

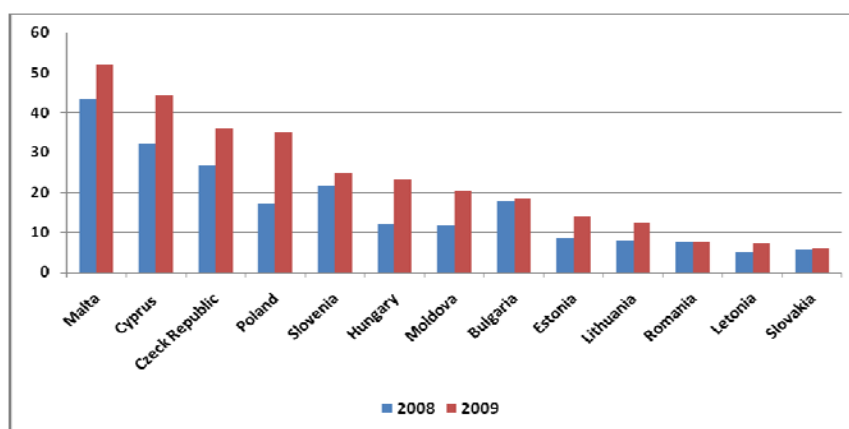
## STRUCTURA SECTORULUI FINANCIAR AL REPUBLICII MOLDOVA

*Dorina HARCENCO,  
dr., ASEM*

*Abstract: The financial sector is one of the main engines of economic development as well at the national level as at the international level, representing one of the main driving forces of globalization and international economic integration. The way the financial sector contributes to the financing of the real economy, determines the level of economic development of a state.*

Sectorul financiar este unul din motoarele principale ale dezvoltării, atât la nivel național cât și cel internațional, una din forțele principale ale globalizării și integrării economice internaționale. În cele ce urmează voi analiza principalele componente ale sectorului financiar al Republicii Moldova, contribuția acestora la finanțarea economiei. Pentru o evaluare mai adecvată a nivelului de dezvoltare a pieței valorilor mobiliare a Republicii Moldova, considerăm oportună analiza evoluției acesteia, prin calcularea următorilor indicatori: ponderea tranzacțiilor bursiere în PIB, precum și raportul tranzacțiilor bursiere și capitalizării bursiere, ce determină cel mai bine gradul de lichiditate a pieței bursiere.

Analizând evoluția capitalizării bursiere în PIB pentru RM, observăm fluctuații și un nivel destul de scăzut, mai puțin de 30%, semnificând că piața bursieră a RM este subdezvoltată. În continuare vom prezenta ponderea capitalizării bursiere ale noilor state membre UE, 12 state și Republica Moldova.



