

Daniel Dăianu¹, 7 mai 2020

Suspendarea regulilor fiscale în UE nu înseamnă liber la împrumuturi

-- România are o problemă de finanțare --

Pandemia a băgat lumea într-o recesiune fără precedent după al doilea război mondial. Deficite bugetare au explodat din cauza poziției ciclice radical schimbate a economiilor și a nevoii de a atenua șocul. În UE au fost suspendate temporar regulile fiscale. Dar aceasta nu înseamnă un *free lunch* la împrumuturi. Fiindcă circumstanțele diferă între state privind capacitatea de a atenua șocul. Ne dorim programe solide de susținere a relansării economiei, dar să avem în vedere resursele disponibile. Dezbateră de la noi subestimează problema finanțării deficitelor, a resurselor disponibile.

Odată cu izbucnirea pandemiei, ieșiri de capital din economiile emergente s-au multiplicat. Teama de sincope pe piețele financiare a revenit manifestându-se o goană după *cash*. Preferința pentru lichiditate efectivă este intensă și explică de ce bănci centrale substituie moneda tare (*base money*) pentru diverse active financiare; în lipsa unor intervenții din partea băncilor centrale mari, piețele ar îngheța, ca în 2009. Preferința pentru lichiditate complică transmisia monetară, îngreunează creditarea, poate stopa mișcarea de resurse de la cei care economisesc la cei care vor să se împrumute. Lovite mai rău sunt țări cu deficite considerabile, cu rating-uri inferioare.

Să stăruim asupra impactului creșterii preferinței pentru lichiditate asupra finanțării deficitelor. Se știe că deficitul contului curent (diferența între exporturi și importuri la care se adaugă transferuri nete din străinătate) este egal cu dezechilibrul bugetar plus dezechilibrul sectorului privat. Un deficit al bugetului public poate fi compensat parțial, sau în totalitate, de un surplus (economisire

¹ Acest text nu angajează în mod necesar instituțiile cu care autorul este afiliat.

netă) în sectorul privat; dacă este compensat în întregime, deficitul de cont curent dispare. Deficitul de cont curent poate fi diminuat de transferuri din străinătate (cazul remiterilor de la cei plecați la muncă afară). Când sectorul privat se împrumută semnificativ, deficitul de cont curent poate crește puternic; așa s-a întâmplat în anii 2007 și 2008 în România, când deficitul de cont curent a ajuns la 12-13% din PIB. A fost epoca banilor foarte ușor de obținut, ce au alimentat bule speculative și deficite externe (la noi, în țări baltice, Ungaria, Croația, etc). După care a urmat implozia economiei în Marea Recesiune.

Tensiuni mari, sincope pe piețe, reduc accesul la finanțare; **accesul la finanțare pe piețe externe poate fi practic blocat din motive ce țin de rating, deficite excesive, lipsa unor măsuri de corecție macroeconomică.** Se poate întâmpla ca economii cu datorii publice mici să nu mai aibă acces la finanțare. Așa a fost cu România în 2009, a cărei datorie publică era în jur de 12% din PIB; în acel an s-a obținut un pachet de asistență financiară de la parteneri externi instituționali cu condiționalități severe. Și în 1998-1999 au fost mari dificultăți de finanțare într-un context extern vitreg și cu vârfuri de plată în contul datoriei în 1999 și 2000.

Accesul la finanțare poate fi limitat și pe piețe locale dacă apetitul pentru achiziția de titluri de stat este scăzut. Parte din economisirea sectorului neguvernamental poate fi tezurizată, fie plasată în străinătate (export de capital). Tezurizarea poate avea loc și prin parcare economisirii în facilități ale băncii centrale. Astfel, posibila finanțare a unui deficit guvernamental din resurse interne este diminuată. Iar implicarea băncii centrale în facilitarea finanțării interne a bugetului public comportă riscuri majore, mai ales când ea nu emite monedă de rezervă.

Prin urmare, deficite pe hârtie (conform unor scenarii, programe bugetare mai mult sau mai puțin plauzibile) reprezintă un lucru și altceva este o execuție bugetară concretă, ce întâlnește bariere de finanțare.

România a pornit cu un handicap mare în lupta contra Covid19, cu un deficit structural al bugetului de peste 3% din PIB, cu deficit operațional de peste 4%, cu venituri bugetare/fiscale foarte joase, cu deficite externe considerabile.

