

ANALYSIS OF STATE SECURITIES AS AN INSTRUMENT FOR FINANCING THE BUDGET DEFICIT OF THE REPUBLIC OF MOLDOVA

ANALIZA VALORILOR MOBILIARE DE STAT CA INSTRUMENT DE FINANȚARE A DEFICITULUI BUGETAR AL REPUBLICII MOLDOVA

Rodica HÎNCU¹⁵⁰, dr. hab., prof. univ.

Ana LITOCENCO¹⁵¹, drd.

Rezumat: Finanțarea necesităților bugetare și acoperirea deficitului bugetar a constituit dintotdeauna o preocupare pentru toate statele lumii, întrucât sursele de finanțare suficiente reprezintă o garanție în exercitarea tuturor angajamentelor statului: menținerea și dezvoltarea infrastructurii, finanțarea locurilor de muncă, efectuarea investițiilor etc. Astfel, scopul prezentului articol este de a analiza valorile mobiliare de stat în calitate de instrument de finanțare a necesităților bugetare sau a deficitului bugetar al Republicii Moldova. Printre metodele de cercetare utilizate se evidențiază: metoda analizei, metoda sintezei, metoda comparației, metoda grafică etc. Rezultatele cercetării în cauză urmează să reflecte rolul și importanța valorilor mobiliare de stat în procesul de finanțare a deficitului bugetar al Republicii Moldova.

Cuvinte cheie: deficit bugetar, datorie de stat internă, valori mobiliare de stat, necesități de finanțare.

JEL CLASSIFICATION: G18, H50, H61, H62, H68

1. Introducere

Bugetul de stat reprezintă principala verigă a sistemului financiar, motiv din care fiecare țară tinde spre echilibrarea acestuia. Cu toate acestea, în prezent, majoritatea statelor înregistrează deficit bugetar. Problema deficitului bugetar a devenit o preocupare principală în politica macroeconomică, în special, în anii '80, când țările lumii au înregistrat frecvent deficite bugetare. Este firească această preocupare, întrucât perspectiva unui deficit bugetar semnificativ conturează perspectiva atât a reducerii cheltuielilor guvernamentale, cât și a creșterii impozitelor, fapt ce ar determina, în mod cert, o reducere a creșterii economice. Cu toate acestea, deficitele bugetare nu sunt o sperietoare pentru stat. Pot fi deficite generate de situația economică precară, dar pot fi deficite mari admise conștient de stat pentru a face investiții majore în economie. Aceste investiții vor crește în viitor PIB-ul, veniturile vor devansa cheltuielile și atunci un deficit poate contribui la relansarea economiei. Totul depinde de strategia guvernului unei țări. Însă, indiferent de cauzele și strategiile care au condiționat apariția deficitului bugetar, practica demonstrează că acesta generează apariția datoriei publice.

Republica Moldova, de la independență încoace (anii 1991-2021), se confruntă, practic în continuu, cu deficite bugetare, cauzate de lipsa de resurse financiare necesare pentru finanțarea activităților de importanță majoră pentru țară, pentru societate, precum: finanțarea sănătății, finanțarea educației, finanțarea asistenței sociale și altor sfere de importanță socială.

În acest context, Republica Moldova este în permanență în căutare și atragere de resurse financiare (capital străin, capital autohton) în vederea acoperirii acestor necesități de finanțare. Astfel, de fiecare dată când la sfârșitul anului bugetar statul se confruntă cu deficit bugetar, acesta necesită fonduri pentru finanțare, afectând astfel nivelul datoriei publice. Având în vedere tendința de diminuare a intrărilor de împrumuturi în condiții concesionale de la instituțiile financiare internaționale, tendință amplificată inclusiv pe fundalul crizei generate de pandemia Covid-19, Republica Moldova, pe termen mediu, va trebui să valorifice oportunitățile interne

¹⁵⁰ E-mail: hincu.rodica@ase.md, Academia de Studii Economice din Moldova

¹⁵¹ E-mail: analitocenco@yahoo.com, Academia de Studii Economice din Moldova

existente și să acceseze mai activ surse de finanțare, disponibile pe piața financiară locală, cum ar fi, de exemplu, valorile mobiliare de stat.

2. Evoluția deficitului bugetar: viziune conceptuală și experiența Republicii Moldova

Resursele bugetului public național (bugetul de stat, bugetul asigurărilor sociale de stat, bugetul fondurilor obligatorii de asistență medicală și bugetele unităților administrativ-teritoriale) constituie suma veniturilor, de rând cu activele financiare și datoriile. Iar cheltuielile reprezintă cheltuielile propriu-zise însumate cu activele nefinanciare. Diferența dintre veniturile bugetului și cheltuielile acestuia reprezintă *soldul bugetar* și se calculează după formula:

$$\text{Sold bugetar} = \text{venituri} - (\text{cheltuieli} + \text{active nefinanciare}) = \text{active financiare} + \text{datorii} \quad (1)$$

Soldul bugetar poate fi pozitiv, negativ sau egal cu zero. Soldul pozitiv reflectă excedentul bugetar, cel negativ – deficitul bugetar, iar soldul zero reprezintă echilibrul bugetar (Manole, Bîrcă, 2018).

Limitarea și diminuarea *deficitului bugetar* prin prevenirea tendinței de a promova politici bugetar-fiscale nesustenabile, care generează creșterea ponderii datoriei reprezintă unul dintre principalele obiective ale guvernății bugetar-fiscale¹⁵². Unul dintre elementele de bază ale guvernății bugetar-fiscale se referă la stabilirea unor *reguli bugetar-fiscale*, acestea reprezentând baza supravegherii bugetare în cadrul UE și fiind stabilite de către fiecare stat membru în parte. Obiectivul general al stabilirii acestor reguli este de a evita deficitul bugetar excesiv, dar și datoria publică excesivă. O regulă bugetar-fiscală cunoscută impune o constrângere de lungă durată asupra politicii fiscale, prin stabilirea limitelor numerice pentru agregatele bugetare. Aceasta implică faptul stabilirii limitelor pentru anumite componente ale politicii bugetar-fiscale, care nu pot fi schimbate în mod frecvent, iar o anumită orientare operațională este asigurată prin specificarea unui obiectiv numeric, care limitează un anumit agregat bugetar. În practica internațională se evidențiază patru tipuri principale de reguli bugetar-fiscale în funcție de tipul de agregat bugetar pe care acestea trebuie să le constrângă:

- reguli privind datoria publică - stabilesc o limită explicită sau o țintă pentru datoria publică ca pondere în PIB,
- reguli privind soldul bugetar - constrâng nivelul deficitului bugetar și sunt în mare parte sub controlul factorilor de decizie politică;
- reguli privind cheltuielile - stabilesc limite privind cheltuielile totale, primare sau curente;
- reguli privind veniturile - stabilesc plafonul sau minimul veniturilor și vizează stimularea colectării veniturilor și /sau prevenirea unei poveri fiscale excesive.

