

Războiul din Ucraina: este oare atât de mare riscul ieșirilor de capital din Moldova și cum ne pot ajuta partenerii de dezvoltare

Marina Soloviova

Directoare de program, Expert-Grup

Martie, 2022

După declanșarea războiului în Ucraina au apărut îngrijorări în ceea ce privește eventuala fugă a capitalului din Republica Moldova în contextul unui risc regional sporit. Aceasta ar putea să se manifeste prin retragerea investițiilor străine directe, de portofoliu, împrumuturilor, depozitelor etc. În prezentul studiu noi am evaluat comportamentul istoric al fluxurilor de capital în Republica Moldova cu scopul de a estima vulnerabilitățile pentru diferite categorii de fluxuri financiare externe, am identificat posibilele consecințe macroeconomice și am propus măsuri de politică publică pentru a le aborda.

Evoluția intrărilor și ieșirilor de capital pe parcursul ultimilor ani

Ieșiri de capital se înregistrează în balanța de plăți atunci când cresc activele externe ale rezidenților sau scad pasivele față de nerezidenți. Creșterea activelor externe se înregistrează ca rezultat al următoarelor tipuri de operațiuni:

- Efectuarea de către rezidenți a investițiilor directe sau de portofoliu peste hotare, oferirea de împrumuturi firmelor afiliate de peste hotare în cadrul investițiilor directe;
- Majorarea activelor în conturile curente, plasărilor la termen și altor tipuri de plasări ale rezidenților în străinătate;
- Oferirea de împrumuturi de către rezidenți nerezidenților;
- Livrarea de către exportatorii rezidenți a mărfurilor în avans (cu plată după livrare) sau oferirea de către importatorii rezidenți a avansurilor pentru mărfurile ce vor fi importate ulterior.

Scăderea pasivelor externe poate avea loc în cazul următoarelor tipuri de tranzacții:

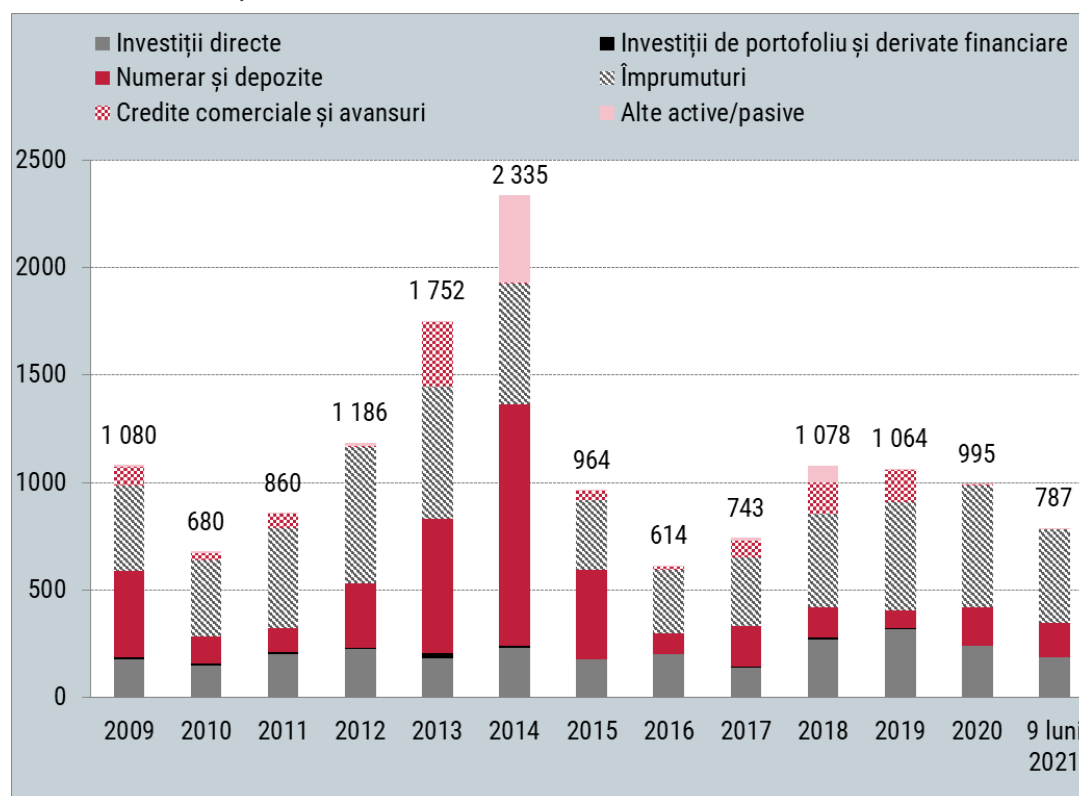
- Retragera investițiilor directe sau de portofoliu de către nerezidenți, rambursarea datoriilor față de firmele afiliate de peste hotare în cadrul investițiilor directe;
- Retragera de către nerezidenți a depozitelor lor deschise în băncile comerciale rezidente;
- Rambursarea împrumuturilor externe de către rezidenți;
- Livrarea de către exportatorii rezidenți a mărfurilor pentru care au fost anterior primite plăți în avans sau achitățile de către importatorii rezidenți pentru mărfurile ce au fost importate anterior.

