1-953-33752-8.
73. CHAKROUN, F., ABID, F. A Methodology to Estimate the Interest Rate Yield Curve in Illiquid Market: The Tunisian Case. In: *Journal of Emerging Market Finance*. 2014, vol. 13, no. 3, pp. 305-333. ISSN 0972-6527.
74. CHOUDHRY, M. *An Introduction to Bond Markets*. United Kingdom: John Wiley & Sons Ltd, 2010, 4th edition. 445 p. ISBN 978-0-470-97629-6.

75. COLESNICOVA, T., PERCIUN, R., TVIRCUN, A. Exchange market pressure index as a macroeconomic risk measuring instrument. In: *Economie și Sociologie*. 2020, no. 1, pp. 10-20. ISSN 1857-4130.
76. Datasets [online]. *International Monetary Fund*. 2023 (accessed 11.10.2023). Available: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>
77. DAVILA, A. *Workshop series on sustainable financing for development and infrastructure, module 4: Old and New Instruments for Public Financing*, 24-26 ianuarie 2022, Beijing.
78. Dealers [online]. National Treasury of Brazil. 2023 (accessed 12.12.2023). Available: <https://www.gov.br/tesouronacional/en/federal-public-debt/domestic-market/dealers>
79. Dealers 2023 [online]. *Dutch State Treasury Agency*. 2023 (accessed 12.12.2023). Available: <https://english.dsta.nl/subjects/dealers>
80. Debt securities, stocks and transactions [online]. *European Central Bank*. 2018-2022 (accessed 28.04.2023). Available: <https://data.ecb.europa.eu/publications/macroeconomic-and-sectoral-statistics/3030639>
81. Developing the Domestic Government Debt Market: From Diagnostics to Reform Implementation. *The International Bank for Reconstruction and Development, The World Bank*. 2007, 103 p. ISBN 978-0-8213-6874-9.
82. Economic and Financial Committee. *Market characteristics* [online], 2022 (accessed 10.04.2023). Available: https://economic-financial-committee.europa.eu/efc-sub-committee-eu-sovereign-debt-markets/market-characteristics_en
83. ENDO, T. The primary dealer system in lower-income economies. In: *Emerging Markets Review*. 2020, vol. 45, no. 100715, 52 p. ISSN 1566-0141.
84. European Primary Dealers Handbook. *Association for Financial Market in Europe*. Updated 2019/2020, 324 p.
85. Evaluation of Primary Dealers' performance in the Greek government bond market: January-June 2022 [online]. *Bank of Greece*. 2022 (accessed 12.12.2023). Available: <https://www.bankofgreece.gr/en/news-and-media/press-office/news-list/news?announcement=ca234afb-2160-43b3-8276-51e4111dfb3b>
86. FABOZZI, F. J. *Bond Markets, Analysis and Strategies*. New Jersey: Prentice Hall International, 2000, 4th edition. 606 p. ISBN 0-130-85913-3.
87. FABOZZI, F. J. *Fixed income analysis*. New Jersey: JohnWiley & Sons, Inc., Hoboken, 2007, 2nd edition. 768 p. ISBN 978-0-470-05221-1.
88. FABOZZI, F. J. *Handbook of Finance, Financial Markets and Instruments*. New Jersey: JohnWiley & Sons, Inc., Hoboken, 2008, vol. I. 852 p. ISBN 978-0-470-07814-3.

89. FABOZZI, F. J., JONES, F.J. *Foundations of global financial markets and institutions*. Cambridge : The MIT Press, 2019, 5th edition. 1434 p. ISBN 978-0-262-03954-3.
90. FABOZZI, F. J., MANN, S.V. *Introduction to the Fixed Income Analytics. Relative Value Analysis, Risk Measures, and Valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, 2010, 2nd edition. 718 p. ISBN 978-0-470-57213-9.
91. Financial Market Analysis Course [online]. *Online learning platform*. 2018 (accessed 13.07.2023). Available: <https://learning.edx.org/course/course-v1:IMFx+FMAx+1T2018/home>
92. Fiscal Monitor: On the Path to Policy Normalization [online]. *International Monetary Fund*. April 2023, 126 p. ISBN 979-8-40023-402-6 (accessed 11.10.2023). Available: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2023/04/03/fiscal-monitor-april-2023>
93. GARCIA PADILLA, J. R. Primary dealers in the government bond market. *Banco de Mexic*. 2019, 33 p.
94. General government gross debt [online]. *International Monetary Fund*. 2022 (accessed 11.10.2023). Available: https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD
95. GILL, I., PINTO, B. Public debt in developing countries: has the market-based model worked? *World Bank Policy Research Working Paper*. 2005, WPS3674, 43 p.
96. GURKAYNAK, R.S., WRIGH, J.H. Macroeconomics and the Term Structure. In: *Journal of Economic Literature*. 2012, vol. 50, no. 2, pp. 331–367. ISSN 0022-0515.
97. GUTIU, T., **SPEIAN, O.** Access to finance by moldovan small and medium enterprises: main obstacles and solutions. In: *The Journal Contemporary Economy*. 2022, vol. 7, no. 3, pp. 97-108. ISSN 2537-4222.
98. HASHIMOTO, H. et al. *Guidance Note For Developing Government Local Currency Bond Markets*. International Monetary Fund, The World Bank. 2021. 157 p.
99. History of savings bonds [online]. *TreasuryDirect*. 2023 (accessed 10.04.2023). Available: <https://www.treasurydirect.gov/research-center/history-of-savings-bond/timeline/>
100. HOMER, S., SYLLA, R. *A history of interest rates*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, 2005, 4th edition. 710 p. ISBN 978-0-471-73283-9.
101. International Bank for Reconstruction and Development, The World Bank. *Global Financial Development Report 2014: Financial Inclusion*. Washington, DC: World Bank, 2014. 224 p. ISBN 978-0-821-39985-9.
102. International Monetary Fund Staff. Requests for an extended arrangement under the extended fund facility and an arrangement under the extended credit facility—press release;

- staff report; and statement by the executive director for the Republic of Moldova. *IMF Country Report*. 2016, no. 2016/343. 93 p. ISBN 978-1-475-55209-6.
103. International Monetary Fund, Bank for International Settlements, European Central Bank. *Handbook on securities statistics*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2015. 152 p. ISBN 978-1-49838-831-3.
 104. KRAVCHUK, V., TREBESH, K., DJUCHI, R. A Primary Dealer System for Government Bonds in Ukraine. Why and How it Should be Introduced. *Institute for Economic Research and Policy Consulting in Ukraine*. 2007, no. W1, 11 p.
 105. KUMAR, S. A quest for sustainium (sustainability premium): review of sustainable bonds. In: *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*. 2022, vol. 26, no. 3, pp. 1-18. ISSN 1528-2635.
 106. List of dealers [online]. *Ministry of Finance of the Czech Republic*. 2022 (accessed 12.12.2023). Available: <https://www.mfcr.cz/en/fiscal-policy/state-debt/dealers>
 107. List of PD [online]. Debt and Liquidity Management Agency of Slovakia. 2023 (accessed 12.12.2023). Available: <https://www.ardal.sk/en/government-securities/primary-dealers/list-of-pd>
 108. List of Primary Dealers [online]. Hungary's Government Debt Management Agency (ÁKK). 2023 (accessed 12.12.2023). Available: <https://akk.hu/securities-issuance-and-trading/primary-dealers>
 109. List of Primary Dealers of the Republic of Austria [online]. *Austrian Treasury*. 2023 (accessed 12.12.2023). Available: <https://www.oebfa.at/en/funding/primaerhaendler.html>
 110. List of Specialists in Government Bonds starting from 1 July 2022 [online]. *Ministry of Economy and Finance of Italy*. 2022 (accessed 12.12.2023). Available: https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_en/debito_pubblico/elenco_specialisti/elenco/List-of-Specialists-in-Government-bonds-From-July-1-2022.pdf
 111. List of the primary dealers of government securities [online]. *Ministry of Finance of the Republic of Bulgaria*. 2023 (accessed 12.12.2023). Available: <https://www.minfin.bg/en/1339>
 112. MANTA, O., PANAIT, M., HYSA, E., RUSU, E., COJOCARU, M. Public procurement, a tool for achieving the goals of sustainable development. In: *Amfiteatru Economic*. Vol. 24, no. 61, pp. 861-876. ISSN 2247-9104.

113. Market characteristics [online]. *Economic and Financial Committee*. 2022 (accessed 10.04.2023). Available: https://economic-financial-committee.europa.eu/efc-sub-committee-eu-sovereign-debt-markets/market-characteristics_en
114. MARTELLINI, L., PRIAULET, P., PRIAULET, S. *Fixed-income securities : valuation, risk management, and portfolio strategies*. England: John Wiley & Sons Ltd, 2003. 631 p. ISBN 0-470-85277-1.
115. Medium term debt management strategy 2022-2026 [online]. *Ministry of Finance and Economy of Albania*. 2022, 42 p. (accessed 28.04.2023). Available: <https://financa.gov.al/wp-content/uploads/2022/11/Medium-Term-Debt-Management-Strategy-2022-2026-ENG>.
116. MELICHER, R. W., NORTON, E. A. *Introduction to Finance: Markets, Investments, and Financial Management*. USA: John Wiley & Sons, Inc., 2017, 16th edition. 635 p. ISBN 978-1-118-49267-3.
117. MISHKIN, F. S., SERLETIS, A. *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Toronto: Pearson Canada, 2011, 4th edition. 748 p. ISBN 978-0-321-58471-7.
118. Moldova-Credit Rating [online]. *Trading Economics*. 2023 (accessed 10.09.2023). Available: <https://tradingeconomics.com/moldova/rating>
119. MOSSELAAR, J. S. *A Concise Financial History of Europe*. Rotterdam: Robeco, 2018. 118 p.
120. NAZRI ALI, M. et al. Estimating the Yield Curve for the Malaysian Bond Market Using Parsimony Method. In: *Procedia Economics and Finance*. 2015, no. 31, pp. 194 – 198. ISSN 2212-5671.
121. NELSON, C. R., SIEGEL, A. F. Parsimonious Modelling of Yield Curves. In: *The Journal of Business*. 1987, vol. 60, no. 4, pp. 473-489. ISSN 0021-9398.
122. O'MALLEY, C. *Bonds without borders : a history of the Eurobond market*. UK: John Wiley & Sons Ltd, 2015. 193 p. ISBN 978-1-118-84387-1.
123. OECD Sovereign Borrowing Outlook 2023 [online]. *The Organisation for Economic Co-operation and Development*. 2023, 304 p. (accessed 15.11.2023). ISBN 978-92-64-48092-6. Available: https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-sovereign-borrowing-outlook-2023_09b4cfba-en#page5
124. Ownership structure of outstanding Government Securities [online]. *Ministry of Finance of the Republic of North Macedonia*. 2022 (accessed 28.09.2023). Available: <https://javendolg.open.finance.gov.mk/en>

125. PALTRINIERI, A., HASSAN, M. K., BAHOO, S., KHAN, A. A bibliometric review of sukuk literature. In: *International review of economics and finance*. 2023, vol. 86, pp. 897-918. ISSN 1059-0560.
126. PARAMESWARAN, S. K. *Fixed Income Securities: Concepts and Applications*. Boston: Walter de Gruyter Inc., 2020. 452 p. ISBN 978-1-5474-1673-8.
127. POLACEK, A. Catastrophe bonds: A primer and retrospective. In: *Chicago Fed Letter*, 2018, no. 405. 7 p. ISSN 0895-0164.
128. Post-2008 financial crisis reforms [online]. *Financial Stability Board*. 2017 (accessed 15.09.2023). Available: <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/market-and-institutional-resilience/post-2008-financial-crisis-reforms/>
129. PREUNKERT, J. Primary Dealer Systems in the European Union. *MaxPo Discussion Paper*. 2020, no. 20/1, 27 p. ISSN 2196-6508.
130. Primary Dealers (Agents) [online]. *Ministry of Finance of the Republic of Armenia*. 2023 (accessed 12.12.2023). Available: https://www.minfin.am/en/page/primary_dealers_agents
131. Primary Dealers (OEVT) [online]. *Portuguese Treasury and Debt Mngement Agency*. 2023 (accessed 12.12.2023). Available: <https://www.igcp.pt/en/1-4-399/market-participants/oevt-and-omp/>
132. Primary Dealers [online]. *Ministry of Finance of Romania*. 2023 (accessed 12.12.2023). Available: <https://mfinante.gov.ro/static/10/Mfp/trezorerie/RomaniaPrimaryDealers2022.pdf>
133. Primary dealers [online]. *State Treasury of the Republic of Finland*. 2023 (accessed 12.12.2023). Available: <https://www.treasuryfinland.fi/funding/primary-dealers/>
134. Primary dealers [online]. *Swedish National Debt Office*. 2023 (accessed 12.12.2023). Available: <https://www.riksgalden.se/en/our-operations/central-government-borrowing/issuance/primary-dealers/>
135. Primary dealers and market making [online]. *Danmarks Nationalbank*. 2023 (accessed 12.12.2023). Available: <https://www.nationalbanken.dk/en/government-debt/trading-and-data/primary-dealers-and-market-making>
136. Primary dealers list [online]. *Public Treasury of Spain*. 2023 (accessed 12.12.2023). Available: <https://www.tesoro.es/en/deuda-publica/mercado/participantes/creadores-de-mercado/creadores-de-mercado-de-letras-del-tesoro/lista-de-creadores-de-mercado-de-letras>

