

Asigurarea fiscală și managementul datoriei publice

Autor: Olga Bodrug

Academia de Studii Economice din București

Facultatea de Finanțe, Asigurări, Bănci și Burse de Valori

Rezumat: *Obiectivul principal al acestei lucrări este acela de a analiza efectul pe care îl are o gestiune eficientă a datoriei publice în ceea ce privește asigurarea fiscală. Această analiză este deosebit de importantă deoarece este primul studiu pe această temă realizat pentru cazul României, putând deschide astfel noi orizonturi ale cercetării. În prima etapă a studiului este ilustrată evoluția gradului de îndatorare a României între anii 1995 și 2017, fiind prezentate și estimări pentru anii 2018 și 2019. Ulterior, utilizând modelul de dinamică a datoriei publice este realizată o scurtă analiză a sustenabilității acesteia în perioada 1997-2019. În cea de-a treia etapă este evaluată eficiența managementului datoriei publice prin intermediul a 3 indicatori fiscali. România a înregistrat un nivel redus al gradului de îndatorare, dar care a avut o creștere rapidă în ultimii ani, în special din cauza efectelor crizei. Datoria publică a României nu a mai fost sustenabilă începând cu anul 2007, exceptând perioada 2013-2015, deficitele efective fiind mai mari decât cele necesare urmării unei traiectorii stabile a datoriei. Cauzele sunt: majorarea valorii împrumuturilor, diminuarea GAP-ului dintre rata creșterii economice și rata implicită de dobândă la împrumuturi, care au condus la un cost mai mare al datoriei. Rezultatele analizei empirice indică faptul că datoria publică a României nu poate fi folosită ca instrument de asigurare asupra șocurilor fiscale. Indicatorul persistența relativă a datoriei relevă o performanță slabă a managementului datoriei. Deși ratele de dobândă la care sunt rambursate datoriile au fost diminuate de-a lungul anilor, România nu a prezentat un nivel sporit de stabilitate din punct de vedere al îndatorării. O creștere/scădere a ratei dobânzii ca urmare a unui șoc în economie nu a fost compensată de o scădere/creștere a valorii datoriei guvernului pentru a proteja bugetul de șocuri.*

Abstract: *The main objective of this paper is to analyze the effect of an efficient public debt management on fiscal insurance. This analysis is particularly important because it is the first study on this subject on the case of Romania, which can open up a new horizons of research. The first step of the study illustrates the evolution of Romania's indebtedness between 1995 and 2017, with estimates for the years 2018 and 2019. Subsequently, using the dynamics model of public debt, a brief analysis of its sustainability was made for the period 1997 - 2019. In the third step, the efficiency of public debt management is assessed through three fiscal indicators. Romania has experienced a low level of indebtedness, but it has been rising rapidly in recent years, mainly due to the effects of the crisis. Romania's public debt has not been sustainable since 2007, with the exception of the 2013-2015 period, the actual deficit being higher than those required for a stable debt. The causes are: the increase in the value of loans, diminishment of the GAP between the economic growth rate and the implicit interest rate on loans, which led to a higher debt burden. The results of the empirical analysis indicate that Romania's public debt can not be used as a fiscal shocks insurance instrument. The relative persistence of the debt indicator reveals low public debt management performance. Although interest rates to which debt is reimbursed have been diminished over the years, Romania has not shown a higher degree of stability in terms of indebtedness. An increase / decrease in the interest rate as a result of a shock to the economy was not offset by a fall / increase in the amount of government debt to protect the budget from shocks.*

Cuvinte cheie: datorie publică, asigurare fiscală, sustenabilitate, gestiune, politică fiscală.

Clasificare JEL: H630, H300.

Clasificare REL: 13B, 13C, 13E, 13K.

1. Introducere

Politica fiscală desemnează concepția, măsurile și acțiunile pe care statul le întreprinde în vederea colectării veniturilor bugetare, utilizate pentru finanțarea cheltuielilor bugetare, tipurile de impozite, perceperea și folosirea lor ca instrument de stimulare a creșterii economice¹.

O temă recurentă în teoria politicii fiscale este dezechilibrul fiscal cauzat de majorarea nivelului datoriei publice. (Lojșch și colab., 2011) afirmă că o creștere a gradului de îndatorare poate implica impacte negative asupra economiei, cum ar fi: sporirea costului finanțării guvernamentale și reducerea investițiilor private, care conduc la diminuarea creșterii economice potențiale. În plus, un grad de îndatorare excesiv poate crea o situație de vulnerabilitate fiscală care amenință condițiile de lichiditate și de solvabilitate ale statului. (Hemming și colab., 2003).

¹ Dobrotă, Niță (coord.), 1999, "Dicționar de economie", Editura Economică, pg.354, 356

(Angeletos, 2002) subliniază faptul că managementul datoriei publice poate fi un instrument important pentru reducerea vulnerabilității fiscale. (Mendonça și colab., 2011) recomandă utilizarea unei politici fiscale restrictive (creșterea taxelor sau reducerea cheltuielilor guvernamentale) pentru a genera excedente primare. Giavazzi și Missale (2004) sugerează optarea pentru o finanțare guvernamentală cu costuri reduse. În special, dependența structurii la termen a ratelor dobânzii de starea economiei și sensibilitatea valorii de piață a datoriei publice la rata dobânzii permit conduc la protecția împotriva șocurilor în economie, prin intermediul unei gestiuni eficiente a datoriei publice.

