

MPRA

Munich Personal RePEc Archive

The Global Financial Balance and Post-Crisis Sovereign Risk

Georgescu, George

August 2013

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/50772/>
MPRA Paper No. 50772, posted 09 Nov 2013 16:18 UTC

The Global Financial Balance and Post-Crisis Sovereign Risk

George Georgescu

Senior Researcher

The Institute of National Economy

Abstract. Caused by the lack of an international financial regulations framework and under the circumstances of markets volatility persistence, the global financial balances deteriorated during the post-crisis period. The bail-out of the banking system by public or multilateral intervention instead of leading to the financial re-balancing has transferred a systemic risk to the sovereign level, mainly in the case of advanced countries. Addressing high public debts toward sustainable levels by the budgetary constraints of austerity programs has proved to hamper the economic growth, increasing, in fact, the sovereign risk.

Keywords: global financial balance, financial crisis, sovereign risk, public debt sustainability

JEL Classification: F01, F65, G01, G15, H12, H63

Echilibrul financiar global și riscul suveran în perioada post-criză

1. Instabilitatea piețelor financiare

Liberalizarea piețelor internaționale de capital, începută acum 3-4 decenii, accelerată în anii 1990 și 2000, însoțită de încurajarea competiției și liberalizarea burselor de valori, favorizată și de progresele sectorului IT și comunicațiilor, a condus la un grad ridicat de integrare financiară la nivel global. În aceste condiții, fluxurile mondiale de capital și-au majorat semnificativ dimensiunea și viteza de circulație, ajungând de la 2% în PIB-ul mondial în anul 1980 la 15% din PIB. În anul pre-criză 2006 ele totalizau 7.200 mld. dolari, triplându-se față de anul 1995, cea mai rapidă creștere înregistrându-se în cazul țărilor avansate, dar și în câteva țări emergente (IMF, 2013a).

În contextul absenței unui sistem de reglementări la nivel internațional pentru tranzacționarea instrumentelor financiare, precum și volatilității fluxurilor globale de capital, această creștere s-a dovedit excesivă, conducând la dezechilibre majore între economia monetară și cea reală, ca și între diferite regiuni ale lumii. Deși sesizate de către instituțiile financiare internaționale, dezechilibrele financiare globale nu au putut fi corectate în mod controlat, ceea ce a culminat cu declanșarea crizei financiare din 2007 – 2008, degenerată într-o recesiune mondială, cu efecte și în prezent, inclusiv asupra sustenabilității datoriei publice.

Însăși sursa primară a crizei financiare internaționale a constituit-o dezvoltarea excesivă a intermedierei financiare non-bancare (*shadow banking system* - SBS), principalele entități, constituite tot de către marile bănci, fiind fonduri de investiții, bănci de investiții, fonduri de risc (*hedge funds*), fonduri mutuale ș.a. care s-au concentrat pe acordarea de credite ipotecare în condiții mai puțin restrictive față de cele ale băncilor comerciale, contabilizate ca active în afara bilanțului și nefăcând obiectul supravegherii prudențiale din partea autorităților monetare (piața *subprime*).

Într-o fază succesivă, ipotecile au fost securitizate în bonduri cu debite consolidate, care au fost vândute la pachet altor investitori, tentați de randamente speculative. Ca urmare a creșterii explozive a

tranzacțiilor pe această piață după anul 2000, dimensiunea SBS a fost estimată la nivelul anului 2007, doar în SUA, la 25.000 mld. dolari (circa o jumătate din piața mondială a SBS), depășind ca importanță sistemul bancar tradițional.

Majorarea dobânzilor de referință ale FED de la circa 1% în perioada 2001 – 2003 la circa 2% în 2004, la 3 - 4% în 2005, atingând un vârf de 5,25% la mijlocul anului 2006 și scăderea abruptă prețurilor pe piața imobiliară (spargerea bulei imobiliare) în 2007, a dus la creșterea până la aproape 1 milion a numărului de executări silite a ipotecilor, în special a celor de pe piața *subprime* aferente creditelor cu dobândă variabilă. În 2008, această piață a intrat în criză, activele sale toxice având efecte destabilizatoare asupra întregului sistem financiar-bancar american, sufocat și de expansiunea de tip *bubble* a pieței derivatelor financiare, intrată și ea în implozie.

Pe lângă modul în care interconectarea globală a piețelor financiare (este adevărat că mai mult la nivelul statelor avansate) a făcut posibilă propagarea efectelor de pe o piață dintr-o sigură zonă la scară mondială, criza financiară internațională a pus în evidență caracterul speculativ al acțiunii factorilor umani (manageri de top din bănci, brokeri, traderi), presupuși exponenți ai elitei financiare, care au fost angrenați într-o cursă oarbă de realizare a unor profituri cât mai mari, într-un timp cât mai scurt și cu orice risc, lăsându-se conduși de instinctul lăcomiei.

