

SUSTENABILITATEA BALANȚEI DE PLĂȚI A REPUBLICII MOLDOVA

*Drd., Marina SOLOVIOVA, ASEM
Șef de secție, Direcția Balanța de plăți,
Banca Națională a Moldovei*

Articolul abordează problema sustenabilității contului curent al balanței de plăți pe exemplul Republicii Moldova. Cu acest scop, am utilizat criteriile convenționale de apreciere a stării balanței de plăți descrise de Milesi-Ferretti, Razin (1996), Roubini, Wachtel (1997). Rezultatele arată faptul că, deși există unele aspecte pozitive, în general, balanța de plăți a Republicii Moldova se află într-o stare de dezechilibru persistent și este nesustenabilă.

***Cuvinte-cheie:** balanță de plăți, cont curent, echilibru extern, sustenabilitate*

JEL: F32, F41

Introducere. În ultimii ani, dezechilibrele globale de cont curent au constituit, tot mai des, subiectul dezbaterilor, fiind evidențiate ca unul din factorii ce au contribuit la turbulența legată de criza financiară din anii 2008-2009. Criza de datorie, cu care se confruntă în ultimii ani Grecia, este, de asemenea, o consecință a evoluției necontrolate a deficitului balanței de plăți a acestei țări ce a condus la acumularea unei datorii externe nesustenabile. Cu toate că, în urma politicilor economice de ajustare realizate de guvern, contul curent al Greciei a devenit, în prezent, excedentar, țara suportă, în continuare, consecințele grave ale crizei, cu repercusiuni asupra întregii zone euro.

Există păreri potrivit cărora dezechilibrele de cont curent nu reprezintă un motiv de îngrijorare (așa-numita „doctrină Lawson”). În conformitate cu aceasta, deoarece contul curent al balanței de plăți este rezultatul net al economiilor și investițiilor, private și publice, deciziile private descentralizate cu privire la economia și investiții sunt optime și, astfel, conduc la un cont curent optim. Statul nu poate să cunoască mai bine decât agenții economice privați, care trebuie să fie volumul economiilor și investițiilor private, de aceea, atunci când modificarea contului curent rezultă dintr-o schimbare a comportamentului sectorului privat, statul nu trebuie să intervină, ci trebuie să se concentreze asupra bugetului public național. Însă, în lumina recentelor crize globale, asemenea păreri au devenit puțin convingătoare. C. Reinhart și V. Reinhart (2009) [1] au studiat un eșantion larg de economii emergente și dezvoltate, în sensul înclinației lor spre diferite tipuri de crize financiare, ajungând la concluzia că, în prezența unor deficite substanțiale de cont curent, crește înclinația economiilor emergente spre crize, în timp ce, pentru economiile dezvoltate, rezultatele sunt mixte. Într-un studiu realizat pe urmele crizei globale din 2008-2009, Frankel și Saravelos (2010) [2] demonstrează că starea contului curent are putere de precizie a crizelor valutare.

BALANCE OF PAYMENTS SUSTAINABILITY: EVIDENCE FROM THE REPUBLIC OF MOLDOVA

*PhD student Marina SOLOVIOVA, ASEM
Head of section, Balance of Payments
Division, National Bank of Moldova*

The article tackles the issue of balance of payments current account sustainability as exemplified by the Republic of Moldova. To that end, we have used the conventional criteria for BOP assessment described by Milesi-Ferretti, Razin (1996), Roubini, Wachtel (1997). The results show that, although several positive aspects have been found, in general terms the current account of the Republic of Moldova is in a state of persistent imbalance and is not sustainable.

***Key words:** balance of payments, current account, external imbalance, sustainability*

JEL: F32, F41

Introduction. Over recent years, global current account imbalances have increasingly been at the center of debate as a contributing factor to the turmoil related to the financial crisis of 2008-2009. The debt crisis endured by Greece lately is also a consequence of uncontrolled evolution of its current account deficit, which has entailed the accumulation of an unsustainable external debt. Although nowadays Greece's current account balance has come to a surplus as a result of adjustment economic policies undertaken by the government, the country is still facing the harsh consequences of the crisis, with repercussions over the entire Eurozone.

According to some views, current account imbalances are not a matter of concern (the so-called “Lawson doctrine”). The rationale is, since the BOP current account is the net result of savings and investment, private and public, private decentralized decisions on saving and investment are optimal and thus lead to an optimal current account. The government cannot know better than private economic agents what the amount of private savings and investment should be, thus, when changes in current account arise from a shift in private sector behavior, the government should not interfere and should instead concentrate on the state budget. However, in the light of recent global crises such views have become unpersuasive. Reinhart and Reinhart (2009) [1] have studied a large sample of emerging and developed economies in terms of their inclination to various types of financial crises, reaching the conclusion that in the presence of substantial current account deficits the inclination of emerging economies to crises increases,

Catão și Milesi-Ferretti (2013) [3] au studiat un eșantion de economii emergente și dezvoltate, în perioada 1970-2011 și au constatat faptul că atât stocul net, mare, de angajamente financiare externe, cât și deficitele mari de cont curent (măsurate ca atare ori ca abateri de la normele convenționale), majorează probabilitatea crizelor de datorie.

