

Datoriile publice în creștere: de ce piețele nu reacționează cu vehemență?

Sustenabilitatea datoriilor publice este o preocupare în multe țări. În SUA, pivotul economic al lumii dezvoltate, datoria publică a depășit 130% din PIB și provoacă dezbateri aprinse, inclusiv în Congres. În UE, criza financiară, pandemia și tranziția energetică (cu efecte amplificate de războiul din Ucraina) au făcut ca datoriile publice să crească mult în nu puține țări; sunt state în zona euro (Grecia, Italia, Franța, Belgia, Cipru, Spania, Portugalia) ale căror datorii sunt peste 100% din PIB. BCE a fost obligată să intervină prin operațiuni speciale pentru a fi salvată zona euro cu ani în urmă.

Datoriile publice sunt considerabil mai mici în Europa centrală și de răsărit, dar unele dintre țările din această regiune nu fac parte din zona euro (apare riscul valutar) și au deficite bugetare mari; este și cazul României, cu un deficit bugetar structural de peste 5% din PIB, poate cel mai înalt din Uniune (deficitul structural este definit în accepție simplă ca diferența dintre veniturile și cheltuielile permanente ale bugetului public - deși nicio componentă a bugetului nu poate fi considerată veșnic permanentă).

Reforma guvernării fiscale în UE privește sustenabilitatea datoriilor publice și, în acest scop, se urmărește un control mai riguros

al cheltuielilor publice nete (ce exclud serviciul datoriei și cheltuieli temporare), care să asigure că dinamica acestora nu este superioară creșterii PIB-ului. Este implicată în judecarea sustenabilității și relația ce spune că rata de dobândă reală aplicată la finanțarea datoriei publice nu trebuie să fie mai mare decât rata de creștere reală a economiei.

Tabloul general actual este definit de datorii publice în creștere, sau la niveluri foarte înalte în numeroase state și de întărirea puternică, chiar agresivă, a politicilor monetare de către bănci centrale mari (FED, BCE, BoE, BoJ), ceea ce influențează condițiile monetare pe piețele internaționale și costul finanțărilor. În nu puține țări există o situație complicată a sistemelor publice de pensii, ce reprezintă “pasive ascunse” pentru bugetele publice. Cum cheltuieli de apărare cresc în condițiile războiului din Ucraina și ale acutizării confruntărilor geopolitice, presiunea pe bugete publice se accentuează; în România, cheltuielilor de apărare li s-au alocat un plus de 7,5 miliarde lei (0,5% din PIB) în 2023 față de 2022. Sunt de luat în calcul și efecte nefaste ale schimbărilor de climă, care obligă guvernele să aloce resurse suplimentare pentru a face față la stări de urgență repetate. Ce se întâmplă în această vară în Europa (cu cele mai înalte temperaturi consemnate în ultimele sute de ani) grăiește în mod elocvent.

O întrebare legitimă este de pus: de ce piețele nu reacționează cu vehemență la creșterea datoriilor publice în foarte multe economii: Pot fi avansate câteva supoziții în acest sens:

- SUA, în pofida unei datorii publice superioară chiar nivelului de imediat după al doilea război mondial, au cea mai puternică economie a lumii și parcă trag un “tren” mondial al îndatorării;

- datoriile publice din țări puternic dezvoltate sunt un reper pentru dinamica datoriilor în lume; se poate vorbi aici de un efect de obscurizare a cazurilor cu vulnerabilități majore (ex: România are de pildă un deficit bugetar structural mare, între cele mai înalte din UE);
- există o goana în lume după active sigure (*safe assets*), iar obligațiunile ale economiilor dezvoltate mari oferă asemenea active. Aurul intră în discuție, dar nu reduce din statutul hârtiilor de valoare emise, în principal, de trezoreria americană, al obligațiunilor comune ale UE (deși acestea din urmă sunt limitate);
- în condiții de război și confruntări geopolitice crește atractivitatea plasamentelor în “safe havens”, iar economia americană, unele economii europene, sunt destinații preferate;
- economiile dezvoltate/bogate au averi naționale ce le oferă un avantaj mare; au în plus active externe (investiții în alte țări) ce reprezintă atuuri.
- instituțiile financiare internaționale operează într-un mod ce încearcă să salvgardeze sistemul financiar global; în acest sistem, SUA și G-7 (grupul celor 7 țări puternic industrializate) au un rol major, care s-a văzut și în timpul crizei financiare izbucnite în 2008. Atunci bănci centrale mari și guvernele din G-7 au colaborat pentru a preveni un colaps al sistemului financiar global. Chiar dacă China și alte țări (din BRICS) încearcă să construiască o alternativă la regimul financiar internațional consacrat după al doilea război mondial, preeminenta G-7 nu poate fi contestată;

