



NOTĂ ANALITICĂ IPRE nr. 6/2022

De ce cetățenii nu investesc în valori mobiliare de stat?

Autori: Stanislav GHILEȚCHI și Adrian ERMURACHI
Chișinău, 30 noiembrie 2022

În luna februarie 2022, Guvernul a aprobat Conceptul Platformei electronice cu ajutorul căreia persoanele fizice vor putea să cumpere direct de la Ministerul Finanțelor valori mobiliare de stat (VMS). Astfel, autoritățile ar avea acces la mai multe surse financiare, iar cetățenii ar obține venituri din dobânzile oferite de VMS. Platforma electronică ar trebui să faciliteze procesul de cumpărare a VMS, să dezvolte piața secundară și să îmbunătățească transparența prețurilor la tranzacțiile cu VMS. Dar, chiar și în lipsa platformei, este important de remarcat că cetățenii pot cumpăra VMS și în prezent prin intermediul dealerilor primari (9 bănci comerciale din Republica Moldova¹).

Cu toate acestea, deși există această posibilitate iar ratele dobânzilor VMS sunt cu mult mai atractive decât la depozite, majoritatea persoanelor fizice și juridice continuă să păstreze cea mai mare parte a economiilor în depozite. Pe parcursul anului 2022, investitorii non-bancari vor avea venituri ratate de 875 milioane MDL, prin faptul că păstrează banii în depozite la termen, beneficiarii principali fiind băncile comerciale, care profită de pe urma economiilor cetățenilor. **Dacă investitorii non-bancari ar fi investit în VMS în loc să își deschidă depozite la termen, aceștia ar fi obținut venituri adiționale de 875 milioane MDL pe parcursul anului 2022.**

În condițiile unei economii în încetinire și a unei inflații în creștere, de ce totuși cetățenii nu cumpără VMS? De ce persoanele fizice și juridice preferă economiile în depozite în locul investițiilor în VMS? Ce acțiuni ar trebui să întreprindă autoritățile pentru a crește nivelul de educație financiară a persoanelor fizice privind investițiile în VMS?



Prezenta Analiză a fost elaborată în cadrul proiectului IPRE „Analize Tematice a politicilor publice”, realizat cu susținerea Fundației Konrad Adenauer (KAS) în Republica Moldova. Opiniile

reflectede în prezenta publicație aparțin autorilor și nu reflectă neapărat opinia KAS.

¹ Lista dealerilor primari

Cum să investiți în valorile mobiliare de stat?

Figura 1.

- Contactați un dealer primar**
Dealer primar - băncile comerciale din Republica Moldova
- Solicitați dealerului primar informația privind Comunicatul oficial de plasare a valorilor mobiliare de stat și rezultatele recente ale licitațiilor de vânzare a valorilor mobiliare de stat**
- Alegeți tipul valorilor mobiliare de stat și termenul pentru care doriți să faceți investiția:**
 - 91, 182 și 364 zile pentru bonurile de trezorerie
 - de la 1 an până la 5 ani pentru obligațiunile de stat.
- Completați cererea de participare la licitația de vânzare a valorilor mobiliare de stat, în strictă conformitate cu modelul cererii obținut de la dealerul primar**
- Deschideți un cont curent la dealerul primar și depuneți în contul curent suma ce reprezintă valoarea totală a valorilor mobiliare de stat cuprinse în cererea de participare la licitație**
- După desfășurarea licitațiilor de vânzare a valorilor mobiliare de stat, dealerul primar vă anunță despre acceptarea sau respingerea cererii și decontează eventualele diferențe de sume**
- La scadența valorilor mobiliare de stat sau la data plății dobânzilor, dealerul primar va trece la contul Dvs. sumele valorilor mobiliare răscumpărate la valoarea nominală și dobânzile la obligațiunile de stat.**