Pentru a nu admite în Republica Moldova o situație similară celei din Grecia este necesară, în primul rând, evaluarea măsurii în care tendințele indicatorilor balanței de plăți a țării urmează o cale sustenabilă. În vederea atingerii acestui scop, noi vom realiza, în prezentul articol, următoarele obiective: sistematizarea criteriilor convenționale de apreciere a stării balanței de plăți descrise în literatura de specialitate, aplicarea lor la situația Republicii Moldova, evaluarea vulnerabilității generale a contului curent al țării noastre.

1. Definiții și metode. În literatura de specialitate, se constată divergențe în ceea ce privește definiția exactă a sustenabilității contului curent al balanței de plăți, însă, în linii generale, sustenabilitatea presupune faptul că menținerea politicii de stat curente sau a comportamentului sectorului privat nu va conduce la necesitatea unor schimbări drastice în politici sau la o criză. Contul curent al țării se consideră sustenabil, dacă nu există motive de a presupune că el va cauza modificări rapide ale ratelor dobânzii, ale cursului de schimb, ale ratei de creștere economică sau orice altă destabilizare economică la nivel domestic sau global.

Nu există criterii teoretice simple și universale pentru aprecierea sustenabilității contului curent. Totuși, anumite reguli practice au fost formulate în literatura de specialitate (Milesi-Ferretti, Razin, 1996 [4]; Roubini, Wachtel, 1997 [5]) și pot fi sistematizate în felul următor:

- 1. Raportul soldului contului curent la PIB.** Numeroase crize (valutare sau de datorie) au avut loc în prezența unui deficit de cont curent mare, comparativ cu PIB (Chile în 1981, Finlanda în 1991, Mexic în 1994, Thailanda în 1997, SUA în 2007, Islanda în 2008, Grecia în 2010 etc.). În prezent, plafonul convențional pentru raportul contului curent la PIB este de 5%. Un deficit ce depășește acest nivel trebuie să atragă atenția, în particular, dacă e finanțat din fluxuri financiare pe termen scurt;
- 2. Originea dezechilibrului.** Dacă deficitul contului curent este semnificativ și rezultă din reducerea economiilor naționale (și nu din creșterea investițiilor), atunci el este mai puțin sustenabil. Raționamentul rezidă în faptul că finanțarea deficitului de cont curent necesită împrumutarea mijloacelor de peste hotare, iar aceasta este mai puțin riscantă, dacă finanțează investițiile și nu consumul (care se manifestă prin scăderea economiilor). Investițiile noi majorează capacitatea de producție și, implicit, viitoarele încasări din exporturi. Este relevant și tipul investițiilor: investițiile în capitalul productiv sunt mai benefice pentru sustenabilitatea contului curent decât investițiile imobiliare;

while the evidence for developed economies is mixed. In a research carried out in the wake of the 2008-2009 global crisis, Frankel and Saravelos (2010) [2] show that the state of the current account has some predictive power for currency crises. Catão and Milesi-Ferretti (2013) [3] have studied a sample of emerging and developed economies over 1970-2011 and found that a large stock of net foreign liabilities and a high current account deficit (measured as such or as deviations from conventional norms) both increase the probability of debt crises.

In order to prevent a situation similar to that of Greece in the Republic of Moldova, it is necessary, first of all, to evaluate to what extent the balance of payments trends are following a sustainable path. To achieve this goal, we will fulfill the following objectives in this article: systematize the conventional criteria for BOP assessment described in research literature, apply them to the situation of the Republic of Moldova, and evaluate the general vulnerability of our country's current account.

1. Definitions and methods. There are divergences in the research literature as to the exact definition of BOP current account sustainability. However, in general terms, sustainability implies that the continuation of the current state policy or private sector behavior will not lead to the need for drastic changes in policies or to a crisis. The current account is considered sustainable if there are no reasons to believe that it will cause rapid changes in interest and exchange rates, in economic growth rates or any other economic destabilization at the domestic or global level.

There are no simple and universal criteria for the assessment of current account sustainability. Nevertheless, some practical rules have been developed by researchers (Milesi-Ferretti, Razin, 1996 [4]; Roubini, Wachtel, 1997 [5]) and can be systematized as follows:

- 1. Current account to GDP ratio.** Many crises (currency or debt) occurred in the presence of a large current account deficit relative to GDP (Chile in 1981, Finland in 1991, Mexico in 1994, Thailand in 1997, USA in 2007, Iceland in 2008, Greece in 2010 etc.). Today, the conventional ceiling for the current account to GDP ratio is 5%. A deficit exceeding this level should attract attention, especially if it is financed by short-term financial flows;
- 2. Origin of imbalance.** If a current account deficit is considerable and results from a decrease in national saving (rather than from a growth in investment), then it is less sustainable. The rationale is that financing a current account deficit requires borrowing from abroad, and this is less risky when it finances investment rather than consumption (which causes saving to decrease). New investment increases production capacity and, implicitly, future exports revenue. The type of investment is also