Multe state combină două sau mai multe reguli bugetar-fiscale pentru a aborda diverse obiective macro-fiscale.

Bazele practicii UE în materie de guvernăță bugetar-fiscală au fost stabilite în Tratatul de la Maastricht din 1992, care stabilește limite pentru deficitul bugetar și datoria sectorului public ca pondere din PIB de 3% și, respectiv, 60% și, de asemenea, ulterior, în Pactul de stabilitate și creștere din 1997, luând în considerare dezvoltarea continuă și îmbunătățirea în timp a practicilor. Reformele privind guvernăța UE includ cerința de a adopta reguli pentru deficitul bugetar, de a reduce anual datoria până când se ajunge la 60% din PIB și de a consolida cadrele bugetare naționale.

¹⁵² Guvernăța bugetar-fiscală reprezintă un ansamblu de reguli, reglementări și proceduri, ce influențează modul în care politica bugetar-fiscală este planificată, aprobată, implementată și monitorizată.

Consolidarea regulilor bugetar-fiscale a apărut ca un răspuns cheie la efectele bugetar-fiscale aferente crizei. În zona euro și în majoritatea statelor membre UE, această consolidare implică reforme instituționale la nivel național și local. De asemenea, multe țări în afara UE au început sau iau în considerație reformarea regulilor bugetar-fiscale existente și introducerea altora noi, pentru a oferi o ancoră pe termen mediu, pentru a sprijini eforturile credibile de ajustare pe termen lung, și a asigura sustenabilitatea bugetar-fiscală.

În Republica Moldova, regulile bugetar-fiscale, în special cadrul legal privind guvernanta bugetar-fiscală a fost îmbunătățit prin adoptarea în anul 2014 a Legii privind finanțele publice și responsabilitatea bugetar-fiscală nr.181/2014, pusă în aplicare începând cu 1 ianuarie 2015. Pe lângă normele și procedurile bugetare generale, noua lege conține prevederi legale noi și inovatoare, ținând cont de bunele practici internaționale și în conformitate cu cerințele UE privind consolidarea sistemelor naționale de gestionare a finanțelor publice. Astfel, pentru prima dată, a fost introdusă o regulă bugetar-fiscală care stabilește un nivel maxim al deficitului bugetar general, în mărime de 2,5% din PIB, dar și cerințe cu privire la principiile și procesul de planificare pe termen mediu (Legea RM nr.181/2014).

Analizând rapoartele Ministerului Finanțelor privind executarea bugetului public național, se constată că în anul 2020 plafonul stabilit pentru deficitul bugetar general a fost depășit practic de 2 ori (vezi tabelul 1).

Tabelul 1. Dinamica deficitului bugetar al Republicii Moldova în perioada anilor 2016 - 2020

Deficitul bugetar	2016	2017	2018	2019	2020
milioane lei	-2 508,7	-1 144,8	-1 613,0	-3 026,4	-10 619,8
% din PIB	1,6	0,6	0,8	1,4	5,1

Sursa: Elaborat de autori în baza www.mf.gov.md, www.statistica.md.

După cum se observă, în perioada anilor 2016–2019, Republica Moldova a reușit menținerea nivelului deficitului bugetului public național în limitele practicii UE (3% din PIB) și a celei impuse de legislația națională (2,5% din PIB), pe când în anul 2020 încadrarea în limitele prenotate nu s-a asigurat, dat fiind deficitul substanțial înregistrat, inclusiv ca rezultat al efectelor pandemiei Covid-19 asupra economiei care au condus la reducerea veniturilor bugetare și suportarea cheltuielilor mai mari destinate măsurilor de sprijin în domeniile economic, a sănătății, protecției sociale, educației, ordinii publice etc. Efectele crizei generate de pandemia Covid-19 va afecta de asemenea situația economică a țării și respectiv nivelul deficitului bugetar al Republicii Moldova și în următorii ani (vezi tabelul 2).

Tabelul 2. Prognoza deficitului bugetar al Republicii Moldova în perioada anilor 2021 - 2023

Deficitul bugetar	2020	2021	2022	2023
	(rectificat)		estimat	
milioane lei	-16 416,0	-9 606,0	-8 048,7	-8 007,0
% din PIB	8,0	4,3	3,3	3,0

Sursa: Elaborat de autori în baza Cadrului Bugetar pe Termen Mediu (2021 - 2023)

Potrivit Cadrului Bugetar pe Termen Mediu (2021 - 2023), aprobat prin Hotărârea Guvernului nr.776/2020, către anul 2023, deficitul bugetului public național se așteaptă să înregistreze circa 8 miliarde lei, ceea ce va constitui 3 la sută din PIB-ul prognozat pentru anul respectiv. De asemenea, după aprobarea rectificărilor bugetului public național pentru anul 2020, conform Cadrului Bugetar pe Termen Mediu (2021 - 2023) deficitul bugetar înregistrează 16 416,0 milioane lei, ceea ce reprezintă 8% din PIB.

3. Sursele de finanțare a deficitului bugetar

Finanțarea deficitului bugetar poate fi efectuată prin două modalități: prin emisie de monedă și prin împrumuturi. *Finanțarea deficitului bugetar prin emisie de monedă* generează creșterea cheltuielilor publice și, de regulă, este însoțită de o creștere echivalentă a impozitelor, ceea ce presupune că această creștere a masei monetare este similară unei distribuții gratuite de monedă, proces asemănător cu un impozit negativ. Pe de altă parte, creșterea cheltuielilor publice corespunde cu creșterea masei monetare. Acest fenomen generează, în aparență, creșterea cererii de bunuri și servicii, creșterea prețurilor și sporirea, în consecință, a nivelului inflației.