137. Primary dealers of Republic of Slovenia bonds [online]. *Republic of Slovenia*. 2023 (accessed 12.12.2023). Available: <https://www.gov.si/en/topics/borrowing-and-state-budget-debt-management/#e49505>
138. Primary dealers presentation [online]. *Agence France Trésor*. 2022, (accessed 24.11.2023). Available: <https://www.aft.gouv.fr/en/primary-dealers-presentation>
139. RADZIWIŁŁ, A., ŚCERBAŹCHI O., ZAMAN, C. *Financial Crisis in Moldova - Causes and Consequences*. Warsaw: Studies and Analyses CASE, 1999. 54 p.
140. Ranked: The Largest Bond Markets in the World [online]. *Visual Capitalist*. 2022, (accessed 11.08.2023). Available: <https://www.visualcapitalist.com/ranked-the-largest-bond-markets-in-the-world/>
141. Rating Methodology [online]. *Moody's*. 2022, 57 p. (accessed 23.03.2023). Available: <https://ratings.moodys.com/api/rmc-documents/395819>
142. Rating Symbols and Definitions [online]. *MOODY'S*. 2023 (accessed 23.03.2023). Available: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=pub_79004
143. Ratings Scale [online]. *S&P Global Ratings*. 2023 (accessed 23.03.2023). Available: <https://www.spglobal.com/ratings/en/about/intro-to-credit-ratings>
144. Ratings Scales [online]. *FITCH*. 2023 (accessed 23.03.2023). Available: <https://www.fitchratings.com/products/rating-definitions#ratings-scales>
145. SALSMAN, R. M. *The Political Economy of Public Debt*. USA: Edward Elgar, 2017. 322 p. ISBN 978-1-785-36338-2.
146. SEIFERLING, M. Republic of Moldova: Technical Assistance Report-Public Sector Debt Statistics. *IMF Country Report*. 2018, no. 2018/281. 18 p. ISBN 978-1-484-37732-1.
147. Social Bonds Principles [online]. *International Capital Market Association*. 2023 (accessed 15.01.2023). Available: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/social-bond-principles-sbp/>
148. **SPEIAN, O.** Debt dynamics under uncertainty: Evidence from the Republic of Moldova. In: *Economic Studies journal*. 2024, no. 2. ISSN 0205-3292.
149. **SPEIAN, O.** Financial inclusion in the Republic of Moldova: Recent impacts and evidence. In: *Revista Economică*. 2021, vol. 73, Special Issue, pp. 290-300. ISSN 1582-6260.
150. **SPEIAN, O.** The government securities market and its role in financing the state budget deficit. In: *Euromentor Journal*. 2022, vol. 8, no.1, pp.100-112. ISSN 2068-780X.
151. **SPEIAN, O.** The historical evolution of the Government Securities market in the Republic of Moldova. In: *International Scientific and Practical Conference „Sustainable development*

and socio-economic cohesion in the 21st century: trends and challenge”, 8-9 noiembrie 2021, Bulgaria. Svishtov: Tsenov Academic Publishing House, 2021, vol. I, pp. 378-385. ISBN 978-9-542-32068-5.

152. **SPEIAN, O.** The profitability of the government securities: interest rate vs. yield. In: *International Scientific Conference „Development Through Research and Innovation – 2022”*, August 26, 2022, Republic of Moldova. Chişinău: ASEM, 2022, pp. 159-167. ISBN 978-9-975-35905-4.
153. **SPEIAN, O.** The role of the primary dealers in the government securities market. In: *Eastern European Journal of Regional Studies*. 2022, vol. 8, no. 2, pp. 68-81, ISSN 2537-6179.
154. **SPEIAN, O., GANEA, V., KYRIAKOPOULOS, C.** Yield Curve Construction: A Note on the Moldovan bond market. In: *Bulletin of Applied Economics*. 2022, vol. 9, no. 1, pp.137-146. ISSN 2056-3736.
155. **STANDER, Y. S.** *Yield Curve Modeling*. New York: Palgrave Macmillan, 2005. 188 p. ISBN 978-1-403-94726-0.
156. Statistical Review [online]. *Ministry of Finance of the Republic of North Macedonia*. 2022 (accessed 29.04.2023). Available: <https://finance.gov.mk/statistical-review-3/?lang=en>
157. **SVENSSON, LARS E.O.** Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994. *IMF Working Paper*. 1994, WP/94/114, 55 p.
158. The decision of the Alternate Minister of Finance and the Governor of the Bank of Greece regarding the approval of the Regulation on Operating Rules of the Primary Dealers System nr. 1326 from 17.12.2018. In: *Government Gazette of Greece*, 2018, nr. B 5758.
159. The Power of Retail Bonds: A Stable Funding Source for Asian Governments [online]. *Asian Development Blog*. 2023 (accessed 15.07.2023). Available: <https://blogs.adb.org/blog/power-retail-bonds-stable-funding-source-asian-governments>
160. Third reviews under the extended credit facility and the extended fund facility arrangements, and request for a waiver for nonobservance of performance criterion—press release [online]. *IMF Country Report*. 2023, no. 23/152 (accessed 15.07.2023). Available: https://www.imf.md/press/SR_1MDAEA2023003.pdf
161. **TOKAÇ, H., WILLIAMS, M.** Government Debt Management and Operational Risk. *SIGMA Paper*. 2013, no. 50, 43 p.
162. Treasury Securities Dealers [online]. *Ministry of Finance of the Republic of Poland*. 2023 (accessed 12.12.2023). Available: <https://www.gov.pl/web/finance/primary-dealers>
163. **VINEY, C., PHILLIPS, P.** *Financial Institutions, Instruments and Markets*. Australia: McGraw-Hill Education, 2019, 9th edition. 718 p. ISBN 978-1-760-42294-3.

164. What are green bonds? [online]. *International Bank for Reconstruction and Development, The World Bank*. 2015, 58 p. (accessed 15.01.2023). Available: <http://documents1.worldbank.org/curated/en/400251468187810398/pdf/99662-REVISED-WB-Green-Bond-Box393208B-PUBLIC.pdf>
165. Workshop Private sector participation in infrastructure & financial market development [online]. *Ministry of Finance of the Republic of Moldova*. 2022 (accessed 10.02.2023). Available: <https://mf.gov.md/en/ppf/resources#day2>
166. World Economic Outlook Database [online]. *International Monetary Fund. April 2023* (accessed 11.11.2023). Available: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/April>
167. World economic outlook: A Rocky Recovery [online]. *International Monetary Fund*. October 2023, 182 p., ISBN 979-8-40023-580-1, (accessed 11.11.2023). Available: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>
168. Zero-coupon yield curves: technical documentation. *Bank for International Settlements*. 2005, no. 25. 55 p. ISBN 9-291-97665-2.

Surse bibliografice în limba rusă

169. БАЛАКИНА, Р. Т. и др. *Финансово-кредитные институты и финансовые рынки*. Омск: Омский Государственный Университет, 2015. 392 p. ISBN 978-5-777-91917-5.
170. БУРЕНИН, А. Н. *Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие*. Москва: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998. 352 с. ISBN 578-1-40070-2.
171. ХОМЕНКО, Е. Г. *Правовое регулирование рынка ценных бумаг*. Москва: Юристъ, 2008. 174 с. ISBN 978-5-797-50941-7.
172. ЦИБУЛЬНИКОВА, В. Ю. *Рынок ценных бумаг: учебное пособие*. Томск: ФДО, ТУСУР, 2016. 167 с.
173. ШКОЛИК, О. А. *Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: учебное пособие*. Екатеринбург: Издательство Уральского университета, 2014. 288 с. ISBN 978-5-799-61337-2.

ANEXE

Instituțiile naționale ale Uniunii Europene implicate în gestionarea datoriei guvernamentale, emisiunea valorilor mobiliare de stat și supravegherea piețelor, 2022

Țara	Gestionarea datoriei guvernamentale	Emisiunea VMS	Supravegherea pieței
<i>Zona Euro</i>			
Austria	Trezoreria Austriei	Trezoreria Austriei	Autoritatea Pieței Financiare
Belgia	Agenția Belgiană pentru Datorie	Agenția Belgiană pentru Datorie	Autoritatea pentru Servicii și Piețe Financiare
Cipru	Oficiul de Management al Datoriei Publice (MF)	Oficiul de Management al Datoriei Publice (MF)	Banca Centrală a Ciprului Comisia de Valori Mobiliare și Schimb
Estonia	MF al Estoniei	MF al Estoniei	Autoritatea de Supraveghere Financiară a Estoniei
Finlanda	Trezoreria de Stat, Departamentul Finanțe	Trezoreria de Stat, Departamentul Finanțe	Autoritatea finlandeză de supraveghere financiară
Franța	Agenția de Trezorerie	Agenția de Trezorerie	Autoritatea Piețelor Financiare
Germania	MF, Agenția Germană de Finanțe, Bundesbank German	MF, Agenția Germană de Finanțe, Bundesbank German	Autoritatea Federală de Supraveghere Financiară
Grecia	Agenția de Management al Datoriei Publice	Agenția de Management al Datoriei Publice	Comitetul de Control și Supraveghere al Dealerilor Primari
Irlanda	Agenția Națională de Management a Trezoreriei	Agenția Națională de Management a Trezoreriei	Banca Irlandei Euronext Dublin
Italia	Ministerul Economiei și Finanțelor - Departamentul de Trezorerie (Direcția Datoriei Publice)	Ministerul Economiei și Finanțelor - Departamentul de Trezorerie (pentru decizii), Banca Italiei (desfășurarea licitațiilor)	Banca Italiei (pentru stabilitate) și Consob - Comisia Națională pentru Societăți și Bursă (pentru transparență, oferte și distribuție)
Letonia	Trezoreria Republicii Letonia	Trezoreria Republicii Letonia	Banca Letoniei
Lituania	Departamentul Trezoreriei de Stat (MF)	MF	Banca Lituaniei
Luxemburg	Trezoreria de Stat/MF	Trezoreria de Stat	Banca Centrală a Luxemburgului
Malta	Departamentul Trezoreriei (MF)	Departamentul Trezoreriei (MF)	Bursa de Valori din Malta, Autoritatea pentru Servicii Financiare din Malta
Olanda	Agenția Olandeză a Trezoreriei de Stat	Agenția Olandeză a Trezoreriei de Stat	Autoritatea Piețelor Financiare