**Figura 1. Ponderea capitalizării bursiere în PIB ale 12 state membre UE și Moldova în 2008-2009,%**

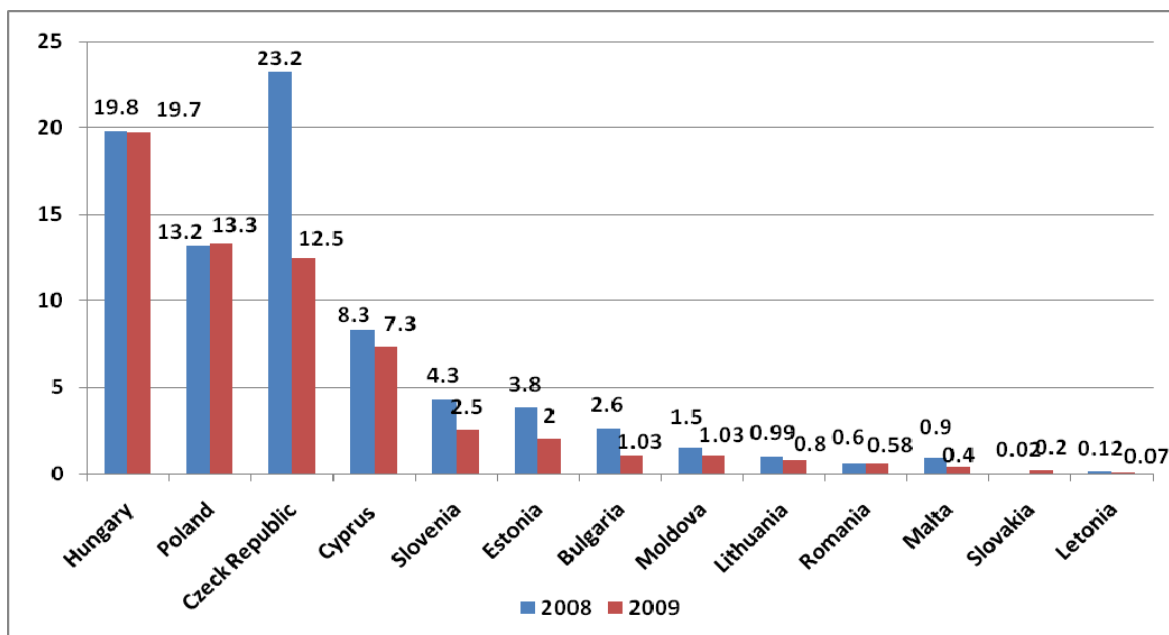
Sursa: calculat de autor în baza datelor WFE, UNCTAD, Nasdaq OMX Baltic.

Din graficul de mai sus evidențiem că raportul capitalizării bursiere la PIB a acestor state variază de la peste 50% la circa 5%, pe primul loc situându-se Malta, iar pe ultimul Slovacia. Primele trei state din cele analizate: Malta, Cyprus și Republica Ceha au înregistrat în anul 2009 nivele ale capitalizării bursiere similare cu cele ale primelor 7 state la nivel mondial, aceasta semnificând, că mărimea relativă a pieței bursiere în comparație cu economia reală este similară cu a statelor respective. Analizând schimbarea în 2009 în comparație cu 2008, putem evidenția că toate 13 state analizate au înregistrat o creștere a capitalizării bursiere raportate la PIB. Dacă analizăm evoluția PIB-ului observăm că în 2009, toate aceste state au înregistrat o descreștere a acestuia, deci aceasta fiind principala cauză a creșterii ponderii capitalizării bursiere în PIB. Dacă analizăm evoluția capitalizării bursiere, observăm că trei state au înregistrat o descreștere a acesteia: Romania, Bulgaria și Slovacia, celelalte state analizate au

înregistrat o creștere a valorii capitalizării bursiere, care la rândul său a determinat creșterea ponderii acesteia în PIB. Moldova se situează pe locul 7, urmată de Bulgaria, Estonia, Lithuania, Romania, Letonia și Slovacia.

Lichiditatea pieței bursiere poate fi determinată prin calcularea ponderii volumului tranzacțiilor bursiere la PIB și raportului Tranzacțiilor bursiere/Capitalizarea bursieră, care determină gradul de lichiditate a pieței bursiere și lichiditatea pieței bursiere în comparație cu mărimea sa.

În continuare vom analiza raportul tranzacțiilor cu acțiuni la PIB în cazul ultimelor state membre a UE în anii 2008-2009.



