

Expres Analize

nr. 15,
21 iulie 2010



www.expert-grup.org
info@expert-grup.org
MD-2012, Republica Moldova,
Chișinău, str. Columna 133
Tel. /3732/ 211-559

Adrian Lupușor

Pericolele creșterii datoriei de stat interne

Deși creșterii datoriei de stat interne se acordă, în ultimul timp, mai puțină atenție, considerăm necesar de a scoate în evidență anumite tendințe îngrijorătoare conturate pe parcursul anului curent, rădăcinile căreia provin încă din 2009. Problema majoră ține de faptul că în pofida suportului bugetar extern de care beneficiază actualul Guvern, volumul emisiunilor de valori mobiliare de stat (VMS) s-a majorat, contribuind la creșterea datoriei de stat interne finanțate piramidal: o parte din VMS-urile noi sunt emise pentru a acoperi cele ieșite la maturitate.

În mod normal, extinderea accesului Guvernului la surse de finanțare externe ar trebui să determine Guvernul, prin substituție, să reducă împrumuturile pe intern prin intermediul emisiilor de VMS care sunt mult mai scumpe și au maturitate financiară mai scurtă. În realitate, însă, volumul acestor emisii a crescut, relevând apetitul crescând al Guvernului pentru resursele creditare ale băncilor locale (tabelul 1). Doar în primele 6 luni datoria de stat internă a atins nivelul planificat până la sfârșitul anului curent – de 5,3 miliarde MDL, iar chiar dacă aceasta va rămâne la nivelul actual, ponderea acesteia în PIB ar putea ajunge la finele anului la 8,6% (în 2009 aceasta a fost de 8,5%, în 2008 – 5,6%, în 2007 – 7%). Totodată, deși ponderea cheltuielilor pentru deservirea datoriei de stat interne în total venituri fiscale acumulate la bugetul de stat va scădea nesemnificativ (cu circa 0,5 p.p., până la 5,5%), acestea vor rămâne superioare nivelurilor înregistrate în anii de până la criză (4,4% în 2008 și 3,8% în 2007).

Tabel 1: Volum mediu anunțat de Ministerul Finanțelor la licitațiile de vânzare a VMS

Perioada de maturitate	Iunie 2009	Iunie 2010
21 zile	24600	13250*
91 zile	30600	40000
182 zile	49600	52000
364 zile	10400	18000

*cu excepția ultimei săptămâni a lunii când nu au fost emise VMS de 21 zile

Sursa: BNM

Pericolele creșterii excesive a datoriei de stat interne derivă însuși din structura acesteia, care este formată exclusiv din valori mobiliare de stat cu perioade cuprinse între 21 zile și un an, cele mai populare fiind cu maturitatea de 3 și 6 luni. Prin urmare, aceste împrumuturi sunt utilizate doar pentru acoperirea unor deficite temporare de casă și nu pot fi utilizate pentru finanțarea proiectelor investițional – pentru care în mod normal și ar trebui de contractat datorie publică. Astfel, aceste împrumuturi nu presupun nici un efect multiplicator pentru economie, creând presiuni suplimentare asupra bugetului de stat. Mai mult decât atât, aceasta condiționează efectul de eliminare a investițiilor private, deoarece statul se află în competiție directă cu sectorul real pentru resursele creditare ale băncilor.

Perioadele scurte de maturitate a VMS-urilor determină Guvernul să apeleze la împrumuturi interne adiționale pentru a plăti principalul și dobânda pentru cele precedente. O asemenea finanțare piramidală a datoriei publice interne poate fi viabilă doar cu două condiții: 1) economia se află în recesiune și băncile restrâng creditarea sectorului real orientându-se spre Guvernul care rămâne cel mai sigur debitor (drept rezultat dobânzile la VMS scad); 2) Guvernul anticipează că BNM în viitorul apropiat (circa 1 an) nu va aplica o politică monetară mai restrictivă, garantând o ofertă stabilă de resurse creditare pentru bugetul de stat. La momentul actual, niciuna din aceste condiții nu mai este valabilă: băncile se reorientează gradual spre creditarea sectorului real și, prin urmare, cererea pentru VMS se va reduce în viitorul apropiat; iar BNM ar putea înăspri politica monetară din 2011 în scopul temperării presiunilor inflaționiste, ceea ce va restrânge nivelul de lichiditate a băncilor comerciale și, respectiv, interesul acestora de a finanța deficitul bugetar. Ambele tendințe, în cele din urmă, vor cauza majorarea dobânzilor la împrumuturile de stat interne, iar Guvernul va fi prins într-un cerc vicios: emisiunea noilor VMS pentru acoperirea celor ieșite la maturitate necesită cheltuieli și mai mari pentru deservire ceea ce determină emisiunea unui volum și mai mare de VMS în viitor. Creșterea cererii pentru resursele creditoare ale băncilor va duce din nou la creșterea dobânzilor și, respectiv, la creșterea cheltuielilor pentru deservire a noilor împrumuturi ș.a.m.d. (efectul bulei de săpun).

Prin urmare, constatăm o serie de pericole iminente ce țin de creșterea datoriei de stat interne și a modului de finanțare a acesteia. Aceasta nu este sustenabilă nici măcar pe termen mediu și va îndemna Guvernul în viitorul apropiat fie să majoreze povara fiscală, ceea ce va strangula mediul de afaceri, fie să diminueze cheltuielile bugetare, generând riscul escaladării tensiunilor sociale. Cert este faptul că mai devreme sau mai târziu necesitatea reformării radicale a întregului sistem al administrației publice se va demonstra imperativă, iar costurile tergiversării acesteia vor fi plătite cu dobânzi usturătoare de întreaga societate.

Această publicație apare în cadrul proiectului „Promovarea bunei guvernări prin analiză și prognoză economică independentă” implementat de Expert-Grup cu suportul financiar al Fundației Soros Moldova.