Finanțarea deficitului bugetar prin împrumut are urmări mai benefice, pe termen scurt, asupra politicii bugetar-fiscale a statului, deoarece aceasta nu conduce la majorarea impozitelor, nu influențează asupra creșterii prețurilor și asupra inflației. Pe termen lung, în schimb, și această modalitate de finanțare va lăsa o amprentă negativă asupra generațiilor viitoare. Indiferent de urmările care pot avea loc, totuși, cea mai răspândită modalitate de acoperire a deficitului bugetar în practica mondială este finanțarea deficitului bugetar prin împrumuturi interne și externe, acestea formând, la rândul lor, datoria internă și externă a Republicii Moldova (Manole, Stratan, 2016).

Conform rapoartelor Ministerului Finanțelor privind executarea bugetului public național, cea mai mare parte a finanțării necesare pentru acoperirea deficitului bugetar a fost atrasă din contul surselor externe, adică din cotelul împrumuturilor externe (vezi figura 1).

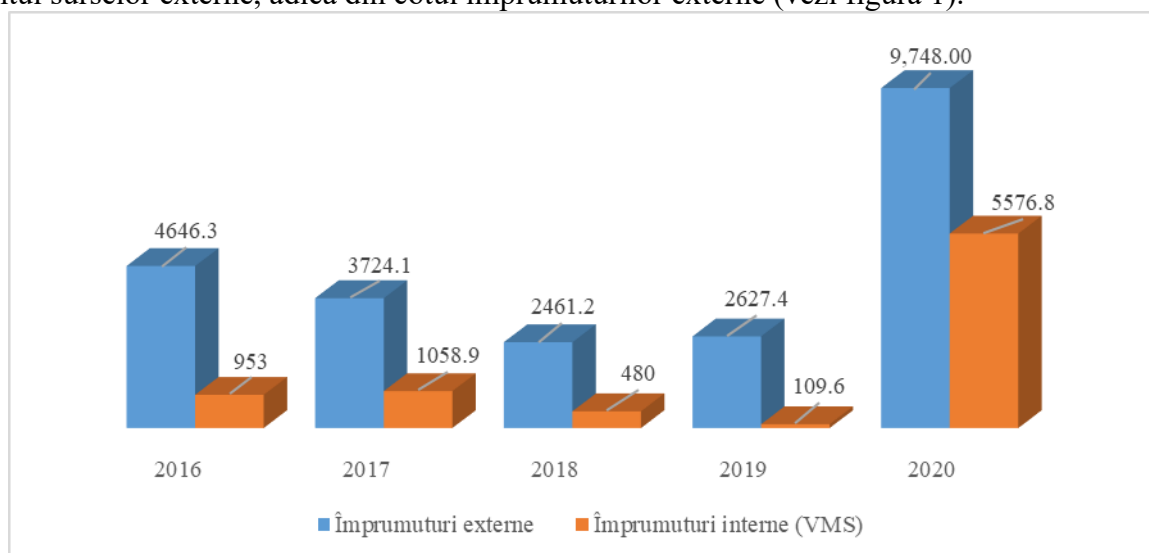


Figura 1. Dinamica finanțării deficitului bugetar al Republicii Moldova din contul împrumuturilor externe și interne în perioada anilor 2016 – 2020, mil. lei

Sursa: Elaborat de autori în baza www.mf.gov.md

Totodată, dat fiind deficitul bugetar considerabil aferent anului 2020, se observă că atât împrumuturile externe, cât și cele interne (acestea fiind reprezentate de valorile mobiliare de stat (VMS)), au înregistrat o majorare considerabilă în raport cu perioada anilor 2016 – 2019. Astfel, deficitul bugetar al anului 2020 a fost acoperit din contul resurselor externe în mărime de circa 9,7 miliarde lei și din contul împrumuturilor interne în valoare de 5,6 miliarde lei.

3.1. Valorile mobiliare de stat în calitate de instrument de finanțare a deficitului bugetar

După cum s-a menționat anterior, împrumuturile interne pentru finanțarea deficitului bugetar formează datoria internă a țării. Datoria de stat internă este parte integrantă a datoriei de stat¹⁵³ și reprezintă totalul sumelor obligațiilor neonorate și a dobânzilor datorate și neonorate,

¹⁵³ Datoria de stat reprezintă obligațiile contractuale pecuniare curente și scadente ale statului și dobânzile datorate și neonorate, apărute din calitatea statului de debitor sau fidejutor, fiind contractate, în numele Republicii Moldova, de

contractate, în numele Republicii Moldova, de Guvern, prin intermediul Ministerului Finanțelor, de la rezidenții Republicii Moldova. Instrumentele datoriei de stat interne sunt VMS-urile, acestea fiind emise în formă de titluri financiare negociabile. Datoriei de stat interne îi sunt atribuite și VMS emise pentru a fi plasate pe piața internă a Republicii Moldova procurate de către nerezidenți.

În practica Republicii Moldova se disting 2 tipuri de instrumente ale datoriei de stat interne:

- instrumente ale datoriei de stat interne cu rata fixă a dobânzii:
 - VMS emise pentru executarea obligațiilor de plată derivate din garanțiile de stat;
 - VMS emise pe termen scurt;
 - VMS convertite;
 - VMS emise pe termen lung.
- instrumente cu rata flotantă a dobânzii:
 - VMS emise pe termen lung.

VMS emise pe termen scurt sunt *bonurile de trezorerie*, emise cu scont și răscumpărate la scadență la valoarea lor nominală, iar VMS emise pe termen lung sunt *obligațiunile de stat*, emise cu o rată flotantă sau fixă a dobânzii. Dobânda (cupoanele) la obligațiunile de stat se achită periodic. Obligațiunile de stat pot fi vândute cu scont, la prețul lor nominal sau cu primă și sunt răscumpărate la scadență la valoarea lor nominală (Legea RM nr.419/2006).

În structura datoriei de stat interne cea mai mare pondere, mai mult de 55%, în perioada anilor 2017 – 2019 a revenit VMS-urilor emise în anumite scopuri, și anume, întru executarea garanțiilor de stat emise în adresa Băncii Naționale a Moldovei pentru creditele de urgență acordate unor bănci comerciale (vezi figura 2).