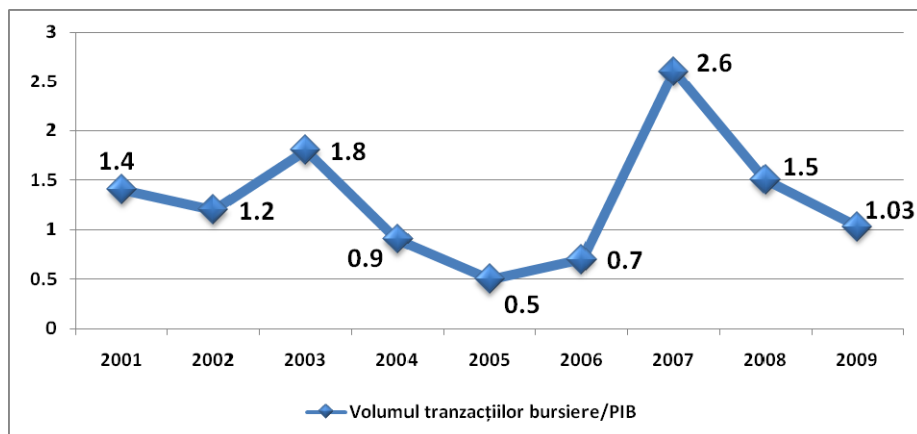
**Figura 2. Volumul tranzacțiilor cu acțiuni/PIB pentru 12 state membre UE și RM, 2008-2009, %**

Sursa: calculat în baza datelor WFE, UNCTAD, Nasdaq OMX Baltic.

Din punct de vedere al gradului de lichiditate a pieței bursiere pentru economia reală, din cele 13 state analizate, pe primul loc se situează Ungaria cu aproape 20%, și fără schimbări semnificative în 2009 în comparație cu 2008, semnificând că piața și-a menținut capacitatea de finanțare. Pe locul 2 se situează Polonia, care a înregistrat o creștere în 2009, datorită unei rate mai mari de descreștere a PIB-ului în comparație cu descreșterea volumului tranzacțiilor cu acțiuni, iar celelalte state au înregistrat descreșteri ale ponderii tranzacțiilor bursiere în PIB, atât datorită descreșterii volumului tranzacțiilor cât și descreșterii PIB-ului. Singura țară care a înregistrat o creștere a volumului tranzacțiilor cu acțiuni a fost Slovacia, dar aceasta creștere a fost ne semnificativă: de la 0.02 până la 0.2% în 2009. Cea mai dramatică descreștere a ponderii tranzacțiilor cu acțiuni în PIB a fost înregistrată de Republica Ceha de la 23.2 to 12.5%, datorită unei descreșteri duble a volumului tranzacțiilor cu acțiuni în 2009 în comparație cu 2008 și datorită unei ușoare descreșteri a PIB-ului.

Moldova se situează pe locul opt, după Bulgaria, fiind urmată de Lithuania, Romania, Malta, Slovacia și Letonia, toate înregistrând o pondere mai mică de 1%, semnificând un rol neînsemnat al bursei de valori în oferirea lichidității pentru economia reală.

În raport cu capitalizarea, volumul tranzacțiilor ne oferă o informație mai relevantă vis-à-vis de gradul de lichiditate a pieței de capital. În figura 3, prezentăm ponderea volumului tranzacțiilor bursiere în PIB, în ultimii ani.

