

<https://doi.org/10.52326/csd2022.39>

SOME DIRECTIONS OF ACTION IN THE MANAGEMENT OF PUBLIC DEBT MEANT TO MINIMIZE THE RISKS OF A DEBT CRISIS IN ROMANIA

UNELE DIRECȚII DE ACȚIUNE ÎN GESTIUNEA DATORIEI PUBLICE CARE SĂ MINIMIZEZE RISCURILE DE PRODUCERE A UNEI CRIZE A DATORIILOR ÎN ROMÂNIA

Camelia MILEA, *PhD.*
ORCID: 0000-0002-6810-2164

Center for Financial and Monetary Research Victor Slăvescu of the Romanian Academy, Bucharest, Romania

Abstract. In the article, the author aims to highlight some directions of action in the management of the public debt meant to minimize the risks of the outburst of a debt crisis in Romania, in the domestic and international context. The analysis shows that the evolution of Romania's total public debt in the period 2015-2019 is positive, in the sense of improved sustainability.

The economic literature suggests that there are two conditions whose implementation could prevent a financial and a debt crisis from occurring (an early warning system and a regulatory scheme with "teeth"). Comparing the fiscal policy in Japan and Greece, the author presents some features for minimizing the risks of a debt crisis and shows that the rules of fiscal policy change fundamentally when a country becomes a member of a monetary union. Starting from the main economic problems of Romania and from the experience of the public debt crises in some countries of the European Union, there are made proposals for actions aimed at leading to the minimization of the risks of a debt crisis in Romania. The methodology used consists in comparative and descriptive analyses, drawing of conclusions and literature review.

The article is based on the research project "Indebtedness and sovereign debt management. Requirements for Romania", elaborated in CFMR "Victor Slăvescu" in 2020, under the coordination of Camelia Milea, Ph.D.

Keywords: *crisis, fiscal policy, level, public debt, risk, sustainability*

JEL classification: *E63, F34, G01, H63.*

Abstract. În articol autoarea își propune să evidențieze câteva direcții de acțiune în gestiunea datoriei publice care să minimizeze riscurile de producere a unei crize a datorii în România, în contextul intern și internațional. În urma analizei, se constată că evoluția datoriei publice totale a României în perioada 2015-2019 este pozitivă, în sensul îmbunătățirii sustenabilității.

Din literatura de specialitate reiese că există două condiții a căror punere în practică ar putea preveni apariția unei crize financiare și a datorii (un sistem de avertizare timpurie și o schemă de reglementări cu „dinți”). Comparând politica fiscală a Japoniei și a Greciei se prezintă câteva caracteristici pentru minimizarea riscurilor de producere a unei crize a datorii și se arată că regulile politicii fiscale se modifică fundamental atunci când o țară devine membră a unei uniuni monetare. Pornind de la principalele probleme economice ale României și de la experiența crizelor datorii publice ale unor țări din Uniunea Europeană se fac propuneri de acțiuni menite să contribuie la minimizarea riscurilor de producere a unei crize a datorii în România. Metodologia utilizată constă în analiză comparativă și descriptivă, extragerea de concluzii și literature review.

Articolul are la bază proiectul de cercetare „Îndatorarea și gestiunea datorii suverane. Exigențe pentru România”, elaborat în cadrul CCFM „Victor Slăvescu” în anul 2020, sub coordonarea d-nei dr. Camelia Milea.

Cuvinte cheie: *datorie publică, nivel, risc, sustenabilitate, politică fiscală, criză*

Introducere

În perioada 2014-2019 evoluția datoriei publice totale a României a fost pozitivă, în sensul îmbunătățirii sustenabilității având în vedere că se manifestă o tendință de majorare a împrumuturilor interne în defavoarea celor externe, scade ponderea datoriei în monedă străină în totalul datoriei publice, se amplifică importanța datoriei pe termen mediu și lung în datoria administrației publice totale, datoria pe termen scurt descrescând.