Continuare la Anexa 1

Țara	Gestionarea datoriei guvernamentale	Emisiunea VMS	Supravegherea pieței
Portugalia	Trezoreria Portugheză și Agenția pentru Gestionarea Datoriei	Trezoreria Portugheză și Agenția pentru Gestionarea Datoriei	Comisia Piețelor de Valori Mobiliare Portugheze (pentru BT și OS)
Slovacia	Agenția pentru Gestionarea Datoriei și Lichidității	Agenția pentru Gestionarea Datoriei și Lichidității	Banca Națională a Slovaciei
Slovenia	MF al Sloveniei	MF al Sloveniei	Agenția pentru Piața de Valori Mobiliare
Spania	Secretariatul General al Trezoreriei și Finanțelor Internaționale (Ministerul Afacerilor Economice și Transformare Digitală)	Secretariatul General al Trezoreriei și Finanțelor Internaționale (Ministerul Afacerilor Economice și Transformare Digitală), Banca Spaniei	CNMV
Zona non Euro			
Bulgaria	Direcția Datoriei Guvernamentale, MF	MF - Direcția Datoriei Guvernamentale (pentru decizii), Banca Națională Bulgariei (desfășurarea licitațiilor)	MF și Banca Națională a Bulgariei, Comisia de Supraveghere Financiară
Republica Cehă	Departamentul de Gestionare a Datoriei și Activelor Financiare al MF	Departamentul de Gestionare a Datoriei și Activelor Financiare al MF	Banca Națională a Cehiei
Danemarca	Gestionarea Datoriei Guvernamentale la Banca Națională al Danemarcei și MF	Gestionarea Datoriei Guvernamentale la Banca Națională	Consiliul pentru Valori Mobiliare danez, Autoritatea Daneză de Supraveghere Financiară și Bursa din Copenhaga
Ungaria	Agenția pentru Gestionarea Datoriei Guvernamentale	Agenția pentru Gestionarea Datoriei Guvernamentale	Banca Națională a Ungariei
Polonia	Departamentul Datoriei Publice, MF	Departamentul Datoriei Publice, MF	MF, Autoritatea de Supraveghere Financiară din Polonia
România	MF	MF – Departamentul Trezoreriei (pentru decizii) Banca Națională (desfășurarea licitațiilor)	MF, Banca Națională a României
Suedia	Oficiul Național al Datoriei Suedeze	Oficiul Național al Datoriei Suedeze	Autoritatea de Supraveghere Financiară Suedează

Sursa: elaborat de autor în baza [82]

Descrierea scării de rating

Moody's	Descriere
Aaa	Calitatea cea mai ridicată, cu un risc minim de credit.
Aa	Calitate înaltă, cu un risc foarte scăzut de credit.
A	Clasă medie-superioară, cu un risc redus de credit.
Baa	Clasă medie, cu un risc moderat de credit.
Ba	Speculativ, cu un risc semnificativ de credit.
B	Foarte speculativ, cu un risc semnificativ de credit.
Caa	Risc foarte ridicat de credit.
Ca	Risc extrem de ridicat de credit.
C	Cel mai scăzut rating, cu un risc semnificativ de credit.

Sursa: elaborat de autor în baza [142]

S&P Global Ratings	Descriere
AAA	Capacitate extrem de puternică de a respecta angajamentele financiare.
AA	Capacitate foarte puternică de a respecta angajamentele financiare.
A	Capacitate puternică de a respecta angajamentele financiare, dar într-o oarecare măsură susceptibilă la condițiile economice și schimbările de împrejurări.
BBB	Capacitate adecvată de a respecta angajamentele financiare, confruntându-se cu condițiile economice nefavorabile.
BB	Mai puțin vulnerabil pe termen scurt, dar se confruntă cu incertitudini majore în continuare în fața condițiilor adverse de afaceri, financiare și economice.
B	Mai vulnerabil la condițiile adverse de afaceri, financiare și economice, dar în prezent are capacitatea de a îndeplini angajamentele financiare.
CCC	Vulnerabil și dependent de condițiile favorabile de afaceri, financiare și economice pentru a-și îndeplini angajamentele financiare.
CC	Înalt vulnerabil; încă nu a avut loc o neplată, dar se așteaptă să fie aproape certă.
C	Situația este una deosebit de vulnerabilă la neplata datoriilor.
D	Neplata unui angajament financiar sau încălcarea unei promisiuni; de asemenea, se folosește în caz de faliment.

Sursa: elaborat de autor în baza [143]

Fitch Ratings	Descriere
AAA	Notează cea mai scăzută așteptare a riscului de neplată. Ele sunt atribuite doar în cazuri de capacitate excepțional de puternică pentru plata angajamentelor financiare. Această capacitate este extrem de puțin probabilă să fie afectată negativ de evenimente previzibile.
AA	Notează așteptări ale unui risc foarte scăzut de neplată. Ele indică o capacitate foarte puternică de plată a angajamentelor financiare. Această capacitate nu este semnificativ vulnerabilă la evenimente previzibile.
A	Se notează așteptări de un risc scăzut de neplată. Capacitatea de plată a obligațiilor financiare este considerată puternică. Această capacitate poate fi, totuși, mai vulnerabilă la condiții economice sau de afaceri nefavorabile decât în cazul ratingurilor mai ridicate.
BBB	Se indică faptul că așteptările privind riscul de neplată sunt în prezent scăzute. Capacitatea de plată a obligațiilor financiare este considerată adecvată, dar condițiile economice sau de afaceri nefavorabile sunt mai susceptibile să afecteze această capacitate.
BB	Se indică o vulnerabilitate ridicată la riscul de neplată, în special în cazul unor schimbări nefavorabile în condițiile economice sau de afaceri în timp; cu toate acestea, există flexibilitate în afaceri sau financiară care susține respectarea obligațiilor financiare.
B	Se indică faptul că există un risc semnificativ de neplată, dar rămâne o marjă limitată de siguranță. Obligațiile financiare sunt respectate în prezent, cu toate acestea, capacitatea de plată continuă este vulnerabilă la deteriorarea mediului economic și de afaceri.
CCC	Marginile de siguranță sunt foarte mici. Neplata este o posibilitate reală.
CC	Neplată pare probabilă.
C	Un proces de încasare implicit sau asemănător cu încasarea implicită a început, sau emitentul se afla într-o situație de blocare, capacitate de plată este irevocabil afectată.
RD	Emitentul a intrat în proces de faliment.
D	Emitentul a falimentat.

Sursa: elaborat de autor în baza [144]

Cadrul normativ al Republicii Moldova cu privire la piața valorilor mobiliare de stat

Acte normative	Specificare
Codul Fiscal al Republicii Moldova	Nr. 1163 din 24.04.1997 În: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 1997, nr. 64, art. 522
Legea cu privire la datoria sectorului public, garanțiile de stat și recreditarea de stat	Nr. 419 din 22.12.2006 În: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2014, nr. 397-399, art. 704
Legea bugetului de stat pe anul 2022	Nr. 205 din 06.12.2021 În: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2021, nr. 315-324, art. 478
Legea finanțelor publice și responsabilității bugetar-fiscale	Nr. 181 din 25.07.2014 În: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2014, nr. 223-230, art. 519
Hotărârea Guvernului cu privire la unele măsuri de executare a Legii nr.419-XVI din 22 decembrie 2006 cu privire la datoria publică, garanțiile de stat și recreditarea de stat	Nr. 1136 din 18.10.2007 În: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2007, nr. 175-177, art. 1216
Hotărârea Guvernului cu privire la aprobarea Conceptului Programului de vânzare directă a valorilor mobiliare de stat persoanelor fizice în Republica Moldova	Nr. 192 din 22.09.2021 În: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2022, nr. 249-253, art. 283
Hotărârea Guvernului cu privire la aprobarea Conceptului Sistemului Informațional „Programul de vânzare directă a valorilor mobiliare de stat persoanelor fizice în Republica Moldova” și modificarea unei hotărâri de Guvern	Nr. 69 din 09.02.2022 În: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2021, nr. 45-52, art. 108
Hotărârea Guvernului cu privire la aprobarea Regulamentului resursei informaționale formate de Sistemul Informațional „Programul de vânzare directă a valorilor mobiliare de stat persoanelor fizice în Republica Moldova” și modificarea unei hotărâri a Guvernului	Nr. 329 din 18.05.2022 În: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2022, nr. 151-157, art. 387
Hotărârea Guvernului cu privire la aprobarea Programului „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2024-2026)”	Nr. 855 din 08.11.2023 În: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2022, nr. 455-457, art. 1099
Regulament cu privire la plasarea, tranzacționarea și răscumpărarea valorilor mobiliare de stat în formă de înscriere în cont	Nr. 170 din 19.07.2018 În: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2018, nr. 277-284, art. 1171
Regulamentul privind modul și condițiile admiterii spre tranzacționare pe piața reglementată sau în cadrul sistemului multilateral de tranzacționare a valorilor mobiliare de stat cu termen lung de circulație	Nr. 17 din 02.02.2022 În: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2022, nr. 80-87, art. 317
Instrucțiunea cu privire la plasarea, tranzacționarea și răscumpărarea Obligațiunilor de stat cu dobândă flotantă și fixă	Nr. 29 din 14.02.2019 În: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2007, nr. 76-85, art. 407
Regulile Depozitarului Central Unic al Valorilor Mobiliare	În: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2019, nr. 148-158 (7071-7081)
Codul de Etică și Conduită pentru angajații Direcției datorii publice și membrii comisiilor care au tangență cu domeniul datoriei publice	Nr. 79 din 30.06.2020
Diverse Hotărâri ale BNM și ordinele MF	

Sursa: elaborat de autor

Modelul dinamic de prognozare a datoriei

Stocul datoriei guvernamentale la un moment dat este determinat de mai mulți factori, inclusiv nivelul datoriei din perioada anterioară, debursările brute și rambursarea datoriei. Această relație poate fi exprimată astfel:

$$D_t = D_{t-1} + GD_t - M_t \quad (1)$$

Unde, D_t reprezintă stocul datoriei la momentul t , D_{t-1} este stocul datoriei la momentul $t-1$, GD_t reprezintă debursările brute la momentul t , iar M_t reprezintă rambursarea datoriei la momentul t .

Pentru a analiza sursele de finanțare, se examinează următoarea ecuație:

$$S_t = R_t + GD_t + NDAsets_t \quad (2)$$

Unde, S_t reprezintă fondurile totale disponibile pentru finanțarea activităților guvernului, R_t reprezintă veniturile guvernamentale, iar $NDAsets_t$ reprezintă cedarea netă a activelor.

La rândul său, utilizarea surselor financiare poate fi exprimată prin următoarea ecuație:

$$E_t = G_t + IP_t + M_t \quad (3)$$

Unde, E_t reprezintă utilizarea surselor financiare, G_t reprezintă cheltuielile pentru plata sumei principale, iar IP_t reprezintă plățile de dobândă.

Pentru a asigura echilibrul, ecuația (2) ar trebui să fie egală cu ecuația (3), rezultând egalitatea:

$$GD_t - M_t = G_t + IP_t - R_t - NDAssts_t \quad (4)$$

Presupunând că cedarea netă a activelor este egală cu zero, ecuația (1) poate fi notată astfel:

$$D_t = D_{t-1} + IP_t - PB_t \quad (5)$$

Unde, PB_t reprezintă sold bugetar primar, care se calculează ca diferența dintre venituri și cheltuieli, în care nu sunt incluse cheltuielile pentru plata dobânzilor.

Având în vedere că rata implicită a dobânzii se calculează după formula:

$$i_t = \frac{IP_t}{D_{t-1}} \quad (6)$$

Unde, i_t reprezintă rata implicită a dobânzii, ecuația (5) poate fi notată astfel:

$$D_t = D_{t-1} + i_t * D_{t-1} - PB_t \quad (7)$$

Prin urmare, dacă împărțim ambele părți ale ecuației (7) la PIB_t , apoi înmulțim doar $\frac{i_t * D_{t-1}}{PIB_t}$ la $\frac{PIB_{t-1}}{PIB_{t-1}}$, se obține:

$$\frac{D_t}{PIB_t} = (1 + i_t) * \frac{PIB_{t-1}}{PIB_t} * \frac{D_{t-1}}{PIB_{t-1}} - \frac{PB_t}{PIB_t} \quad (8)$$

Luând în considerare că $1 + n_t$ reprezintă rata nominală de creștere a PIB-lui, care se calculează după formula:

$$1 + n_t = \frac{PIB_t}{PIB_{t-1}} \quad (9)$$

Unde, n_t reprezintă rata de creștere nominală a PIB-lui, ecuația (8) poate fi notată astfel:

$$d_t = \frac{1+i_t}{1+n_t} * d_{t-1} - pb_t \quad (10)$$

Unde d_t și d_{t-1} reprezintă datoria la momentul t și $t-1$ raportată la PIB, iar pb_t soldul bugetar raportat la PIB.

Ținând cont de rata inflației, relația rata reală a dobânzii – rata nominală, precum și relația creșterea nominală – creșterea reală a PIB-lui pot fi notate astfel:

$$1 + i_t = (1 + r_t) * (1 + \pi_t) \quad (11)$$

$$1 + n_t = (1 + g_t) * (1 + \pi_t) \quad (12)$$

Unde, r_t reprezintă rata reală a dobânzii, g_t denotă creșterea reală a PIB-lui, iar π_t reprezintă inflația.

