

# Comentarii Săptămânale

**nr. 51,  
17 August 2009**



[www.expert-grup.org](http://www.expert-grup.org)  
[info@expert-grup.org](mailto:info@expert-grup.org)  
MD-2012, Republica Moldova,  
Chisinau, str. Columna 133  
Tel. /373/ 211-559, 929-994

**Adrian Lupușor**

## **Ar trebui sau nu viitorul Guvern să accepte creditele oferite de Rusia și China?**

*Creșterea deficitului bugetar până la limite riscante, precum și majorarea datoriei publice interne prin emiterea masivă de valori mobiliare de stat (VMS) pe parcursul ultimelor luni va impune viitorul Guvern să apeleze la surse de finanțare externe. În acest sens, Republica Moldova are la dispoziție 2-3 opțiuni majore: semnarea unui nou memorandum de finanțare cu FMI sau/și contractarea creditelor bilaterale negociate la moment cu Rusia și China. Ultimele au tulburat enorm mediul mediatic și analitic din țară, stârnind mari controverse. Cauza este că contractarea unor asemenea credite gigantice pentru țara noastră automat va tripla soldul datoriei de stat externe, iar în condițiile actualei recesiuni economice, gradul de îndatorare va atinge limite riscante. Totodată, este vital ca aceste credite să nu prejudicieze relațiile cu FMI, care sunt și așa incerte la momentul de față. Or, semnarea unui nou memorandum de finanțare cu această instituție financiară va influența în mod direct imaginea țării noastre în fața finanțatorilor occidentali și, cu siguranță, va releva într-o altă lumină sinceritatea aspirațiilor privind integrarea europeană. Prin urmare, este necesar ca viitorul Guvern să stabilească clar prioritățile sale în domeniul politicii privind datoria de stat externă. Ar trebui sau nu noul Guvern să accepte creditele oferite de Rusia și China pe fondul relațiilor suspendate cu FMI? Care ar fi impactul de pe urma contractării acestora și care ar trebui să fie prioritățile politicii de stat în acest domeniu?*

Creșterea deficitului bugetar până la limite riscante, precum și majorarea datoriei publice interne prin emiterea masivă de valori mobiliare de stat (VMS) pe parcursul ultimelor luni va impune viitorul Guvern să apeleze la surse de finanțare externe. În acest sens, Republica Moldova are la dispoziție 2-3 opțiuni majore: semnarea unui nou memorandum de finanțare cu FMI sau/și contractarea creditelor bilaterale negociate la moment cu Rusia și China. Ultimele au tulburat enorm mediul mediatic și analitic din țară, stârnind mari controverse. Cauza este că contractarea unor asemenea credite gigantice pentru țara noastră automat va tripla soldul datoriei de stat externe, iar în condițiile actualei recesiuni economice, gradul de îndatorare va atinge limite riscante. Totodată, este vital ca aceste credite să nu prejudicieze relațiile cu FMI, care sunt și așa incerte la momentul de față. Or, semnarea unui nou memorandum de finanțare cu această instituție financiară va influența în mod direct imaginea țării noastre în fața finanțatorilor occidentali și, cu siguranță, va releva într-o altă

lumină sinceritatea aspirațiilor privind integrarea europeană. Prin urmare, este necesar ca viitorul Guvern să stabilească clar prioritățile sale în domeniul politicii privind datoria de stat externă. Ar trebui sau nu noul Guvern să accepte creditele oferite de Rusia și China pe fondul relațiilor suspendate cu FMI? Care ar fi impactul de pe urma contractării acestora și care ar trebui să fie prioritățile politicii de stat în acest domeniu?