Dar, începând din 2020, situația s-a deteriorat, datoria publică majorându-se, în principal ca urmare a crizei antrenate de apariția covid-19 și a măsurilor adoptate pentru a preveni răspândirea acestui virus. Astfel, efectele pandemiei de covid-19 au constat, pe de o parte, în creșterea cheltuielilor directe, din domeniul medical pentru a trata cazurile de îmbolnăviri apărute, iar pe de altă parte a cheltuielilor indirecte, antrenate de măsurile menite să combată răspândirea virusului (închiderea (temporară) a unor firme, ceea ce a determinat întreruperea producției; restricționarea circulației oamenilor și a mărfurilor, cu consecințe în direcția perturbării lanțurilor de aprovizionare). Efectele acestor măsuri au constat în încetinirea economiei naționale, și a economiei globale, creșterea șomajului, contracții ale nivelului producției, ale veniturilor, și implicit ale cheltuielilor gospodăriilor, ale investițiilor și comerțului intern și internațional.

Pe piețele financiare internaționale, anul 2020, a fost marcat de escaladarea incertitudinii datorată efectelor covid-19 și a măsurilor adoptate pentru combaterea acestei boli, cu efecte în sensul manifestării de tensiuni temporare, inclusiv la contractarea de împrumuturi, pe fondul unei aversiuni mai mari la risc a investitorilor și a evicțiunii capitalului.

În aceste condiții, am considerat oportună o analiză din care să rezulte câteva propuneri de acțiune în gestiunea datoriei publice care să minimizeze riscurile de producere a unei crize a datoriilor în România.

Caracteristici ale datoriei publice a României în perioada 2014-2020

Deși, datoria publică a crescut de la an la an în valoare absolută pe toată perioada analizată (2014-2020), s-a diminuat ca raport în PIB, până în anul 2018 inclusiv. După majorarea ușoară din 2019, în anul 2020, pe fondul cheltuielilor antrenate de pandemia covid-19, ponderea datoriei publice în PIB a ajuns la 47,3% (vezi tabelul nr. 1).

Se remarcă faptul că de-a lungul perioadei analizate (excepție anul 2020), ponderea datoriei pe termen scurt în totalul datoriei publice scade (vezi tabelul nr. 1), acest lucru fiind favorabil din punct de vedere al sustenabilității, întrucât returnarea datoriilor pe termen lung se face pe o perioadă întinsă, fără vârfuri care impun statului un efort deosebit.

Un alt aspect pozitiv în privința datoriei publice a României constă în trecerea graduală de la împrumuturi de la diferiți creditori către o majoritate a sumelor atrase formată din titluri de stat (vezi tabelul nr. 1). Împrumuturile sub formă de titluri de stat presupun condiții mai favorabile pentru debitor (scadența lor este stabilită în așa fel încât să prevină apariția unor maxime de sarcină dificil de acoperit în perioade scurte de timp, costurile sunt mai mici).

În plus, se produce majorarea ponderii datoriei publice în monedă națională în perioada 2014-2019 (vezi tabelul nr. 1). Această evoluție este pozitivă având în vedere că împrumuturile în moneda națională se plătesc din taxele și impozitele colectate, în timp ce capitalurile împrumutate în valută se returnează din sumele care provin din exporturi sau din contractarea altor împrumuturi. În plus, în cazul împrumuturilor în monedă națională nu există riscul valutar. În 2020, trendul s-a inversat.

De asemenea, îmbunătățirea sustenabilității datoriei publice totale a României în perioada 2014-2019 este susținută și de tendința de majorare a împrumuturilor interne (exprimate majoritar în monedă națională), reducându-se astfel dependența de creditorii străini, dar și riscul valutar. Și din acest punct de vedere, situația datoriei publice a țării noastre se înrăutățește în anul 2020 (vezi tabelul nr. 1).

Propuneri de direcții de acțiune pentru a preveni producerea unei crize a datoriilor în România

Din literatura de specialitate putem desprinde câteva direcții de acțiune în gestiunea datoriei publice care să minimizeze riscurile de producere a unei crize în România.

Tabelul 1. Elemente de structură a datoriei publice a României în perioada 2014-2020

AN	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ponderea datoriei publice în PIB (%)	39,8	37,8	37,4	35,1	34,7	35,3	47,3
Ponderea datoriei pe termen scurt în datoria publică (%)	6,7	6,3	6,8	5	3,3	3,1	3,5
Ponderea datoriei în lei în datoria publică (%)	43	46,2	48	48,1	49,7	51,3	47,7
Ponderea datoriei în euro în datoria publică (%)	46,3	43,6	41,9	43,4	41,2	40,4	44,0
Ponderea datoriei interne în datoria publică (%)	48	50,6	52	51,5	52	53,7	49
Ponderea în monede străine din datoria publică internă (%)	-	24,4	22,7	22,2	23,1	20,8	-
Ponderea titlurilor de stat în datoria publică (%)	69,4	71,2	74,1	77,8	81,8	84	83,5
Ponderea împrumuturilor în datoria publică (%)	28,1	25,6	23	19,7	16,1	13,6	14,2