- falimentele unor bănci în SUA în această primăvara, ca și preluarea forțată a Credit Suisse de către UBS (la îndemnul guvernului federal de la Berna) arată că autoritățile centrale sunt gata să intervină oricând situația se strică serios, cu efecte vizibile de contagiune; aceste intervenții dau un fel de garanție piețelor vizavi de un posibil colaps în lanț.
- finanțări ale unor proiecte industriale și ecologice de către diverse state (și care măresc datoriile publice) ar putea avea impact pozitiv semnificativ asupra mersului unor economii, asupra sustenabilității datoriilor publice. Dar acest raționament este cu imponderabile dat fiind că asemenea investiții înseamnă creștere de datorie publică dacă nu sunt compensate de diminuare de alte cheltuieli bugetare și de o impulsivitate a creșterii economice (care să frâneze dinamica datoriei publice ca pondere în PIB). Țările din UE ce beneficiază de planuri naționale de redresare și reziliență (PNRR) trebuie să le capitalizeze la maximum și din această perspectivă.
- poate opera o miopie, adesea inerentă, a piețelor.

Dacă supozițiile oferite mai sus au relevanță este de examinat. Oricum, sustenabilitatea datoriilor publice nu poate fi eliminată din agenda de lucru a guvernelor. O reprimare financiară (când ratele la dobânzi sunt sub inflație) poate ajuta sustenabilitatea datoriilor, dar este oare un argument liniștitor? Și nu se poate recurge la ștergere de datorie publică în cazul țărilor dezvoltate; nu are cine să facă așa ceva, mai ales că aceleași țări sunt obligate să intervină când sistemele financiare sunt în suferință – este aici un evident cerc vicios (cine pe cine finanțează/salvează?). Acestea fiind datele, pentru sustenabilitatea datoriilor publice sunt necesare controlul (reducerea) unor cheltuieli și

venituri bugetare mai robuste. Pentru țări dintre cele mai neajutorate, ștergerea de datorii are logica.

Există în contextul schițat mai sus un corolar bine cunoscut: economiile ce emit monede de rezerva sunt mult mai protejate decât economii emergente ce au obsesia unor rezerve valutare suficiente. De aici rezultă nevoia de deficite mici, mai ușor finanțabile.

Cât privește România, datoria sa publică s-a triplat după criza financiară globală ajungând la puțin sub 50% din PIB în 2002 (de la cca. 14% în 2008), ceea ce este un nivel comparabil cu cel din Polonia și Cehia (în Ungaria și Croația datoriile publice sunt peste 75% din PIB) și sub reperul de 60% din PIB convenit prin cadrul de guvernanță fiscală în UE. Dar atenție:

- datoria poate crește substanțial dacă nu va fi redus deficitul bugetar structural, ce a rămas probabil peste 5% din PIB;
- serviciul datoriei publice devine mai împovărător dacă deficitul nu este redus iar politicile monetare rămân tari;
- deficitul bugetar generează în largă măsură deficitul de cont curent al balanței de plăți, ce va fi în acest an de cca 8% din PIB (în scădere de la 9,2% din PIB în 2022 și ca urmare a unei redresări a raportului de schimb extern); dacă s-ar aduce deficitul bugetar la 3% în câțiva ani, este probabil ca deficitul de cont curent să coboare spre 4-5% din PIB.
- mare parte din datoria publică este deținută de non-rezidenți, ceea ce este o vulnerabilitate, iar băncile locale au o expunere la limită pe titlurile suverane ale României.
- anul 2022 a fost special, cu “inflație surpriză” (mult peste cea prognozată) și cu venituri în plus pentru bugetul public inclusiv

din suprataxarea furnizorilor de energie; această conjunctură a fost subestimată în construcția bugetului pe 2023.

