

## CONSECINȚE ECONOMICE ALE DATORIEI PUBLICE

Intervenție în dezbateri  
Silviu CERNA  
Profesor emerit  
Universitatea de Vest, Timișoara

În ultimii ani, în România a avut loc o creștere a datoriei publice. Dacă politicile actuale se vor menține, datoria publică va continua să amplifice, ceea ce va avea un impact considerabil asupra activității economice. În intervenția mea, îmi propun să prezint unele consecințe și riscuri ale acestei evoluții. Ele sunt ilustrate, de altfel, de dificultățile cu care guvernul a început să se confrunte în finanțarea sa de pe piețele financiare externe: costul financiar al datoriei publice este mult mai mare decât cel al țărilor cu caracteristici similare, iar piețele financiare percep riscul de țară al a României ca situându-se la limita inferioară a categoriei *investment grade* (BBB-). Ca urmare, guvernul recurge tot mai des la împrumuturi de la băncile din România și, probabil, va trebui să facă apel la asistența financiară condiționată din partea FMI și a Mecanismului European de Stabilitate. Este necesar, așadar, un efort de însănătoșire a finanțelor statului, care, cu cât va fi mai mult amânat, cu atât va avea costuri economice și sociale mai mari.

Datoria publică a României este sub valoarea de referință de 60% din PIB prevăzută în „Tratatul de la Maastricht” (49,51% din PIB la 1 septembrie 2021). Cu toate acestea, din cauza deficitului primar structural, ponderea datoriei publice în PIB prezintă o tendință de creștere. Experții Comisiei Europene estimează că, dacă politicile actuale se vor menține, datoria publică va depăși 60% din PIB în 2025 și va trece de 90% din PIB până în 2030.

Autoritățile române susțin că creșterea deficitului bugetar a fost determinată în principal de creșterea cheltuielilor de personal, cu asistența socială și investițiile, în condițiile în care ponderea în PIB a veniturilor a rămas aproape neschimbată. Ele arată, de asemenea, că reducerea deficitului bugetar este limitată de cadrul legal existent, în special de prevederile din legea pensiilor adoptată de parlament în 2019.

Cu toate acestea, Comisia Europeană a declanșat pentru România procedura de deficit excesiv prevăzută de „Pactul de stabilitate și creștere”. Ulterior, în condițiile pandemiei COVID-19, ea a suspendat temporar acest tratat pentru a permite guvernelor țărilor membre să poată face cheltuieli oricât de mari pentru a-și salva economia, fără a mai fi obligate să-și limiteze deficitul bugetar la 3% din PIB. Să vedem ce surprize ne rezervă viitorul. Oricum, Comisia a precizat că această măsură nu suspendă procedurile prevăzute de pactul amintit.

Incidența politicii bugetar-fiscale – și, deci, a datoriei publice – asupra creșterii și a altor variabile micro și macroeconomice a constituit dintotdeauna obiectul unor dezbateri animate între economiști. Lucrările teoretice și empirice consacrate acestui subiect nu oferă totuși un răspuns univoc cu privire la relația dintre politica bugetar-fiscală și activitatea economică. Explicația rezidă în faptul că interacțiunea dintre variabilele bugetar-fiscale și celelalte variabile macro și microeconomice depinde foarte mult de condițiile concrete dintr-o țară sau alta. În general, în literatură se face distincție între efectele economice pe termen scurt ale datoriei publice și efectele acesteia pe termen lung.

Pe termen scurt, datoria publică are, de regulă, un efect stimulator asupra creșterii economice. Într-adevăr, majoritatea studiilor empirice arată că, pe termen scurt, multiplicatorii fiscali – care arată măsura în care un impuls fiscal influențează creșterea economică – sunt pozitivi. Cu toate acestea, amploarea efectului pozitiv depinde de conținutul politicii bugetar-fiscale adoptate. Astfel, măsurile care stimulează consumul privat și investițiile publice au un impact relativ însemnat asupra activității economice, în timp ce măsurile ce constă în redistribuirea de venituri și averi, cum ar fi impozitele, subvențiile, alocațiile sociale etc., au o

incidență redusă. Într-adevăr, acestea din urmă nu modifică direct mărimea consumului sau a investițiilor, ci le influențează doar în mod indirect, prin intermediul modificării veniturilor indivizilor sau ale întreprinderilor. Or, în modul acesta, o parte din efectul lor potențial se atenuează. Importante prin prisma stimulării activității economice sunt, de asemenea, măsurile prin care se facilitează accesul populației și al întreprinderilor la credite (garanții de stat, deducerea dobânzilor din baza de calcul a impozitelor, relaxarea cerințelor prudențiale aplicate băncilor pentru creditele acordate etc.).