Utilizând ecuațiile (11) și (12), formula dinamicii datoriei poate fi notată astfel [148]:

$$d_t = \frac{1+r_t}{1+g_t} * d_{t-1} - pb_t \quad (13)$$

**Calculare cu privire la elaborarea curbelor forward ale valorilor mobiliare de stat
pentru anii 2019-2024**

Elaborarea curbei forward pentru anul 2019

**Rata nominală medie ponderată a dobânzii la valorile mobiliare de stat
comercializate prin licitații**

Maturitatea	2018	2019
0,25 ani	4,19%	4,65%
0,5 ani	4,73%	6,05%
1 an	5,06%	6,79%
2 ani	6,00%*	6,33%*
3 ani	6,34%	6,62%
5 ani	6,83%	6,95%
Total (inclusiv OS flotante)	4,99%	6,22%

*sunt luate în calcul ratele fixe ale OS.

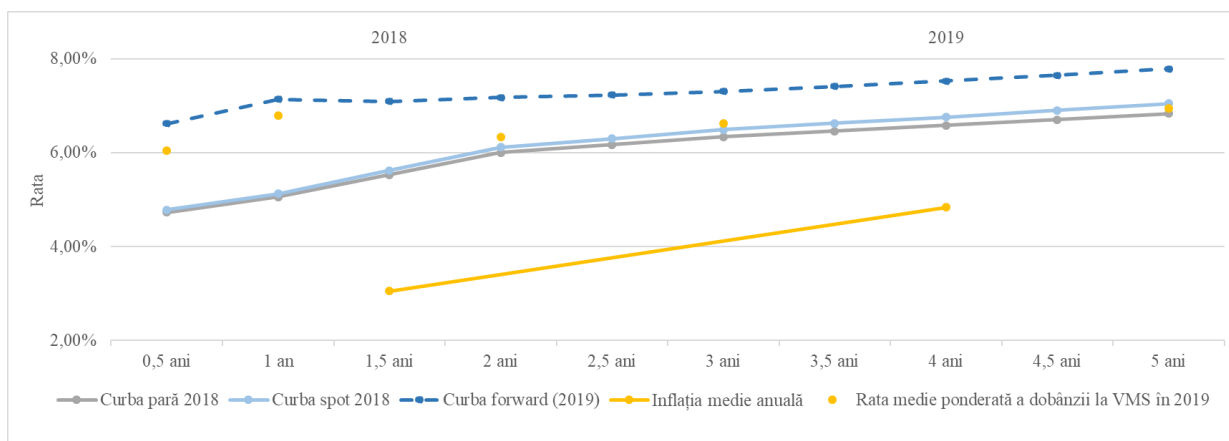
Sursa: calculele autorului în baza [4]

Date utilizate la elaborarea curbelor valorilor mobiliare de stat

Maturitatea	Rata cuponului 2018*	Rata spot 2018	Rata forward (2019)
0,5 ani	4,73%	4,79%	6,62%
1 an	5,06%	5,13%	7,14%
1,5 ani	5,53%	5,62%	7,09%
2 ani	6,00%	6,12%	7,18%
2,5 ani	6,17%	6,30%	7,23%
3 ani	6,34%	6,49%	7,31%
3,5 ani	6,46%	6,62%	7,41%
4 ani	6,59%	6,76%	7,53%
4,5 ani	6,71%	6,90%	7,65%
5 ani	6,83%	7,04%	7,78%
5,5 ani	6,95%	7,19%	7,93%
6 ani	7,08%	7,34%	8,25%
6,5 ani	7,20%	7,49%	8,21%
7 ani	7,32%	7,80%	8,37%
7,5 ani	7,44%	7,79%	-
8 ani	7,57%	7,96%	-

*BT sunt considerate OS teoretice.

Sursa: calculele autorului în baza [4]



Curbele valorilor mobiliare de stat

Sursa: elaborată de autor în baza [4, 42]

Fluxul de numerar determinat în baza ratelor valorilor mobiliare de stat pentru anul 2018

Maturitatea	Perioada (ani)															
	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0
0,5 ani	102,37															
1 an	2,53	102,53														
1,5 ani	2,77	2,77	102,77													
2 ani	3,00	3,00	3,00	103,00												
2,5 ani	3,09	3,09	3,09	3,09	103,09											
3 ani	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17	103,17										
3,5 ani	3,23	3,23	3,23	3,23	3,23	3,23	103,23									
4 ani	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29	103,29								
4,5 ani	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	103,35							
5 ani	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42	103,42						
5,5 ani	3,48	3,48	3,48	3,48	3,48	3,48	3,48	3,48	3,48	3,48	103,48					
6 ani	3,54	3,54	3,54	3,54	3,54	3,54	3,54	3,54	3,54	3,54	3,54	103,54				
6,5 ani	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	103,60			
7 ani	3,66	3,66	3,66	3,66	3,66	3,66	3,66	3,66	3,66	3,66	3,66	3,66	3,66	103,66		
7,5 ani	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	103,72	
8 ani	3,78	3,78	3,78	3,78	3,78	3,78	3,78	3,78	3,78	3,78	3,78	3,78	3,78	3,78	3,78	103,78

Sursa: calculele autorului în baza [4]

Actualizarea fluxului de numerar determinat în baza ratelor valorilor mobiliare de stat pentru anul 2018

Maturitatea	Perioada (ani)																Preț (lei)
	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0	
0,5 ani	100,00																100,00
1 an	2,47	97,53															100,00
1,5 ani	2,70	2,63	94,67														100,00
2 ani	2,93	2,85	2,76	91,46													100,00
2,5 ani	3,01	2,93	2,84	2,74	88,48												100,00
3 ani	3,10	3,02	2,92	2,81	2,72	85,43											100,00
3,5 ani	3,16	3,07	2,98	2,87	2,77	2,68	82,47										100,00
4 ani	3,22	3,13	3,03	2,92	2,83	2,73	2,63	79,51									100,00
4,5 ani	3,28	3,19	3,09	2,98	2,88	2,78	2,68	2,58	76,54								100,00
5 ani	3,34	3,25	3,15	3,03	2,93	2,83	2,73	2,63	2,53	73,58							100,00
5,5 ani	3,40	3,31	3,20	3,09	2,98	2,88	2,78	2,68	2,57	2,47	70,64						100,00
6 ani	3,46	3,36	3,26	3,14	3,04	2,93	2,83	2,72	2,62	2,52	2,42	67,70					100,00
6,5 ani	3,52	3,42	3,32	3,20	3,09	2,98	2,88	2,77	2,67	2,56	2,46	2,35	64,78				100,00
7 ani	3,58	3,48	3,37	3,25	3,14	3,06	2,92	2,82	2,71	2,60	2,50	2,39	2,29	61,29			100,00
7,5 ani	3,64	3,54	3,43	3,30	3,19	3,08	2,97	2,86	2,76	2,65	2,54	2,43	2,33	2,20	59,08		100,00
8 ani	3,70	3,60	3,48	3,36	3,25	3,13	3,02	2,91	2,80	2,69	2,58	2,47	2,37	2,24	2,15	56,25	100,00

Sursa: calculele autorului în baza [4]

Elaborarea curbei forward pentru anul 2020

Rata nominală medie ponderată a dobânzii la valorile mobiliare de stat comercializate prin licitații

Maturitatea	2019	2020
0,25 ani	4,65%	3,83%
0,5 ani	6,05%	5,12%
1 an	6,79%	5,51%
2 ani	6,33%*	5,77%*
3 ani	6,62%	5,99%
5 ani	6,95%	6,27%
Total (inclusiv OS flotante)	6,22%	5,19%

*sunt luate în calcul ratele fixe ale OS.

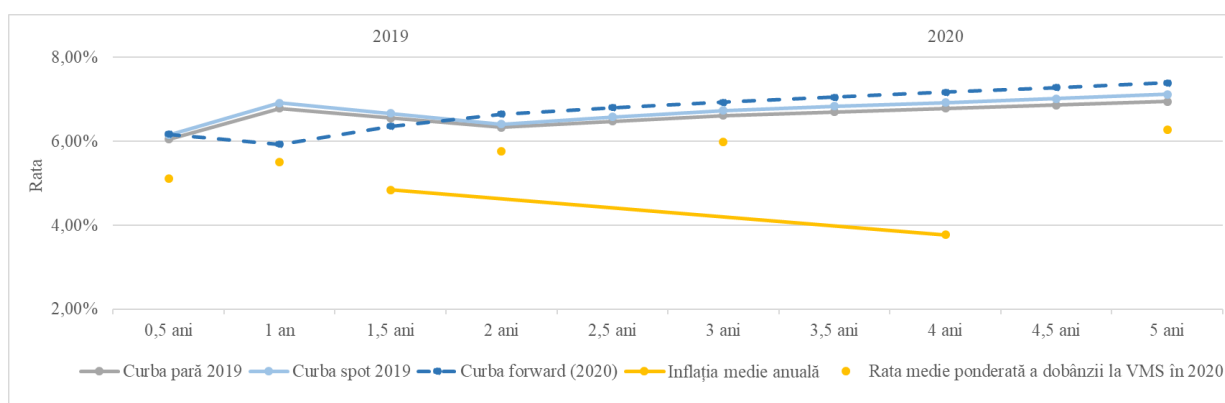
Sursa: calculele autorului în baza [4]

Date utilizate la elaborarea curbelor valorilor mobiliare de stat

Maturitatea	Rata cuponului 2019*	Rata spot 2019	Rata forward (2020)
0,5 ani	6,05%	6,15%	6,17%
1 an	6,79%	6,92%	5,93%
1,5 ani	6,56%	6,67%	6,36%
2 ani	6,33%	6,41%	6,65%
2,5 ani	6,48%	6,58%	6,80%
3 ani	6,62%	6,74%	6,93%
3,5 ani	6,70%	6,84%	7,05%
4 ani	6,79%	6,93%	7,17%
4,5 ani	6,87%	7,02%	7,29%
5 ani	6,95%	7,12%	7,40%
5,5 ani	7,03%	7,22%	7,52%
6 ani	7,12%	7,32%	7,81%
6,5 ani	7,20%	7,42%	7,73%
7 ani	7,28%	7,68%	7,86%
7,5 ani	7,36%	7,62%	-
8 ani	7,45%	7,74%	-

*BT sunt considerate OS teoretice.

Sursa: calculele autorului în baza [4]



Curbele valorilor mobiliare de stat

Sursa: elaborată de autor în baza [4, 42]

Fluxul de numerar determinat în baza ratelor valorilor mobiliare de stat pentru anul 2019

Maturitatea	Perioada (ani)															
	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0
0,5 ani	103,03															
1 an	3,40	103,40														
1,5 ani	3,28	3,28	103,28													
2 ani	3,17	3,17	3,17	103,17												
2,5 ani	3,24	3,24	3,24	3,24	103,24											
3 ani	3,31	3,31	3,31	3,31	3,31	103,31										
3,5 ani	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	103,35									
4 ani	3,39	3,39	3,39	3,39	3,39	3,39	3,39	103,39								
4,5 ani	3,43	3,43	3,43	3,43	3,43	3,43	3,43	3,43	103,43							
5 ani	3,48	3,48	3,48	3,48	3,48	3,48	3,48	3,48	3,48	103,48						
5,5 ani	3,52	3,52	3,52	3,52	3,52	3,52	3,52	3,52	3,52	3,52	103,52					
6 ani	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56	103,56				
6,5 ani	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	103,60			
7 ani	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	103,64		
7,7 ani	3,68	3,68	3,68	3,68	3,68	3,68	3,68	3,68	3,68	3,68	3,68	3,68	3,68	3,68	103,68	
8 ani	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	103,72

Sursa: calculele autorului în baza [4]

Actualizarea fluxului de numerar determinat în baza ratelor valorilor mobiliare de stat pentru anul 2019