- rating-ul suveran (BBB-) al României este imediat peste "junk" (riscant pentru investiții), între cele mai joase din UE.
- România are între cele mai joase venituri fiscale din UE (26-27% din PIB, inclusiv contribuții sociale și de sănătate – față de o medie de cca 41% în Uniune); aici este o explicație pentru încordarea structurală a bugetului nostru public și spațiul fiscal foarte limitat.

Dincolo de judecarea contextului global menționat, este de presupus că piețele nu reacționează încă nervos la starea bugetului public din România și fiindcă:

- datoria publică nu este (încă) copleșitoare;
- BNR are rezerve valutare considerabile;
- PNRR a adus sume de "bani tari" în țară, deși mult din aceste resurse nu sunt puse la lucru prin proiecte.
- România este stat membru al UE și este obligată să respecte reguli fiscale (există și procedura de deficit excesiv).
- apartenența la UE oferă o protecție financiară; s-a văzut și prin asistența financiară după 2008.
- după izbucnirea Pandemiei, deficitele bugetare au crescut mult în Uniune și România nu s-a mai singularizat prin deficitul bugetar (în 2020 era singura țară în procedura de deficit excesiv). În 2022, potrivit datelor CE, țări cu deficite bugetare mai mari de 4% din PIB au fost Belgia, Franța, Ungaria, Spania, România, Italia, Letonia (din 2024 procedura de deficit excesiv va fi reactivată și probabil și alte țări vor fi vizate); este de văzut

însă cât din mărimea acestor deficite este de natură structurală.

Deficitul bugetar este o vulnerabilitate majoră, care nu poate fi întreținută la nesfârșit. În anii următori, România va ieși în relief iar prin deficitul bugetar dacă nu va avea loc o ajustare a acestuia. Piețele vor reacționa, posibil nervos, bonitatea financiară va fi lovită. De aceea, guvernul trebuie să adopte măsuri care să inverseze dinamica deficitului bugetar ce se îndreaptă către 7% din PIB în acest an. Dacă s-ar obține un deficit semnificativ mai jos în 2023 față de 2022 (când a fost de 6,2,% din PIB în metodologie europeană, ESA), chiar dacă sensibil peste 4,4% din PIB (țintă devenită nerealistă acum), este de prezumat că piețele nu vor reacționa în mod nervos. Aceasta mai ales dacă se va percepe că tendința deficitului se modifică prin măsuri de corecție, că deficitul va continua să scadă în 2024.

Pentru corecția deficitului este necesar să se elimine cât mai mult din ceea ce face regimul fiscal din România unul regresiv, inechitabil (cei care câștigă mai mult plătesc proporțional mai puțin), să se renunțe la facilități, porțițe de optimizare fiscală (cazul PFA, al regimului microîntreprinderilor, etc), iar ANAF să caute să colecteze mai bine. Trebuie să fie eficientizate cheltuieli, iar asistența socială să fie cât mai țintită (nu acordată indiferent de veniturile gospodăriilor). Recomandări făcute de Comisia Europeană (unele prevăzute în PNRR), Banca Mondială, FMI, Consiliul Fiscal, economiști autohtoni, oferă căi de urmat. Nu este simplu, întrucât modificări în regimul fiscal afectează venituri ale unor categorii de oameni în mod inerent și există opoziție zgomotoasă. Dar se cuvine să vedem Pădurea de copaci, interesele societății în ansamblu. Magie nu există! Pentru a reduce finanțare

externă împovărătoare trebuie să reducem subvenții interne necuvenite, tratamente fiscale preferențiale.

Este vital să nu ajungem într-o situație limită, în care obținerea de finanțare externă este condiționată de luarea unor măsuri extrem de dureroase. Problema deficitului bugetar structural, lipsa spațiului fiscal, au fost ignorate mulți ani, în mod constant au fost amânate măsuri necesare.

PS. Comunicarea publică este de îmbunătățit, mai ales când privește un pachet de ajustare a deficitului bugetar ce afectează venituri individuale și ale unor firme. Este bine să se explice necesitatea unui program de corecție nu invocând în principal pierderea de bani din PNRR. Temeiul de bază este că nu pot fi perpetuate deficite bugetare de 6-7% din PIB, că o corecție acceptabilă a deficitului implică un regim fiscal mai echitabil. Așa ceva trebuie spus clar.