3. **Structura contului curent.** Deficitul este mai puțin sustenabil, dacă soldul negativ rezultă mai mult din balanța comercială decât din balanța veniturilor, deoarece deficitele comerciale mari și persistente reprezintă simptomele problemelor structurale de competitivitate, în timp ce veniturile negative pot constitui un vestigiu al datoriilor externe acumulate în trecut.
4. **Gradul de deschidere a economiei.** Exporturile reprezintă sursa de valută pentru deservirea datoriei externe. Respectiv, țările cu exporturi mai mari își onorează angajamentele financiare cu mai multă ușurință. Pe de altă parte, ponderea mare a exporturilor în PIB poate fi o sursă de vulnerabilitate, dacă creșterea economică se bazează excesiv pe exporturi în condițiile cererii interne slabe.
5. **Gradul de diversificare a comerțului extern.** Sunt vulnerabile la șocuri externe țările al căror export este dominat de un număr redus de bunuri și țările dependente de importurile de materii prime și resurse energetice.
6. **Raportul datoriei externe la PIB.** O evoluție a contului curent, ce duce la creșterea exagerată a datoriei externe față de PIB, indică faptul că acesta este nesustenabil, deoarece creditorii externi, la un anumit moment, își vor pierde încrederea în capacitatea țării de a-și onora obligațiunile financiare și vor limita volumul creditării, ceea ce va duce la o criză a datoriei externe.
7. **Dinamica creșterii economice.** Ceteris paribus, ratele mai înalte de creștere economică se asociază cu sustenabilitatea mai mare a balanței de plăți, deoarece creșterea economică mai mare reduce raportul dintre datoria externă și PIB și majorează capacitatea țării de a onora serviciul datoriei externe.
8. **Structura intrărilor de capital.** Intrările de capital pe termen scurt sunt mai riscante decât cele pe termen lung, iar intrările de capital sub formă de investiții în acțiuni sunt mai stabile decât cele ce generează datorii. Printre intrările de capital generatoare de datorii, cele ce provin de la organizațiile financiare internaționale sau guverne sunt mai stabile, comparativ cu cele oferite de creditorii privați.
9. **Volumul deservirii datoriei externe.** O povară mare cauzată de deservirea angajamentelor externe împiedică finanțarea contului curent și îl face mai puțin sustenabil. De asemenea, plățile externe mari legate de serviciul datoriei externe distrag resursele de la importarea bunurilor de capital și, astfel, subminează creșterea economică viitoare.
10. **Volumul activelor de rezervă.** Activele de rezervă suficiente îi permit țării să-și finanțeze contul curent la un cost mai scăzut și, astfel, reduc riscul nesustenabilității. Totodată, activele de rezervă excesive distrag mijloacele de la utilizări productive și pot împiedica creșterea economică.
11. **Regimul ratei de schimb.** Ratele de schimb fixe ajută relevant: investment in productive capital is more beneficial to the current account sustainability than investment in real estate;
3. **Current account structure.** A deficit is less sustainable when it arises more from the trade balance than from the income balance, because large and persistent trade deficits are symptomatic of structural competitiveness issues, while negative income can be a reminiscence of debt accumulated in the past.
4. **Economic openness degree.** Exports are a source of foreign exchange needed to service the external debt. Thus, countries with larger exports are able to fulfill their financial commitments more easily. On the other hand, a large share of exports in GDP can be a source of vulnerability if economic growth is excessively driven by exports while domestic demand is weak.
5. **External trade diversification.** Countries whose exports are dominated by a limited number of goods and countries that are dependent on imports of raw materials and energy resources are more vulnerable to external shocks.
6. **External debt to GDP ratio.** An evolution of current account leading to an exaggerated growth in external debt to GDP ratio points at its unsustainability, because foreign creditors will, at some time, lose their trust in the country's ability to honor its financial liabilities and will limit the amount of lending, which will entail a debt crisis.
7. **Economic growth trends.** Ceteris paribus, higher growth rates are associated with higher BOP sustainability, because a faster economic growth reduces the external debt to GDP ratio and increases the country's ability to repay its external debt.
8. **Capital inflows structure.** Short-term capital inflows are riskier than long-term, and capital inflows in the form of equity are more stable than those that generate debt. Among debt-generating capital inflows those coming from international financial organizations or foreign governments are more stable as compared to those offered by private creditors.
9. **Amount of external debt service.** A large burden of external liabilities servicing precludes the financing of current account, making it less sustainable. In addition, large external payments related to external debt service draw resources away from the imports of capital goods and thus undermine future economic growth.
10. **Reserve assets amount.** Sufficient reserve assets help the country to finance its current account at a lower cost and thus reduce the risk of unsustainability. At the same time, excessive reserve assets draw resources away from productive uses and can impede economic growth.
11. **Exchange rate regime.** Fixed exchange rates help

la reducerea temporară a inflației, însă dezechilibrează balanța de plăți. Ratele de schimb flotante susțin balanța de plăți, dar alimentează inflația internă, declanșând spirala depreciere-inflație.

12. **Sănătatea sistemului financiar-bancar.** Investițiile străine directe presupun participarea nerezidenților în sistemul financiar național. Fragilitatea sistemului bancar al țării îi va descuraja pe investitorii străini direcți, iar țara va fi nevoită să-și finanțeze deficitul de cont curent din împrumuturi, majorând datoria externă.