Mediul fiscal românesc este perceput de către toți contribuabilii ca fiind un factor de instabilitate în dezvoltarea economiei, din cauza multiplelor transformări în ultimele două decenii în România. Deși au fost înregistrate progrese în materie legislativă, cum ar fi armonizarea cu cadrul de reglementare european sau introducerea cotei unice, sistemul fiscal reprezintă un punct slab al economiei naționale din cauza capacității administrative deficitare, nerespectând principiile fundamentale asumate, precum: eficiența și certitudinea impunerii, stabilitatea, predictibilitatea, esențiale pentru un sistem fiscal aparținând unei economii viabile (Brezeanu & Trandafir, 2011).

Această lucrare prezintă o analiză a efectului pe care îl poate avea un management eficient al datoriei publice asupra asigurării fiscale, prin intermediul unei evidențe empirice. Această analiză este deosebit de importantă deoarece este primul studiu în acest sens realizat pe cazul României, care poate deschide noi orizonturi ale cercetării asupra acestui subiect. Relevanța studierii acestei teme este legată de faptul că, în mod tradițional, conduita politicii fiscale în economiile emergente este considerată permisivă, astfel că riscul unui dezechilibru fiscal fiind ridicat (Mendonça și colab., 2011).

Conceptul de asigurare fiscală nu este unul prea cunoscut în România, deși este analizat în multe dintre lucrările științifice din străinătate. Asigurarea fiscală nu este un produs propriu-zis oferit de către o companie, la fel ca asigurările de bunuri și persoane, aceasta putând fi realizată doar de către Guvern prin instrumentul numit datorie publică. Dacă în cazul asigurărilor de bunuri și persoane riscurile urmează să fie acoperite de asigurător, la asigurarea fiscală riscurile sunt de fapt șocurile fiscale care urmează să fie absorbite de către stat. Pentru a putea avea această capacitate, este în primul rând necesar ca datoria publică să fie sustenabilă, adică guvernul unui anumit stat să poată menține programele existente și să poată îndeplini cerințele creditorilor fără a crește povara datoriei fiscale asupra economiei.

2. Stadiul cunoașterii

Pentru a stimula creșterea economică în perioada de recesiune, multe dintre guvernele țărilor mai dezvoltate precum SUA, Marea Britanie, Franța, Italia, au utilizat resursele financiare obținute, aplicând politici economice bazate pe îndatorare. Același lucru putem afirma și despre România, unde creșterea datoriei publice în ultimii ani arată că această țară a devenit dependentă de resursele împrumutate (Tatu, 2014). Acoperirea deficitului bugetar, concomitent cu consolidarea rezervelor internaționale, a fost realizată prin împrumuturi de la FMI și de la Comisia Europeană.

Boston Consulting Group² asociază aceste politici cu o schemă de tip Ponzi, care constau în plata unor profituri mari investitorilor din fondurile oferite de alte persoane și nu din veniturile generate de afacere. Guvernele acelor state dezvoltate au urmat un procedeu similar. În loc de a realiza investiții care să genereze un efect de multiplicare în economie (conform teoriei lui Keynes), ele au preferat să achite cheltuielile curente cu banii celor din viitor.

Pornind de la aceste aspecte, în cadrul acestei lucrări științifice ne propunem să determinăm dacă gestionarea datoriei publice a fost eficientă în ultimele două decenii, și dacă aceasta poate fi folosită ca instrument de asigurare în ceea ce privește absorbția șocurilor fiscale. În prima etapă a

² Boston Consulting Group este o firmă prestigioasă de consultanță în management cu 90 de birouri în 50 de țări.

studiului, este surprinsă evoluția datoriei publice în perioada 1995-2017, cu estimări pentru 2018 și 2019. În continuare, prin intermediul unui model de dinamică al datoriei publice, este efectuată analiza sustenabilității datoriei publice pentru ultimii 20 de ani. De asemenea, este determinat nivelul de sustenabilitate pentru anul acesta și anul următor.

În ultima parte se identifică dacă datoria publică poate fi folosită ca instrument de asigurare în ceea ce privește absorbția șocurilor fiscale. Pentru a putea evalua performanțele gestionării datoriei în cazul României și modul în care acestea variază, sunt determinați trei indicatori de asigurare fiscală propuși de Faraglia, Marcet și Scott (2008). Ei subliniază faptul că cei mai mulți dintre indicatorii fiscali din literatura de specialitate nu reușesc să analizeze rolul gestiunii datoriei publice în asigurarea fiscală împotriva șocurilor bugetare pentru stabilizarea raportului datorie/PIB.

(Faraglia și colab., 2008) analizează performanța managementului datoriei publice a țărilor membre OECD. Ei propun utilizarea indicatorilor de performanță (plățile cuponului, raportul dintre valoarea de piață a datoriei și PIB, persistența relativă a datoriilor și covarianța dintre deficitul primar și rata de rentabilitate a datoriei) pentru realizarea demersului analizei managementului datoriei publice, pe care îi evaluează folosind analiza Monte Carlo. Cei mai buni indicatori sunt cei care se bazează pe persistența relativă a datoriilor. Există câteva dovezi că gestionarea datoriei a condus la izolarea politicii împotriva șocurilor fiscale neașteptate. Gradul de asigurare fiscală realizat nu este însă bine conectat de variațiile transnaționale ale modelelor de emisie a datoriilor.