Maturitatea	Perioada (ani)																Preț (lei)
	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0	
0,5 ani	100,00																100,00
1 an	3,30	96,70															100,00
1,5 ani	3,18	3,07	93,75														100,00
2 ani	3,07	2,96	2,87	91,10													100,00
2,5 ani	3,14	3,03	2,94	2,86	88,03												100,00
3 ani	3,21	3,10	3,00	2,92	2,82	84,95											100,00
3,5 ani	3,25	3,13	3,04	2,96	2,86	2,76	82,00										100,00
4 ani	3,29	3,17	3,08	3,00	2,89	2,79	2,69	79,09									100,00
4,5 ani	3,33	3,21	3,12	3,03	2,93	2,82	2,72	2,63	76,21								100,00
5 ani	3,37	3,25	3,15	3,07	2,96	2,86	2,76	2,66	2,56	73,36							100,00
5,5 ani	3,41	3,29	3,19	3,11	3,00	2,89	2,79	2,69	2,59	2,49	70,55						100,00
6 ani	3,45	3,33	3,23	3,14	3,03	2,93	2,82	2,72	2,62	2,52	2,42	67,79					100,00
6,5 ani	3,49	3,37	3,27	3,18	3,07	2,96	2,86	2,75	2,65	2,55	2,45	2,36	65,04				100,00
7 ani	3,53	3,40	3,30	3,21	3,10	3,04	2,89	2,78	2,68	2,58	2,48	2,38	2,29	61,74			100,00
7,7 ani	3,57	3,44	3,34	3,25	3,14	3,03	2,92	2,82	2,71	2,61	2,51	2,41	2,31	2,19	59,75		100,00
8 ani	3,61	3,48	3,38	3,29	3,17	3,06	2,95	2,85	2,74	2,64	2,54	2,44	2,34	2,22	2,15	57,14	100,00

Sursa: calculele autorului în baza [4]

Elaborarea curbei forward pentru anul 2021

Rata nominală medie ponderată a dobânzii la valorile mobiliare de stat comercializate prin licitații

Maturitatea	2020	2021
0,25 ani	3,83%	4,51%
0,5 ani	5,12%	5,72%
1 an	5,51%	5,94%
2 ani	5,77%*	5,66%*
3 ani	5,99%	5,86%
5 ani	6,27%	6,11%
7 ani	-	6,58%
Total (inclusiv OS flotante)	5,19%	5,64%

*sunt luate în calcul ratele fixe ale OS.

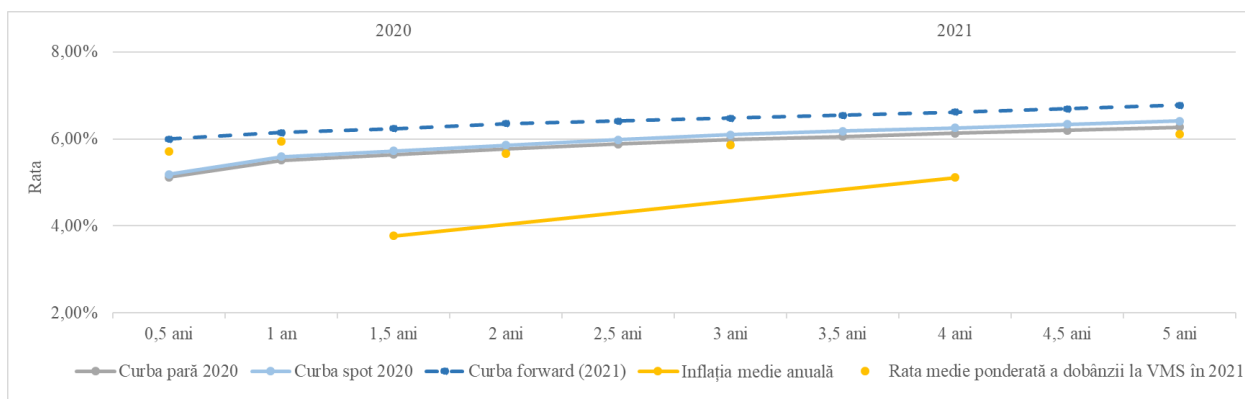
Sursa: calculele autorului în baza [4]

Date utilizate la elaborarea curbelor valorilor mobiliare de stat

Maturitatea	Rata cuponului 2020*	Rata spot 2020	Rata forward (2021)
0,5 ani	5,12%	5,19%	6,00%
1 an	5,51%	5,59%	6,14%
1,5 ani	5,64%	5,73%	6,24%
2 ani	5,77%	5,86%	6,35%
2,5 ani	5,88%	5,98%	6,42%
3 ani	5,99%	6,10%	6,48%
3,5 ani	6,06%	6,18%	6,55%
4 ani	6,13%	6,26%	6,62%
4,5 ani	6,20%	6,34%	6,70%
5 ani	6,27%	6,42%	6,78%
5,5 ani	6,34%	6,49%	6,86%
6 ani	6,41%	6,58%	7,09%
6,5 ani	6,48%	6,66%	7,02%
7 ani	6,55%	6,87%	7,11%
7,5 ani	6,62%	6,83%	-
8 ani	6,69%	6,92%	-

*BT sunt considerate OS teoretice.

Sursa: calculele autorului în baza [4]



Curbele valorilor mobiliare de stat

Sursa: elaborată de autor în baza [4, 42]

Fluxul de numerar determinat în baza ratelor valorilor mobiliare de stat pentru anul 2020

Maturitatea	Perioada (ani)															
	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0
0,5 ani	102,56															
1 an	2,76	102,76														
1,5 ani	2,82	2,82	102,82													
2 ani	2,89	2,89	2,89	102,89												
2,5 ani	2,94	2,94	2,94	2,94	102,94											
3 ani	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	103,00										
3,5 ani	3,03	3,03	3,03	3,03	3,03	3,03	103,03									
4 ani	3,07	3,07	3,07	3,07	3,07	3,07	3,07	103,07								
4,5 ani	3,10	3,10	3,10	3,10	3,10	3,10	3,10	3,10	103,10							
5 ani	3,14	3,14	3,14	3,14	3,14	3,14	3,14	3,14	3,14	103,14						
5,5 ani	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17	103,17					
6 ani	3,21	3,21	3,21	3,21	3,21	3,21	3,21	3,21	3,21	3,21	3,21	103,21				
6,5 ani	3,24	3,24	3,24	3,24	3,24	3,24	3,24	3,24	3,24	3,24	3,24	3,24	103,24			
7 ani	3,28	3,28	3,28	3,28	3,28	3,28	3,28	3,28	3,28	3,28	3,28	3,28	3,28	103,28		
7,5 ani	3,31	3,31	3,31	3,31	3,31	3,31	3,31	3,31	3,31	3,31	3,31	3,31	3,31	3,31	103,31	
8 ani	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	103,35

Sursa: calculele autorului în baza [4]

Actualizarea fluxului de numerar determinat în baza ratelor valorilor mobiliare de stat pentru anul 2020

Maturitatea	Perioada (ani)																Preț (lei)
	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0	
0,5 ani	100,00																100,00
1 an	2,69	97,31															100,00
1,5 ani	2,75	2,67	94,58														100,00
2 ani	2,81	2,73	2,65	91,81													100,00
2,5 ani	2,87	2,78	2,70	2,62	89,03												100,00
3 ani	2,92	2,84	2,75	2,67	2,59	86,23											100,00
3,5 ani	2,95	2,87	2,79	2,70	2,62	2,54	83,53										100,00
4 ani	2,99	2,90	2,82	2,74	2,65	2,57	2,48	80,85									100,00
4,5 ani	3,02	2,94	2,85	2,77	2,68	2,60	2,51	2,43	78,20								100,00
5 ani	3,06	2,97	2,88	2,80	2,71	2,62	2,54	2,46	2,38	75,58							100,00
5,5 ani	3,09	3,00	2,92	2,83	2,74	2,65	2,57	2,49	2,40	2,32	72,99						100,00
6 ani	3,13	3,04	2,95	2,86	2,77	2,68	2,60	2,51	2,43	2,35	2,27	70,41					100,00
6,5 ani	3,16	3,07	2,98	2,89	2,80	2,71	2,63	2,54	2,46	2,37	2,29	2,21	67,89				100,00
7 ani	3,19	3,10	3,01	2,92	2,83	2,74	2,66	2,57	2,48	2,40	2,32	2,23	2,15	64,86			100,00
7,5 ani	3,23	3,13	3,04	2,95	2,86	2,77	2,68	2,60	2,51	2,43	2,34	2,26	2,18	2,08	62,94		100,00
8 ani	3,26	3,17	3,08	2,98	2,89	2,80	2,71	2,62	2,54	2,45	2,37	2,28	2,20	2,10	2,04	60,51	100,00

Sursa: calculele autorului în baza [4]

Elaborarea curbei forward pentru anul 2022

Rata nominală medie ponderată a dobânzii la valorilor mobiliare de stat comercializate prin licitații

Maturitatea	2021	2022
0,25 ani	4,51%	15,68%
0,5 ani	5,72%	17,71%
1 an	5,94%	18,39%
2 ani	5,66%	15,40%*
3 ani	5,86%*	13,45%*
5 ani	6,11%	9,67%
7 ani	6,58%	10,00%
Total (inclusiv OS flotante)	5,64%	17,76%

*sunt luate în calcul ratele fixe ale OS.

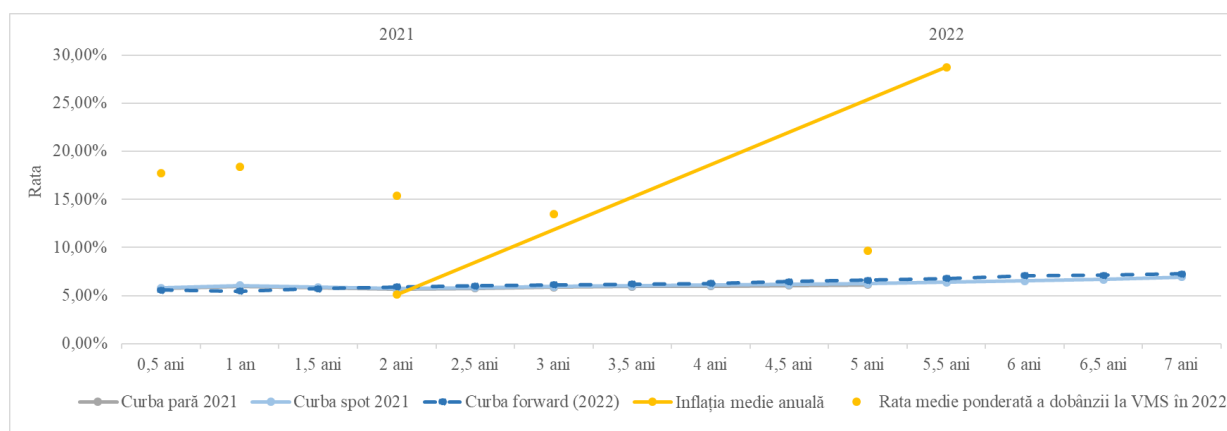
Sursa: calculele autorului în baza [4]

Date utilizate la elaborarea curbelor valorilor mobiliare de stat

Maturitatea	Rata cuponului 2021*	Rata spot 2021	Rata forward (2022)
0,5 ani	5,72%	5,80%	5,56%
1 an	5,94%	6,03%	5,45%
1,5 ani	5,80%	5,88%	5,72%
2 ani	5,66%	5,73%	5,91%
2,5 ani	5,76%	5,84%	6,02%
3 ani	5,86%	5,95%	6,12%
3,5 ani	5,92%	6,02%	6,20%
4 ani	5,99%	6,10%	6,28%
4,5 ani	6,05%	6,16%	6,46%
5 ani	6,11%	6,23%	6,61%
5,5 ani	6,23%	6,38%	6,78%
6 ani	6,35%	6,52%	7,08%
6,5 ani	6,46%	6,66%	7,10%
7 ani	6,58%	6,93%	7,26%
7,5 ani	6,70%	6,96%	-
8 ani	6,81%	7,11%	-

*BT sunt considerate OS teoretice.