13. **Stabilitatea politică.** Turbulența situației politice are același impact asupra echilibrului balanței de plăți ca și fragilitatea sistemului bancar. De asemenea, riscul că un nou regim nu va continua politicile economice coordonate anterior va reduce oferta de împrumuturi de la organizațiile internaționale.

2. Rezultate: sustenabilitatea balanței de plăți a Republicii Moldova. Cu excepția perioadei 2001-2004, deficitul contului curent al Republicii Moldova, raportat la PIB, a depășit plafonul critic de 5%. Pe de altă parte, PIB-ul Republicii Moldova se află în faza de creștere, ceea ce majorează capacitatea țării de a onora serviciul datoriei externe.

În ceea ce privește structura contului curent, constatăm faptul că deficitele înregistrate în balanța de plăți a Republicii Moldova au fost întotdeauna dominate de deficitele comerciale (figura 2.1). Aceasta ne sugerează faptul că, în Republica Moldova, există probleme structurale legate de competitivitate, ceea ce face deficitul de cont curent să fie mai puțin sustenabil. Latura pozitivă a situației în comerțul exterior cu bunuri al Republicii Moldova constă în faptul că exporturile raportate la PIB (42% în 2014) arată un grad destul de înalt de deschidere a economiei, ceea ce înseamnă că Republica Moldova are posibilitatea de a genera mijloacele valutare necesare pentru onorarea angajamentelor sale financiare externe. Pe de altă parte, sustenabilitatea contului curent este subminată de concentrarea excesivă a comerțului: (1) Din punct de vedere al structurii pe bunuri, la export, predomină produsele agroalimentare (46% în 2014), iar la importuri – resursele energetice (20% în 2014); (2) Din punct de vedere geografic, exporturile spre doar patru țări (România, Rusia, Italia, Germania) au constituit 53% în 2014, iar importurile, la fel, au fost dominate de România, Rusia, Ucraina și Germania (55%). Soldul veniturilor este pozitiv, deoarece veniturile obținute de rezidenți din munca prestată patronilor nerezidenți depășesc volumul dividendelor și dobânzilor plătite investitorilor străini. Transferurile curente înregistrează excedente grație transferurilor personale primite de peste hotare, precum și transferurilor interguvernamentale. Totuși, veniturile și transferurile curente nete nu acoperă integral deficitul comercial (85% în 2014), creând o necesitate de finanțare acoperită din surse externe (451 mil. dolari SUA în 2014).

to temporarily reduce inflation, but disbalance the BOP. Floating exchange rates support the BOP, but fuel domestic inflation by launching the depreciation-inflation spiral.

12. **Money and banking system soundness.** Foreign investment implies the participation of nonresidents in the domestic financial system. The fragility of the country's banking system will discourage foreign direct investors and the country will have to finance its current account deficit by means of loans, increasing its external debt.

13. **Political stability.** The turbulence of political situation has the same impact on BOP equilibrium as banking system fragility. Besides that, the risk of a new regime not continuing previously coordinated economic policies will reduce the supply of loans from international organizations.

2. Results: sustainability of the BOP of the Republic of Moldova. Apart from years 2001-2004, Moldova's current account to GDP ratio has always exceeded the critical ceiling of 5%. On the other hand, Moldova's GDP is in the growth phase, which increases the country's ability to honor its external debt service.

As for the current account structure, we note that deficits recorded in Moldova's current account have always been dominated by trade deficits (figure 2.1). This suggests that the Republic of Moldova is facing structural competitiveness-related issues, which makes the current account deficit less sustainable. The positive side of Moldova's external trade in goods is that the exports to GDP ratio (42% in 2014) points at a fairly high degree of economic openness, which means that the Republic of Moldova has the possibility to generate foreign exchange needed for settling its external financial liabilities. On the other hand, the current account sustainability is undermined because of an excessive concentration of trade: (1) From the point of view of the structure by commodities, exports are dominated by agricultural and foodstuff products (46% in 2014), and imports – by energy resources (20% in 2014); (2) From the geographic point of view, exports to just four countries (Romania, Russia, Italy, Germany) accounted for 53% in 2014, while imports, in a similar fashion, were dominated by Romania, Russia, Ukraine, and Germany (55%). The income balance is positive because the compensation of resident employees received from nonresident employers exceeds the amount of dividends and interest paid to foreign investors. Current transfers record surpluses due to personal transfers received from abroad, as well as to intergovernmental transfers. However, income and current transfers do not cover the trade deficit entirely (85% in 2014), creating a financing need covered from external sources (USD 451 million in 2014).