Riscurile de ieșiri bruște de capital diferă pentru fiecare din aceste tipuri de tranzacții. Datele statistice ale Republicii Moldova ne arată că:

- fluxurile de investiții directe manifestă o oarecare volatilitate la intrări, dar nu sunt volatile la ieșiri (investiția o dată venită nu pleacă repede) (Figurile 1 și 2);
- fluxurile de împrumuturi, la fel, sunt mai volatile la intrări decât la ieșiri. 98% din stocul de împrumuturi externe contractate de Republica Moldova sunt pe termen lung. Astfel, ieșirile la acest articol sunt determinate de graficele de rambursare și mai puțin de evenimentele externe;

- fluxurile de investiții de portofoliu sunt neglijabile atât la intrări, cât și la ieșiri, și nu prezintă riscuri majore (la 30.09.2021 stocul total al pasivelor externe sub formă de investiții de portofoliu a constituit 25 mil. USD);
- fluxurile de credite comerciale și avansuri sunt determinate de volumul comerțului exterior cu bunuri și servicii, pe care evenimentele din regiune îl vor influența în sensul scăderii;
- cel mai volatil comportament îl au fluxurile de numerar și depozite.

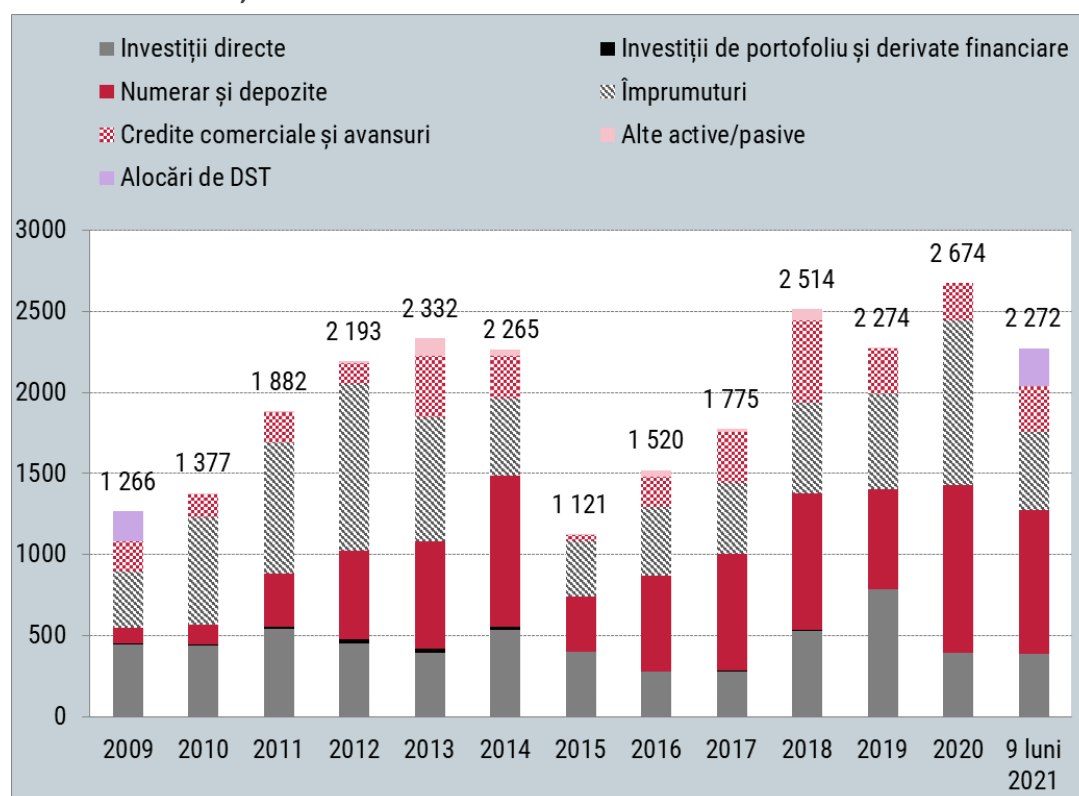
Figura 1. Ieșiri brute de capital înregistrate în balanța de plăți a Republicii Moldova, fără activele de rezervă, mil. USD