Sursa: calculele autorului în baza [4]



Curbele valorilor mobiliare de stat

Sursa: elaborată de autor în baza [4, 42]

Fluxul de numerar determinat în baza ratelor valorilor mobiliare de stat pentru anul 2021

Maturitatea	Perioada (ani)															
	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0
0,5 ani	102,86															
1 an	2,97	102,97														
1,5 ani	2,90	2,90	102,90													
2 ani	2,83	2,83	2,83	102,83												
2,5 ani	2,88	2,88	2,88	2,88	102,88											
3 ani	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93	102,93										
3,5 ani	2,96	2,96	2,96	2,96	2,96	2,96	102,96									
4 ani	2,99	2,99	2,99	2,99	2,99	2,99	2,99	102,99								
4,5 ani	3,02	3,02	3,02	3,02	3,02	3,02	3,02	3,02	103,02							
5 ani	3,06	3,06	3,06	3,06	3,06	3,06	3,06	3,06	3,06	103,06						
5,5 ani	3,11	3,11	3,11	3,11	3,11	3,11	3,11	3,11	3,11	3,11	103,11					
6 ani	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17	103,17				
6,5 ani	3,23	3,23	3,23	3,23	3,23	3,23	3,23	3,23	3,23	3,23	3,23	3,23	103,23			
7 ani	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29	103,29		
7,5 ani	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	103,35	
8 ani	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41	103,41

Sursa: calculele autorului în baza [4]

Actualizarea fluxului de numerar determinat în baza ratelor valorilor mobiliare de stat pentru anul 2021

Maturitatea	Perioada (ani)																Preț (lei)
	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0	
0,5 ani	100,00																100,00
1 an	2,89	97,11															100,00
1,5 ani	2,82	2,73	94,45														100,00
2 ani	2,75	2,67	2,60	91,98													100,00
2,5 ani	2,80	2,72	2,64	2,58	89,26												100,00
3 ani	2,85	2,76	2,69	2,62	2,54	86,54											100,00
3,5 ani	2,88	2,79	2,72	2,65	2,57	2,49	83,90										100,00
4 ani	2,91	2,82	2,75	2,68	2,60	2,52	2,44	81,28									100,00
4,5 ani	2,94	2,85	2,78	2,70	2,62	2,54	2,46	2,39	78,72								100,00
5 ani	2,97	2,88	2,80	2,73	2,65	2,57	2,49	2,41	2,33	76,17							100,00
5,5 ani	3,03	2,94	2,86	2,79	2,70	2,62	2,54	2,46	2,38	2,30	73,38						100,00
6 ani	3,08	2,99	2,91	2,84	2,75	2,67	2,59	2,50	2,42	2,34	2,26	70,65					100,00
6,5 ani	3,14	3,05	2,97	2,89	2,80	2,72	2,63	2,55	2,47	2,39	2,30	2,21	67,88				100,00
7 ani	3,20	3,10	3,02	2,94	2,85	2,77	2,68	2,60	2,51	2,43	2,34	2,25	2,16	64,63			100,00
7,5 ani	3,26	3,16	3,07	3,00	2,91	2,82	2,73	2,64	2,56	2,48	2,38	2,29	2,20	2,10	62,40		100,00
8 ani	3,31	3,21	3,13	3,05	2,96	2,87	2,78	2,69	2,60	2,52	2,42	2,33	2,24	2,13	2,06	59,70	100,00

Sursa: calculele autorului în baza [4]

Elaborarea curbei forward pentru anul 2023

**Rata nominală medie ponderată a dobânzii la valorile mobiliare de stat
comercializate prin licitații**

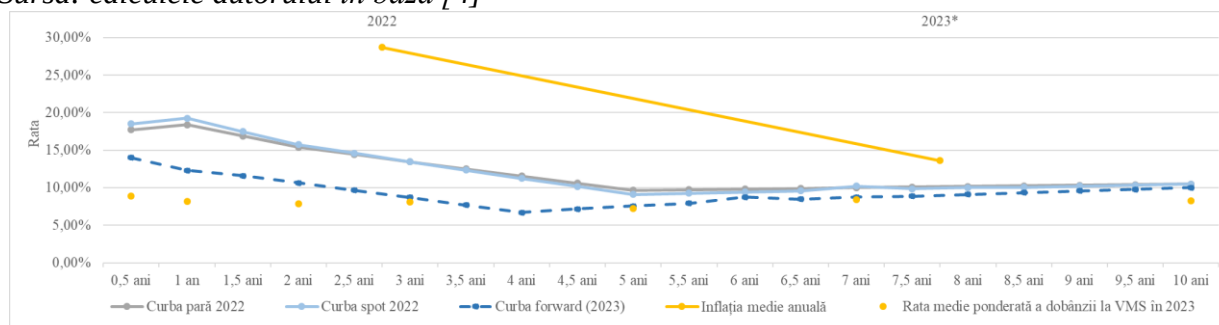
Maturitatea	2022	2023
0,25 ani	15,68%	9,28%
0,5 ani	17,71%	8,87%
1 an	18,39%	8,20%
2 ani	15,40%**	7,88%**
3 ani	13,45%**	8,08%**
5 ani	9,67%	7,23%
7 ani	10,00%	8,42%
10 ani	-	8,25%
Total (inclusiv OS flotante)	17,76%	8,62%

Sursa: calculele autorului în baza [4]

Date utilizate la elaborarea curbelor valorilor mobiliare de stat

Maturitatea	Rata cuponului 2022***	Rata spot 2022	Rata forward (2023)
0,5 ani	17,71%	18,49%	14,01%
1 an	18,39%	19,27%	12,32%
1,5 ani	16,89%	17,49%	11,58%
2 ani	15,40%	15,72%	10,64%
2,5 ani	14,43%	14,59%	9,68%
3 ani	13,45%	13,44%	8,70%
3,5 ani	12,51%	12,34%	7,69%
4 ani	11,56%	11,25%	6,69%
4,5 ani	10,62%	10,16%	7,16%
5 ani	9,67%	9,09%	7,56%
5,5 ani	9,75%	9,27%	7,92%
6 ani	9,84%	9,43%	8,76%
6,5 ani	9,92%	9,59%	8,49%
7 ani	10,00%	10,20%	8,76%
7,5 ani	10,08%	9,87%	8,88%
8 ani	10,17%	10,02%	9,12%
8,5 ani	10,25%	10,05%	9,35%
9 ani	10,33%	10,20%	9,57%
9,5 ani	10,41%	10,35%	9,79%
10 ani	10,50%	10,50%	10,01%
10,5 ani	10,58%	10,66%	-
11 ani	10,66%	10,82%	-

Sursa: calculele autorului în baza [4]



Curbele valorilor mobiliare de stat

*inflația medie anuală prognozată; **sunt luate în calcul ratele fixe ale OS; ***BT sunt considerate OS teoretice.

Sursa: elaborată de autor în baza [4, 42]

Fluxul de numerar determinat în baza ratelor VMS pentru anul 2022

Maturitatea	Perioada (ani)																					
	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0	8,5	9,0	9,5	10,0	10,5	11,0
0,5 ani	108,86																					
1 an	9,20	109,20																				
1,5 ani	8,45	8,45	108,45																			
2 ani	7,70	7,70	7,70	107,70																		
2,5 ani	7,21	7,21	7,21	7,21	107,21																	
3 ani	6,73	6,73	6,73	6,73	6,73	106,73																
3,5 ani	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	106,25															
4 ani	5,78	5,78	5,78	5,78	5,78	5,78	5,78	105,78														
4,5 ani	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	105,31													
5 ani	4,84	4,84	4,84	4,84	4,84	4,84	4,84	4,84	4,84	104,84												
5,5 ani	4,88	4,88	4,88	4,88	4,88	4,88	4,88	4,88	4,88	4,88	104,88											
6 ani	4,92	4,92	4,92	4,92	4,92	4,92	4,92	4,92	4,92	4,92	4,92	104,92										
6,5 ani	4,96	4,96	4,96	4,96	4,96	4,96	4,96	4,96	4,96	4,96	4,96	4,96	104,96									
7 ani	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	105,00								
7,5 ani	5,04	5,04	5,04	5,04	5,04	5,04	5,04	5,04	5,04	5,04	5,04	5,04	5,04	5,04	105,04							
8 ani	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	105,08						
8,5 ani	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	5,08	105,08					
9 ani	5,12	5,12	5,12	5,12	5,12	5,12	5,12	5,12	5,12	5,12	5,12	5,12	5,12	5,12	5,12	5,12	5,12	105,12				
9,5 ani	5,17	5,17	5,17	5,17	5,17	5,17	5,17	5,17	5,17	5,17	5,17	5,17	5,17	5,17	5,17	5,17	5,17	5,17	105,17			
10 ani	5,21	5,21	5,21	5,21	5,21	5,21	5,21	5,21	5,21	5,21	5,21	5,21	5,21	5,21	5,21	5,21	5,21	5,21	5,21	105,21		
10,5 ani	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	105,25	
11 ani	5,29	5,29	5,29	5,29	5,29	5,29	5,29	5,29	5,29	5,29	5,29	5,29	5,29	5,29	5,29	5,29	5,29	5,29	5,29	5,29	5,29	105,29

Sursa: calculele autorului în baza [4]

Actualizarea fluxului de numerar determinat în baza ratelor VMS pentru anul 2022

Maturitatea	Perioada (ani)																						Preț (lei)
	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0	8,5	9,0	9,5	10,0	10,5	11,0	
0,5 ani	100,00																						100,00
1 an	8,45	91,55																					100,00
1,5 ani	7,76	7,08	85,16																				100,00
2 ani	7,07	6,46	6,05	80,42																			100,00
2,5 ani	6,63	6,05	5,66	5,39	76,27																		100,00
3 ani	6,18	5,64	5,28	5,02	4,78	73,10																	100,00
3,5 ani	5,74	5,24	4,91	4,67	4,45	4,28	70,71																100,00
4 ani	5,31	4,85	4,54	4,32	4,11	3,96	3,85	69,06															100,00
4,5 ani	4,88	4,45	4,17	3,96	3,78	3,64	3,53	3,47	68,12														100,00
5 ani	4,44	4,05	3,80	3,61	3,44	3,31	3,22	3,16	3,13	67,84													100,00
5,5 ani	4,48	4,09	3,83	3,64	3,47	3,34	3,25	3,18	3,15	3,16	64,41												100,00
6 ani	4,52	4,12	3,86	3,67	3,50	3,37	3,27	3,21	3,18	3,18	3,02	61,10											100,00
6,5 ani	4,56	4,16	3,89	3,70	3,53	3,40	3,30	3,24	3,21	3,21	3,05	2,89	57,86										100,00
7 ani	4,59	4,19	3,93	3,73	3,56	5,00	3,33	3,26	3,23	3,24	3,07	2,91	2,76	53,20									100,00
7,5 ani	4,63	4,23	3,96	3,76	3,59	3,45	3,35	3,29	3,26	3,26	3,10	2,94	2,78	2,55	51,85								100,00
8 ani	4,67	4,26	3,99	3,80	3,62	3,48	3,38	3,32	3,29	3,29	3,12	2,96	2,80	2,58	2,51	48,93							100,00
8,5 ani	4,67	4,26	3,99	3,80	3,62	3,48	3,38	3,32	3,29	3,29	3,12	2,96	2,80	2,58	2,51	2,37	46,56						100,00
9 ani	4,71	4,30	4,02	3,83	3,64	3,51	3,41	3,35	3,31	3,32	3,15	2,98	2,82	2,60	2,53	2,39	2,27	43,86					100,00
9,5 ani	4,74	4,33	4,06	3,86	3,67	3,54	3,44	3,37	3,34	3,34	3,17	3,01	2,85	2,62	2,55	2,41	2,29	2,15	41,26				100,00
10 ani	4,78	4,37	4,09	3,89	3,70	3,57	3,46	3,40	3,37	3,37	3,20	3,03	2,87	2,64	2,57	2,42	2,31	2,17	2,04	38,75			100,00
10,5 ani	4,82	4,40	4,12	3,92	3,73	3,59	3,49	3,43	3,39	3,40	3,22	3,06	2,89	2,66	2,59	2,44	2,33	2,19	2,06	1,93	36,34		100,00
11 ani	4,86	4,43	4,15	3,95	3,76	3,62	3,52	3,45	3,42	3,42	3,25	3,08	2,92	2,68	2,61	2,46	2,34	2,21	2,07	1,95	1,83	34,02	100,00

Sursa: calculele autorului în baza [4]