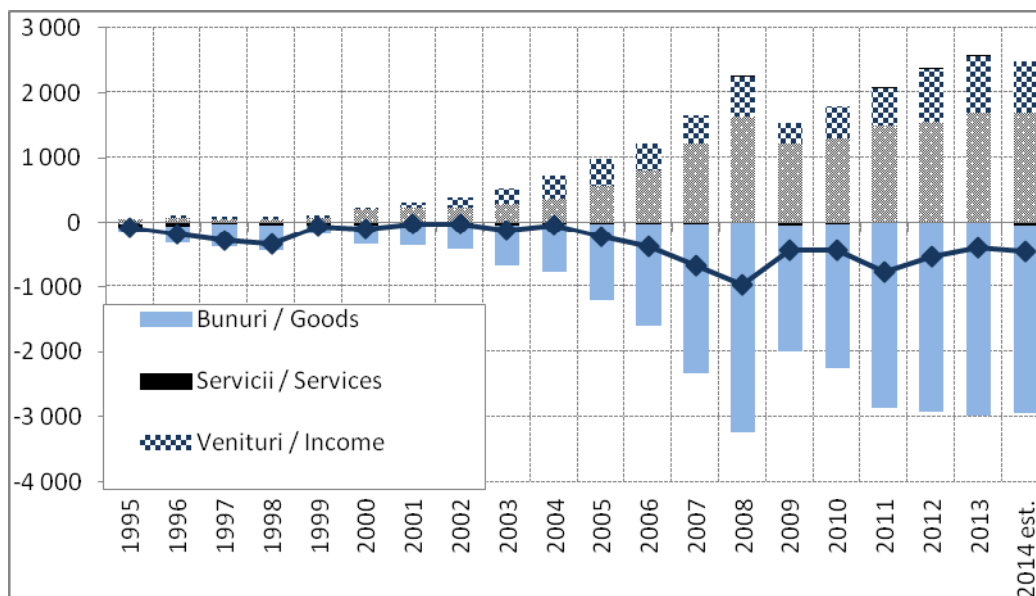


Figura 2.1. Structura contului curent al balanței de plăți a Republicii Moldova pe principalele componente, 1995-2014, milioane dolari SUA / Figure 2.1. Structure of the current account of Moldova's BOP by main components, 1995-2014, USD million

Sursa: Elaborată de autor în baza datelor de la BNM / Source: Elaborated by the author based on NBM data

Din punct de vedere al conturilor naționale, deficitele persistente de cont curent înregistrate în balanța de plăți a Republicii Moldova rezultă din discrepanța dintre economii brute și investiții (figura 2.2): investițiile țării depășesc economiile naționale, iar excesul de investiții este finanțat de nerezidenți, fapt reflectat de situația contului curent. Dacă dezagregăm indicatorii prezentați în figura 2.2, arătând economia brută ca diferență între venitul național disponibil brut și consum (figura 2.3), observăm că deficitele de cont curent din ultimii ani se datorează nu atât evoluției investițiilor, cât consumului în creștere (care diminuează economia brută). De asemenea, în structura formării brute de capital, predomină investițiile în construcții (60% în 2014), și nu în mașini și utilaje. Putem spune că deficitul actual de cont curent este neproductiv, mijloacele obținute din exterior sunt îndreptate, prioritar, spre consum și investiții imobiliare, și nu spre majorarea capacităților de producție, ceea ce nu contribuie la creșterea viitoarelor încasări din exporturi.

Necesitatea de a finanța din surse externe deficitul de cont curent conduce la acumularea datoriei externe, care a ajuns, la sfârșitul anului 2014, la 6.5 miliarde dolari SUA sau la 82%, în raport cu PIB. Datoria externă publică și public garantată se încadrează în normele convenționale, însă datoria externă privată depășește aproape de trei ori volumul datoriei externe publice, creând motive de îngrijorare. Este alarmant și volumul deservirii datoriei externe: anual, Republica Moldova alocă, în această direcție, circa un sfert din câștigurile sale din exporturi de bunuri și servicii (24% în 2014). În totalul datoriei externe, sub

From the point of view of national accounts, the persistent current account deficits recorded in Moldova's BOP result from the discrepancy between gross savings and investment (Figure 2.2): the country's investment exceeds national savings, and the exceeding investment is financed by nonresidents, which is reflected by the state of the current account. If we disaggregate the indicators shown in Chart 2.2, presenting the gross savings as difference between the gross national disposable income and consumption (Figure 2.3), we note that the current account deficits recorded lately are due not so much to the investment dynamics as to the growing consumption (which reduces the gross savings). In addition, the structure of gross capital formation is dominated by investment in real estate (60% in 2014) rather than investment in machinery and equipment. One can say that the present-day current account deficit is unproductive, resources obtained from abroad are mainly allocated to consumption and investment in real estate rather than to the buildup of production capacities, which does not contribute to the growth of future exports revenue.