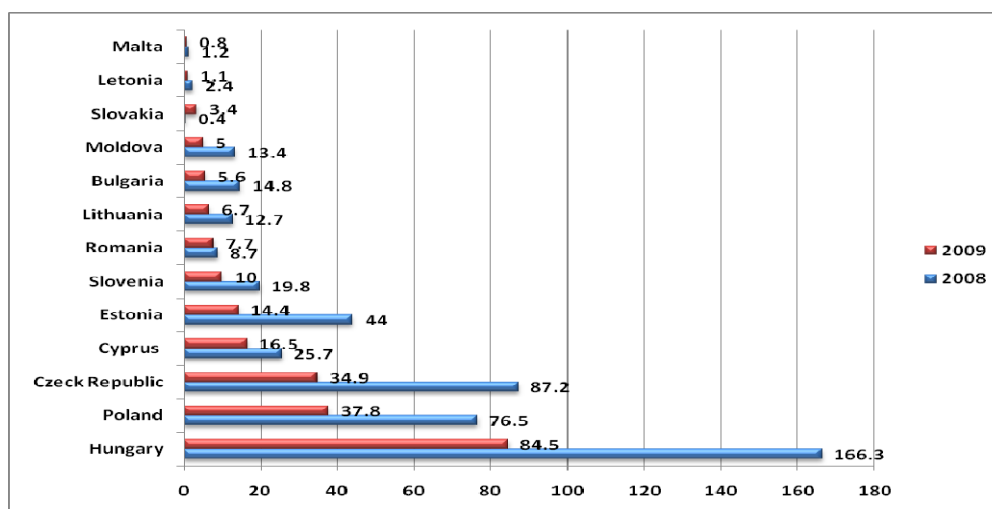


**Figura 3 Ponderea volumului tranzacțiilor bursiere în PIB, %**

Sursa: calculat de autor în baza CNPF și BNM

Observăm un nivel foarte scăzut, în raport cu țările dezvoltate, chiar și cu cel din țările cu piețe emergente. În anul 2001, valoarea acestui indicator a constituit 1,4%, crescând cu 0,2% în 2002, după ce a urmat o creștere cu 0,6% (50% față de anul precedent) în 2003. În anii 2004 și 2005 au urmat reduceri consecutive ale valorii tranzacțiilor în PIB, în 2005 înregistrându-se cel mai scăzut nivel din această perioadă, de 0,5%. În următorii ani, s-au înregistrat creșteri până la 2,6% în 2007, totodată, acesta fiind și cel mai înalt nivel al acestui indicator înregistrat în ultimii 8 ani. În anul 2008, ca și ponderea capitalizării bursiere în PIB, ponderea volumului tranzacțiilor în PIB a înregistrat o reducere considerabilă cu 1,1% (-42%), față de anul 2007, determinată de lipsa lichidităților înregistrate atât pe plan mondial, cât și în țara noastră. În anul 2009, acest indicator a continuat să scadă până la nivelul de 1,03%, determinat de scăderea dramatică a volumului tranzacțiilor bursiere, cu peste 70%, concomitent cu reducerea PIB-ului cu peste 6%. Comparând valoarea acestui indicator cu cel internațional, constatăm că în anul 2009 ponderea tranzacțiilor bursiere în PIB a constituit 134% față de doar 1,03% în Moldova, iar reducerea acestui indicator la nivel mondial a constituit 52%, în timp ce în Moldova reducerea acestui indicator a constituit 0,47% (-31% din total).

În figura nr. 4, vom prezenta raportul rentabilității bursiere pentru ultimele state membre UE și Moldova în anii 2008 și 2009.



**Figura 4 Raportul rentabilității bursiere ale ultimelor 12 state membre UE și Moldova, 2008-2009, %**

Sursa: calculat de autor în baza datelor WFE, UNCTAD, Nasdaq OMX Baltic, CNPF.

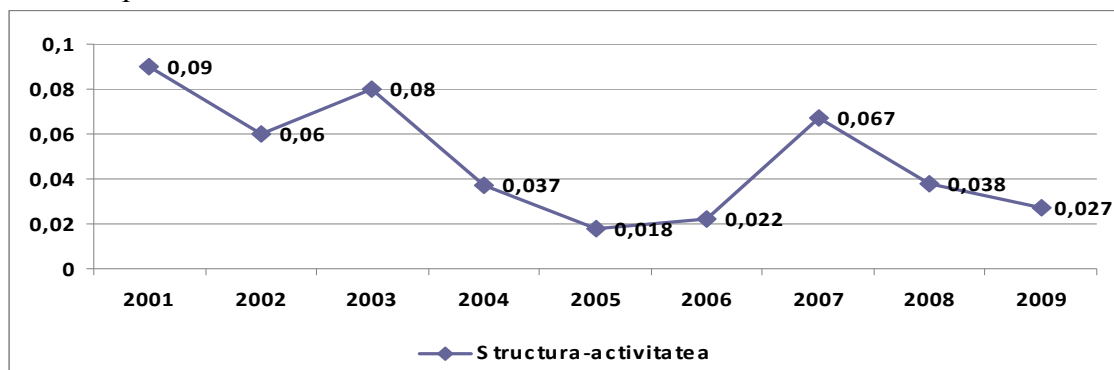
Toate noile state membre UE cu excepția Slovaciei, au înregistrat o descreștere a lichidității pieței bursiere în comparație cu mărimea acesteia, aceste descreșteri se datorează atât descreșterii volumului tranzacțiilor bursiere al acestor state, doar Slovacia înregistrând o creștere a volumului tranzacțiilor bursiere, iar al doilea factor ce a influențat îl constituie creșterea capitalizării bursiere a acestor state în 2009, singurele care au înregistrat o descreștere a capitalizării bursiere în 2009 în comparație cu 2008, fiind România, Bulgaria și Slovacia. Pe primul loc se situează Ungaria, care după aproximativ o diminuare dublă a rentabilității bursiere, a înregistrat un nivel de 84,5% în 2009, urmată de Polonia și Republica Cehă, acestea fiind țările ce au piețe cu cele mai înalte grade de lichiditate în comparație cu mărimea acestora. Pe ultimele două locuri se situează Letonia și Malta, cu respectiv 1,1% și 0,8% corespunzător în 2009. Moldova din punct de vedere al lichidității pieței bursiere față de dimensiunea acesteia se situează pe locul 10 dintre 13 state analizate, cu un nivel al rentabilității de 5% în 2009, și înregistrând o descreștere de la nivelul de 13,4% în 2008.