### **De ce avem nevoie acum mai mult ca oricând de surse externe de finanțare?**

Pentru a elimina pericolul major pentru economia națională care la momentul actual constă în creșterea puternică a datoriei publice interne în paralel cu diminuarea veniturilor bugetare. Astfel, pe fondul relaxării graduale a politicii monetare și a tendințelor deflaționiste, Guvernul a apelat foarte intens la surse interne de creditare. Începând cu luna mai a avut loc practic o explozie a volumului de VMS tranzacționate pe piața primară, astfel încât în luna iunie băncile comerciale au devenit

principalii finanțatori ai deficitului bugetar. Problema majoră constă în constrângerile politice care au subminat fundamental capacitatea Guvernului de a ajusta politica sa bugetară la efectele crizei economice. Prin urmare, veniturile obținute din vânzarea VMS, care în iunie au fost cu 45,9% mai mari față de nivelul prognozat, erau direcționate exclusiv spre finanțarea sectorului bugetar și a programelor de asistență socială. Astfel, în condițiile în care majoritatea bonurilor de trezorerie sunt cu o perioadă mai mică de jumătate de an, reducerea constantă a veniturilor bugetare va afecta esențial capacitatea Guvernului privind onorarea obligațiilor de plată la scadență. De aceea necesitatea surselor externe de finanțare este una imperativă, luând în considerație maturitatea timpurie a creditelor interne, precum și pericolul exploziei deficitului bugetar și a acumulării arieratelor privind plata salariilor și transferurilor sociale.

### **Ce cunoaștem la moment despre creditele negociate cu Rusia și China...**

În principiu, nu există diferențe fundamentale între perioadele de maturitate a creditelor oferite de ambele state. Astfel: durata se preconizează a fi de 15 ani, perioada de grație 5 ani (Rusia) și 3 ani (China), iar destinația acestor credite va ține (din cele oficial declarate) de proiecte infrastructurale. Mai cunoaștem de asemenea că, în virtutea propriilor imperative geopolitice, ambele țări utilizează un spectru larg de instrumente, inclusiv financiare, pentru a-și consolida influența politică în Europa de Est (Rusia) sau pentru a se poziționa în calitate de jucător important în această regiune (China). O diferență notabilă ar fi că Rusia, mai mult decât China, este interesată de atașarea unor condiții politice la creditul său. China este interesată mai mult de concesiuni economice cu caracter strategic din partea Moldovei (de exemplu, administrarea proiectelor de infrastructură de către ingineri și manageri chinezi sau utilizarea la scară largă a forței de muncă chinezească).

### **... și ce NU cunoaștem?**

Nu cunoaștem practic esențialul: ratele dobânzilor și, mai ales, condiționalitățile economice/politice atașate. Interesul autorităților pentru aceste credite, pe fondul reticenței privind semnarea unui nou memorandum de finanțare cu FMI, poate fi ușor înțeles luând în considerație specificul situației politice din țară la momentul când au început negocierile. Analizând experiența altor state din CSI care au apelat la credite din partea Rusiei, vom vedea că acestea includ mult mai puține condiționalități economice, față de cele cerute de FMI. În același timp, cooperarea cu aceasta instituție financiară internațională a presupus, pentru mai multe state din regiune (Ucraina, țările Baltice, Bosnia, Ungaria, România), condiții austere

vizavi de politicile lor bugetar-fiscale, în special, reducerea cheltuielilor aferente programelor sociale și salariilor din sectorul bugetar.

Totodată, creditele oferite de Rusia și China vor fi destinate proiectelor infrastructurale, în timp ce banii oferii de FMI pot fi utilizați doar pentru suplinirea activelor oficiale de rezervă. Prin urmare, pentru un Guvern ghidat de obiective electorale sau de alte obiective pe termen scurt, ofertele Rusiei și Chinei sunt mult mai atractive față de cea a FMI. Ipoteza respectivă a fost validată chiar de ministrul economiei și comerțului, Igor Dodon, care a declarat recent că R. Moldova va accepta mai curând credite comerciale și nu concesionale bilaterale<sup>1</sup>. Totodată, acesta a afirmat că Guvernul nu va accepta condițiile impuse de FMI care ar „prejudicia populație R. Moldova” făcând referință explicită la experiența altor state din regiune în reducerea salariilor pentru bugetari și a cheltuielilor aferente programelor sociale. Cu siguranță, această poziție a fost determinată de ezitarea Guvernului în exercițiul de a implementa reforme nepopulare care ar fi generat tensiuni sociale și, respectiv, costuri politice în ajunul alegerilor parlamentare.