Sursa: Ministerul Finanțelor Publice

Conform lui Reinhart & Rogoff (2009), există două condiții a căror punere în practică ar putea preveni apariția unei crize financiare, respectiv unei crize a datoriilor (o criză a datoriilor suverane reprezintă incapacitatea unei țări de a-și plăti datoria publică ca urmare a unor probleme financiare și economice (criză financiară). Acest lucru se întâmplă de obicei atunci când o țară atinge niveluri critice (ridicate) ale datoriei suverane și înregistrează o creștere economică scăzută).

1. Un sistem de avertizare timpurie. Deoarece crizele financiare urmează tipare stabilite, factorii de decizie și investitorii au nevoie de un sistem de avertizare care să-i alerteze asupra semnelor de pericol. De exemplu, o creștere neobișnuită a prețurilor locuințelor precede în mod sigur o criză bancară. Deși astfel de semnale nu sunt suficient de precise pentru a prezice exact debutul unei crize, ele pot oferi indicații generale.

2. O schemă de reglementări cu „dinti”. În perioadele de avânt economic, când economiile merg bine și nimic rău nu pare să se poată întâmpla, capitalurile traversează granițele în căutarea celor mai simple reglementări. Iar cei care elaborează reglementările închid ochii la regulile referitoare la efectul de levier. Pentru a evita viitoarele crize, autoritățile trebuie să adopte reglementări la nivel internațional și să aplice regulile, chiar și atunci când toată lumea consideră că situația este lipsită de riscuri.

Yoshino N., Vollmer U. (2014) compară Grecia cu Japonia pentru a explica de ce Japonia nu a suferit de o criză a datoriilor, deși raportul datoriei publice brute în PIB este mult mai mare în Japonia decât în Grecia.

Din analiza acestora putem folosi câteva idei pentru ca gestiunea datoriei publice în România să conducă la minimizarea riscurilor de producere a unei crize.

Astfel, fundamentele politicii fiscale japoneze urmăresc stabilitatea, protejând economia de pericolele unei crize speculative a datoriilor: O mare parte din datoria guvernamentală este internă, banca centrală deține o pondere substanțială din datoria publică și accesul la posibilități alternative de investiții și la „paradisuri sigure” este mai dificil. Mai mult, Japonia are o politică monetară autonomă care oferă protecție împotriva unei crize speculative a datoriilor.

Spre deosebire de Japonia, în Grecia, datoria publică este deținută în principal de nerezidenți, plățile de *seignorage* de la banca centrală sunt mici, iar investitorii au acces ușor la „paradisuri sigure”. În plus, Grecia are o politică monetară supusă unor legi exterioare, și schimbările bruște în conduita politicii pot provoca o criză speculativă a datoriilor.

Comparația dintre Grecia și Japonia arată că regulile politicii fiscale se modifică fundamental atunci când o țară devine membră a unei uniuni monetare. Particularitățile unei uniuni monetare permit investitorilor în datorii suverane să părăsească o țară cu ușurință și fac aproape imposibilă reacția țării în cauză prin intermediul politicii monetare. Cazul Greciei a demonstrat cât de importantă devine disciplina fiscală atunci când o țară își abandonează politica monetară autonomă.

Analizând crizele datoriilor publice ale țărilor din Uniunea Europeană (Grecia, Italia, Spania, Portugalia), se constată că există și în cazul României anumite probleme care ar putea să contribuie la apariția unei crize la un moment dat: ascunderea evoluției reale a economiei și cosmetizarea acesteia prin diminuarea voită a unor indicatori cheie cum ar fi deficitul bugetar sau/și de cont curent,

inflație, șomaj etc. Principalele probleme economice ale României sunt rata inflației, una dintre cele mai mari din Uniunea Europeană, deficitul bugetar mare, și deficitul de cont curent, unul dintre cele mai mari din Uniunea Europeană.