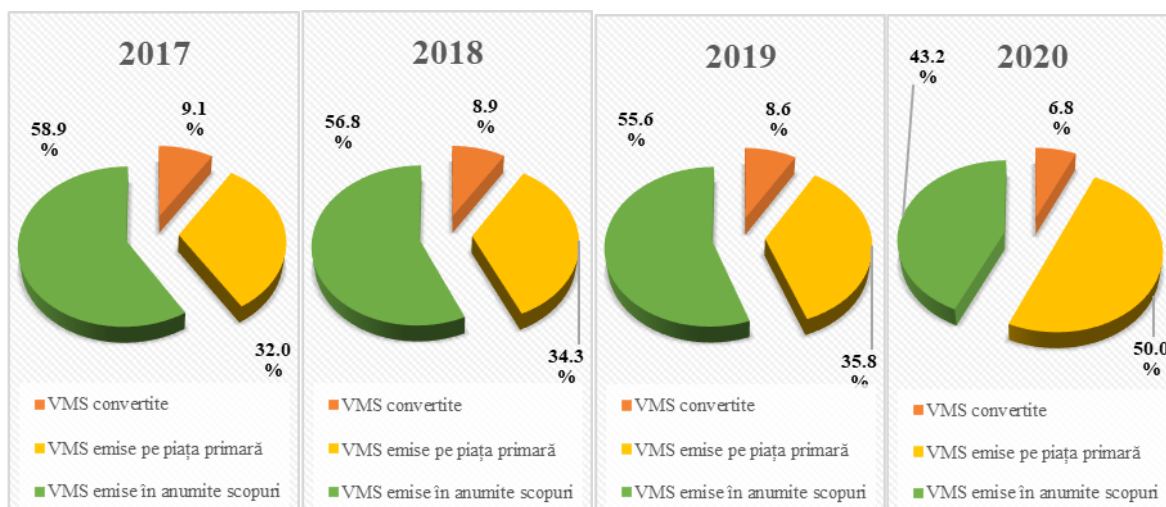


Figura 2. Structura datoriei de stat interne a Republicii Moldova în perioada anilor 2017 - 2020, %

Sursa: Elaborat de autori în baza www.mf.gov.md

Totodată, se observă că structura datoriei de stat interne, aferentă anului 2020, a suferit modificări în raport cu ceilalți 3 ani precedenți, ponderea majoritară (50 la sută) revenind VMS-urilor emise pe piața primară. Acest fapt se explică prin creșterea semnificativă a VMS-urilor emise pe piața primară în perioada anului 2020 (vezi figura 3), când statul a necesitat resurse financiare suplimentare de finanțare a deficitului bugetar înregistrat.

Guvern, prin intermediul Ministerului Finanțelor, în monedă națională sau în valută străină. Datoria de stat, de rând cu datoria unităților administrativ-teritoriale, datoria Băncii Naționale a Moldovei, datoria ce rezultă din împrumuturile interne și externe ale întreprinderilor de stat/municipale și ale societăților comerciale cu capital integral sau majoritar public formează datoria sectorului public.

Astfel, au fost comercializate VMS în sumă de 18 064,1 mil. lei la valoarea nominală, ceea ce este cu 8 737,0 mil. lei mai mult decât volumul VMS comercializat în anul 2019. Valoarea VMS-urilor comercializate în anul 2020 este practic de 2 ori mai mare comparativ cu volumul comercializat în perioada anilor 2017 – 2019, fapt ce se explică prin cuantumul semnificativ al necesităților de finanțare a bugetului public național ca rezultat al deficitului bugetar considerabil aferent anului 2020.

Pe lângă emiterea și comercializarea VMS-urilor, în perioada anilor 2017 – 2020, statul a răscumpărat VMS ajunse la scadență, valoarea acestora în anul 2020 atingând valoarea de 12 073,9 mil. lei, ceea ce este cu 3 086,9 mil. lei mai mult comparativ cu anul 2019.

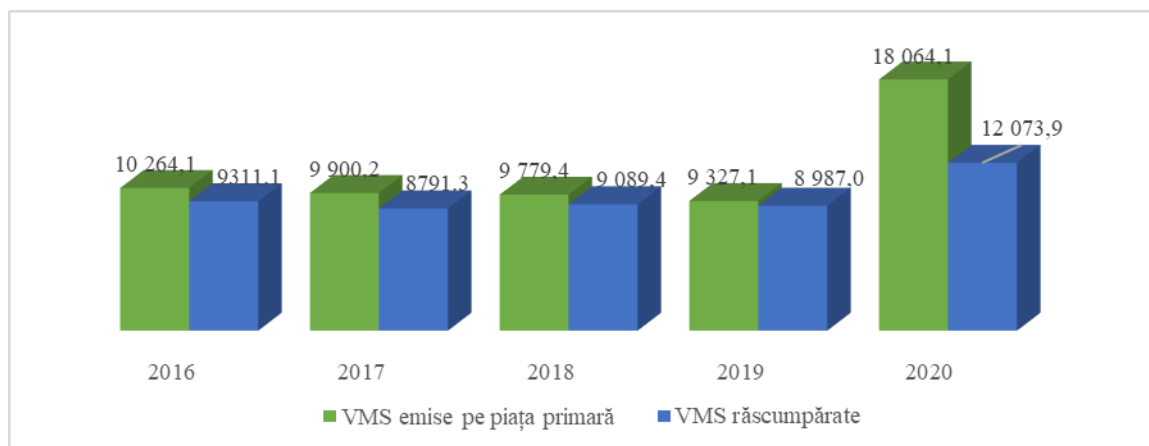


Figura 3. Dinamica VMS emise pe piața primară a Republicii Moldova și răscumpărate în perioada anilor 2016 – 2020, mil. lei

Sursa: Elaborat de autori în baza www.mf.gov.md

Totodată, este de remarcat că în perioada anilor 2016 – 2020, cererea la VMS emise pe piața primară a Republicii Moldova a fost mereu superioară ofertei (vezi figura 4).