(Mendonça, Pessanha, 2014) prezintă evidența empirică pentru efectul managementului datoriei publice asupra asigurării fiscale, pentru Brazilia, o țară cu economie largă, aflată în continuă dezvoltare. Această lucrare construiește indicatori fiscali și face o analiză empirică care ne permite pentru prima dată să evaluăm performanța fiscală a economiei braziliene. Spre deosebire de Faraglia și colab. (2008), care nu pot folosi o abordare a seriei de timp din cauza unei probleme care rezultă din lipsa inferenței fiabile, analiza pentru Brazilia nu face obiectul acestei probleme.

3. Rezultatele cercetării

3.1. Metodologia cercetării

3.1.1. Modelul de dinamică a datoriei publice

Pentru a determina dacă România prezintă un management eficient al datoriei publice, este necesară identificarea nivelului de sustenabilitate a acesteia. Primul pas este construirea modelului de dinamică a datoriei publice pe baza ecuației datoriei publice:

$$D_t = (G_t - T_t) + D_{t-1} + i D_{t-1} \quad (1)$$

D_t = Datoria publică în anul t , G_t = Cheltuielile bugetului primar în anul t , T_t = Veniturile bugetare în anul t , i = Rata nominală a dobânzii

Împărțind ecuația (1) la Y_t , obținem: $\frac{D_t}{Y_t} = \frac{G_t - T_t}{Y_t} + \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} * \frac{Y_{t-1}}{Y_t} + \frac{i D_{t-1}}{Y_{t-1}} * \frac{Y_{t-1}}{Y_t}$ (2)

Deoarece:

$$\frac{G_t - T_t}{Y_t} = d_t = \text{deficitul primar} \quad (3)$$

$$I_{\text{PIB}} = \frac{Y_t}{Y_{t-1}} * 100 - 100 = g = \text{rata de creștere a PIB-ului} \quad (4)$$

$$\frac{Y_t}{Y_{t-1}} = 1 + g \Rightarrow \frac{Y_{t-1}}{Y_t} = \frac{1}{1 + g} \quad (5)$$

$$\text{Astfel, rezultă: } p_t = d_t + \frac{p_{t-1}}{1 + g} + \frac{p_{t-1}}{1 + g} * i = d_t + \frac{1 + i}{1 + g} * p_{t-1} \quad (6)$$

p_t = ponderea datoriei publice în PIB

Condițiile de echilibru pe termen lung ale datoriei publice pot fi atinse prin stabilizarea nivelului acesteia, ca pondere în PIB: $p_t = p_{t-1}$ (7)

$$\text{Din (6) și (7)} \Rightarrow p_{t-1} = d_t + \frac{1+i}{1+g} * p_{t-1} \quad (8)$$

$$-d_t = \frac{1+i}{1+g} * p_{t-1} - p_{t-1} \Rightarrow -d_t = \frac{i-g}{1+g} * p_{t-1} \quad (9)$$

$$\text{Întrucât soldul primar } S_t = \frac{i-g}{1+g} * p_{t-1} \sim i - g \Rightarrow S_t^* = (i-g) * p_{t-1} \quad (11)$$

S_t^* = nivelul soldului primar calculat, S_t = nivelul efectiv al soldului primar

$$S_t = T_t - (G_t - ChD_t) \quad (12)$$

G_t = Cheltuielile totale, T_t = Veniturile totale, ChD_t = Cheltuieli cu dobânzile

Dacă $S_t^* > S_t \Rightarrow$ datoria publică este nesustenabilă

Dacă $S_t^* \leq S_t \Rightarrow$ datoria publică este sustenabilă

3.1.2. Indicatorii fiscali

Pentru a afla dacă în acest moment datoria publică mai poate fi folosită ca instrument de asigurare asupra șocurilor, este necesară identificarea nivelului asigurării fiscale în cazul României, care este determinat prin intermediul a trei indicatori propuși de Faraglia, Marcet și Scott (2008).

Primul indicator fiscal, plata cuponului (P_c), este rezultatul raportului dintre dobânzile nominale plătite și datoria publică.

$$P_c = \text{dobândă} / \text{datoria publică} \quad (13)$$

Nosbusch (2008) evidențiază faptul că pentru a proteja bugetul de șocuri, datoria publică dintr-un stat trebuie să fie stabilă. Astfel, este de dorit ca o creștere (scădere) a ratei dobânzii ca urmare a unui șoc în economie să fie compensată de o scădere (creștere) a valorii de piață a datoriei guvernului.

Al doilea indicator este dat de raportul dintre valoarea de piață a datoriei (VP) și PIB (Y). Întrucât valoarea de piață a datoriei publice este dificil de accesat, Mendonça și Pessanha (2014) recomandă utilizarea valorii nominale a acesteia.