În lipsa unui arbitraj internațional credibil, care să penalizeze jocul incorect (*unfair*), piețele financiare au ajuns la un apogeu rupt de economia reală, iar funcția de autoreglare nu și-a putut manifesta capacitatea de răspuns, fiind blocată de amploarea și rapiditatea tranzacțiilor (inclusiv pe platforme on-line accesibile planetar) și de depășirea oricăror limite în expunerea la riscuri din partea unor investitori atipici, într-o încercare de sfidare a timpului și a raționalității ratelor de profitabilitate a capitalului.

Deteriorarea climatului investițional și reducerea semnificativă a fluxurilor de capital pe plan mondial ca urmare a crizei declanșate în 2007-2008, a generat o serie de dezechilibre pe piețele financiare internaționale, cu efecte pe contracția sistemului bancar, respectiv a creditării, atât ca urmare a condițiilor mai restrictive, cât și a creșterii

aversiunii la risc, ceea ce a afectat suportul financiar al investițiilor străine și comerțului exterior, respectiv al creșterii economice.

Țările în curs de dezvoltare, inclusiv cele emergente cu economie de piață s-au dovedit vulnerabile la dezangajarea unor linii de credit bancar, la ieșirile de capital, inclusiv prin re-localizări pe lanțurile internaționale ale valorii adăugate, mai ales în cazul statelor cu structuri economice nediversificate și lipsite de un țesut industrial solid.

Deși harta riscurilor globale la adresa stabilității financiare s-a ameliorat comparativ cu primii ani post-criză, înregistrându-se o ușoară redresare a condițiilor de piață, financiare și investiționale, așa cum se atrage atenția în ultimul raport al FMI (2013d) pe această problemă, dacă eforturile în direcția gestionării adecvate a provocărilor pe termen mediu se soldează cu un eșec, criza financiară globală poate reizbucni, marcând intrarea într-o fază cronică.

Persistența volatilității piețelor în perioada actuală este cauzată și de canalele de transmisie a vulnerabilităților între acestea, dezechilibrarea piețelor financiare, printr-o cădere drastică a fluxurilor ISD de exemplu, având efecte de contagiune rapidă asupra piețelor internaționale de bunuri și servicii, afectând producția și respectiv fluxurile de export – import, ale căror distorsiuni se reflectă în deteriorarea parametrilor macroeconomici (PIB, rata inflației, balanța bugetară și de cont curent, datoria internă și externă ș.a.) și, în ultimă instanță, prin efecte de feed – back, întreținând fragilitatea cadrului financiar global.

În timp ce pe piața primară de capital slăbiciunile sistemice s-au concretizat în creșterea activelor neperformante, pe piața secundară, fluctuațiile și-au continuat evoluția haotică, fără o legătură aparentă cu mersul economiei reale.

În cazul burselor de valori și de mărfuri, turbulențele ating cote maxime, deciziile de vânzare-cumpărare fiind mai degrabă influențate de însuși mersul pieței, de inspirația de moment, de ceea ce fac alți investitori, semănând uneori cu un joc în care hazardul substituie rațiunea, și aceasta la scară globală.

Dacă în 1929, crahul financiar din octombrie al bursei din New York s-a transmis pe piețele internaționale de acțiuni din afara SUA într-

o măsură relativ modestă, acestea suferind, în medie, o corecție de 5%, colapsul Lehman Brothers din octombrie 2008 a avut efecte devastatoare la nivelul pieței globale, corecția fiind de 25%, relevând astfel gradul înalt de contagiune rapidă a crizelor de pe piețele de capital (Mehl, 2013).

În ultimul timp se asistă la intervenții masive monetar/valutare ale băncilor centrale din principalele state avansate pe piețele internaționale de capital până la limita declanșării unui război valutar (*currency war*).

Dinamica globalizării a marcat o amplificare a volatilității fenomenelor economice, îndeosebi a celor cu substanță financiară, vizibilă ca manifestare persistentă a unor vulnerabilități în fața șocurilor externe și resimțită ca fluctuații mari ale prețurilor și cursurilor de schimb, având și un revers regional/mondial, ceea ce este de natură să tensioneze evoluțiile diferiților parametri ai pieței financiar-bancare globale.

Până de curând, caracterul volatil al piețelor, sub diferite forme de manifestare, părea să fie legat mai mult de ciclicitatea dezvoltării sau a derulării afacerilor, uneori de evenimente extra-economice, dar situația revenea la normal după o anumită perioadă de stabilizare, economia mondială demonstrându-și capacitatea de absorbție a șocurilor și de menținere pe o traiectorie generală de creștere.

Criza internațională din 2007 – 2008 declanșată pe piețele financiare și extinsă apoi pe celelalte piețe pare să le fi imprimat o volatilitate permanentă, astfel încât actorii de pe scena economică mondială (autorități publice, companii de stat și private, inclusiv CMN, investitori etc.) nu mai pot aștepta o eventuală stabilizare pentru a se orienta în luarea deciziilor, ci, așa cum susțin unii autori, trebuind să se adapteze acestui nou mediu economic și să încerce să îi valorifice tocmai caracterul sau fluctuant, în condițiile încercărilor de minimizare a riscurilor asociate (Yoshikami, 2012).