Deficitul primar (înainte de serviciul datoriei) este și el printre cele mai ridicate în UE. Pentru aceste rațiuni cheltuieli permanente suplimentare (precum creștere cu 40% a punctului de pensie) sunt un nonsens economic. România se împrumută mai scump pe piețe decât Ungaria, Polonia, Cehia, cu care ne comparăm adesea.

Deficitul bugetar în acest an poate trece ușor de 8% din PIB din cauza șocului pandemiei. Am avea un deficit mare și în 2021 dacă am persista cu măsuri ce adâncesc deficitul structural, care fac nesustenabilă datoria publică.

Suspendarea regulilor fiscale în UE (ce este temporară), nu înseamnă că un stat membru se poate împrumuta după vrere. Deși dobânzile reale sunt mult diminuate în lume, piețele discriminează între țări, în funcție de bonitatea financiară (apropos de ratingul României). Nevoia de finanțare (finanțare deficit și refinanțare datorie) a României în 2020 înseamnă cca 120 miliarde lei (potrivit scenariului oficial al Guvernului) putând ajunge la peste 144 miliarde lei într-un scenariu foarte sever (Opinia Consiliului Fiscal din 24 aprilie, a.c). Adică echivalentul a între 25 și 30 miliarde euro. Este mult având în vedere starea și atitudinea piețelor financiare.

Ce este de făcut? Trebuie considerate toate posibilitățile de acces la resurse financiare: liniile speciale din bugetul UE destinate luptei contra Covid19 și sprijinire a economiilor; banii din bugetul UE în condiții de flexibilitate între diverse programe, plus că nu mai este necesară co-finanțarea ce împovăra bugetul public; cota de la FMI și facilitatea de finanțare rapidă; de discutat cu băncile pentru a ridica limita de expunere pe România; fondurile de investiții din Pilonul II să facă plasamente numai în obligațiuni suverane ale României – cel puțin în 2020 (ASF a eliminat pragul pentru deținerea de obligațiuni suverane autohtone).

Apare și problema *timing*-ului, întrucât una este programarea financiară ca volum de resurse și altceva disponibilitatea banilor când este nevoie de ei efectiv, când trebuie onorate plăți de către Stat.

Există facilitatea UE de finanțare a țărilor cu dificultăți de balanță de plăți (este facilitatea ce ne-a ajutat și în 2009). Dar este greu de obținut o asemenea

asistență dacă nu va exista un program credibil de reducere a deficitului structural. Aceasta înseamnă că nu trebuie crescute cheltuieli bugetare permanente, care ar adânci deficitul structural, care ar trimite ratingul României în categoria nerecomandată pentru investiții.

Revin la o chestiune evocată mai sus. Sunt economii puternice unde băncile centrale recurg la programe de QEs, ce echivalează cu finanțare monetară a deficitelor. Dar o bancă centrală ce nu emite monedă de rezervă nu poate achiziționa titluri de stat pe scară largă fără a destabiliza moneda locală, propria economie. România are și handicapul deficitelor structurale menționate. Acestea sunt aspecte subestimate când se pledează ca BNR să se angreneze într-un QE autohton de amploare.

Un buget sărac ca al României, cu venituri fiscale de cca 27% din PIB, în care cheltuielile cu salarii și asistența socială înseamnă de departe grosul din aceste venituri, reclamă o politică bugetară cumpătată. Mai ales în vremuri de restriște, când trebuie alocat mai mult pentru lupta cu Covid19, pentru șomaj tehnic, pentru sprijinirea economiei.

În perspectivă, trebuie să cheltuim mai mult pentru sănătate, pentru educație, pentru infrastructura de bază, pentru politici industriale deștepte, care să facă economia robustă. **Aceasta implică o creștere puternică a veniturilor fiscale/bugetare, o temă ce a fost omisă în politicile publice ani la rând.**

Ne dorim programe solide de susținere a relansării economiei, dar să avem în vedere resursele disponibile. Finanțarea economiei ar fi facilitată în 2021 dacă bugetul UE va fi mărit, dublat chiar, pentru a ajuta redresarea economică și socială în Uniune (un nou Plan Marshall).

Finanțarea economiei este marea provocare a anului 2020 și reclamă responsabilitate. Dacă nu o vom dovedi, vom ajunge la un program de corecție dureros nu peste mult timp – cum a fost cel din 2009-2011.