### **Condiționalități economice vs condiționalități politice**

Deși creditele bilaterale din partea Rusiei și Chinei sunt mai atractive pe termen scurt, acestea implică o serie de riscuri majore pe termen lung. Cauza este că creditele respective, în special cel din partea Rusiei, ar putea fi condiționat de o serie de concesiuni politice care ar permite Kremlinului majorarea influenței în țara noastră, influență care deja este foarte înaltă. Experiența altor state din CSI (tabela 1) relevă faptul că creditele rusești au fost preferate mai mult de statele, politica externă a cărora este mai degrabă una pro-rusă (Armenia, Kazahstan, Belarus, Kirgizstan). Deși unele dintre acestea au obținut și finanțare FMI, creditele rusești au majorat dependența economică și politică a acestora de Rusia. Spre exemplu Kazahstan a fost obligat să utilizeze creditul rus pentru procurarea metalelor și echipamentului fabricate în Federația Rusă, iar la moment se duc negocieri privind vânzarea celei mai mari bănci din această țară, BTA, către Sberbank, o banca comercială rusă controlată de Kremlin. Kirgizstan, pentru obținerea creditului rus, a fost nevoit să ceară evacuarea trupelor americane din Baza Aeriană din Manas. Chiar și Bulgaria, care nu este membră CSI, a contractat un credit rusesc în valoare de 5 miliarde USD pentru construcția unei fabrici de energie nucleară, în schimbul cesionării unei cote părți din sectorul energetic al acestei țări. Se pare însă că noul guvern ales recent în Bulgaria va retracta

<sup>1</sup> Articolul din ECO „FMI a întrerupt până la toamnă negocierilor cu Chișinăul”, editia Nr. 223 din 09 Iunie 2009

precedentele înțelegeri financiare cu Rusia. Totodată, condiționalitățile politice atașate creditelor din partea Rusiei pot influența negativ durabilitatea proiectelor finanțate în cadrul acestora. Un caz

elocvent este cel al Belarusului, când partea rusă a refuzat transferarea ultimei tranșe de credit de 500 milioane USD, determinând această țară să ceară finanțare din partea FMI.

**Tabelul 1: Creditele din partea Rusiei și FMI negociate și transferate statelor CSI (Iunie, 2009)**

Tara	Credit din partea Rusiei	Credit din partea FMI
Ucraina		16,4 miliarde USD (negociat)
		7,3 miliarde USD (transferat)
Belarus	2 miliarde USD (negociat)	2,4 miliarde USD (negociat)
	1,5 miliarde USD (transferat)	788 milioane USD (transferat)
Kazahstan	3,5 miliarde USD (negociat)	
Moldova	500 milioane USD (negociat)	
Armenia	500 milioane USD (transferat)	823 milioane USD (negociat)
		400 milioane USD (transferat)
Georgia		750 milioane USD (negociat)
		187 milioane USD (transferat)
Kirgizstan	2 miliarde USD (negociat)	100 milioane (negociat)
		25 milioane (transferat)
Tadjikistan		116 milioane (negociat)
		39 milioane (transferat)

Sursa: FMI și RBC

Prin urmare, o preferință acordată creditelor bilaterale din partea Rusiei și Chinei în detrimentul relațiilor cu FMI va majora semnificativ dependența politică și economică a țării noastre de aceste state, iar aspirațiile de integrare europeană vor fi compromise. Deși viitorul Guvern va fi pus cam în fața acelorași constrângeri financiare, s-ar putea ca acesta să aibă mai multe capacități de a implementa acele reforme dureroase, dar necesare, care derivă din condiționalitățile aferente memorandumului FMI. În același timp, este vitală o viziune a guvernării pe o durată mai lungă de timp, or miopia guvernului în exercițiu a dus la întârzierea unei serii de reforme structurale fără de care relansarea sectorului real la momentul actual ar fi extrem de dificilă.