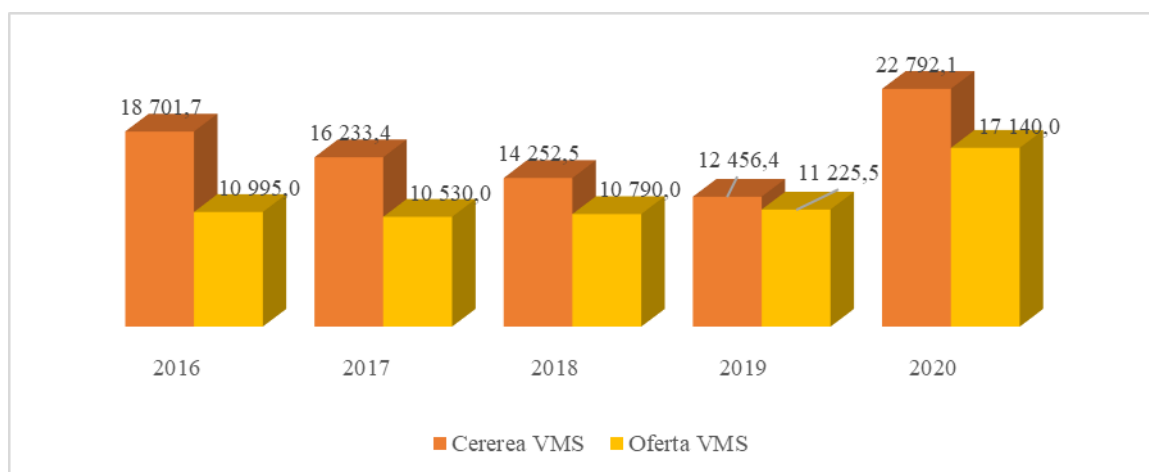


Figura 4. Dinamica cererii și ofertei de VMS emise pe piața primară a Republicii Moldova în perioada anilor 2016 – 2020, mil. lei

Sursa: Elaborat de autori în baza www.mf.gov.md

Volumul VMS oferite de Ministerul Finanțelor pe piața primară în anul 2020 a constituit 17 140,0 mil. lei, pe când cererea la acestea a constituit 22 792,1 mil. lei, cu 5 652,1 mil. lei mai mult. Majorarea ofertei VMS emise de Ministerul Finanțelor se explică prin necesitățile de finanțare mai mari a deficitului bugetar aferent anului 2020, iar cererea majorată la acestea se

explică prin încrederea investitorilor în instrumentul dat, inclusiv pe fondul crizei generate de pandemia Covid-19.

Tipurile de VMS emise pe piața primară a Republicii Moldova în perioada anilor 2017 - 2020 sunt următoarele:

- bonuri de trezorerie cu maturitatea de 91 de zile;
- bonuri de trezorerie cu maturitatea de 182 de zile;
- bonuri de trezorerie cu maturitatea de 364 de zile;
- obligațiuni de stat cu maturitatea de 1 an;
- obligațiuni de stat cu maturitatea de 2 ani;
- obligațiuni de stat cu maturitatea de 3 ani;
- obligațiuni de stat cu maturitatea de 5 ani (vezi figura 4).

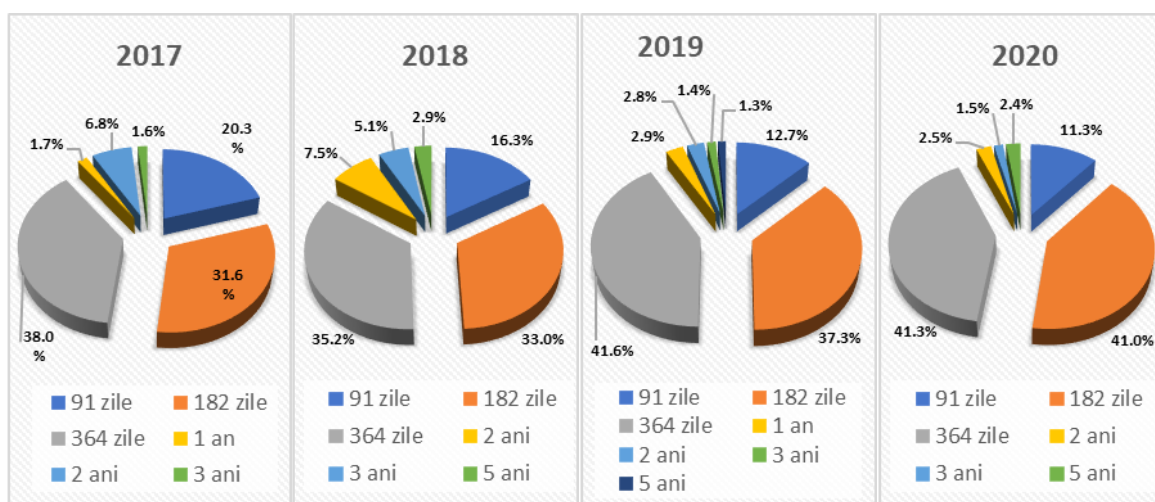


Figura 5. Structura, după scadență, a VMS emise pe piața primară a Republicii Moldova în perioada anilor 2017 – 2020, %

Sursa: Elaborat de autori în baza datelor www.mf.gov.md

Structura VMS emise pe piața primară nu a suferit modificări esențiale în perioada analizată, majoritatea acestora fiind VMS emise pe termen scurt, în special fiind vorba de bonuri de trezorerie cu scadența de 182 și 364 zile, ponderea cărora în anul 2020 a atins cote a câte 40 la sută din totalul VMS emise pe piața primară. O cerere cu mult mai mică din partea investitorilor se atestă în cazul obligațiunilor de stat cu scadența de 2, 3 și 5 ani, ponderea totală a cărora în cuantumul VMS emise pe piața primară în anul 2020 constituind 6,4 la sută.

Totodată, este de remarcat că majoritatea investitorilor în VMS sunt reprezentați de investitorii bancari, ponderea VMS procurate de aceștia, în anul 2020, înregistrând 89,8% din totalul VMS procurate, dintre care 86,7% (15 662,8 mil. lei) au fost procurate de către dealerii primari în nume și din cont propriu. În perioada de gestiune, pe piața VMS activau 9 dealeri primari (bănci), printre primele 3 bănci, care au înregistrat performanțe mai mari pentru activitatea desfășurată în anul 2020 pe piața VMS evidențiindu-se: B.C. „Victoriabank” S.A., BC „Moldova-Agroindbank” S.A. și BC „Moldindconbank” S.A.