Este de preferat să se renunțe la activități riscante precum subvenționarea de către stat a unor domenii de activitate, care să nu se dezvolte natural ducând în cele din urmă la dezechilibre economice și la “spargerea bulei”, sau investiții inefficiente sau excesiv de costisitoare, sau nefinalizate, plătite de la buget, care nu aduc venituri sau a căror rentabilitate este mai mică decât rata dobânzii împrumutului din care se finanțează respectivul proiect, care pe fondul turbulențelor internaționale pot aduce România într-o situație similară cu cea a țărilor PIIGS după anul 2008.

Resursele bugetare trebuie să sprijine investițiile în acele ramuri care încorporează valoare adăugată mare, investițiile în infrastructura de transport și în cea informațională, care să dinamizeze creșterea economică și implicit acei indicatori economici care au o pondere importantă la acordarea rating-ului de țară (PIB, PIB pe locuitor, exporturi, soldul contului curent, șomaj, etc).

Evitarea unei crize a datoriilor presupune un acces facil la credite atunci când situația o impune. Pentru a îmbunătăți accesul la credite și a obține condiții bune de creditare, România are nevoie de o imagine de credibilitate pe termen lung în ceea ce privește condițiile politice, economice și sociale. Pentru aceasta este necesar un mix de politici coerente care să asigure un mediu politic și social pozitiv și previzibil fără fracturi sau modificări bruște.

De asemenea, pentru o bună gestiune a datoriei publice menită să minimizeze riscurile de producere a unei crize este util ca portofoliul de împrumuturi să se orienteze către împrumuturi avantajoase (ca termene, element de grant, dobândă efectivă, etc). Astfel, trebuie urmărite dobânzi fixe reale cât mai mici, iar durata până la maturitatea împrumutului să fie cât mai mare pentru ca efortul rambursării să fie cât mai mic, sumele ce trebuie returnate să fie cunoscute exact și planificate în mod echilibrat fără vârfuri de plată care să facă dificilă returnarea lor.

Astfel, cu cât ponderea serviciului datoriei publice pe termen scurt în serviciul total al datoriei publice este mai mică și cu cât baza de investitori este mai diversificată, datoria este mai puțin riscantă, este sustenabilă. O pondere mai mică a datoriei publice pe termen scurt înseamnă o probabilitate mai mică de a intra în criză de lichiditate și costuri mai mici cu dobânzile la buget. Diversificarea bazei investiționale se referă atât la tipurile de investitori, cât și la repartizarea geografică a acestora, și arată încrederea pe termen lung în dezvoltarea economică a țării respective.

Structura pe valute a sumelor împrumutate trebuie să corespundă surselor de valută din exporturi. În România 73% din exporturi merg către UE (euro) și 27% extra UE (USD), iar procentul de datorie publică în euro este ușor peste 40%, iar cel în USD în jur de 8% începând din 2017 (vezi tabelul nr. 1).

În plus, este necesar să existe instituții financiare puternice, capabile să minimizeze riscul crizelor financiare și să realizeze mobilizarea efectivă a economisirilor interne, pentru a evita creșterea impozitelor sau a capitalurilor atrase din străinătate.

În ceea ce privește nivelul datoriei publice, putem spune că atâta timp cât există ritmuri ridicate de creștere economică, susținute de împrumuturile externe, și dacă rata de creștere economică este mai mare decât rata efectivă a dobânzii este mai firesc să urmărim diminuarea datoriei externe raportată la PIB și nu valoarea nominală a datoriei.

De asemenea, pe măsură ce datoria externă crește este necesar ca și rezervele internaționale totale deținute de banca națională să crească ca un element de siguranță. Se constată, din tabelul nr. 2, că, în România, rezervele valutare internaționale și datoria externă nu evoluează mereu în aceeași direcție, deci evoluția datoriei externe nu este asigurată/susținută de cea a rezervei valutare internaționale.

Tabelul 2. Evoluția datoriei externe și a rezervei valutare internaționale ale României în perioada 2014-2020 (%)

AN	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Datorie externă (ritm anual)	-3,4	-2,8	0,9	4,8	2,4	10,1	15,5
Rezerve valutare internaționale (ritm anual)	-1,0	0,1	6,2	-2,2	-1,3	-0,4	13,5

Sursa: date BNR prelucrate de autor

Economisirea internă trebuie încurajată pentru a deveni preponderent sursa de fonduri pentru împrumuturile necesare agenților economici naționali sau/și administrației publice. Aceste capitaluri interne comportă mai puține riscuri și pot fi obținute la costuri mai mici comparativ cu împrumuturile externe. Dar recurgerea repetată la aceasta metodă poate avea ca rezultat creșterea dobânzilor interne.