The need to finance the current account deficit from external sources leads to the accumulation of external debt, which reached US\$ 6.5 billion at the end 2014, or 82% relative to GDP. The public and publicly guaranteed external debt fits conventional norms; however, the private external debt exceeds almost threefold the amount of public external debt, giving rise to concerns. The amount of external debt service is also alarming: each year the Republic of Moldova allocates to this direction approximately one quarter of its revenues from exports of goods and services (24%

formă de împrumuturi predomină împrumuturile contractate de la creditorii nerezidenți privați, iar ponderea împrumuturilor provenite de la organizații internaționale sau guverne străine constituie 44% (2014). Situația alarmantă a datoriei externe este atenuată de faptul că, în structura angajamentelor financiare externe (reflected în poziția investițională internațională) predomină cele pe termen lung cu o pondere de 64%, din care stocul de investiții străine directe constituie circa o jumătate sau 29% din totalul angajamentelor financiare externe (2014).

in 2014). The total external debt in the form of loans is dominated by loans drawn from private nonresident creditors, while the share of loans taken from international organizations or foreign governments is 44% (2014). The disturbing state of external debt is mitigated by the fact that in the structure of external financial liabilities (reflected in the international investment position) long-term liabilities are prevailing with a share of 64%, of which the stock of foreign direct investment makes up about half, or 29% of the total external financial liabilities (2014).

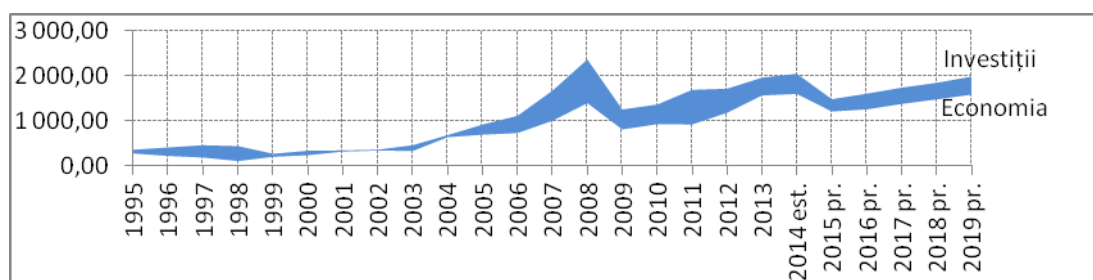


Figura 2.2. Deficitul contului curent al balanței de plăți a Republicii Moldova ca diferență dintre economia brută și investițiile totale, 1995-2019 (proгноză), milioane dolari SUA / Figure 2.2. Current account deficit of Moldova's BOP as difference between gross saving and investment, 1995-2019 (forecast), USD million

Sursa: Elaborată de autor în baza datelor FMI (World Economic Outlook, April 2015) / Source: Elaborated by the author based on IMF data (World Economic Outlook, April 2015)

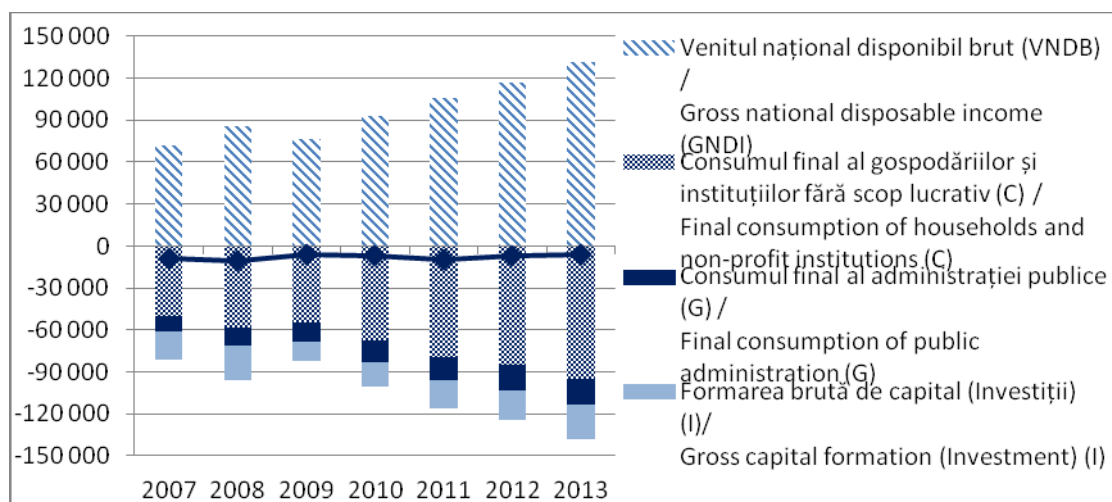


Figura 2.3. Reprezentarea grafică a identității $CC = VNDB - C - G - I$ în cazul Republicii Moldova, 2007-2013, milioane lei / Figure 2.3. Graphic representation of identity: $CA = GNDI - C - G - I$ in the case of the Republic of Moldova, 2007-2013, MDL million

Sursa: Elaborată de autor în baza datelor BNS / Source: Elaborated by the author based on NBM data

În ceea ce privește suficiența activelor oficiale de rezervă ce stau la dispoziția Băncii Naționale a Moldovei, la sfârșitul anului 2014, volumul lor corespundea criteriilor de adecvație: acoperirea a cel puțin 3 luni de importuri de bunuri și servicii, acoperirea

Concerning the sufficiency of official reserve assets available to the National Bank of Moldova, at the end of 2014 their amount met the adequacy criteria: coverage of at least 3 months of imports of goods and services, coverage of 20% of broad money M2,

a 20% din masa monetară M2, acoperirea a 100-150% din suma: 30% din datoria pe termen scurt + 10% din alte angajamente de portofoliu + 5% din M2 + 5% din exporturi. Însă, rezervele nu corespund criteriului ce presupune acoperirea integrală a datoriei externe pe termen scurt: la sfârșitul anului 2014, rezervele au acoperit 91% din aceasta.