Cel de-al treilea indicator este persistența relativă a datoriei (Ψ). Pot fi calculați doi indicatori: Ψ_{1k} și Ψ_{2k} , diferența dintre ele fiind aceea că Ψ_{2k} este normalizat de gradul de persistență în deficitul primar.

$$\Psi_{1k} = VR_{VP}^k - VR_w^k \quad (14)$$

$$\Psi_{2k} = (VR_{VP}^k - VR_w^k) / R_w^k \quad (15)$$

$$VR_{VP}^k = (VP_t - VP_{t-k}) / k \quad (VP_t - VP_{t-1}) \quad (16)$$

$$VR_w^k = (w_t - w_{t-k}) / k \quad (w_t - w_{t-1}) \quad (17)$$

Ψ_{1k}, Ψ_{2k} = indicatori de persistență, w_t = deficit primar

O valoare mai mare a lui Ψ indică o performanță slabă a managementului datoriei, iar valorile negative relevă rezultate complete ale pieței. Persistența datoriei publice poate fi redusă prin ajustarea deficitului primar, provenit din modificarea rentabilității titlurilor. Efectul acestei schimbări poate fi capturat de persistența relativă a valorii de piață a datoriei față de deficitul primar, putând împiedica măsurarea performanței gestionării datoriei. Mendonça și Pessanha (2014) afirmă că persistența indicatorului preia efecte de reducere remarcabile datorită creșterii surplusului primar.

3.2. Prezentarea rezultatelor

Analiza empirică „Efectul gestiunii eficiente a datoriei asupra asigurării fiscale în România”

3.2.1. Evoluția gradului de îndatorare al României

Pentru a putea analiza dacă managementul datoriei publice în România este eficient, am surprins inițial evoluția gradului de îndatorare, în perioada 1995 - 2017, precum și valorile estimate pentru anii 2018 și 2019.

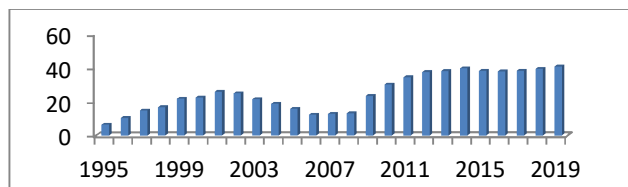


Fig. 1 Datoria publică a României (% din PIB)

Sursa: Ameco

România a înregistrat în perioada 1995 - 2017 un nivel redus al datoriei publice, ca pondere în PIB/cap de locuitor. Este însă important de remarcat faptul că aceasta a avut o creștere rapidă în ultimii ani, în special din cauza efectelor crizei, manifestate pe plan internațional. După cum se poate observa în figura 1 și în tabelul 1, nivelul minim al datoriei publice, ca pondere în PIB a fost de 6,6% în 1995 și se estimează să fie de 6 ori mai mare în anul 2019. Valoarea medie din această perioadă este de 25,3% din Produsul Internet Brut, înregistrându-se o abatere medie standard de 11%.

Indicatori statistici

Tabel 1

	Datoria publică, % din PIB	Modificarea anuală (Δ), %
Min	6.6	-3.4
Max	40.5	10.0
Medie	25.3	1.4
Std dev	11.0	3.3

Sursa: Ameco

Analizând modificarea anuală a ponderii datoriei în PIB, în aceeași perioadă (figura 2), se pot remarca valori negative în anii 2002 – 2006, datorită dorinței de integrare în Uniunea Europeană, condiționată de respectarea mai multor criterii de aderare. Scăderea maximă înregistrată a fost în anii 2003 și 2006 (3,4%). În urma declanșării crizei se poate remarca o sporire rapidă a ponderii datoriei publice în PIB, în special în anul 2009, când creșterea înregistrată a fost de 10%. În medie, modificarea anuală a datoriei publice a fost de 1,4%, cu o abatere medie standard de 3,3%.

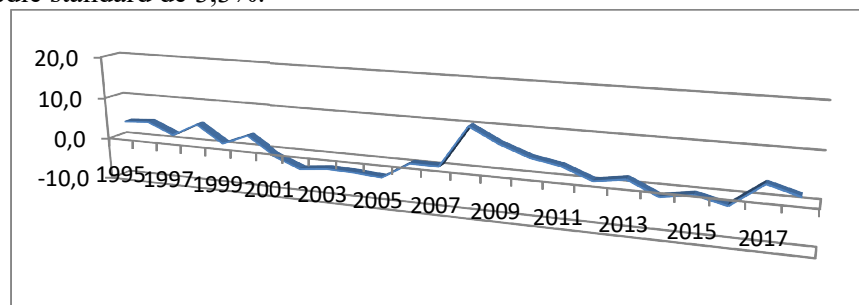


Fig. 2 Modificarea anuală a ponderii datoriei publice în PIB a României

Sursa: Ameco

La începutul crizei economice și financiare, datoria publică înregistrată în România a fost destul de mică. După 2008, România a fost una dintre țările cu cel mai ridicat grad de creștere al datoriei publice. Ca pondere în PIB, nivelul acesteia s-a dublat de la 13,2% în 2008, la 37,3% - în 2012. Principala cauză care a determinat această creștere rapidă a fost majorarea deficitului bugetar, generată de falimentarea a multor companii, de creșterea ratei șomajului și de înrăutățirea situației sistemului bancar din cauza multitudinii de credite neperformante.