3.2. Strategii de bază și alternative de finanțare a deficitului bugetar al Republicii Moldova

În scopul administrării datoriei de stat și a garanțiilor de stat, precum și în vederea utilizării eficiente a banilor împrumutați, Ministerul Finanțelor, în calitate de autoritate responsabilă de administrarea datoriei de stat, elaborează și Guvernul aprobă Programul managementului datoriei de stat pe termen mediu. Managementul datoriei de stat pe termen mediu constă în setul de măsuri și activități exercitate și asigurate de către Ministerul Finanțelor

în conformitate cu responsabilitățile prevăzute de legislație. În procesul de gestiune a datoriei de stat pe termen mediu, Ministerul Finanțelor are ca obiectiv fundamental asigurarea necesităților financiare ale bugetului de stat la nivel acceptabil de cheltuieli pe termen mediu și lung în condițiile limitării riscurilor implicate. Astfel, programul managementului datoriei de stat pe termen mediu se aprobă pentru o perioadă de 3 ani și este revizuit și actualizat anual, concomitent cu actualizarea prognozelor din Cadrul bugetar pe termen mediu. Ultimul program aprobat este Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu pentru anii 2020-2022”, aprobat prin Hotărârea Guvernului nr.56/2020. Totodată, Ministerul Finanțelor a elaborat proiectul Programului „Managementul datoriei de stat pe termen mediu pentru anii 2021-2023”.

Proiectul programului dat stabilește obiectivul fundamental al procesului de management al datoriei de stat, obiectivele specifice, precum și acțiunile care vor fi întreprinse de către autorități în vederea asigurării finanțării și îmbunătățirii structurii portofoliului datoriei de stat, iar implementarea acestora nu va crea presiuni asupra sustenabilității politicii fiscale în ansamblu. Proiectul reprezintă o continuare a Programului „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2020-2022)”, fiind revizuit pentru orizontul de timp 2021-2023, în concordanță cu prognoza privind evoluția datoriei de stat pentru perioada 2021-2023 și prognoza actualizată a indicatorilor macroeconomici, care a stat la baza elaborării legii bugetului de stat pentru anul 2021. Totodată, proiectul dat se axează pe descrierea strategiilor de finanțare a deficitului bugetar.

Ținând cont de estimările deficitului bugetar pentru perioada 2021-2023, precum și de spațiul fiscal existent al Republicii Moldova, necesitățile de finanțare pe termen mediu ale Guvernului se preconizează a fi acoperite, în cea mai mare parte, prin finanțarea netă din surse externe și interne. Astfel, pe termen mediu, acoperirea deficitului bugetar va fi asigurată conform următorului scenariu de bază (vezi tabelul 3).

Tabelul 3. Prognoza surselor de finanțare a deficitului bugetar a Republicii Moldova, ca pondere în PIB, 2021 – 2023, % în PIB

Indicatori	2020	2021	2022	2023
Finanțarea netă, din care:	6,9%	6,5%	4,6%	2,7%
internă	2,7%	2,9%	1,9%	1,4%
externă	4,2%	3,5%	2,7%	1,3%
Alte surse de finanțare	1,0%	-0,1%	-0,3%	0,8%
Deficit bugetar	-7,9%	-6,3%	-4,2%	-3,5%

Sursa: Proiectul Programului „Managementul datoriei de stat pe termen mediu pentru anii 2021-2023”

După cum se observă, pe termen mediu, deficitul bugetar, va fi finanțat preponderent din surse externe. Această evoluție relevă în continuare necesitatea atragerii fondurilor externe și, implicit, respectarea condițiilor financiare și structurale de accesare a acestora. În contextul efectelor pandemiei COVID-19 asupra economiei naționale, în perioada 2021-2023 se estimează că Guvernul va beneficia de intrări din împrumuturi de stat externe, din care, în medie, 50,8% vor fi direcționate pentru susținerea bugetului, iar circa 49,2% – pentru finanțarea proiectelor investiționale.

În partea ce ține de finanțarea internă a deficitului bugetar prognozată pentru perioada anilor 2021 – 2023, structura acesteia se prezintă în tabelul următor.

Tabelul 4. Sursele de finanțare internă a deficitului bugetar a Republicii Moldova în perioada anilor 2021-2023, conform scenariului de bază % în PIB

Indicatori	2021	2022	2023
VMS emise pe piața primară, inclusiv:	11,7%	12,9%	13,3%
Bonuri de trezorerie	88,0%	83,0%	78,0%
Obligațiuni de stat	12,0%	17,0%	22,0%

Sursa: Proiectul Programului „Managementul datoriei de stat pe termen mediu pentru anii 2021-2023”

Vulnerabilitățile în sistemul financiar s-au schimbat esențial având în vedere declanșarea crizei sanitare COVID-19. Incertitudinea în evoluția economică globală reprezintă un risc pentru toate țările și, în particular, pentru Republica Moldova, unde piața VMS încă nu este suficient de dezvoltată. Astfel, principalii investitori în VMS sunt dealerii primari, iar cererea la bonurile de trezorerie este relativ mai mare față de obligațiunile de stat, ceea ce contribuie la o pondere majoră a VMS plasate pe termen scurt în totalul portofoliului de VMS.

Totodată, având în vedere ultimele evoluții, inclusiv la nivel mondial ca rezultat al consecințelor generate de pandemia Covid-19, în scop analitic, Ministerul Finanțelor a examinat alte două opțiuni alternative de finanțare a deficitului bugetar.

Prima strategie alternativă de finanțare a deficitului bugetar presupune diversificarea treptată a instrumentelor financiare prin extinderea maturității acestora, și anume - dezvoltarea de instrumente noi spre a fi emise pe piața internă începând cu anul 2021, care să ofere alternative de investire atât pentru investitorii rezidenți, cât și nerezidenți. Scenariul presupune diminuarea cu câte 30,0% a emisiunilor de bonuri de trezorerie prognozate pentru orizontul de timp 2021-2023, concomitent cu majorarea emisiunii de obligațiuni de stat cu maturitatea de 2, 3 și 5 ani, cu rată fixă a dobânzii, dar și introducerea de noi instrumente – obligațiuni de stat cu maturitatea de 7 ani, cu rată fixă a dobânzii (majorarea emisiunilor cu câte 7,5% pentru fiecare maturitate, comparativ cu scenariul de bază).

În acest context, este important de menționat că la 21 aprilie 2021, în cadrul licitației de plasare a valorilor mobiliare de stat, pe piața primară au fost emise, pentru prima dată în istoria Republicii Moldova, obligațiuni de stat pe 7 ani, la o rată anuală a dobânzii fixe de 6,5%. La fel ca în cazul celorlalte tipuri de VMS emise pe piața primară, cererea la obligațiunile de stat emise pentru 7 ani a fost mai mare decât oferta Ministerului Finanțelor (cu 5 mil. lei), fiind emise obligațiuni de stat în sumă de circa 75 mil. lei. Principalii cumpărători au fost băncile-dealeri primari și investitorii instituționali.