Cu referire la starea sistemului financiar-bancar, care, de asemenea, determină gradul de sustenabilitate a balanței de plăți, constatăm fragilitatea acestuia: la momentul actual, trei bănci comerciale din Republica Moldova se află în regim de administrare specială, cu perspectiva lichidării.

Nici situația politică curentă nu favorizează sustenabilitatea balanței de plăți: deși stabilitatea cursului geopolitic constituie un plus, o latură negativă este durata scurtă de funcționare a guvernului precedent (3 luni) și faptul că puterea, în Parlament, este reprezentată de o coaliție, și nu de o majoritate, ceea ce face situația mai puțin stabilă.

Rezumând cele descrise mai sus (tabelul 2.1), putem conchide că balanța de plăți a Republicii Moldova se află într-o stare de dezechilibru persistent, este nesustenabilă și necesită aplicarea combinată a unui set de politici economice pentru îmbunătățirea evoluției soldului contului curent.

coverage of 100-150% of the sum: 30% of short-term debt + 10% of other portfolio liabilities + 5% of M2 + 5% of exports. Nevertheless, reserve assets do not meet the criterion that requires full coverage of short-term external debt: reserves covered only 91% of it at the end of 2014.

As for the soundness of money and banking system, which also determines the sustainability degree of the BOP, we note its fragility: as of the current date, three commercial banks in the Republic of Moldova are under the special administration regime, facing the prospect of being closed down.

Neither is the current political situation conducive to BOP sustainability: although the stability of the geopolitical course is a plus, a negative side is the short period of activity of the previous government (3 months) and the fact that the parliamentary power is represented by a coalition rather than a majority, which makes the situation less stable.

Summing up the above-mentioned aspects (table 2.1), we can conclude that Moldova's BOP is in a state of persistent imbalance, is unsustainable and requires the combined application of a set of economic policies to enhance the current account dynamics.

Tabelul 2.1/ Table 2.1

Grila de evaluare a sustenabilității balanței de plăți a Republicii Moldova / Moldova's current account sustainability assessment

Criteriul/Criterion	Valoarea (anul 2014, date preliminare) / Value (2014, preliminary data)	Impactul asupra sustenabilității / Impact on sustainability		
		Negativ / Negative	Neutru / Neutral	Pozitiv / Positive
1	2	3	4	5
Contul curent / PIB / Current account / GDP	-5.7%			
Dinamica PIB / GDP dynamics	+4.6%			
Originea deficitului de cont curent / Origin of current account deficit	creșterea investițiilor (+17%) și consumului (+9%) / growth in investment (+17%) and in consumption (+9%)			
Tipul predominant al investițiilor / Main type of investment	imobiliare 60% / real estate 60%			
Sursa deficitului în structura contului curent / Source of deficit in CA structure	balanța comercială / trade balance			
Export de bunuri și servicii / PIB / Exports of goods and services / GDP	42%			
Diversificarea comerțului exterior / External trade diversification	export: 46% - produsele agroalimentare, import: 20% - resursele energetice; 4 țări-partenere principale / exports: 46% - agricultural products and foodstuff, imports: 20% - energy resources; 4 main partner countries			

1	2	3	4	5
Datoria externă brută / PIB / Gross external debt / GDP	82%, din care publică - 22%, privată - 60% / 82%, of which public – 22%, private – 60%			
Deservirea datoriei externe / Export de bunuri și servicii / External debt service / Exports of goods and services	24%			
Ponderele creditorilor organizații internaționale sau guverne în DE sub formă de împrumuturi / Share of creditors – international organisations or governments in ED in the form of loans	44%			
Structura pe termene de scadență a stocului de angajamente financiare externe / Structure by maturity of external financial liabilities stock	pe TL: 64%, din care ISD 45% sau 29% din total / LT: 64%, of which FDI 45% or 29% of total			
Volumul activelor de rezervă / Reserve assets stock	91% din DE pe TS, pentru restul criteriilor corespunde / 91% of ST ED, satisfies the rest of criteria			
Regimul ratei de schimb / Exchange rate regime	flotant / floating			
Starea sistemului financiar-bancar / Soundness of the financial-banking system	fragil: 3 bănci în regim de administrare specială / fragile: 3 banks under special administration regime			
Situația politică / Political situation	curs stabil, coaliție parlamentară, guvernul precedent a funcționat timp de 3 luni / stable course, parliamentary coalition, the last government has functioned for 3 months			