În 2017 România a avut a patra cea mai redusă datorie publică din UE, aceasta reprezentând 35,7% din PIB. Conform datelor de pe Eurostat, datoria publică a României a înregistrat o creștere de 5,5 miliarde Euro (25,4 miliarde de lei) în trimestrul trei din 2017, față

de același trimestru al anului anterior. Ponderea acesteia în PIB față de perioada de referință a fost însă redusă cu 0,6 puncte procentuale. Cheltuielile publice au fost majorate pentru a se putea încadra în noua proiecție de PIB, cu o creștere economică așteptată de 7%, comparativ cu 5,2% prevăzut inițial. În pofida acestei creșteri, ponderea deficitului bugetar în PIB nu a fost redusă. La nivelul UE, datoria publică a reprezentat 82,5% din PIB în trimestrul trei din 2017, cu 0,4 puncte procentuale mai puțin comparativ cu trimestrul trei din 2016 și cu 0,8 puncte procentuale mai mică față de trimestrul doi din 2017.

3.2.2. Modelul de dinamică a datoriei publice

Aplicând modelul de dinamică a datoriei publice, am ajuns la rezultatele prezentate în tabelul 2 și în Figura 3.

Comparația sold primar efectiv - sold primar calculat

Tabel 2

An / Tip sold	St	S*t
1997	0.00	-3.26
1998	0.74	-0.99
1999	0.63	-0.68
2000	-0.64	-4.28
2001	-0.01	-5.23
2002	0.52	-4.28
2003	0.19	-5.41
2004	0.34	-3.57
2005	0.41	-1.69
2006	-1.30	-2.07
2007	-2.11	-1.67
2008	-4.85	-2.35
2009	-7.96	1.81
2010	-5.38	0.51
2011	-3.80	-0.05
2012	-1.91	0.02
2013	-0.37	-0.76
2014	0.28	-0.09
2015	0.85	-0.89
2016	-1.49	-0.99
2017*	-1.57	-1.33
2018 ^p	-2.32	-1.28
2019 ^p	-2.53	-1.20

Sursa: Ameco

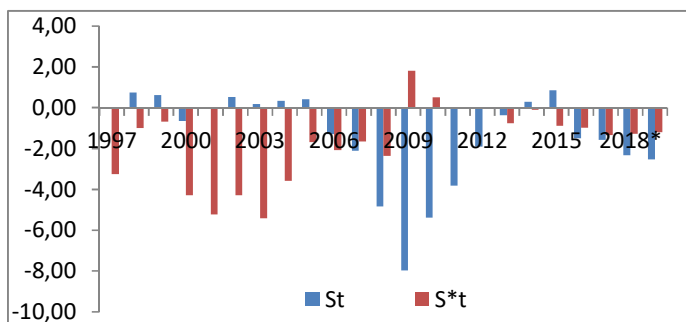


Fig. 3 Sold primar efectiv vs. sold primar calculat

Sursa: Ameco

Astfel, pe baza relațiilor de mai sus, putem trage concluzia că datoria publică a României a fost sustenabilă în perioada 1997 – 2006. Puteau fi rulate deficite mult mai mari comparativ cu cele înregistrate efectiv, datorită faptului că rata implicită a împrumutului era mai mică decât rata de creștere economică (figura 4).

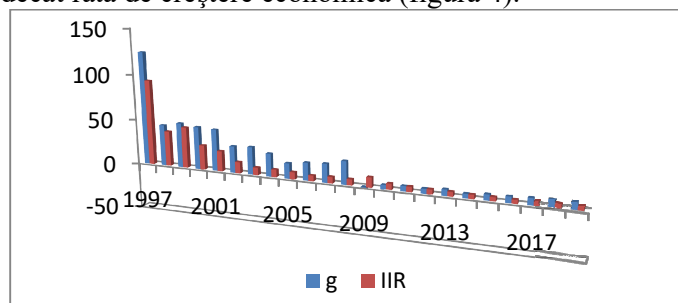


Fig. 4 Rata de creștere economică (g) vs. rata implicită a împrumutului (IIR)

Sursa: Ameco

Din anul 2007 până în 2012, care coincide cu integrarea la Uniunea Europeană și cu începutul crizei financiare pe piața internațională, deficitele efective sunt mai mari decât cele necesare urmării unei traiectorii stabile a datoriei. Acest lucru este cauzat atât de majorarea

împrumuturilor, de la 12.7 la 37.3 mlrd. RON, cât și de diminuarea GAP-ului dintre rata creșterii economice și rata implicită de dobândă la împrumuturi. Acești factori au condus la un cost mai mare al datoriei și, în consecință, la nesustenabilitatea datoriei publice în perioada respectivă. În următorii 3 ani soldul primar calculat a fost mai mic decât cel efectiv, iar din 2016 datoria publică a României este din nou nesustenabilă și se estimează că în perioada 2017 – 2019 va fi la fel.

Factorii care influențează stabilitatea datoriei publice la nivelul său sustenabil sunt: capacitatea economiei unei țări de a genera a surplusuri primare, dobânda la care sunt realizate împrumuturile statului, prima de risc atașată, propria rată de creștere economică (Socol, 2013). Așadar, pentru a stabili nivelul datoriei publice în următorii ani este nevoie ca să fie diminuate deficitele primare și/sau să fie generate surplusuri primare. O soluție ar fi ca ratele de dobândă la împrumuturile realizate de către stat să fie mai mici decât creșterea economică a României.