Cu toate acestea, în cazul în care situația finanțelor publice se degradează continuu, iar această evoluție este percepută de societate ca fiind îngrijorătoare, influența pozitivă a datoriei publice asupra creșterii economice este slabă, chiar și pe termen scurt. Într-adevăr, măsurile amintite determină, de regulă, creșterea ratei dobânzii, ceea ce diminuează investițiile private. În plus, ele pot antrena reducerea ratei de economisire, ca urmare, de exemplu, a încrederii sporite a publicului că va avea acces facil la credite. Or, din aceste cauze, incidența pozitivă asupra activității economice poate fi una foarte limitată.

Amploarea impactului pe termen scurt al datoriei publice depinde, de asemenea, de condițiile economice și monetare din țara respectivă. În cazul în care creșterea datoriei publice are loc într-o economie deschisă de talie mică, efectele stimulative sunt mai puternice decât atunci când este vorba despre o țară mare, în care o parte din efectele amintite se repercutează la nivelul cererii mondiale. Însă, deoarece banca centrală a unei țări periferice nu emite monedă de rezervă, sustenabilitatea datoriei sale publice depinde de accesul pe care ea îl are la refinanțarea de piețele internaționale, care adesea este redus și intermitent.

Indiferent că este vorba despre cauza amintită sau despre alte cauze (de exemplu, dobânzile sunt aproape de zero), în situația în care capacitatea băncii centrale de a compensa reducerea cererii totale, ori de a combate inflația – provocate ambele de creșterea cheltuielilor publice și/sau reducerea veniturilor – este limitată, este imperios necesar ca ea să-și coordoneze politicile (monetară și de asigurare a stabilității financiare) cu politicile guvernamentale (bugetară și de gestionare a datoriei publice). În fine, existența unui curs de schimb fix într-o anumită țară tinde să intensifice efectul expansionist al creșterii datoriei publice, comparativ cu un regim de curs flotant, care, în general, joacă un important rol de amortizor.

Efectele pe termen lung ale deficitelor bugetare și creșterii datoriei publice sunt negative. În primul rând, creșterea datoriei publice determină reducerea acelei părți din venitul național care este economisită. Reducerea ratei economisirii naționale nete duce, la rândul său, la creșterea ratei dobânzii și la reducerea investițiilor (efectul de evicțiune; *crowding out effect*). Următoarea consecință imediată este o productivitate a muncii mai mică, deoarece încetinirea formării de capital împiedică inovațiile, care sunt principalul factor de care depinde productivitatea.

Este de remarcat că incidența asupra ratei dobânzii depinde și ea de talia economiei afectate de creșterea datoriei publice. În cazul unei economii de talie mică deschise, efectele amintite se limitează la țara respectivă și pot fi compensate în mare măsură de aflusul de capital străin. În cazul în care creșterea datoriei publice are loc într-o țară mare sau simultan în mai multe țări care formează împreună o regiune economică de talie mare (de exemplu, UEM), impactul asupra creșterii ratei dobânzii și variabilelor economice dependente de aceasta poate fi unul substanțial.

Creșterea datoriei determină, de asemenea, creșterea cheltuielilor bugetare cu plata anuităților. Aceste plăți trebuie făcute în detrimentul cheltuielilor productive – de exemplu, a investițiilor publice în infrastructură –, ori trebuie acoperite prin creșterea impozitelor și taxelor. Ca urmare, în funcție de măsurile fiscale adoptate, efectele negative se pot manifesta asupra consumului – în cazul creșterii TVA și a accizelor –, asupra investițiilor private – în cazul impozitelor pe capital, pe avere și pe venituri –, precum și asupra ofertei de forță de muncă – în cazul impozitelor pe salarii. În fine, creșterea datoriei duce la creșterea riscului de

țară și, deci, a primelor de risc, ceea ce determină majorarea costurilor finanțării statului și poate pune în pericol solvabilitatea acestuia. Mai mult, această evoluție induce, de regulă, o creștere a dobânzilor pretinse de creditori inclusiv populației și întreprinderilor.

În cazul în care o datorie mare se conjugă cu o situație bugetară inițială defavorabilă, efectul negativ și neliniar al acestei datorii ridicate asupra ratei dobânzii se amplifică. Aceasta sugerează că o importanță deosebită prin prisma relației dintre creșterea datoriei publice și creșterea dobânzilor au condițiile inițiale – bugetare, structurale și instituționale –, precum și fenomenele de contagiune care au loc pe piețele financiare. Astfel, instituții slabe sau inadecvate, economisire privată redusă, afluxuri de capital străin mici, competitivitate redusă a economiei naționale, șomaj ridicat, sector bancar fragil sau foarte sensibil la efectele contagiunii etc., sunt factori importanți de care depinde amploarea incidenței datoriei publice asupra ratei dobânzii. Un alt factor determinant esențial este impactul pe care îmbătrânirea populației îl are asupra veniturilor și cheltuielilor bugetului de stat și, deci, asupra sustenabilității datoriei publice.