În anul 2009, rentabilitatea pieței bursiere a Republicii Moldova a scăzut dramatic până la nivelul de 5%, datorită scăderii considerabile cu peste 70% a volumului tranzacțiilor bursiere. Comparând acest indicator cu cel internațional, observăm o discrepanță considerabilă, rentabilitatea bursieră internațională fiind de 172,9%.

Progresele au fost modeste în ceea ce privește funcția principală a pieței de capital: finanțarea economiei reale. Chiar și în prezent, doar puține societăți și-au procurat resursele necesare dezvoltării activității lor, apelând la piața valorilor mobiliare. Acest fapt este demonstrat de locul pe care îl ocupă încă finanțarea bancară pentru agenții economici, rata de dezintermediere financiară, ce reflectă finanțarea directă (prin piața valorilor mobiliare), fiind, în Republica Moldova extrem de mică.

În urma acestei analize concluzionăm că piața bursieră a RM are un nivel scăzut de lichiditate în comparație cu mărimea sa, din ultimele 12 state membre UE, doar Slovacia, Letonia și Malta înregistrează nivele ale lichidității mai scăzute decât țara noastră.

Pentru a identifica coraportul dintre piața valorilor mobiliare și sistemul bancar al Republicii Moldova, în continuare vom efectua calculul indicatorului Structura-Activitatea, care se calculează ca raportul dintre Valoarea tranzacțiilor bursiere, împărțită la PIB și Valoarea creditelor bancare, împărțită la PIB. Cu cât este mai mare nivelul acestuia, cu atât sistemul financiar este bazat pe piața valorilor mobiliare și vice versa, cu cât este mai mic nivelul acestui indicator, cu atât sistemul financiar este bazat mai mult pe sectorul bancar.



**Figura 5 Evoluția indicatorului Structura-Activitatea în Republica Moldova, 2001-2009**

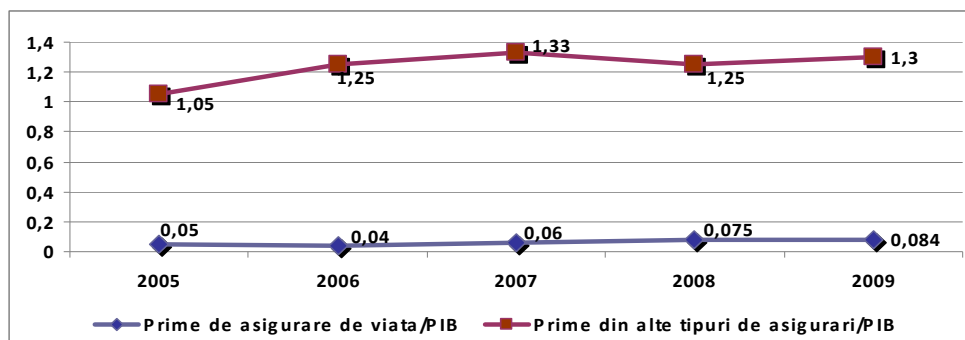
Sursa: calculat de autor în baza datelor CNPF, BNM și BNS.