3.2.3. Indicatorii fiscali care măsoară asigurarea fiscală

Pentru a putea afla dacă în acest moment datoria publică mai poate fi folosită ca instrument de asigurare asupra șocurilor, am identificat nivelul asigurării fiscale prin intermediul a trei indicatori. În graficul 5 este ilustrată evoluția primului dintre ei - plata cuponului (Pc), folosit ca aproximativ al ratei de dobândă la care a fost rambursată datoria.

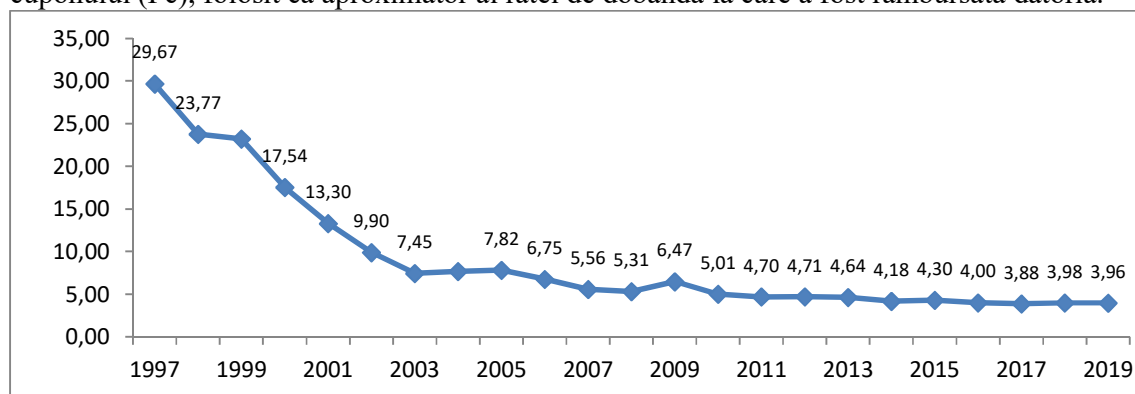


Fig. 5 Evoluția indicatorului plata cuponului (%)

Sursa: Ameco

Putem observa cu ușurință faptul că în perioada analizată indicatorul plata cuponului a urmat un trend descendent, fiind redus de la 29,67% în 1997 la 4% în 2016. Se observă o creștere a nivelului acestui indicator în anul 2009, urmată de o perioadă în care s-au înregistrat valori încadrate pe un trend relativ constant, cu variații foarte mici. Pentru anii 2018 și 2019 indicatorul acesta este estimat la aproape 4%.

Analizând Tabelul 3, putem observa că datoria publică a României nu a prezentat un nivel sporit de stabilitate, în sensul că o creștere/scădere a ratei dobânzii ca urmare a unui șoc în economie nu a fost compensată de o scădere/creștere a valorii datoriei guvernului pentru a proteja bugetul de șocuri. Urmărind evoluția acestora, putem observa că dobânzile și datoriile au urmat un trend similar. Au fost câțiva ani în care principiul exprimat de Nosbusch a fost respectat (anii 2002, 2003, 2005, 2014 și 2016), dar discordanța cu ceilalți ani confirmă instabilitatea datoriei publice a României.

Modificarea dobânzilor (ΔI) vs.
modificarea datoriilor (ΔD),
mlrd. Ron

Tabel 3

Anul	ΔI	ΔD
1998	0.3	2.4
1999	1.3	5.8

2000	0.4	6.2
2001	0.8	12.2
2002	-0.3	7.4
2003	-0.6	4.6
2004	0.4	4
2005	0.0	-0.8
2006	-0.7	-3
2007	0.1	10.7
2008	0.7	15.7
2009	4.0	49.5
2010	0.3	41.2
2011	1.1	33.5
2012	1.4	28.7
2013	0.7	18.9
2014	-0.2	22.4
2015	0.6	6.9
2016	-0.2	16.2
2017	0.6	24.9
2018*	1.7	34.3
2019*	1.5	39.4

Sursa: Ameco

Ultimul indicator analizat este persistența relativă a datoriei (Ψ). Am calculat pentru perioada 2006 – 2019 Ψ_{1k} și Ψ_{2k} pentru 3, 6, respectiv 9 laguri. Diferența dintre cei doi indicatori este aceea că Ψ_{2k} este normalizat de gradul de persistență în deficitul primar. Din figurile 6-11 putem desprinde faptul că atât valorile indicatorului simplu, cât și cele din cazul indicatorului normalizat au variații destul de mari. În cazul graficelor realizate pentru a surprinde evoluția primului indicator, putem observa valori mai mari ale lui Ψ_{1k} în perioada 2008 – 2012, indicând o performanță slabă a managementului datoriei. Valorile negative relevă rezultate complete ale pieței.