Sursa: elaborată de Expert-Grup în baza datelor BNM

În anul 2014 ieșirile brute la articolul numerar și depozite au atins valoarea maximă istorică de 1,121 mil. USD, din care scăderea brută a pasivelor băncilor comerciale rezidente față de nerezidenți sub formă de depozite a însumat 402 mil. USD. Totodată, trebuie de menționat că în anul 2014 au fost și intrări brute de capital sub formă de numerar și depozite în sumă de 934 mil. USD, din care creșterea brută a depozitelor nerezidenților în băncile comerciale rezidente a totalizat 295 mil. USD (Figura 2). Astfel, ieșirile nete de capital la articolul numerar și depozite în anul 2014 au constituit 187 mil. USD (Figura 3), din care scăderea netă a depozitelor nerezidenților în băncile comerciale rezidente a totalizat 108 mil. USD. În prezent (conform situației din 30.09.2021) stocul pasivelor sub formă de depozite al băncilor comerciale față de nerezidenți este de 135 mil. USD, care ar putea fi retrase în cazul în care nerezidenții vor aprecia riscul regional ca fiind sporit.

Figura 2. Intrări brute de capital înregistrate în balanța de plăți a Republicii Moldova, fără activele de rezervă, mil. USD

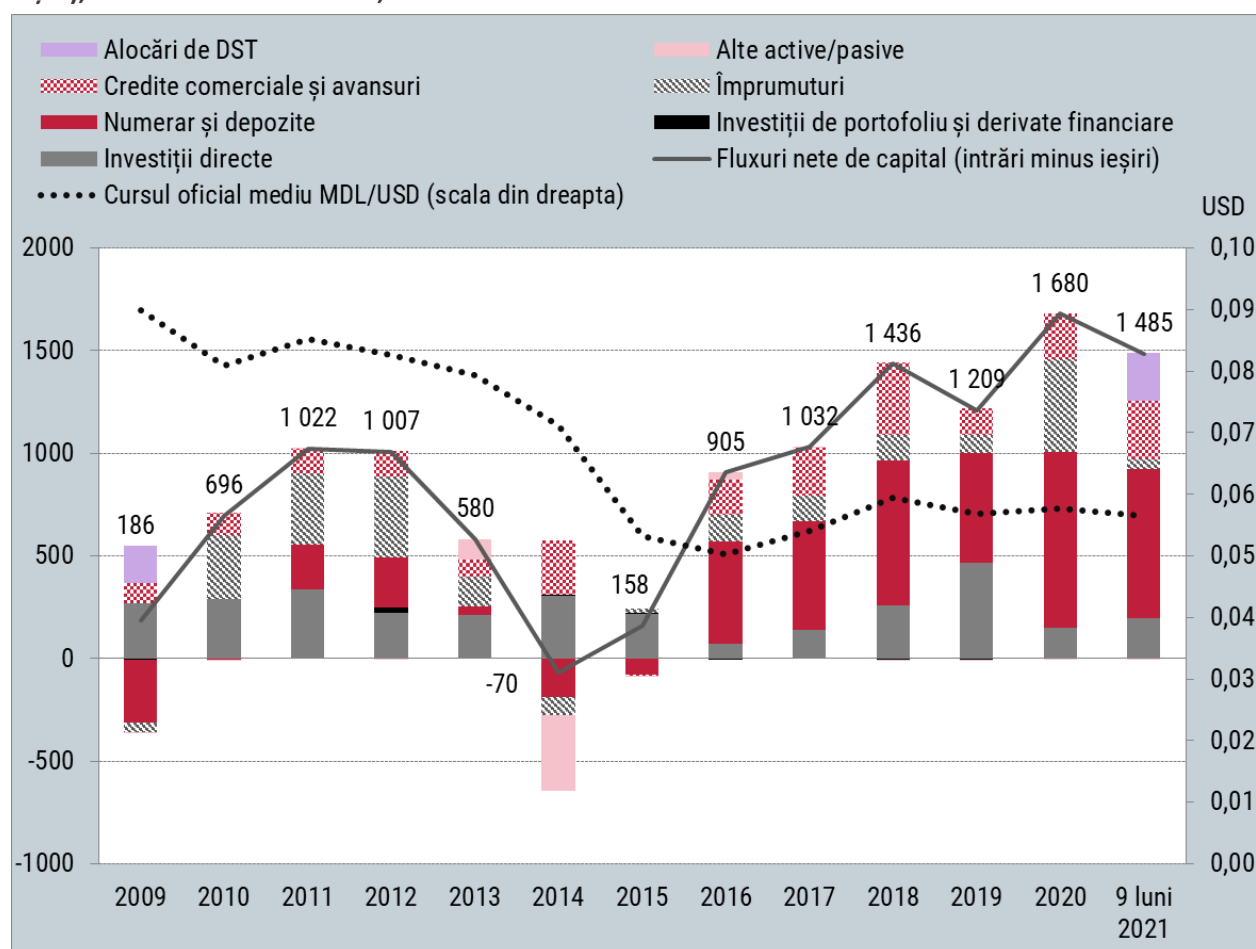


Sursa: elaborată de Expert-Grup în baza datelor BNM