Elaborarea curbei forward pentru anul 2024

**Rata nominală medie ponderată a dobânzii la valorile mobiliare de stat
comercializate prin licitații**

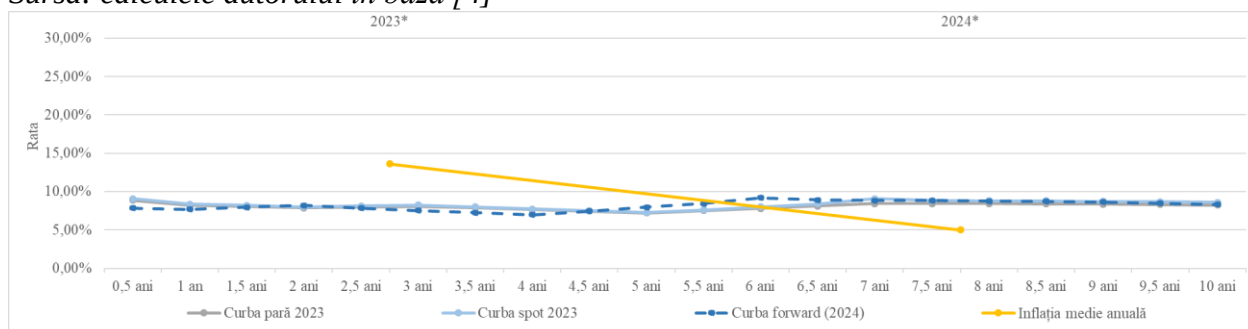
Maturitatea	2023
0,25 ani	9,28%
0,5 ani	8,87%
1 an	8,20%
2 ani	7,88%**
3 ani	8,08%**
5 ani	7,23%
7 ani	8,42%
10 ani	8,25%
Total (inclusiv OS flotante)	8,62%

Sursa: calculele autorului în baza [4]

Date utilizate la elaborarea curbelor valorilor mobiliare de stat

Maturitatea	Rata cuponului 2023***	Rata spot 2023	Rata forward (2024)
0,5 ani	8,87%	9,07%	7,84%
1 an	8,20%	8,36%	7,69%
1,5 ani	8,04%	8,19%	7,98%
2 ani	7,88%	8,01%	8,19%
2,5 ani	7,98%	8,13%	7,86%
3 ani	8,08%	8,25%	7,54%
3,5 ani	7,87%	8,00%	7,25%
4 ani	7,66%	7,75%	6,98%
4,5 ani	7,44%	7,50%	7,47%
5 ani	7,23%	7,25%	7,95%
5,5 ani	7,53%	7,63%	8,42%
6 ani	7,83%	8,02%	9,19%
6,5 ani	8,12%	8,41%	8,91%
7 ani	8,42%	9,07%	8,85%
7,5 ani	8,45%	8,84%	8,83%
8 ani	8,42%	8,78%	8,76%
8,5 ani	8,39%	8,78%	8,70%
9 ani	8,36%	8,72%	8,64%
9,5 ani	8,34%	8,67%	8,49%
10 ani	8,25%	8,61%	8,33%
10,5 ani	8,17%	8,48%	-
11 ani	8,08%	8,33%	-

Sursa: calculele autorului în baza [4]



Curbele valorilor mobiliare de stat

*inflația medie anuală prognozată; **sunt luate în calcul ratele fixe ale OS; ***BT sunt considerate OS teoretice.

Sursa: elaborată de autor în baza [4, 42]

Fluxul de numerar determinat în baza ratelor valorilor mobiliare de stat pentru anul 2023

Maturitatea	Perioada (ani)																					
	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0	8,5	9,0	9,5	10,0	10,5	11,0
0,5 ani	104,44																					
1 an	4,10	104,10																				
1,5 ani	4,02	4,02	104,02																			
2 ani	3,94	3,94	3,94	103,94																		
2,5 ani	3,99	3,99	3,99	3,99	103,99																	
3 ani	4,04	4,04	4,04	4,04	4,04	104,04																
3,5 ani	3,93	3,93	3,93	3,93	3,93	3,93	103,93															
4 ani	3,83	3,83	3,83	3,83	3,83	3,83	3,83	103,83														
4,5 ani	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	103,72													
5 ani	3,62	3,62	3,62	3,62	3,62	3,62	3,62	3,62	3,62	103,62												
5,5 ani	3,76	3,76	3,76	3,76	3,76	3,76	3,76	3,76	3,76	3,76	103,76											
6 ani	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	103,91										
6,5 ani	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	104,06									
7 ani	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	104,21								
7,5 ani	4,22	4,22	4,22	4,22	4,22	4,22	4,22	4,22	4,22	4,22	4,22	4,22	4,22	4,22	104,22							
8 ani	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	104,21						
8,5 ani	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	4,21	104,21					
9 ani	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	104,20				
9,5 ani	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	104,18			
10 ani	4,17	4,17	4,17	4,17	4,17	4,17	4,17	4,17	4,17	4,17	4,17	4,17	4,17	4,17	4,17	4,17	4,17	4,17	4,17	104,17		
10,5 ani	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	104,13	
11 ani	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	104,08

Sursa: calculele autorului în baza [4]

Actualizarea fluxului de numerar determinat în baza ratelor valorilor mobiliare de stat pentru anul 2023

Maturitatea	Perioada (ani)																						Preț (lei)
	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0	8,5	9,0	9,5	10,0	10,5	11,0	
0,5 ani	100,00																						100,00
1 an	3,93	96,07																					100,00
1,5 ani	3,85	3,71	92,44																				100,00
2 ani	3,77	3,64	3,50	89,09																			100,00
2,5 ani	3,82	3,68	3,55	3,42	85,53																		100,00
3 ani	3,87	3,73	3,59	3,46	3,32	82,03																	100,00
3,5 ani	3,77	3,63	3,50	3,37	3,24	3,10	79,39																100,00
4 ani	3,66	3,53	3,40	3,28	3,15	3,02	2,92	77,04															100,00
4,5 ani	3,56	3,43	3,31	3,19	3,06	2,93	2,84	2,76	74,92														100,00
5 ani	3,46	3,34	3,21	3,10	2,97	2,85	2,76	2,68	2,61	73,02													100,00
5,5 ani	3,60	3,47	3,34	3,23	3,10	2,97	2,87	2,79	2,72	2,65	69,26												100,00
6 ani	3,75	3,61	3,48	3,35	3,22	3,08	2,99	2,90	2,83	2,76	2,61	65,42											100,00
6,5 ani	3,89	3,75	3,61	3,48	3,34	3,20	3,10	3,01	2,93	2,86	2,71	2,56	61,56										100,00
7 ani	4,03	3,89	3,74	3,61	3,46	3,32	3,22	3,12	3,04	2,97	2,81	2,65	2,49	56,76									100,00
7,5 ani	4,04	3,90	3,75	3,62	3,47	3,33	3,23	3,13	3,05	2,98	2,82	2,66	2,50	2,30	55,22								100,00
8 ani	4,03	3,89	3,74	3,61	3,46	3,32	3,22	3,12	3,04	2,97	2,81	2,65	2,49	2,29	2,23	53,13							100,00
8,5 ani	4,03	3,89	3,74	3,61	3,46	3,32	3,22	3,12	3,04	2,97	2,81	2,65	2,49	2,29	2,23	2,15	50,98						100,00
9 ani	4,02	3,87	3,73	3,60	3,45	3,31	3,20	3,11	3,03	2,96	2,80	2,64	2,48	2,29	2,22	2,14	2,05	49,10					100,00
9,5 ani	4,00	3,86	3,72	3,58	3,44	3,30	3,19	3,10	3,02	2,95	2,79	2,63	2,47	2,28	2,22	2,13	2,05	1,97	47,30				100,00
10 ani	3,99	3,85	3,70	3,57	3,43	3,29	3,18	3,09	3,01	2,94	2,78	2,62	2,47	2,27	2,21	2,12	2,04	1,96	1,89	45,59			100,00
10,5 ani	3,95	3,81	3,67	3,54	3,39	3,25	3,15	3,06	2,98	2,91	2,75	2,60	2,44	2,25	2,19	2,10	2,02	1,94	1,87	1,81	44,32		100,00
11 ani	3,91	3,77	3,63	3,50	3,36	3,22	3,12	3,03	2,95	2,88	2,72	2,57	2,41	2,22	2,16	2,08	2,00	1,92	1,85	1,79	1,74	43,17	100,00

Sursa: calculele autorului în baza [4]

**Provocări majore pe piața valorilor mobiliare de stat experimentate
în ultimele douăsprezece luni**

Țara	Creșterea necesităților de finanțare guverna- mentală	Înțelegerea comporta- mentului investitorilor	Cererea mică din partea investitorilor	Proгноza fluxului de numerar	Volatilita- tea pieței	Comunicarea cu participanții pieței	Creșterea semnificativă a randamentului
Australia	x	x		x	x		
Austria				x	x		
Belgia				x			
Brazilia	x				x		x
Bulgaria	x		x		x		x
Canada				x	x		x
Chile				x	x		x
Columbia				x	x		x
Coreea				x	x		x
Costa Rica		x		x	x		x
Croația	x		x	x	x		x
Danemarca			x		x		
Elveția		x		x		x	
Estonia	x	x		x	x		x
Finlanda	x			x	x		
Franța					x		x
Germania							
Grecia		x			x		x
Irlanda				x	x		
Islanda				x	x		x
Israel				x	x		x
Italia	x			x	x		x
Japonia							
Letonia	x	x	x	x	x		x
Lituania	x	x	x		x	x	x
Luxemburg	x			x	x		x
Mexico	x				x		
Norvegia			x		x		
Noua- Zeelandă	x			x	x		x
Olanda				x	x		
Polonia	x			x	x		x
Portugalia				x	x		x
Regatul Unit				x	x		
Republica Cehă	x				x		x
Romania	x		x		x		x
Slovacia				x	x		x
Slovenia					x		x
Spania				x	x		x
Suedia				x			
Turcia	x		x	x	x		x
Ungaria	x			x	x		x

Sursa: elaborat de autor în baza [123, pp. 148-149]

Calculator de determinare a ratei nominale/a prețului bonului de trezorerie

G7

:

✖

✔

fx

$$=(100-G5)/G5*365/G4*100$$

	A	B	C	D	E	F	G
1	Determinarea ratei nominale a dobânzii						
2							
3							
4	Introduceți numărul de zile (1-364 zile)						91
5	Introduceți prețul bonului de trezorerie (MDL)						99,06
6							
7	Rata nominală a dobânzii (%)						3,81

G7

⌵ ⌵ ⌵

✖

✔

fx

$$=100/(((G5*G4)/(365*100)+1)$$

	A	B	C	D	E	F	G
1							
2	Determinarea prețului bonului de trezorerie						
3							
4	Introduceți numărul de zile (1-364 zile)						91
5	Introduceți rata nominală a dobânzii (%)						3,81
6							
7	Prețul bonului de trezorerie (MDL)						99,06

Sursa: elaborată de autor

**Certificat nr. 1 de implementare a rezultatelor științifico-aplicative
emis de Ministerul Finanțelor**

MINISTERUL FINANTELOR
AL REPUBLICII MOLDOVA



МИНИСТЕРСТВО ФИНАНСОВ
РЕСПУБЛИКИ МОЛДОВА

MD-2005, mun. Chișinău, str. Constantin Tănase, 7
www.mf.gov.md, tel. (022) 26-26-00, fax 022-26-25-17

29.12.2020 nr. 11/1-3/1/287
La nr. _____

**CERTIFICAT
de implementare a rezultatelor științifico-aplicative**

Prin prezentul, se confirmă că **dna FRIȘCU Olesea**, consultant principal al Secției angajamente interne, Direcția datorii publice a Ministerului Finanțelor, este coautorul *Codului de Etică și Conduită pentru Angajații Direcției datorii publice și membrii comisiilor care au tangență cu domeniul datoriei publice*, aprobat prin Ordinul Ministrului Finanțelor nr. 79 din 30 iunie 2020. *Codul* are drept scop îmbunătățirea managementului datoriei și alinierea la liniile directoare internaționale ale Fondului Monetar Internațional/Băncii Mondiale, care prevede și înlăturarea conflictelor de interes.

Concomitent, se confirmă că în contextul alinierii cu prevederile pct. 95 din Regulamentul cu privire la plasarea, tranzacționarea și răscumpărarea valorilor mobiliare de stat în formă de înscris în cont, aprobat la 19 iulie 2018 prin Hotărârea Comitetului executiv al Băncii Naționale a Moldovei nr.170 și Ordinul ministrului finanțelor nr.129, **dna FRIȘCU Olesea** a contribuit esențial la ajustarea și optimizarea definiției de „piață secundară a valorilor mobiliare de stat” din Regulamentul menționat, fapt care are drept efect consolidarea pieții secundare a valorilor mobiliare de stat.