Dacă analizăm figurile din partea dreaptă, vedem că valori mai mari se înregistrează doar în cazul indicatorului cu 3 laguri. În situația cu 6 laguri observăm o evoluție opusă în perioada 2010-2012, datorită normalizării gradului de persistență în deficitul primar. Eforturile de normalizare sunt accentuate în cazul indicatorului cu 9 laguri, care înregistrează valori negative de ordinul sutelor în perioada 2013 – 2015, relevând astfel rezultatele complete ale pieței.

Persistența datoriei publice poate fi redusă prin ajustarea deficitului primar, provenit din modificarea rentabilității titlurilor. Efectul acestei schimbări poate fi capturat de persistența relativă a valorii de piață a datoriei față de deficitul primar, putând împiedica măsurarea performanței gestionării datoriei. Mendonça și Pessanha (2014) afirmă că persistența indicatorului preia efecte de reducere remarcabile datorită creșterii surplusului primar.

Al doilea indicator fiscal este dat de raportul dintre valoarea de piață a datoriei (VP) și PIB (Y). Mendonça și Pessanha (2014) precizează că, în general, valoarea de piață a datoriei nu este disponibilă și că o practică comună este de a utiliza valoarea nominală a datoriei publice. Evoluția acestui indicator a fost surprinsă la începutul acestui studiu, ajungând la concluzia că în România a fost înregistrată o creștere rapidă a datoriei publice în ultimii 20 de ani.

Tatu (2014) a efectuat un studiu pe cazul României, unde a determinat un model de regresie ce explică dependența valorii de piață a datoriei de valoarea nominală a acesteia. Din cauza limitării datelor, analiza a fost efectuată doar pe anii 2013 și 2014, pe baza celor 93 obligațiuni în valoare de 67,24 miliarde RON emise în acea perioadă, cu scadențe de la 6 luni la 15 ani. Din păcate, modelul respectiv nu este aplicabil studiului nostru, întrucât acesta analizează datoria publică totală a României.

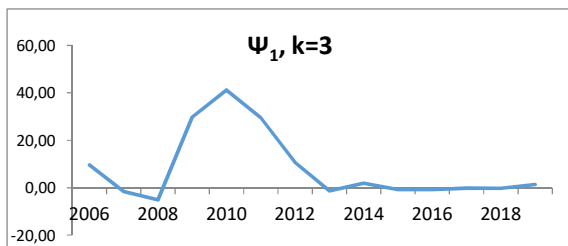


Fig. 6 Persistența datoriei, 3 laguri

Sursa: Ameco

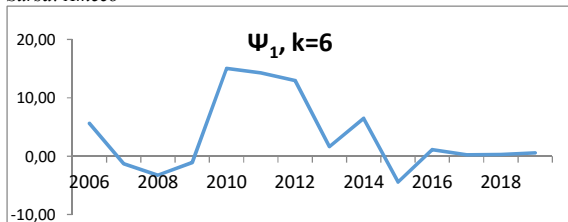


Fig. 7 Persistența datoriei, 6 laguri

Sursa: Ameco

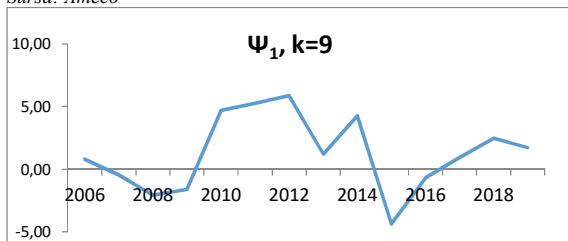


Fig. 8 Persistența datoriei, 9 laguri

Sursa: Ameco

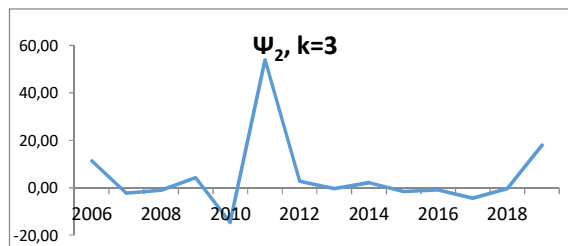


Fig. 9 Persistența normalizată, 3 laguri

Sursa: Ameco

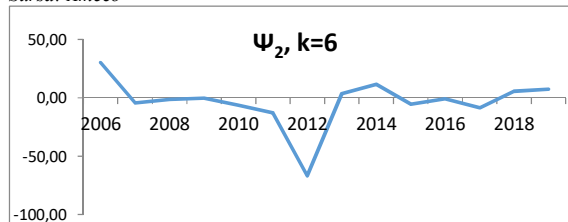


Fig. 10 Persistența normalizată, 6 laguri

Sursa: Ameco

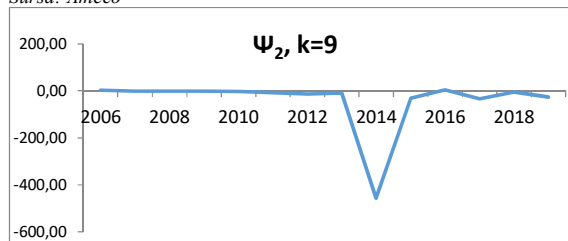


Fig. 11 Persistența normalizată, 9 laguri

Sursa: Ameco

4. Concluzii

România a înregistrat în perioada 1995 - 2017 un nivel redus al gradului de îndatorare. Este însă important de remarcat faptul că datoria publică a avut o creștere rapidă în ultimii ani, în special din cauza efectelor crizei, manifestate pe plan internațional. Nivelul minim al datoriei publice, ca pondere în PIB a fost de 6,6% în 1995 și se estimează să fie de 6 ori mai mare în anul 2019.

