

Finanțarea deficitelor și pericolul non-liniarităților

Într-o discuție pe care am avut-o cu alți economiști a venit vorba despre ce s-ar întâmpla dacă deficitul bugetar ar continua să crească, dacă s-ar concretiza presiuni mari pe bugetul public din România în lipsa unor măsuri compensatorii de echilibrare.

Există o linie de demarcație (un *redline*, cum ar spune englezii) de la care piețele financiare vor reacționa, vor da înapoi. Dar, susțin unii confrăți, după o reevaluare, creditorii ar fi dispuși să finanțeze la un cost superior chiar un deficit bugetar ce merge spre 5% din PIB. În aceeași logică, ar putea fi imaginate o linie de demarcație în preajma unui deficit de 6%, cu o altă reevaluare, cu un cost de finanțare și mai mare. Unii ar spune că important este ca un deficit să se poată finanța indiferent de condiții. Unde văd hibe cu un asemenea raționament? Și mă gândesc nu numai la consecințe ce ar decurge dintr-o deteriorare a riscului suveran la clasa junk. Astfel:

- România se confruntă cu fenomenul deficitelor gemene (deficit bugetar ESA/metodologie europeană în jur de 4% din PIB și deficit de cont curent/extern de cca 5% din PIB în 2019); este singura economie din regiune cu deficite de o asemenea magnitudine;
- Deficitul bugetului public la noi a fost cel mai mare din UE în 2019;
- Sunt presiuni foarte mari pe buget, ce pot conduce la deficite de peste 6% în 2021 și peste 7% din PIB în 2022 în lipsa unor măsuri de corecție adecvate;
- Economia încetinește și, la deficite bugetare mari, datoria publică poate intra într-un cerc infernal (efect "bulgăre de zăpadă") din cauza unor costuri de finanțare în suire rapidă (datoria publică acum de 37-38% din PIB repede ar trece de 45-50%, nivel de alertă în condițiile economiei noastre);
- Leul nu este monedă de rezerva, iar economia autohtonă are o porțiune euroizată importantă. Șocuri ce ar lovi încrederea în leu ar favoriza o re-euroizare, nocivă pentru stabilitatea economiei; șocuri ar decurge dintr-o finanțare a deficitelor tot mai dificilă;
- România se imprumută în moneda proprie considerabil mai scump decât Ungaria și Polonia (țări cu care ne comparăm adesea); diferențialul de cost exprimă percepția riscului în condițiile unor deficite externe diferite (Ungaria și Polonia au balanțe externe mult mai echilibrate).

A gândi că destul timp de acum înainte, în pofida unor deficite mari, se vor găsi cumpărători pentru obligațiuni emise de statul român ignoră că pe piețe operează discontinuități, non-liniarități. O discontinuitate poate fi temporară, când creditorul, la deficite în creștere, cere un preț (randament) superior pentru finanțarea oferită. Și există discontinuitate s-o numim "fatală", ce semnifică ieșirea brutală de pe piață și, practic, înghețarea finanțării din piață. Această ieșire ar fi precedată de finanțări la scadențe tot mai scurte și costuri tot mai înalte. Am avea de-a face cu o blocare a finanțării prin piețe --

¹ Opiniile sunt ale autorului și nu implică necesarmente instituțiile cu care acesta este afiliat.

nu o simplă criză de lichiditate. Și ar fi nevoie de recurgere la finanțare de la organisme financiare internaționale pentru a ieși dintr-un mare impas bugetar (s-a întâmplat în 2009). Ce ar putea preveni mersul către o discontinuitate, non-liniaritate fatală, este intrarea sub incidența procedurii de deficit excesiv (PDE), care este mecanism în UE de disciplinare financiară a statelor membre.

Discontinuitatea gravă în relația cu piețele externe ar putea fi accentuată de o criză internă de încredere, ilustrată de o “fugă” de moneda națională, exprimată și de presiune pe leu (depreciere), creștere a inflației. Nu întâmplător vorbim de nevoia unui mix de politici echilibrat, de faptul că o corecție a dezechilibrului extern cere o consolidare bugetară.

România ar risca foarte mult dacă nu ar stăvili deficite în creștere, dacă nu ar demara corecții bugetare. Și de aceea este important că s-a programat un reper de ajustare bugetară -- ținta de deficit de 3,6% din PIB pentru 2020, chiar dacă unii consideră că nu este suficient de ambițios. Dar acest target trebuie să fie urmărit prin măsuri credibile de corecție bugetară.

În unele țări se vorbește despre activism bugetar pentru a combate creștere economică scăzută. Dar acolo moneda este de rezerva (USD, sau euro, yen) și există, în general, balanțe externe echilibrate. Nu este cazul nostru și, în plus, presiunile pe bugetul public la noi sunt foarte mari. A gândi că piețele ar finanța deficitele noastre în căutare furibundă de randament (*search for yield*), deoarece randamentele sunt foarte mici în alte părți, este o abordare foarte periculoasă.

În acest tablou trebuie să notăm și situația unei reevaluări a riscurilor (*risk repricing*) pe piețe în general, care ar dezavantaja economiile cu nevoi mai mari de finanțare.

România are nevoie de consolidare bugetară, iar măsuri din 2020 pun temelie la bugetele pentru 2021 și 2022. A crede că în bugetul public există spațiu fiscal pentru a acomoda o creștere puternică a cheltuielilor sociale în 2020 și mai ales în 2021, este o teză mai mult decât eroică; este în divorț cu realitatea. De pildă, se poate tăia în contrapondere finanțarea de investiții publice din resurse proprii? Iar o țară nu poate miza pentru dezvoltare numai pe resurse din bugetul UE. Cheltuieli sociale are sens, este moral să crească, dar într-o cadentă care să nu dea peste cap echilibrele macro.

Creșterea veniturilor fiscale cu câteva procente din PIB ar ajuta consolidarea bugetară și ar permite finanțarea mai bună a bunurilor publice, inclusiv a cheltuielilor sociale. Dar o creștere ipotetică nu poate fi inclusă în construcția bugetară efectivă.

Se greșește când se afirmă că nu se poate obține o creștere semnificativă a veniturilor fiscale. Evaziunea fiscală și “optimizarea fiscală” sunt endemice și de mari proporții în România. S-a și exagerat cu scăderea TVA. Iar a reduce în continuare taxe și impozite este irațional având în vedere încordarea bugetului public. Informatizarea (digitalizarea) ANAF este o urgență. Reforme ale regimului de colectare a veniturilor în Bulgaria și Polonia arată că se poate obține substanțial mai mult la venituri fiscale, de ordinul a 2-3% din PIB, dar nu imediat. Și nu poți miza în buget pe venituri incerte. Avem prea multe excepții și avem în fapt un regim de impozitare regresiv.

Atenție la non-liniaritati, discontinuități, de care nu suntem departe dacă nu vom lua măsuri de consolidare bugetară la timp. Corecții făcute la timp, prin inițiative/decizii interne, sunt mai puțin dureroase decât cele operate în mod brutal sub presiunea piețelor.