De subliniat că prin implicarea **dnei FRIȘCU Olesea** respectivul *Regulament* devine mai eficient în funcționare și explică că, nu toate tranzacțiile cu valori mobiliare de stat se încheie prin intermediul E-Bond system, ce presupunea definiția precedentă, dar și prin intermediul Depozitarului central unic al valorilor mobiliare, fapt ce derivă din ajustarea noțiunii, prin excluderea cuvintelor „prin intermediul platformei unice de tranzacționare”.

În același context, se confirmă că **dna FRIȘCU Olesea** a participat la elaborarea criteriilor de evaluare a performanței dealerilor primari și este autorul formulelor de calcul privind aplicarea în practică a *Metodologiei de evaluare a performanței dealerilor primari* conform Regulamentului sus-menționat. Aceste calcule sunt importante prin faptul că oferă analiza situației la zi a performanței dealerilor primari și permit eficientizarea activității acestora în calcularea indicatorilor respectivi.

Viceprim-ministru,
Ministru al Finanțelor

Serghei PUȘCUȚA

**Certificat nr. 2 de implementare a rezultatelor științifico-aplicative
emis de Ministerul Finanțelor**



**MINISTERUL FINANTELOR
AL REPUBLICII MOLDOVA**

10.02.2023 nr. 11/1-3/1/50

La nr. _____

CERTIFICAT

**de implementare a rezultatelor științifico-aplicative în cadrul tezei de doctor
cu tema „Dezvoltarea pieței valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova”
la specialitatea 522.01 „Finanțe”**

Rezultatele cercetărilor științifice reflectate în teza de doctor cu tema „Dezvoltarea pieței valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova”, autor Olesia FRIȘCU, șef adjunct al Direcției datorii publice, șef al Secției angajamente interne, Ministerul Finanțelor, prezintă un interes sporit de ordin teoretic și aplicativ, făcându-se referire la perspectivele de dezvoltare a pieței valorilor mobiliare de stat din Republica Moldova.

În scopul diminuării *riscului operațional* la inițiativa dnei Olesia FRIȘCU a fost ajustat Sistemul Informațional de Gestionare a Finanțelor Publice în vederea automatizării procesului de generare a opțiunilor de alocare a valorilor mobiliare de stat în cadrul licitațiilor.

Apreciem contribuția autorului tezei și la ajustarea cadrului legal cu privire la valorile mobiliare de stat, fiind în componența grupurilor de lucru pentru elaborarea *Regulamentului privind modul și condițiile admiterii spre tranzacționare pe piața reglementată sau în cadrul sistemului multilateral de tranzacționare a valorilor mobiliare de stat cu termen lung de circulație și implementarea Sistemului Informațional „Programul de vânzare directă a valorilor mobiliare de stat persoanelor fizice în Republica Moldova”*.

Ministru



Dumitru BUDIANȘCHI

**Certificat nr. 3 de implementare a rezultatelor științifico-aplicative
emis de Ministerul Finanțelor**



**MINISTERUL FINANTELOR
AL REPUBLICII MOLDOVA**

10.02.2023 nr. 11/1-3/1/51

La nr. _____

CERTIFICAT

**de implementare a rezultatelor științifico-aplicative în cadrul tezei de doctor
cu tema „Dezvoltarea pieței valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova”
la specialitatea 522.01 „Finanțe”**

Rezultatele cercetărilor științifice reflectate în teza de doctor cu tema „Dezvoltarea pieței valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova”, autor Olesea FRIȘCU, șef adjunct al Direcției datorii publice, șef al Secției angajamente interne, Ministerul Finanțelor, prezintă un interes deosebit din perspectiva valorii teoretice și aplicative, conținând recomandări pentru dezvoltarea pieței valorilor mobiliare de stat din Republica Moldova.

Relevanța cercetării rezultă din participarea autorului la implementarea în practică a modelului *Nelson-Siegel-Svensson*, destinat pentru determinarea curbei randamentelor valorilor mobiliare de stat în cadrul piețelor cu lichiditate mică.

De asemenea, dna Olesea FRIȘCU s-a implicat activ la elaborarea *Planului de acțiuni privind dezvoltarea pieței valorilor mobiliare de stat*, fiind menționate acțiuni cu privire la:

- extinderea pieței valorilor mobiliare de stat;
- promovarea pieței valorilor mobiliare de stat;
- implementarea noilor instrumente financiare privind gestionarea datoriei;
- emisiunea VMS pe piețe internaționale.

Ministru



Dumitru BUDIANACHI

**Certificat nr. 4 de implementare a rezultatelor științifico-aplicative
emis de Universitatea de Stat din Moldova**



UNIVERSITATEA DE STAT DIN MOLDOVA
Facultatea de Științe Economice



Republica Moldova, mun. Chișinău, str. Alexei Mateevici 60 (Bloc Central, et. 3), tel. 067314315,
web: fse.usm.md, e-mail: fse.usm@univstat.md, fse@usm.md

CERTIFICAT

de implementare a rezultatelor științifico-aplicative în cadrul tezei de doctor
cu tema „Dezvoltarea pieței valorilor mobiliare de stat în Republica
Moldova”
la specialitatea 522.01 „Finanțe”

Rezultatele teoretice obținute în urma cercetărilor științifice în cadrul tezei de doctor cu tema „Dezvoltarea pieței valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova”, elaborată de către Olesca FRIȘCU, în cadrul Departamentului Finanțe și Bănci, Școală Doctorală de Științe Economice, al Universității de Stat din Moldova, pot fi utilizate la disciplinele „Finanțe publice”, „Bazele funcționării pieței de capital”, „Bazele activității bancare”, „Managementul financiar”, „Bazele activității investiționale” și „Gestiunea finanțelor publice” în cadrul orelor teoretice și practice.

Totodată, teza de doctor constituie un suport bibliografic important la elaborarea tezelor de licență, master și doctorat care abordează subiecte cu privire la domeniul financiar.

Șef Departament

30.08.23



Andrei MULIC, dr. conf. univ.

DECLARAȚIA PRIVIND ASUMAREA RĂSPUNDERII

Subsemnata, Olesea FRIȘCU, studenta-doctorandă a Școlii Doctorale de Științe Juridice și Economice la Universitatea de Stat din Moldova, declar pe răspundere personală că teza de doctorat este elaborată doar de mine, pe baza efortului personal de cercetare și redactare. În cadrul lucrării precizez sursa tuturor ideilor, datelor și formulărilor care nu îmi aparțin, conform normelor de citare a surselor și a respectării legislației privind drepturile de autor. Declar că toate afirmațiile din lucrare referitoare la datele și informațiile analizate, la metodele prin care acestea au fost obținute și la sursele din care le-am obținut sunt adevărate.

Conștientizez că, în caz contrar, urmează să suport consecințele în conformitate cu legislația în vigoare.

Olesea FRIȘCU



(semnătura)

07.02.2024
(data)

CURRICULUM VITAE

Informații personale:

Numele	Frișcu (Speian)
Prenumele	Olesea
Email	olesea.friscu@gmail.com
Data nașterii	11 octombrie 1985
Locul nașterii	Satul Mălăiești, raionul Grigoriopol



Educație:

2020 – 2023	Doctorat, Școala Doctorală Științe Juridice și Economice, Finanțe, Universitatea de Stat din Moldova
2008 – 2010	Masterat, Facultatea de Științe Economice, Finanțe, Administrare bancară, Universitatea de Stat din Moldova
2003 – 2008	Licența, Facultatea de Științe Economice, Finanțe, Fiscalitate și administrare financiară, Universitatea de Stat din Moldova

Experiență profesională:

2022 – 2023	Șef adjunct direcție, Șef secție, Direcția datorii publice, Secția angajamente interne, Ministerul Finanțelor
2020 – 2022	Consultant principal, Direcția datorii publice, Secția angajamente interne, Ministerul Finanțelor
2017 – 2020	Consultant superior, Direcția datorii publice, Secția angajamente interne, Ministerul Finanțelor
2016 – 2017	Consultant, Direcția generală datorii publice, Direcția angajamente interne, Ministerul Finanțelor
2014 – 2016	Specialist principal, Trezoreria Teritorială Chișinău-bugetul de stat, Ministerul Finanțelor
2013 – 2014	Specialist, Trezoreria Teritorială Chișinău-bugetul de stat, Ministerul Finanțelor

Formare profesională:

2023	Yield Curve Analysis, New York Institute of Finance
2022	Government Borrowers Forum 2022, Ljubljana, Slovenia
2022	Projecting Public Debt – The Public Debt Dynamics Tool
2022	Projecting Public Debt – The Public Debt Dynamics
2022	Developing an Annual Borrowing Plan in Line with the Debt Management Strategy
2022	Debt Accounting, Reporting, and Disclosure
2022	Old and New Instruments for Public Financing

2022	Old and New Instruments for Risk Management
2022	Contingent Liabilities and “Hidden Debt”
2022	Legal Aspects of External Debt and External Borrowing
2022	Institutional Arrangements for Debt
2021	Financing Options for Infrastructure Projects Confirmation
2021	Developing an Annual Borrowing Plan in line with the Debt Management Strategy, Viena, Austria
2021	Financial Inclusion, Viena, Austria
2021	Public Debt, Investment, and Growth: The DIG and Dignar Models
2021	Costing of Public Investment Projects, Chişinău, Republica Moldova
2020	Financial Development and Financial Inclusion, Tbilisi, Georgia
2019	The Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries and Medium-Term Debt Management Strategy Training, Viena, Austria
2019	Fiscal Sustainability, Tbilisi, Georgia
2019	Financial Markets and Instruments, Viena, Austria
2019	Macroeconomic Diagnostics
2019	Public Sector Debt Statistics
2019	Compilation Basics for Macroeconomic Statistics
2019	Elaborarea și coordonarea proiectelor de acte normative, Chişinău, Republica Moldova
2018	Bloomberg Market Concepts
2018	The advanced MTDS training, Viena, Austria
2018	Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries, Viena, Austria
2018	Financial Market Analysis
2017	Public Financial Management
2017	Financial Programming and Policies
2016	Introduction to Time Series Econometrics and the Use of EViews Software, Chişinău, Republica Moldova
2016	Debt Management Performance Assessment

Participări în proiecte științifice naționale și internaționale:

2022 - 2023	Proiect aplicativ 20.80009.0807.38 „Evaluarea multidimensională și dezvoltarea ecosistemului antreprenorial la nivel național și regional în vederea impulsivării sectorului IMM în Republica Moldova”
-------------	--

Participări la manifestări științifice:

2023	Conferința Științifică Națională „Științele economice contemporane: procese și contribuții”, Chişinău
2022	Conferința Științifică Internațională „Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor și a zonelor transfrontaliere”, Iași
2022	International Scientific Conference „Accounting and Finance-The Global Languages in Business”, Pitești
2022	International Scientific Conference „Development through research and

	innovation - 2022”, Chișinău
2022	International Scientific Conference „Competitiveness and Inovation in the Knowledge Economy”, Chișinău
2021	International Symposium Experience. Knowledge. Contemporary Challenges „Back to the Future. Social – Economic Challenges and Perspectives, București
2021	28th International Economic Conference of Sibiu IECS 2021, Sibiu
2021	Workshop of the Central, East, and South-East European PhD Network in Economics, Management and Finance, Odesa
2021	International Scientific and Practical Conference “Sustainable Development and Social and Economic Cohesion in the 21st Century: Trends And Challenges”, Svishtov
2021	Conferința Științifică Internațională „Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor și a zonelor transfrontaliere”, Iași
2021	Conferința științifică a doctoranzilor „Metodologii contemporane de cercetare și evaluare”, Chișinău
2020	Conferința Științifică Internațională „Paradigme moderne în dezvoltarea economiei naționale și mondiale”, Chișinău

Lucrări științifice publicate:

2020-2023	14 publicații științifice, inclusiv articole în reviste din străinătate indexate în baza de date SCOPUS (1), BDI (3), reviste internaționale categoria B+ (1), reviste naționale categoria B (1), culegeri internaționale (4), culegeri internaționale publicate în țară (2), culegeri naționale publicate în țară (2)
-----------	--

Mențiuni speciale:

2023	Bursa de Excelență a Guvernului Republicii Moldova
2021	Diplomă de Onoare a Ministerului Finanțelor
2018	Panoul de Onoare a Ministerului Finanțelor

Competențe lingvistice:

Limba maternă	Româna
Alte limbi	Engleza (B2), Rusa (B2), Spaniola (A1)

Competențe digitale:

Microsoft Office, EViews, Pascal, R