### **Ce rămâne cert?**

Deși nu se cunosc ratele dobânzilor și adevăratele condiționalități ale acestor credite bilaterale, rămâne cert faptul că acestea vor avea un impact fundamental asupra gradului de îndatorare al economiei noastre. Astfel, nivelul acestuia va atinge limite riscante în urma triplării soldului datoriei de stat externe (grafic 1) și a efectelor crizei economice în special asupra veniturilor bugetare și a PIB-ului. Prin urmare, va fi grav afectată sustenabilitatea datoriei de stat externă (grafic 2) fapt ce ar putea crea turbulențe macroeconomice majore.

**...povara datoriei de stat externe asupra economiei naționale va crește de peste 3 ori**

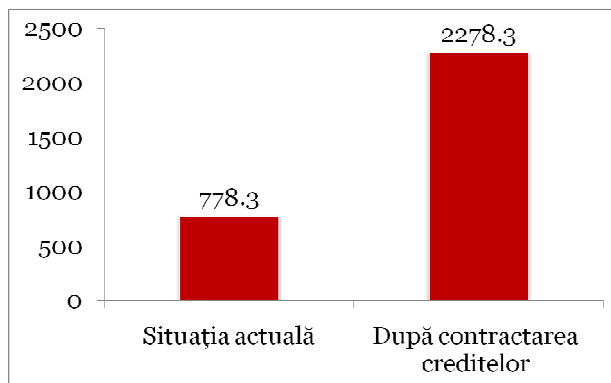
Indicatorul care relevă capacitatea economiei de a rambursa datoria creditorilor externi (ponderea Datoriei de Stat Externe (DSE) în PIB) va crește până la aproximativ 41,9%. Nivelul respectiv este unul pe de-a dreptul alarmant luând în considerație faptul că media în alte state din regiune variază între 19%-20%. Prin urmare, vor crește substanțial costurile aferente gestionării DSE care vor fi practic de două ori mai mari față de alte state din Europa Centrală și de Est.

**...gradul de expunere la riscul ratei de schimb va fi dublu față de media pe regiune**

Triplarea ponderii DSE în PIB automat presupune triplarea gradului de expunere la riscul oscilațiilor ratei de schimb valutar, ceea ce în actualele condiții de criză devine un pericol iminent. Astfel, în timp ce media privind ponderea respectivă în statele din regiune variază în jur de 19%-20%<sup>2</sup>, în R. Moldova aceasta va fi practic dublă (41,9%). Totodată, va crește și ponderea DSE în total datorie publică până la circa 63%, fapt ce confirmă riscul sus menționat. Aceasta vine în contradicție cu tendința regională unde se promovează o politică în domeniul datoriei publice în direcția diminuării gradului de expunere la riscul ratei dobânzii.

**...va fi grav afectată disponibilitatea R. Moldova de a rambursa datoria sa externă**

<sup>2</sup> „Domestic and External Public Debt in Developing Countries”, No. 188, March 2008, UNCTAD