Observăm că Republica Moldova înregistrează, în general, intrări nete de capital (Figura 3), anul 2014 fiind singurul an din 2009 încolo în care au fost înregistrate ieșiri nete de capital (fără a lua în calcul ieșirile și intrările de capital legate de evoluția activelor de rezervă, pentru că ele au rolul de a echilibra fluxurile de capital), atribuibile în mare parte evenimentelor determinate de criza bancară, exacerbate și de episodul precedent de tensiuni militare în estul Ucrainei. Actualmente, riscul constă nu atât în potențiala majorare a ieșirilor de capital, care poate rezulta mai mult din evoluția depozitelor și mai puțin din dinamica celorlalte articole, ci mai degrabă în scăderea bruscă a intrărilor de capital în Republica Moldova drept rezultat al situației regionale, ca în anul 2015. În acest din urmă caz, în afară de depozite, ar putea să scadă semnificativ intrările de investiții directe și de împrumuturi externe. Cercetările (Cavallo et al, 2013) arată că oprirea intrărilor de capital are de obicei un impact economic mai mare decât ieșirile de capital¹.

¹ Cavallo E., Powell A., Pedemonte M., Tavella P. [“A New Taxonomy of Sudden Stops: Which Sudden Stops Should Countries Be Most Concerned About?”](#), Inter-American Development Bank Working Paper, 2013

Figura 3. Fluxuri nete de capital înregistrate în balanța de plăți a Republicii Moldova (intrări minus ieșiri), fără activele de rezervă, mil. USD



Sursa: elaborată de Expert-Grup în baza datelor BNM

Care pot fi riscurile pentru economia Republicii Moldova?