Pe baza metodologiei aplicate, modelul de dinamică relevă faptul că datoria publică a României nu a mai fost sustenabilă începând cu anul 2007, exceptând perioada 2013-2015, deficitele efective fiind mai mari decât cele necesare urmării unei traiectorii stabile a datoriei. Cauzele sunt: majorarea valorii împrumuturilor, diminuarea GAP-ului dintre rata creșterii economice și rata implicită de dobândă la împrumuturi, care au condus la un cost mai mare al datoriei.

Rezultatele analizei empirice indică faptul că datoria publică a României nu poate fi folosită ca instrument de asigurare asupra șocurilor fiscale. Indicatorul persistența relativă a datoriei relevă o performanță slabă a managementului datoriei. Deși ratele de dobândă la care sunt rambursate datoriile au fost diminuate de-a lungul anilor, România nu a prezentat un nivel sporit de stabilitate din punct de vedere al îndatorării. O creștere/scădere a ratei dobânzii ca urmare a unui șoc în economie nu a fost compensată de o scădere/creștere a valorii datoriei guvernului pentru a proteja bugetul de șocuri.

5. Recomandări

În ultima parte a lucrării, am oferit câteva recomandări care ar avea rolul de îmbunătățire a gestiunii datoriei publice. Astfel, câteva din cele mai importante soluții ar fi:

- * Diminuarea deficitelor primare și/sau generarea de surplusuri primare. O soluție ar fi ca ratele de dobândă la împrumuturile realizate de către stat să fie mai mici decât rata de creștere economică a României.
- * Minimizarea fluctuațiilor datoriei, compensând astfel impactul deficitului primar asupra valorii de piață a datoriei.
- * Creșterea (scăderea) ratei dobânzii ca urmare a unui șoc în economie să fie compensată de o scădere (creștere) a valorii de piață a datoriei guvernului.
- * Reducerea persistenței datoriei publice prin ajustarea deficitului primar, provenit din modificarea rentabilității titlurilor.

Limite și continuări ale cercetării

Întrucât managementul datoriei publice și asigurarea fiscală sunt subiecte ample, este necesară includerea unor indicatori suplimentari în analiză, pentru a surprinde mai bine evoluția în timp a datoriei publice și pentru a putea determina în ce măsură managementul eficient al datoriei publice poate avea efecte asupra asigurării fiscale. Astfel, acest demers al cercetării este continuat în cadrul lucrării de licență.

Mulțumiri

Aș vrea să îi mulțumesc profesorului coordonator pentru supervizarea activităților de cercetare ale căror rezultate sunt prezentate în lucrare.

Bibliografie

Publicații:

1. Angeletos, G., 2002. *Fiscal policy with non-contingent debt and the optimal maturity structure*. Q. J. Econ. 117 (3), 1105–1131.
2. Brezeanu, P., & Trandafir, A. (2011). *Optimalitatea politicii fiscale în România din perspectiva curbei Laffer*. Economie teoretică și aplicată, XVIII(No. 8(561)), 53-61.
3. Faraglia, E., Marcet, A., Scott, A. (2008). *Fiscal insurance and debt management in OECD economies*. Econ. J. 118 (527), 363–386.
4. Giavazzi, F., Missale, A., 2004, March. *Public Debt Management in Brazil*. In: NBER Working Paper 10394.
5. Hemming, R., Kell, M., Schimmelpfennig, A., 2003. *Fiscal vulnerability and financial crisis in emerging market economies*. In: Occasional PaperIMF No. 218.
6. Lojsch, H., Rodrigues-Vives, M., Slavik, M., 2011, October. *The size and composition of the debt in European area*. In: ECB Occasional Paper, No.132.
7. Mendonça, H., Pessanha, K. (2014). *Fiscal insurance and public debt management: Evidence for a large emerging economy*, *Economia* 15, 162–173
8. Nosbusch, Y. (2008). *Interest costs and the optimal maturity structure of government debt*. Econ. J. 118 (527), 477–498.
9. Socol, A. (2013). *Sustenabilitatea datoriei publice în contextul crizei financiare*, *Economie teoretică și aplicată*, Volumul XX, No. 3(580), pp. 4-14
10. Tatu, Ștefania (2014) : *An application of debt Laffer curve: Empirical evidence for Romania's case*, *Romanian Journal of Fiscal Policy (RJFP)*, ISSN 2069-0983, Vol.5, Iss. 1, pp. 29-38

Site-uri web:

Banca Națională a României (www.bnr.ro)

Ministerul de Finanțe al României (www.mfinante.gov.ro)

Eurostat (<http://ec.europa.eu/eurostat>)

http://www.economica.net/marile-puteri-au-devenit-niste-mari-scheme-piramidale-care-este-solutia-lor-pentru-ceilalti_42144.html

<http://www.zf.ro/eveniment/datoria-publica-a-romaniei-a-crescut-cu-25-miliarde-de-lei-intr-un-an-dar-s-a-redus-ca-pondere-in-pib-cu-0-6-puncte-16958341>