Cea de a doua strategie alternativă de finanțare a deficitului bugetar presupune accesarea pieței financiare internaționale și emiterea, în anul 2022, a unui Euro-bond cu maturitatea de 7 ani, în sumă totală de 500,0 mil. EUR, cu scopul de a extinde maturitatea portofoliului și de a diversifica baza investițională.

Euro-bondurile sau Euro-obligațiunile sunt un instrument prin care un Guvern se împrumută pe piața de capital internațională, în valută străină, în baza unor condiții comerciale stabilite de piață. De regulă, Euro-bondurile sunt emise pe termene lungi de timp (ex: 10 ani), la dobânzi avantajoase comparativ cu cele din țară (ex: 2-4%, în funcție de ratingul de țară), iar principalii investitori/creditori sunt fonduri de investiții, bănci internaționale, fonduri de pensii etc. care activează pe plan internațional.

Este de menționat că toate cele trei strategii de finanțare mențin pe termen mediu cheltuielile aferente plăților de dobândă aproximativ la același nivel, cu mult sub pragul de 10% în raport cu veniturile bugetului de stat.

Ținând cont de cele relatate, Ministerul Finanțelor își propune să asigure o structură flexibilă a maturității, dar care să permită în continuare extinderea duratei portofoliului datoriei de stat și reducerea riscului de refinanțare. Luând în considerare constrângerile impuse de piața financiară locală și internațională, pe termen mediu, Ministerul Finanțelor se va orienta spre diversificarea surselor de creditare externă pentru a finanța proiectele prioritare ale economiei naționale, iar pe plan intern, având în vedere diminuarea impactului reducerii finanțării externe în condiții concesionale și semi-concesionale, vor fi propuse instrumente noi spre a fi emise pe piață, punându-se accentul pe extinderea maturității acestora, dar și pe majorarea atractivității instrumentului VMS în monedă națională pentru investitorii nerezidenți, sporind astfel atractivitatea pieței locale a VMS.

Anul 2021 va fi un an de recuperare a economiei naționale ca urmare a pandemiei Covid-19, iar Ministerul Finanțelor va continua să mențină o abordare flexibilă în realizarea procesului

de finanțare a deficitului bugetar, urmărind asigurarea predictibilității și transparenței ofertei de valori mobiliare de stat pentru a putea reacționa prompt la eventualele modificări în tendințele pieței și comportamentul investitorilor.

4. Serviciul datoriei de stat

În condițiile în care surse de finanțare gratuite nu există, împrumuturile interne și externe ale statului, la fel ca și oricare alte instrumente de finanțare, sunt însoțite de anumite costuri, acestea formând *serviciul datoriei de stat*, care constituie o plată efectuată din bugetul de stat.

Pe parcursul anului 2020, pentru serviciul datoriei de stat, din bugetul de stat au fost utilizate mijloace în sumă de 1 684,2 mil. lei, inclusiv:

- serviciul datoriei de stat externe - 361,5 mil. lei (21,5%);
- serviciul datoriei de stat interne în valoare de 1 322,7 mil. lei (78,5%).

În anul 2020, suma destinată serviciului datoriei de stat a înregistrat o ușoară majorare comparativ cu anul 2019 de 64,6 mil. lei sau 4,0 la sută (vezi tabelul 5). Totodată, se observă că ponderea majoritară, în serviciul datoriei de stat, îi revine serviciului datoriei de stat interne (78,5%), precum și în totalul veniturilor bugetare (3,4 la sută).

Tabelul 5. Dinamica serviciului datoriei de stat a Republicii Moldova în perioada anilor 2016 - 2020

Indicatori	2016		2017		2018		2019		2020	
	mil. lei	% VB	mil. lei	% VB	mil. lei	% VB	mil. lei	% VB	mil. lei	% VB
Serviciul datoriei de stat interne	1 462,5	5,1	1 571,1	4,6	1 125,3	3,1	1 207,4	3,0	1 322,7	3,4
Serviciul datoriei de stat externe	284,6	1,0	357,9	1,1	379,5	1,0	412,1	1,1	361,5	0,9
Total	1 747,2	6,1	1 929,0	5,7	1 504,8	4,1	1 619,6	4,1	1 684,2	4,3

Sursa: Elaborat de autori în baza www.mf.gov.md

Pentru serviciul datoriei de stat interne, în anul 2020, au fost utilizate mijloace bănești din bugetul de stat în sumă de 1 322,7 mil. lei. Comparativ cu anul 2019, cheltuielile pentru serviciul datoriei de stat interne sunt mai mari cu aproximativ 115,3 mil. lei sau cu 9,5 la sută. Acest fapt se datorează majorării volumului de emisiuni a VMS pe piața primară. Totodată, ponderea majoritară în serviciul datoriei de stat interne, în perioada anilor 2018 – 2020, a revenit cheltuielilor generate de onorarea obligațiilor de plată aferente VMS emise în alte scopuri (pentru executarea garanțiilor de stat emise Băncii Naționale a Moldovei pentru garantarea creditelor de urgență acordate unor bănci comerciale) (vezi tabelul 6).

Tabelul 6. Dinamica structurii serviciului datoriei de stat interne a Republicii Moldova în perioada anilor 2016 – 2020, %

Indicatori	2016	2017	2018	2019	2020
VMS emise pe piața primară	74,3	51,4	41,3	36,4	43,5
VMS emise în alte scopuri	0,0	39,3	54,9	50,9	46,3
VMS convertite	25,7	9,2	3,8	12,7	10,1

Sursa: Elaborat de autori în baza www.mf.gov.md

Următoarea pondere în structura serviciului datoriei de stat a revenit VMS emise pe piața primară – 43,5%, ceea ce reprezintă cu 7,1 p.p. mai mult comparativ cu anul 2019. De asemenea, în perioada anului 2020 ratele maxime ale dobânzii propuse de către investitori pentru VMS au variat de la 5,08% până la 6,88%, însă Ministerul Finanțelor nu a acceptat toate ofertele

investitorilor, fapt ce a permis menținerea unui nivel optim al ratelor dobânzii la VMS. Ca rezultat, rata nominală medie ponderată a dobânzii la VMS comercializate în anul 2020 a constituit 5,19%, ce este cu 1,03 p.p. mai mică comparativ cu anul 2019. Comparativ cu alte instrumente financiare, cum ar fi depozitele bancare, VMS-urile se dovedesc a fi instrumente financiare destul de atractive, fapt confirmat inclusiv prin permanența cererii net superioare ofertei de VMS.