Scăderea subită a intrărilor de capital („sudden stop”) poate avea efecte atât financiare, cât și reale. Întâi apar efectele financiare, manifestate prin deprecierea monedei naționale, scăderea activelor de rezervă și diminuarea prețurilor acțiunilor (dacă există o piață de capital dezvoltată). Apoi decelerează creșterea economică, scad investițiile, iar balanța contului curent crește. Cercetarea Băncii Mondiale realizată pe un eșantion de 34 de țări arată că după un incident de sudden stop creșterea economică scade în medie cu 4 puncte procentuale pe parcursul următoarelor patru trimestre, iar cursul nominal de schimb se depreciază cu circa 9%². În Republica Moldova, în urma majorării ieșirilor de capital în anii 2013-2014, dar mai ales ca rezultat al scăderii intrărilor de capital în anul 2015, leul moldovenesc s-a depreciat cu 10% în 2014 comparativ cu 2013 și cu 25% în 2015 comparativ cu 2014 (Figura 3). Majorarea ulterioară a intrărilor nete de capital, deși a contribuit la o oarecare apreciere a leului, totuși nu a estompat totalmente efectul șocului. Creșterea economică în Republica Moldova a fost mai lentă cu 4 p.p. în 2014 și cu 5 p.p. în 2015.

Trebuie de menționat că, în cazul în care va fi înregistrată o sporire a ieșirilor de capital, activele pe termen scurt în valută disponibile în țară vor fi suficiente pentru a acoperi angajamentele externe pe termen scurt. Astfel, la 30.09.2021, activele oficiale de rezervă ale BNM (3 962 mil. USD) acopereau cca 150% din datoria

² Eichengreen B., Gupta P. „[Managing Sudden Stops](#)”, World Bank Policy Research Working Paper, 2016

externă pe termen scurt (2 564 mil. USD). Dacă la ele adăugăm activele externe pe termen scurt ale celorlalte sectoare (1 373 mil. USD), atunci acoperirea ar fi de cca 210%. De asemenea, menționăm că angajamentele externe sub formă de avansuri comerciale primite urmează să fie acoperite prin livrări de bunuri și servicii și nu necesită acoperire prin rezerve. Însă, într-o perspectivă mai lungă, mai ales dacă războiul acut din Ucraina se va transforma într-un război de uzură de lungă durată, Moldova va necesita suport din partea partenerilor de dezvoltare.

Care sunt răspunsurile de politici necesare și cum pot contribui partenerii de dezvoltare în vederea evitării destabilizării macrofinanciare?

Meniul de măsuri posibile de răspuns la ieșirile de capital/oprirea intrărilor include trei categorii mari, aplicate în dependență de principala cauză ce a generat criza³:

- (1) Politici macroeconomice (dacă ieșirile de capital/oprirea intrărilor au rezultat din politicile macroeconomice deficiente ale țării receptoare), care includ flexibilizarea cursului de schimb, ajustarea politicii monetare și fiscale în funcție de circumstanțe;
- (2) Politici macroprudențiale (în cazul în care criza a rezultat din slăbiciunile sistemului financiar), cum ar fi înăsprirea cerințelor față de capital bazate pe risc, limitarea împrumuturilor către companii afiliate și a expunerilor mari, standarde mai înalte de dezvăluire a informațiilor etc.;
- (3) În cazuri mai grave, controlul fluxurilor de capital (atunci când cauza principală sunt imperfecțiunile piețelor internaționale de capital), care poate include așa măsuri ca: impozitarea/limitarea cumpărărilor de valută, vânzarea obligatorie a veniturilor în valută din exporturi sau a tuturor veniturilor externe, limitarea retragerilor de depozite, introducerea scadențelor maxime pentru creditele comerciale acordate nerezidenților, limitarea transferurilor personale peste hotare și a plăților cu cardul în valută, limitarea plăților de dividende, interzicerea rambursărilor anticipate de împrumuturi către nerezidenți etc.