² Ghidul investitorului în VMS



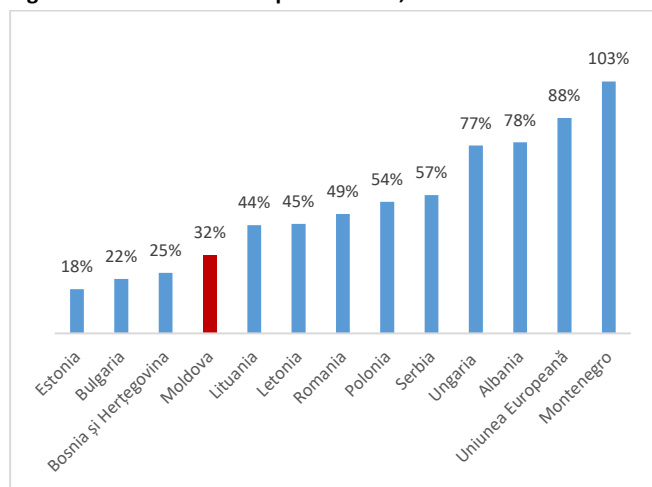
SITUAȚIA FISCALĂ

Pentru anul 2022, Guvernul anticipează un deficit bugetar record, de 17,24 miliarde MDL³, sau aproximativ 7% din produsul intern brut. Totuși, până la finele lunii octombrie, executarea bugetului s-a încheiat cu un deficit de doar 5,4 miliarde MDL. În mod normal, deficitul anticipat în final va fi mai mic decât cel prognozat în legea bugetului de stat pentru anul 2022.

La finele lunii octombrie 2022, datoria sectorului public (internă și externă) a atins nivelul record de 86,5 miliarde MDL. Cu toate acestea, raportat la PIB, datoria de stat reprezintă 31% din PIB, sub nivelul maxim de 37,6%, care a fost înregistrat la finele anului 2016 (imediat după convertirea garanției acordate de către Ministerul Finanțelor către BNM pentru creditarea celor trei bănci problematice). Acest lucru denotă faptul că Guvernul, în ciuda multiplelor crize cu care se confruntă, implementează o politică fiscală destul de prudentă.

Gradul de îndatorare a Moldovei (datoria de stat) este semnificativ mai mic decât al altor țări din regiune (vezi figura 2). În contextul macroeconomic global, când ratele de finanțare a deficitului sunt în creștere, poziția fiscală actuală a Republicii Moldova asigură autoritățile publice cu un anumit spațiu de manevră.

Figura 2: Datoria de stat raportat la PIB, Decembrie 2021



Sursa: Calculele autorilor conform datelor Tradingeconomics și Ministerului Finanțelor

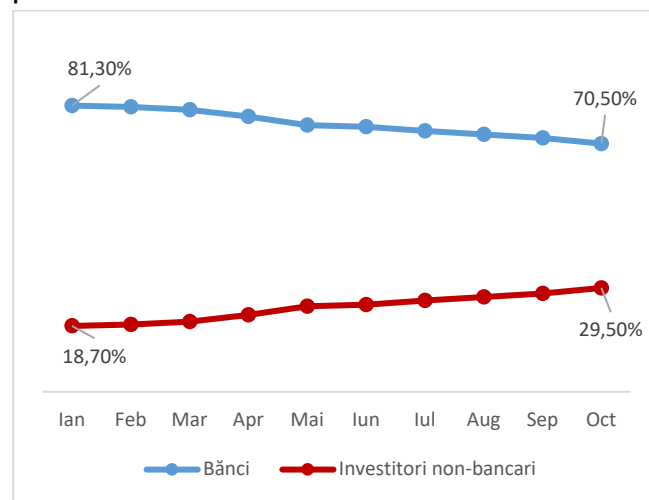
CINE FINANȚEAZĂ DEFICITUL BUGETAR?

Un alt element care evidențiază prudența Guvernului în finanțarea deficitului bugetar este accentul pe creșterea finanțării externe în detrimentul datoriei interne. Ponderea datoriei externe în totalul datoriei publice a crescut până la 61,7% în octombrie 2022, de la o medie de termen lung de aproximativ 55%. Acest lucru s-a

întâmpat inclusiv din cauza creșterii semnificative a ratelor de finanțare pe intern, dar și a unei deschideri înalte a instituțiilor străine de a finanța guvernul în contextul războiului și a crizei energetice. Prin urmare, soldul de valori mobiliare de stat (VMS) emise pe piața locală la finele lunii octombrie 2022, a scăzut cu aproximativ 1,1 miliarde MDL față de iunie 2021, pe când datoria externă a crescut cu aproximativ 12,1 miliarde MDL în aceeași perioadă.