Indicatorul dat, pe lângă importanța relativă a pieței valorilor mobiliare în sistemul financiar, ne permite să evaluăm și gradul de lichiditate a pieței bursiere în Republica Moldova. După cum putem observa din figura 5, acest este în descreștere din

anul 2001 până în 2009, cel mai înalt nivel înregistrat constituie doar 0,09, în anul 2001, iar în anul 2009 avem o valoare de doar 0,027, fapt ce denotă o scădere a importanței pieței valorilor mobiliare în finanțarea economiei reale a țării noastre, dând dovadă de un nivel foarte scăzut al lichidității.

Dacă comparăm nivelul acestui indicator cu cel înregistrat la nivel internațional, observăm în primul rând o tendință de creștere la nivel mondial, atât pentru țările dezvoltate cât și pentru cele în curs de dezvoltare, deși pentru țările dezvoltate creșterea este mai pronunțată, iar nivelul pentru țările dezvoltate este de circa 0,6, iar pentru țările în curs de dezvoltare este în jur de 0,08, deci putem vedea că nivelul înregistrat de Moldova de 0,027 este unul foarte scăzut, pentru comparație Africa Sub-Sahariană și America Latină și Caraibe au un nivel mediu al acestui indicator de circa 0,05. Deci putem concluziona că în termeni de lichiditate rolul băncilor este mult mai ridicat în cadrul sistemului financiar din țara noastră față de piața bursieră.

Pentru a determina rolul sectorului asigurărilor în economia Republicii Moldova, vom calcula doi indicatori de bază: gradul de penetrare a asigurării de viață, ca raport dintre primele de asigurare de viață și PIB, și gradul de penetrare a altor tipuri de asigurări, ca raport dintre primele pentru celelalte tipuri de asigurare și PIB, analizând evoluția acestora în ultimii 5 ani.



**Figura 6. Evoluția gradului de penetrare a asigurării de viață și celorlalte tipuri de asigurări în PIB, RM, în 2005-2009, %**

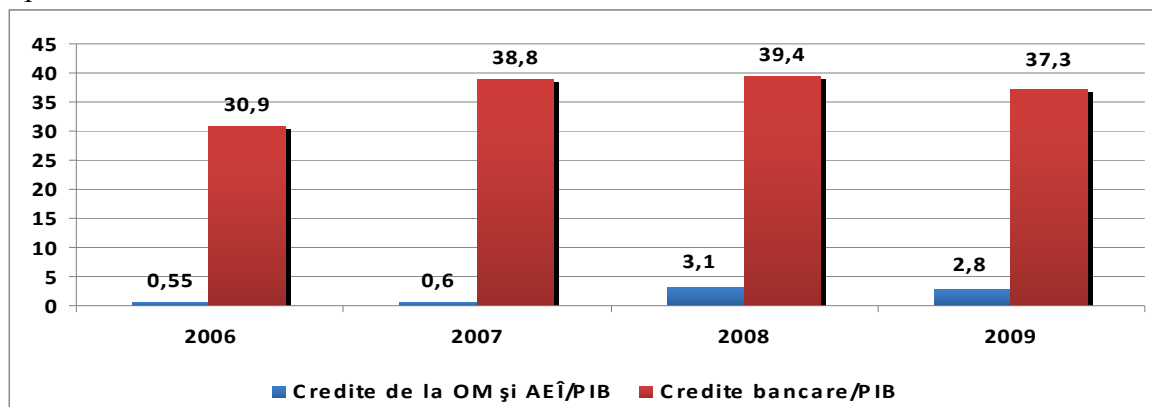
Sursa: calculat de autor în baza datelor CNPF și BNS.