**Grafic 1:** Modificarea soldului DSE după contractarea creditelor bilaterale, mil. USD

Sursa: MinFin, calcule EG

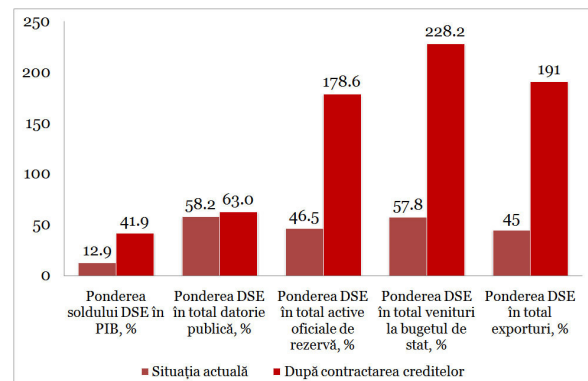
Soldul DSE va depăși practic de două ori volumul exporturilor, în contextul anticipatei comprimări a comerțului extern în anul curent. Astfel, ponderea DSE în total exporturi va crește de la 45% la sfârșitul anului 2008 până la 191% în 2009. La rândul său, aceasta va determina Banca Mondială să modifice calificativul țării noastre din „debitor cu risc mic de a nu rambursa datoriile”, în „debitor cu risc moderat”, fiind aproape de nivelul critic (nivelul critic se consideră începând cu pragul de 220%).

### **... povara DSE asupra bugetului de stat se va apropia de punctul critic**

Impactul cel mai dramatic va fi simțit de bugetul de stat, ponderea DSE în total venituri majorându-se de circa 4 ori. Pe fondul diminuării veniturilor bugetare în actualele condiții de criză, ponderea DSE în veniturile bugetului de stat va crește de la 57,8% la finele anului 2008, până la 228,2%. Un asemenea nivel este foarte aproape de limita critică (250%), fapt ce relevă riscul sporit privind apariția unor dezechilibre macroeconomice adiționale majore, în urma contractării acestor credite.

### **Concluzii și recomandări majore**

Republica Moldova posedă un grad mic de îndatorare față de alte state din regiune, respectiv potențialul de îndatorare al țării trebuie exploatat foarte atent, astfel încât oportunitatea respectivă să nu se transforme în risc. Deși nu se cunosc condiționalitățile creditelor analizate, este cert faptul că contractarea acestora va aduce gradul de îndatorare al economiei R. Moldova până la limite riscante. Indicatorii analizați relevă riscurile majore ale creditelor respective pentru situația macroeconomică din țară. În același timp, maturitatea timpurie a VMS-urilor, pericolul creșterii puternice a deficitului bugetar și insuficiența acută de surse interne de finanțare pe termen lung determină necesitatea sporită a surselor externe de

**Grafic 2:** Modificarea principalilor indicatori de sustenabilitate a datoriei de stat externe (DSE) în urma contractării creditelor bilaterale<sup>1</sup>

Sursa: MinFin, BNS, calcule EG

finanțare. În acest context, prioritatea numărului unu în cadrul politicii viitorului Guvern în domeniul datoriei de stat externe ar trebui să fie reluarea imediată a negocierilor cu FMI privind semnarea noului memorandum de finanțare. Aceasta nu înseamnă renunțarea la alte credite bilaterale, ci suspendarea negocierilor privind contractarea acestora până la momentul semnării acordului cu FMI. Cauza majoră constă în efectul de multiplicator al relațiilor cu aceasta organizație internațională de finanțare, care pe lângă asigurarea stabilității macroeconomice și a cursului de schimb al monedei naționale, reprezintă un semnal pozitiv pentru întreaga comunitate de finanțatori din occident. Mai mult decât atât, în cazul contractării creditelor din partea Rusiei și Chinei în lipsa finanțării din parte FMI, soldul datoriei de stat externă nu va mai putea fi acoperit de activele oficiale de rezervă a BNM, fapt ce ar putea pune în pericol stabilitatea monedei naționale. În orice caz, Guvernul va fi nevoit să apeleze la memorandumul FMI cu scopul suplinirii activelor oficiale de rezervă. Prin urmare, cea mai rațională opțiune a viitorului Guvern va consta în primul rând în reluarea imediată a negocierilor cu FMI, iar ulterior, după semnarea memorandumului de finanțare, este acceptabilă contractarea echilibrată a altor credite bilaterale. Din punct de vedere geopolitic, este preferabil mai degrabă un credit din partea Chinei, care ar putea să contrabalanseze esențial influențele excesiv de mari ale Rusiei în Moldova.