Istoric, ponderea mare a investițiilor în VMS (peste 80%) era efectuată de băncile comerciale. Ratele înalte la VMS, comparativ cu alternativele investiționale disponibile (de ex: depozitele bancare) au dus la creșterea semnificativă a participării investitorilor non-bancari (persoane fizice și juridice) reducând din dominația băncilor asupra pieței de VMS. Dacă în ianuarie 2022, 81,3% din investițiile în VMS erau efectuate de bănci, în octombrie 2022 ponderea a scăzut la 70,5% (o scădere impresionantă cu 10,8 puncte procentuale, figura 3). Raportat la soldul datoriei aflate în circulație, rezultă că investitorii non-bancari au crescut investițiile în VMS pe parcursul anului 2022 cu aproximativ 2,3 miliarde MDL.

Figura 3: Ponderea investitorilor bancari și non-bancari în VMS pe parcursul anului 2022



Sursa: Ministerul Finanțelor

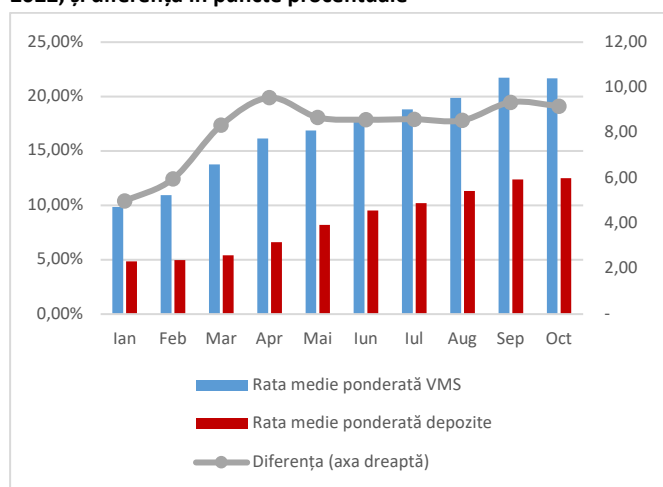
Cu toate acestea, persoanele fizice și juridice deopotrivă continuă să păstreze cea mai mare parte a economiilor în depozite (ne referim la depozitele la termen, făcând abstracție de depozitele la vedere), chiar dacă ratele sunt mult mai atractive la VMS. Din cauza diferenței semnificative a ratelor dintre depozitele bancare și VMS, investitorii non-bancari ratează în favoarea băncilor venituri considerabile. Diferența dintre ratele medii ponderate la depozite și VMS a atins aproape 10 puncte procentuale în aprilie 2022, fiind într-o ușoară scădere în lunile recente (vezi figura 4).

³ Legea bugetului de stat pentru anul 2022



Astfel, pe parcursul anului 2022, investitorii non-bancari vor avea un cost de oportunitate de 875 milioane MDL⁴, prin faptul că păstrează banii în depozite la termen. Cu alte cuvinte, dacă investitorii non-bancari ar fi investit în VMS în loc să își deschidă depozite la termen, aceștia ar fi obținut venituri adiționale de 875 milioane MDL pe parcursul anului 2022. Iar în cazul în care o parte din depozitele la vedere ar fi migrat în VMS, veniturile adiționale ar fi cu mult mai mari (sectorul bancar are un portofoliu de 29 miliarde MDL depozite la vedere, dintre care 16 miliarde MDL – fără dobândă). Astfel, băncile beneficiază semnificativ prin faptul că reușesc să colecteze resurse relativ ieftine de la populație, investind ulterior o parte din resurse în VMS.