După cum poate fi observat din figura de mai sus, ponderea sectorului asigurărilor în economia RM este una modestă, deși se înregistrează o tendință pozitivă în ultimii 5 ani, deși una modestă, totuși avem o creștere. În ceea ce privește gradul de penetrare a asigurărilor pe viață în PIB, aceasta este una foarte scăzută cu o creștere de la un nivel de 0,05% în 2005 până la 0,084% în 2009, această pondere scăzută se datorează în primul rând nivelului scăzut al veniturilor populației, iar asigurarea pe viață fiind cea mai elastică în raport cu nivelul veniturilor populației. Gradul de penetrare a altor tipuri de asigurare deasemenea a înregistrat o creștere modestă de la un nivel de 1,05% în 2005 până la valoarea de 1,3% în 2009. Dacă comparăm acești indicatori cu cei la nivel internațional, atunci în cazul Republicii Moldova observăm o discrepanță între gradul de penetrare a asigurării pe viață și celelalte tipuri de asigurare, pe când la nivel internațional această diferență este mult mai mică. Gradul de penetrare a asigurării pe viață tindă să crească odată cu creșterea nivelului veniturilor, iată de ce în cazul RM acesta va fi un proces destul de îndelungat, până când acesta va reprezenta cel puțin 25% din gradul de penetrare a celorlalte tipuri de asigurare.

Transformările majore din sectorul asigurărilor din RM se datorează creșterii capitalului social a acestor companii până la valoarea de 6 milioane lei în 2006, și prin urmare numărul companiilor de asigurare a scăzut de la 33 în 2006 până la 24 în 2009. Deși sectorul asigurărilor înregistrează o creștere în ultimii ani, totuși acesta este subdezvoltat, iar stimularea într-o anumită măsură a acestuia s-a datorat investițiilor

străine în acest sector, cele mai mari companii fiind parțial deținute de companii străine. Cele mai mari investiții în sectorul asigurărilor provin de la următoarele țări: Cyprus (33% share), Austria (29%), Great Britain (15,6%), Liechtenstein (12,5%), Netheelands (3,3%) și România (2,4%). Țările UE dețin împreună mai mult de 85% din capitalul statutar ale companiilor de asigurări din Moldova.

Activitatea ne-bancară de microfinanțare în RM este desfașurată de asociații de economii și împrumut și organizații de microfinanțare, care oferă indivizilor și companiilor, inclusiv întreprinderilor mici și mijlocii acces la credite de valoare mică, fără gaj pe termen scurt. Datorită particularităților acestui sector – accesibilitatea și disponibilitate – microfinanțarea rămâne a fi alternativa cea mai potrivită de creditare în raport cu sistemul bancar.



**Figura 7. Ponderea creditelor oferite de OM și AEÎ și creditelor bancare în PIB în RM, %**

Sursa: calculat de autor în baza datelor CNPF, BNM și BNS.

După cum putem observa din figura de mai sus, creditele oferite de asociațiile de economii și împrumut au înregistrat o creștere din 2006 până în 2008, atingând o pondere de 3,1% din PIB. În 2009, datorită crizei financiare mondiale, au fost înregistrate descreșteri până la valoarea de 2,8%. Dacă comparăm ponderea creditelor bancare în PIB, aceasta este cu mult mai mare și de asemenea a înregistrat creșteri de la 30,9% în 2006 până la valoarea de 39,4% în 2008, semnificând creșterea rolului băncilor în finanțarea economiei și o lichiditate relativ înaltă a sectorului bancar al RM. În 2009, în rezultatul crizei financiare, ponderea creditelor bancare în PIB de asemenea au scăzut până la valoarea de 37,3%, totuși înregistrând în continuare cea mai mare pondere în sectorul financiar al Republicii Moldova.