5. Concluzii

Deficitul bugetar are un impact direct asupra datoriei de stat, deoarece lipsa resurselor proprii pentru finanțarea cheltuielilor bugetare crescânde necesită resurse adiționale împrumutate, dând naștere astfel datoriei publice, în special celei de stat. Practica arată că din cele două modalități de finanțare a deficitului bugetar, cea mai potrivită modalitate este finanțarea prin împrumut.

Totodată, datele statistice arată că cea mai mare parte a finanțării necesităților bugetare sunt obținute din contul împrumuturilor oferite de donatorii și instituțiile financiare externe. Cu toate acestea, având în vedere tendințele periodice de diminuare a intrărilor de împrumuturi în condiții concesionale de la instituțiile financiare internaționale, tendințe cauzate fie de factorii politici, fie de anumite crize, cum ar fi criza generată de pandemia Covid-19, se conturează necesitatea valorificării oportunităților interne de accesare a surselor de finanțare, disponibile pe piața financiară locală, cum ar fi valorile mobiliare de stat, cu atât mai mult că acestea se bucură de o cerere sporită din partea investitorilor, dat fiind gradul înalt de lichiditate și siguranță al acestora.

În acest context, după cum și-au propus și autoritățile Republicii Moldova, în următoarea perioadă eforturile trebuie să fie orientate spre dezvoltarea pieței valorilor mobiliare de stat prin extinderea maturității acestora, diversificarea tipurilor de valori mobiliare de stat emise pe piața primară, dezvoltarea pieței secundare de tranzacționare a acestora etc., astfel încât să se asigure o mai mare atractivitate a valorilor mobiliare de stat, fapt ce în final, va contribui la asigurarea statului cu resurse de finanțare a deficitului bugetar în condiții optime.

Referințe bibliografice

1. Analiza guvernantei bugetar-fiscale în Republica Moldova în comparație cu practica Uniunii Europene
2. <https://mf.gov.md/ro/content/analiza-guvern%C8%9Bei-bugetar-fiscale-%C3%AEn-rm>.
3. Cadrul bugetar pe termen mediu (2021-2023), aprobat prin Hotărârea Guvernului nr.776/2020.
4. Hîncu, R., Litocenco, A. (2020). The investment attractiveness of the government securities, as an instrument of government debt in the Republic of Moldova. *Analele Universității “Eftimie Murgu”, Reșița, România, Fascicola II-Studii Economice (XXVII)*, 47-57.
5. <http://www.analefseauem.ro/upload/arhiva-revista/2020/articole/4-Hincu%20Rodica-Litocenco%20Ana.pdf>
6. Legea privind finanțele publice și responsabilitatea bugetar-fiscală nr.181/2014.
7. Legea cu privire la datoria sectorului public, garanțiile de stat și recreditarea de stat nr.419/2006.
8. Litocenco, A. (2021). Internal Government Debt of the Republic of Moldova: trends and perspectives. Proceedings of the International Scientific Conference “Development through Research and Innovation - 2020”, Ist Edition, Chișinău, Republic of Moldova, 154-159.
9. https://irek.ase.md/xmlui/bitstream/handle/1234567890/1336/Litocenco_Ana_%20Conference-Proceedings-28-AUGUST-2020.pdf?sequence=1&isAllowed=y
10. Manole, T., Bîrcă, M. (2018). Deficitul bugetar și impactul lui asupra datoriei publice prin prisma politicii fiscale. *Univers strategic* (4(36), 90-107.
11. http://repository.utm.md/bitstream/handle/5014/9055/Univers_Strategic_2018_N4_p90_107.pdf?sequence=1&isAllowed=y
12. Manole, T., Stratan, A. (2016). Corelarea dintre datoria publică, Deficitul bugetar și politica fiscal. *Akademios* (4(43), 57-64.
13. http://www.akademios.asm.md/files/57_64_Corelarea%20dintre%20datoria%20publica,%20deficitul%20bugetar%20si%20politica%20fiscala.pdf
14. Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2020-2022)”, aprobat prin Hotărârea Guvernului nr.56/2020.
15. Proiectul Programului „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2021-2023)”

16. <https://cancelaria.gov.md/ro/content/cu-privire-la- aprobarea-programului-managementul-datoriei-de-stat-pe-termen-mediu-2021-2023>.
17. Raportul Ministerului Finanțelor privind executarea bugetului public național în anul 2020
18. <https://mf.gov.md/ro/trezorerie/rapoarte-privind-executarea-bugetului/rapoarte-anuale>.
19. Raportul Ministerului Finanțelor privind executarea bugetului public național în anul 2019
20. <https://mf.gov.md/ro/trezorerie/rapoarte-privind-executarea-bugetului/rapoarte-anuale>.
21. Raportul Ministerului Finanțelor privind executarea bugetului public național în anul 2018
22. <https://mf.gov.md/ro/trezorerie/rapoarte-privind-executarea-bugetului/rapoarte-anuale>.
23. Raportul Ministerului Finanțelor privind executarea bugetului public național în anul 2017
24. <https://mf.gov.md/ro/trezorerie/rapoarte-privind-executarea-bugetului/rapoarte-anuale>.
25. Raportul Ministerului Finanțelor privind executarea bugetului public național în anul 2016
26. <https://mf.gov.md/ro/trezorerie/rapoarte-privind-executarea-bugetului/rapoarte-anuale>.
27. Raportul Ministerului Finanțelor privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat pe anul 2020
28. <https://mf.gov.md/ro/datoria-sectorului-public/rapoarte/datoria>.
29. Raportul Ministerului Finanțelor privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat pe anul 2019
30. <https://mf.gov.md/ro/datoria-sectorului-public/rapoarte/datoria>.
31. Raportul Ministerului Finanțelor privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat pe anul 2018
32. <https://mf.gov.md/ro/datoria-sectorului-public/rapoarte/datoria>.
33. Raportul Ministerului Finanțelor privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat pe anul 2017
34. <https://mf.gov.md/ro/datoria-sectorului-public/rapoarte/datoria>.
35. Raportul Ministerului Finanțelor privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat pe anul 2016
36. <https://mf.gov.md/ro/datoria-sectorului-public/rapoarte/datoria>.