Figura 4: Ratele medii ponderate la depozite și VMS pe parcursul 2022, și diferența în puncte procentuale



Sursă: Calculele autorului în baza datelor BNM

DE CE CETĂȚENII NU INVESTESC ÎN VMS?

Motivele pentru care investitorii non-bancari preferă să își păstreze economiile în depozite în defavoarea investițiilor în VMS sunt diverse, însă cel puțin patru pot fi identificate: (i) lipsa de cunoștință a instrumentului VMS, (ii) impresia că depozitele la termen sunt mai lichide decât VMS, (iii) lipsa unui canal ușor accesibil prin care se poate investi în VMS, și (iv) tratamentul fiscal neuniform al VMS și depozitelor bancare.

Lipsa de cunoștințe, dar și încredere: cei mai mulți investitori non-bancari din Moldova pur și simplu nu cunosc despre VMS, deși VMS sunt printre cele mai sigure instrumente financiare, beneficiind de garanția integrală a Guvernului Republicii Moldova. Din momentul înființării pieței VMS, statul nu a reținut niciodată plata pentru răscumpărarea VMS sau a dobânzilor. Totuși, nu s-a reușit popularizarea acestor instrumente în rândul populației largi,

deoarece acest lucru a fost lăsat doar în seama băncilor, care au fost mai interesate să promoveze depozitele bancare. Un factor conex lipsei de cunoaștere este și lipsa de încredere. Prăbușirea Uniunii Sovietice, iar în rezultat și evaporarea economiilor și investițiilor cetățenilor a diminuat gradul de încredere a acestora în instrumentele financiare oferite de către stat.

Lichiditatea depozitelor: în general, se consideră că depozitele la termen sunt mai lichide decât investițiile în VMS. Atât depozitele la termen cât și VMS sunt instrumente care presupun blocarea banilor pentru o perioadă de timp. În cazul în care investitorul are nevoie urgentă de bani, înainte de scadență, el poate cere rezilierea contractului de depozit (cu riscul de a pierde integral dobânda acumulată), dar poate obține ușor banii înapoi. În cazul VMS, există percepția că banii pot fi obținuți înapoi doar la scadență. În realitate, în cele mai multe cazuri, VMS pot fi vândute înainte de scadență unui alt investitor. Spre deosebire de depozitele bancare, în cazul vânzării VMS înainte de scadență, investitorul își va păstra o parte din dobânda acumulată pe perioada deținerii, cu excepția cazurilor extreme în care ratele vor crește semnificativ. Băncile care au statutul de dealeri primari sunt interesate să efectueze tranzacții pe piața secundară, pentru a-și menține statutul de dealer primar. Această obligație, asigură implicit prezența cumpărătorilor pentru VMS înainte de scadență. Totuși, procesul este mai complicat și cu implicații mai complexe, decât în cazul depozitelor bancare.

Canalul pentru investiții: investitorii non-bancari au posibilitate să investească în VMS prin intermediul dealerilor primari. Deși nu este un proces extrem de complex (vedeți figura 1), necesitatea de a interacționa cu un intermediar, nu favorizează accesul la VMS al investitorilor non-bancari. În multe cazuri, consilierii din filialele băncilor nu pot oferi multe detalii despre investițiile în VMS. În plus, este necesar de deplasat la filiala centrală a băncii periodic, pentru a semna diverse acte. Prin urmare, lipsa unui canal dedicat electronic, prin care investitorii non-bancari ar putea de sine stătător să investească în VMS, este un impediment important.

Tratamentul fiscal: în prezent, dobânda obținută din depozitele bancare este impozitată cu 3%, iar venitul obținut din VMS – cu 12%. În plus, impozitul din depozitele bancare este reținut la sursă, pe când pentru a achita impozitul pe venitul obținut din VMS, investitorul are responsabilitatea să depună declarația de venit și să achite impozitul. Acest tratament fiscal discriminatoriu în favoarea depozitelor bancare, scade din atractivitatea VMS. Este important de menționat faptul că în politica bugetar fiscală pentru anul 2023, se propune creșterea impozitului pentru dobânda obținută din depozitele bancare la 12%, pentru a asigura un

⁴ Costul de oportunitate a fost calculat prin compararea dobânzilor la depozitele noi atrase și VMS noi emise (cu scadențe aproximativ similare). Diferența în puncte procentuale pe fiecare scadență a fost multiplicată cu soldul de VMS plasat de către

Ministerul Finanțelor în care au investit doar băncile. În calcul respectiv, s-a făcut abstracție de comisioanele aplicate de intermediari și Depozitarul Central Unic.



tratament fiscal uniform. Reforma respectivă a fost amânată de câteva ori deja, și este important să fie promovată în final, pentru a asigura această echitate între diverse instrumente investiționale.