Deși sectorul de microfinanțare deține o pondere limitată în economia națională, și în special în comparație cu sectorul bancar, gradul de acoperire a acestuia este destul de extins, oferind servicii de creditare accesibile și disponibile pentru întreprinderile mici și mijlocii, precum și grupurilor social vulnerabile din întreaga țară, prioritate având mediul rural. Luând în considerare numărul mare de unități în sectorul de microfinanțare, ponderea acestora relativ mică și extinderea vastă, valoarea indicatorilor financiar-economici înregistrați în activitatea acestora, ne arată fluctuații nesemnificative. Dezvoltarea sectorului de microfinanțare poate fi atinsă prin consolidare instituțională și dezvoltarea acestui sector, creșterea nivelului profesionalismului administratorilor, în vederea reducerii riscurilor potențiale, precum și creșterea eficienței activității acestor entități.

**Concluzii.** În ceea ce privește structura sistemului financiar al RM, am identificat că aceasta este următoarea: pe locul întâi se situează sectorul bancar, urmat de remitențe, apoi de piața bursieră (prin prisma mărimii), pe locul patru sectorul de microfinanțare, iar pe ultimul loc sectorul asigurărilor.

Analizând evoluția capitalizării bursiere a RM în comparație cu ultimele state membre UE, Moldova se situează pe locul 7, urmată de Bulgaria, Estonia, Lithuania, Romania, Letonia și Slovakia. Din punct de vedere al gradului de lichiditate, Moldova se situează pe locul 8, după Bulgaria, și fiind urmată de Lithuania, Romania, Malta, Slovacia și Letonia, toate înregistrând o pondere mai mică de 1%, însemnând un rol ne semnificativ al bursei de valori în oferirea lichidității pentru economia reală. În ceea ce privește nivelul de lichiditate în comparație cu mărimea pieței valorilor mobiliare, în comparație cu aceste state, atunci Moldova se situează pe locul 10, iar statele care înregistrează valori mai mici decât Moldova sunt Slovacia, Letonia și Malta. În rezultatul acestei analize, putem concluziona că piața bursieră a Moldovei are un nivel destul de scăzut de lichiditate în comparație cu mărimea acesteia.

Sectorul asigurărilor din Moldova, deși înregistrează o creștere în ultimii ani, totuși este subdezvoltat. Dezvoltarea sectorului de microfinanțare trebuie să se realizeze prin consolidare instituțională și dezvoltarea acestui sector, prin creșterea eficienței activității acestor instituții.

Pentru Republica Moldova este caracteristic un sistem bipolar al reglementării sistemului financiar, unul administrat de Banca Națională, axat pe reglementarea bancară și respectiv circulația instrumentelor de credit, iar cel de-al doilea gestionat de Comisia Națională a Pieței Financiare care reglementează piața valorilor mobiliare și piața asigurărilor. Cultura și prioritățile reglementatorilor bancari și celor ai pieței valorilor mobiliare diferă, deseori reglementarea bancară tinde să subordoneze obiectivul investitorului în favoarea protecției solvabilității bancare, de asemenea transparența tinde să se diminueze.

### **Bibliografie:**

1. Exchanges and sustainable investment, August, 2009. A report prepared for the World Federation of Exchanges by Dan Sidy. WFE, 2009. 44 p.
2. Thorsten Beck and Asli Demirguc-Kunt „Financial institutions and markets across countries and over time – Data and Analysis”, IMF, 2009.
3. Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System. April, 2010. IMF, 235 p.
4. World Federation of Exchanges: [www.wfe-exchanges.org](http://www.wfe-exchanges.org)
5. Banca Națională a Moldovei: [www.bnm.md](http://www.bnm.md)
6. Bursa de Valori a Moldovei: [www.moldse.md](http://www.moldse.md)
7. Comisia Națională a Pieței Financiare: [www.cnpf.md](http://www.cnpf.md);
8. Biroul Național de Statistică: [www.statistica.md](http://www.statistica.md).