Spre deosebire de anii 2014-2015, actualmente eventualele ieșiri de capital din Republica Moldova sau oprirea intrărilor de capital ar putea rezulta din percepțiile de risc sporit în legătură cu situația de război în regiune și nu din deficiențele politicilor macroeconomice sau ale sistemului bancar (care au fost în mare parte abordate și corectate după criza bancară). Potențialele ieșiri de capital/oprirea intrărilor creează o dilemă pentru decidenți, pentru că ele produc concomitent recesiune economică (care necesită relaxarea politicii monetare) și deprecierea monedei naționale (care necesită majorarea ratelor dobânzii). Ținând cont de aceasta, propunem următorul set de măsuri:

- Menținerea cursului curent al politicii monetare (restrictiv), care va limita efectele inflaționiste ale deprecierei nominale, reducând riscul spiralei depreciere-inflație. O depreciere mai limitată va ajuta, de asemenea, la reducerea nepotrivirilor valutare din bilanțuri, iar ratele mai înalte ale dobânzii vor contribui la motivarea investitorilor străini;
- Totodată, menținerea politicii fiscale expansioniste va compensa o parte din impactul contracțional al ieșirilor de capital/opririi intrărilor;
- Efectuarea intervențiilor din activele de rezervă, pe măsura posibilităților, pentru netezirea fluctuațiilor extreme ale cursului valutar;
- Apelarea la asistența FMI pentru a soluționa eventualele dificultăți legate de contul financiar prin:
 - (1) Revizuirea aranjamentelor din acordul existent cu FMI, încheiat la sfârșitul anului 2021, în valoare totală de 400 milioane DST, ce urmează a fi realizat în următorii trei ani prin

³ <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/01/13/PP5081-Capital-Flows-Review-of-Experience-with-the-Institutional-View>

intermediul Mecanismului extins de creditare (ECF) și Mecanismului de finanțare extinsă (EFF). Republica Moldova poate solicita excluderea sau amânarea unor condiționalități ce nu vor putea fi îndeplinite în termenele agreeate anterior din cauza situației curente, ce a necesitat schimbarea urgentă a priorităților (în favoarea gestionării fluxului de refugiați, de exemplu);

- (2) Solicitarea asistenței de urgență (în caz de agravare a situației militare, energetice sau pandemice) prin intermediul Mecanismului de creditare rapidă (Rapid Credit Facility) și Instrumentului rapid de finanțare (Rapid Financing Instrument)⁴;
- Grăbirea aprobării de către Parlamentul European a Planului de redresare economică pentru Republica Moldova 2022-2024 în valoare de până la 600 mil. EUR, în special, în partea ce ține de asistența macrofinanciară de 150 mil. EUR. Este recomandabilă și revizuirea plafonului asistenței, având în vedere noile provocări;
 - Solicitarea suportului suplimentar pentru abordarea vulnerabilităților externe și stabilizarea macro-financiară de la alți parteneri de dezvoltare. În special, dinamica nefavorabilă a prețurilor la resursele energetice care se va suprapune cu câștigurile mai mici din exporturi va crea presiuni valutare și sociale ce vor trebui adresate cu susținerea partenerilor;
 - Îndemnul către investitorii străini direcți de a-și reinvesti profiturile, pentru a-i comunica pieței prioritățile guvernului. Elaborarea unui pachet de măsuri în vederea încurajării reinvestirii profiturilor (de ex., scutirea de impozit a venitului reinvestit, amortizarea accelerată a investițiilor în active fixe);
 - Limitarea creditării atașate la cursul valutar a persoanelor care nu au venituri în valută;
 - Intensificarea comunicării BNM cu publicul larg pentru a induce calmitate și a evita comportamentul impulsiv sau speculativ pe piața financiară/monetară.

Această opinie a fost realizată de Centrul Analitic Independent „Expert-Grup” în cadrul inițiativei „Administrarea social responsabilă a finanțării externe”, în parteneriat cu Institutul pentru Inițiative Strategice (IPIS), cu suportul Fundației Soros Moldova.

⁴ FMI utilizează două instrumente de finanțare – Mecanismul de creditare rapidă (Rapid Credit Facility, disponibil pentru țările cu venituri joase) și Instrumentul rapid de finanțare (Rapid Financing Instrument, disponibil pentru toate țările-membre) pentru acordarea de asistență financiară rapidă statelor-membre în implementarea politicilor de remediere a situațiilor de urgență. FMI examinează acum acordarea asistenței de urgență Ucrainei prin Instrumentul rapid de finanțare (RFI): <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/03/01/pr2252-joint-imf-world-bank-group-statement-on-the-war-in-ukraine>