CONCLUZII

Pe parcursul anului 2022, investitorii non-bancari vor avea un cost de oportunitate de 875 milioane MDL, prin faptul că păstrează banii în depozite la termen. Astfel, băncile beneficiază semnificativ prin faptul că reușesc să colecteze resurse relativ ieftine de la populație, investind ulterior o parte din resurse în VMS.

Autoritățile, în parteneriat cu societatea civilă și mediul privat, ar trebui să depună și mai mult efort pentru a crește nivelul de încredere din partea cetățenilor.

Creșterea bazei de investitori în VMS, va oferi beneficii nu doar pentru cetățeni - viitorii investitori, dar și pentru Guvern. Cererea sporită pentru VMS va duce în timp și la diminuarea ratelor la VMS, reducând din costul deservirii datoriei.

IPRE RECOMANDĂ URMĂTOARELE:

1. **Campanie națională de informare a cetățenilor** pentru a atrage investitori în VMS. Acum este momentul perfect pentru a lansa o campanie în acest sens. Reieșind din ratele înalte la VMS, dar și nivelul inflației, cetățenii sunt în căutarea alternativelor pentru a păstra puterea de cumpărare a economisirilor sale. Campania respectivă va explica tot ciclul de viață al VMS, și de asemenea va combate iluzia de lichiditate mai înaltă în cazul depozitelor bancare.
2. **Implementarea cât mai rapidă a platformei electronice pentru vânzarea directă a VMS.** Lansarea cât mai rapidă a canalului electronic dedicat de vânzare a VMS pentru cetățeni, este o precondiție obligatorie pentru creșterea participării investitorilor non-bancari la piața VMS.
3. **Aprobarea tratamentului fiscal uniform între depozitele bancare și VMS,** astfel cum a fost propus în cadrul politicii bugetar-fiscale pentru anul 2023. În spațiul public, deja au apărut multe voci critice față de impozitarea mai înaltă a veniturii obținut din depozite. Totuși, este important să existe un tratament fiscal uniform față de diferite instrumente financiare.
4. **Reținerea la sursă a plății impozitului obținut din venitul VMS, cel puțin pentru persoanele fizice.** Această măsură de intervenție poate fi examinată, pentru a elimina responsabilitatea cetățenilor de a depune declarațiile de venit, și achita de sine stătător impozitele aferente veniturii din VMS.



Institutul pentru Politici și Reforme Europene (IPRE) a fost înființat în martie 2015 în calitate de centru de analiză și cercetare (eng.: think-tank) independent, non-profit și apolitic. Misiunea IPRE este de a accelera integrarea europeană a Republicii Moldova prin promovarea reformelor sistemice, sporirea democrației participative și consolidarea rolului cetățenilor în procesele decizionale la nivel național și local.

IPRE este membru al Platformei Naționale a Forumului Societății Civile a Parteneriatului Estic (www.eap-csf.eu), co-inițiator al Forumului Think-Tank al Parteneriatului Estic lansat în 2017 la Chișinău, membru al Rețelei de Think Tanks privind Parteneriatul Estic lansat în 2020 (EaP Think Tank Network), membru al Rețelei OSCE de Think Tanks și Instituții Academice (<https://osce-network.net/>) și membru asociat al SELDI - www.seldi.net).

Adresa: Str. București 90, of. 20
Chișinău, MD-2001, Republica Moldova
Tel.: + 373 22 788 989
E-mail: info@ipre.md
Web: www.ipre.md