Sursa: Elaborat de autor/ Source: Elaborated by the author

Concluzii. Contul curent al balanței de plăți a unei țări se consideră sustenabil atunci, când nu există motive de a presupune că el va cauza modificări rapide ale ratelor dobânzii, ale cursului de schimb, ale ratei de creștere economică sau orice altă destabilizare economică la nivel domestic sau global. Aplicând criteriile convenționale descrise în literatura de specialitate, constatăm că balanța de plăți a Republicii Moldova este nesustenabilă, deoarece: (1) Deficitele de cont curent înregistrate în balanța de plăți a Republicii Moldova sunt persistente și depășesc limita convențională de 5% din PIB; (2) Evoluția ascendentă a deficitului de cont curent al balanței de plăți a Republicii Moldova rezultă atât din creșterea investițiilor (dominate de investițiile imobiliare), cât și din majorarea consumului; (3) Sursa deficitului de cont curent al Republicii Moldova sunt deficitele comerciale. Aceasta înseamnă că, în țară, există probleme structurale legate de competitivitate, care nu pot fi depășite într-un timp scurt; (4) Comerțul exterior al Republicii Moldova este excesiv de concentrat, atât din punctul de vedere al structurii pe bunuri, cât și din punct de vedere geografic; (5) Datoria externă publică și public garantată a Republicii Moldova se încadrează în normele

Conclusions. The current account of a country's BOP is considered sustainable if there are no reasons to believe that it will cause rapid changes in interest and exchange rates, in economic growth rates or any other economic destabilization at the domestic or global level. Having applied conventional criteria described in economic research literature we conclude that Moldova's current account is unsustainable because: (1) Current account deficits recorded in Moldova's BOP are persistent and exceed the conventional limit of 5% of GDP; (2) Growth in the current account deficit stems from the increase in both investment (dominated by investment in real estate) and consumption; (3) The source of Moldova's current account deficit are trade deficits, which means that the Republic of Moldova is facing structural competitiveness-related issues that cannot be solved in a short time; (4) The external trade of the Republic of Moldova is excessively concentrated from the point of view of both structure by commodities and geography; (5) The public and publicly guaranteed external debt fits conventional norms, however, the

convenționale, însă volumul datoriei externe private creează motive de îngrijorare. Este alarmant și volumul total al deservirii datoriei externe (publice și private): anual, Republica Moldova alocă, în această direcție, circa un sfert din câștigurile sale din exporturi de bunuri și servicii. Este îngrijorător și faptul că, în totalul datoriei externe, sub formă de împrumuturi predomină împrumuturile contractate de la creditorii privați; (6) Activele oficiale de rezervă, conform situației de la sfârșitul anului 2014, nu corespund criteriului de adecvație ce presupune acoperirea integrală prin rezerve a datoriei externe pe termen scurt (rezervele au acoperit 91% din aceasta și sunt în scădere); (7) Fragilitatea sistemului financiar-bancar al Republicii Moldova, precum și instabilitatea situației politice, deteriorează și mai mult sustenabilitatea balanței de plăți.

amount of private external debt gives rise to concerns. The amount of external debt service (public and private) is also alarming: each year the Republic of Moldova allocates to this direction approximately one quarter of its revenues from exports of goods and services. Another disturbing aspect is that loans drawn from private creditors prevail in the total external debt in the form of loans; (6) Official reserve assets, as of the end of 2014, do not meet the criterion that requires full coverage of short-term external debt: reserves covered only 91% of it and are falling; (7) The fragility of the money and banking system of the Republic of Moldova, as well as political instability, impair even more the country's current account sustainability.

Referințe / References:

1. REINHART C., REINHART V. *Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present*. In: National Bureau of Economic Research, 2008. Working Paper No. 14321. <http://www.nber.org/papers/w14321.pdf> (vizitat la 29.06.2015).
2. FRANKEL J. A., SARAVÉLOS G. *Are Leading Indicators of Financial Crises Useful for Assessing Country Vulnerability? Evidence from the 2008-09 Global Crisis*. In: National Bureau of Economic Research, 2010. Working Paper No. 16047. <http://www.nber.org/papers/w16047.pdf> (vizitat la 29.06.2015).
3. CATĂO L., MILESI-FERRETTI G. M. *External Liabilities and Crises*. In: *International Monetary Fund*, 2013. Working paper WP/13/113. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13113.pdf> (vizitat la 29.06.2015).
4. MILESI-FERRETTI G. M., RAZIN A. *Sustainability of Persistent Current Account Deficits*. In: National Bureau of Economic Research, 1996. Working Paper No. 5467. <http://www.nber.org/papers/w5467.pdf> (vizitat la 29.06.2015).
5. ROUBINI N., WACHTEL P. *Current Account Sustainability in Transition Economies*. In: National Bureau of Economic Research, 1998. Working Paper No. 6468. www.nber.org/papers/w6468.pdf (vizitat la 29.06.2015).
6. World Economic Outlook Database, April 2015. International Monetary Fund. Washington, DC. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/index.aspx> (vizitat la 29.06.2015).
7. Dinamica principalilor indicatori macroeconomici (1995-2013). Biroul Național de Statistică al Republicii Moldova. Chișinău, 2014. http://www.statistica.md/public/files/serii_de_timp/conturi_nationale/serii_anuale/Dinam_princ_indic_macro.xls (vizitat la 29.06.2015).
8. Balanța de plăți a Republicii Moldova. Banca Națională a Moldovei. Chișinău, 2015. <http://bnm.md/bdi/pages/reports/dbp/DBP12.xhtml> (vizitat la 29.06.2015).