Concluzii

În urma analizei, se constată că evoluția datoriei publice totale a României în perioada 2014-2019 a fost pozitivă, în sensul îmbunătățirii sustenabilității (a micșorării riscului de neplată) având în vedere că se manifestă o tendință de majorare a împrumuturilor interne (se reduce dependența de creditorii străini), scade ponderea datoriei în monedă străină în totalul datoriei publice (se micșorează riscul valutar), se reduce ușor raportul datoriei publice în PIB, se amplifică importanța datoriei pe termen mediu și lung, datoria pe termen scurt descrescând proporțional. Dar începând din 2020, datoria publică se majorează (mai ales în 2020), pe fondul efectelor pandemiei de covid-19, iar indicatorii analizați se deteriorează, ceea ce necesită creșterea vigilenței autorităților și adoptarea de măsuri de prevenire a apariției unei crize a datoriilor în țara noastră.

Nu există o regulă universal valabilă pentru determinarea unui nivel „sigur” al datoriei publice. Fiecare țară trebuie să își stabilească nivelul maxim al datoriei publice pe baza experienței macroeconomice și financiare proprii și a altor țări, dar ținând cont de caracteristicile sale proprii. Având în vedere că riscul de neplată depinde de foarte mulți factori și uneori de circumstanțe imprevizibile (șocuri, etc), nivelul maxim al îndatorării trebuie stabilit la un nivel care îi permite să facă față în condiții imprevizibile.

Din analiză reiese că apartenența la o uniune monetară face o țară membră mai vulnerabilă la producerea unei crize a datoriilor, datorită faptului că investitorii străini pot părăsi țara creditată cu ușurință. În plus, țării în cauză îi este aproape imposibil să reacționeze prin intermediul politicii monetare. Evitarea unei crize depinde în totalitate de disciplina fiscală atunci când o țară își abandonează politica monetară autonomă.

Referințe:

1. Banca Națională a României, (2007-2021), *Raport anual, 2006-2020*, București
2. Banca Națională a României, (2008-2022), *Buletine lunare: decembrie 2007 - august 2022*, București;
3. Banca Națională a României, (2008-2021), *Balanța de plăți și poziția investițională internațională a României, Rapoarte anuale 2007-2020*, București;
4. Caner M., Grennes T., Koehler-Geib F. (2010), *Finding the Tipping Point—When Sovereign Debt Turns Bad*, Policy Research Working Paper 5391, <http://documents.worldbank.org/curated/en/509771468337915456/pdf/WPS5391.pdf>
5. Chen J., (2019), *Sovereign Debt*, <https://www.investopedia.com/terms/s/sovereign-debt.asp>
6. Cole, H., Kehoe, T. (2000), *Self-fulfilling debt crises*, *The Review of Economic Studies* 67,
7. Collignon (2012), *Europe's Debt Crisis, Coordination Failure, and International Effects*, ADBI Working Paper Series
8. Fondul Monetar Internațional (2017), *STOCKHOLM PRINCIPLES, Guiding Principles for Managing Sovereign Risk and High Levels of Public Debt*, disponibil la <https://www.imf.org/external/np/mcm/Stockholm/principles.html>
9. Milea C. et al. (2020), *Îndatorarea și gestiunea datoriilor suverane. Exigențe pentru România*, proiect de cercetare, CCFM “Victor Slavescu”
10. Pardău A., Pascal C. (2003), *Criza datoriilor suverane – cauze și consecințe*, Colecția de working papers ABC-ul Lumii Financiare, WP nr. 1/2003
11. Reinhart, C., Rogoff, K., (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.
12. Wolswijk, G. (2020), *Drivers of European public debt management*, Working Paper Series European Central Bank
13. World Bank Group (2020), *Debt Report 2020*, Edition 1
14. Yoshino N., Vollmer U. (2014), *The sovereign debt crisis: why Greece, but not Japan?*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2014
15. *** https://mfinante.gov.ro/documents/35673/162114/nota_bgc_31102021.pdf
16. *** <https://mfinante.gov.ro/domenii/bugetul-de-stat/informatii-executie-bugetara>