Incidența negativă a datoriei publice asupra activității economice se manifestă printr-o serie de alte mecanisme de transmisie, cum ar fi anticiparea unei inflații ridicate, incertitudine mare, volatilitate economică accentuată, slăbirea disciplinei financiare etc.

Astfel, efectul inflaționist al datoriei publice apare în cazul în care autoritățile încearcă să reducă valoarea acestei datorii prin crearea de inflație. Aceasta este alimentată prin monetizarea datoriei publice, adică emiterea de titluri de stat și cumpărarea acestora – direct sau indirect – de către banca centrală. Bani pe care guvernul îi obține în modul acesta de la banca centrală sunt folosiți pentru finanțarea deficitului bugetar. Ca urmare, masa monetară crește considerabil, ceea ce creează o presiune inflaționistă, care duce adesea la hiperinflație.

De altfel, toate perioadele de hiperinflație din trecut se explică printr-o criză bugetară, creată de război, de șocuri economice extrem de negative, de politica economică greșită etc. Indiferent de cauze, criza bugetară împiedică guvernul să se finanțeze de pe piețele financiare – externe sau interne –, ale căror forțe fac ca dobânzile ce i se pretind să fie foarte ridicate, constrângându-l să recurgă la monetizarea datoriei publice.

La ora actuală, în cazul în care datoria publică a unei țări crește în permanență, iar agenții economici conștientizează probabilitatea mare ca această datorie să fie monetizată de către banca centrală, anticipațiile agenților economici cu privire la inflație – și, deci, inflația actuală – se amplifică. În acest caz, pe lângă consecințele deja arătate, se manifestă un efect negativ suplimentar asupra activității economice. Materializarea acestui risc depinde, de asemenea, de factorii instituționali. Astfel, monetizarea datoriei publice nu este posibilă în cazul în care legea interzice finanțarea monetară a cheltuielilor sau a deficitelor publice – așa cum a fost cazul în zona euro înainte de adoptarea de către BCE a politicii monetare numite „relaxare cantitativă” (*Quantitative Easing*). După acest model, legea română interzice BNR achiziționarea de pe piața primară a creanțelor asupra statului, autorităților publice centrale și locale, regiilor autonome, societăților naționale, companiilor naționale și altor societăți cu capital majoritar de stat. BNR poate efectua însă pe piața secundară operațiuni reversibile, cumpărări/vânzări directe sau primiri în gaj a creanțelor asupra statului sau a titlurilor de stat.

Un rol important în prevenirea riscului ca datoria publică să antreneze accelerarea inflației joacă independența băncii centrale și mandatarea sa clară cu menținerea stabilității prețurilor.

În perioada postbelică, în multe țări în curs de dezvoltare/emergente, creșterea datoriei publice a fost însoțită de amplificarea inflației. Acest fenomen a avut loc chiar și în unele țări avansate, inclusiv în SUA, la sfârșitul anilor 1960 și începutul anilor 1970. Cu toate acestea, începând cu anii 1990, existența în țările avansate a unor bănci centrale independente față de guverne a făcut ca creșterea datoriei publice să nu provoace inflație.

Oricum, o situație caracterizată prin ne sustenabilitatea finanțelor publice complică foarte mult conduita politicii monetare, care trebuie să se axeze pe stabilitatea prețurilor. În cazul în care o asemenea situație alimentează anticipații inflaționiste, mai devreme sau mai târziu va avea loc o înăsprire a politicii monetare, sub forma creșterii ratei dobânzii pe termen scurt. În plus, pot apare tensiuni între banca centrală și guvern, care, confruntat cu o datorie publică ridicată, este foarte sensibil la creșterea dobânzilor.

În încheiere, încă două remarci. În primul rând, între datoria publică și creșterea economică există și o relație de cauzalitate inversă: încetinirea creșterii economice tinde să majoreze ponderea datoriei în PIB. În al doilea rând, conform lucrărilor de specialitate, creșterea datoriei publice are, pe termen lung, efecte negative mai puternice în cazul în care este determinată de creșterea cheltuielilor bugetului de stat, decât atunci când este provocată de scăderea veniturilor bugetare. Este vorba înaintea de toate de cheltuielile bugetare cu caracter neproductiv, cum ar fi, de exemplu, salariile demnitarilor și funcționarilor publici, pensiile speciale și cele obișnuite, ajutoarele sociale etc.

La ora actuală, România are cel mai mare deficit bugetar – efectiv și structural – din UE, iar deteriorarea situației finanțelor publice în perioada 2015-2021 a fost de departe cea mai accentuată din UE. În această perioadă, toate țările UE și-au redus deficitul bugetar, iar multe au înregistrat chiar excedente, România constituind o excepție de la orientarea generală a politicilor bugetar-fiscale la nivel european. Iar deficitele bugetare mari vor duce mai devreme sau mai târziu la creșterea datoriei publice, cu toate consecințele sale deja arătate.