Cu alte cuvinte, volatilitatea piețelor, manifestată prin variații imprevizibile și bruște ale cotațiilor/prețurilor, nu se mai referă la evoluția fluctuantă observabilă prin raportarea la evenimente din trecut, ci este implicită așteptărilor privind evoluțiile viitoare.

Instaurarea volatilității pe toate piețele, interconectate global, și pe orizontală și pe verticală, reflectă starea de incertitudine ce planează asupra perspectivelor de evoluție a fenomenelor economice, ceea ce explică parțial impunerea unor noi criterii ale evaluării acestora, pe baza unor sondaje de opinie ce exprimă percepții subiective (încrederea consumatorilor / investitorilor, apetitul la risc, sentimentul de piață, așteptări inflaționiste ș.a.) în dauna parametrilor cuantificabili de estimare (indicatori macro / microeconomici, modele de evaluare a riscurilor sau econometrice).

În complexul de factori care au generat dezechilibre pe piețele financiare internaționale se numără fluxurile masive transfrontieră de capital pe termen scurt cu caracter speculativ (*hot money*) în căutarea valorificării diferențialului de dobândă, de prețuri interne/externe și/sau de curs de schimb valutar, practici ilegale la bursele de valori și de mărfuri (manipularea cotațiilor, *insider trading*, tranzacții fictive, atacuri valutare concertate etc.), manipularea Libor (rată a dobânzii ce influențează întreaga piață mondială a creditelor și derivatelor), scheme Ponzi de înșelare a investitorilor, spălare de bani, infracțiuni bancare online ș.a.

Integrarea globală a piețelor financiare a favorizat extinderea la scară planetară a unor factori adversi, manifestărilor lor transfrontieră făcându-i aproape imposibil de combătut, iar amploarea daunelor asupra echilibrului financiar global devenind incalculabilă.

Uneori, competiția pe piața globală devine atât de tensionată încât forțează încălcarea regulilor sub forme greu de detectat, în descoperirea ilegalităților fiind implicați specialiști de cea mai înaltă calificare (auditori, contabili, juriști, avocați, experți financiari și în domeniul IT), investigațiile putând dura ani de zile¹.

¹ De exemplu, acțiunile inițiate în 2004 de către DG Competition a Comisiei Europene acuzau gigantul Microsoft de abuz de poziție dominantă pe piața UE, obstrucționând competitorii prin includerea obligatorie a softului Windows Media Player în sistemul de operare și, ulterior, prin impunerea folosirii browserului web Internet Explorer în sistemul de operare Windows, dominant pe piața PC-urilor. După apelurile repetate ale Microsoft, pierdute rând pe rând, acțiunile anti-trust s-au încheiat în 2012 și respectiv 2013 cu amenzi totale de circa 1,6 mld. euro, cele mai mari plătite vreodată de o companie pentru nerespectarea regulilor concurenței (vezi *Report on Competition Policy 2012*, European Commission, 7.5.2013).

Unul din principalii factori ai menținerii instabilității piețelor financiare, este evazionismul fiscal, atât din partea companiilor, cât și a persoanelor. Privită prin prisma economiei informale (nefiscalizate), s-a estimat că aceasta avea dimensiuni semnificative de mult timp, atât în cazul statelor dezvoltate (cu aproximație între 10% și 20% din PIB), dar mai ales în cel țărilor în curs de dezvoltare (între 20% și 50% din PIB).

Pe filiera investițiilor străine în căutarea câștigurilor de competitivitate, multe companii (inclusiv cele multinaționale – CMN) au recurs la practica derulării operațiunilor în țările gazdă prin companii-scoică (*shell companies*) înregistrate în paradisuri fiscale, nu la margine de lume cum pot apărea ca localizare, ci integrate perfect în sistemul financiar global (Palan, Murphy, Chavagneux, 2010).

S-a estimat că, la nivelul anului 2003, cele 70 paradisuri fiscale (centre financiare *off-shore*, cu un nivel de impozitare scăzut, aproape de zero) cu doar 1,2% din populația lumii, concentrau active echivalente cu 1/3 din PIB – ul global (36.200 mld. dolari în acel an).

Printr-o politică a prețurilor de transfer care a eludat impozitarea în țările unde operează, pe calea tranzacțiilor intra-companie (cea deținută local încheind bilanțuri cu profit minim, zero sau pierderi fictive) se aprecia că peste 30% din activele corporațiilor multinaționale americane au ajuns să se găsească în paradisurile fiscale (Komisar, 2005).

Criminalitatea economico-financiară (în principal pe calea evaziunii fiscale) a atins un asemenea nivel încât a devenit o chestiune de securitate națională și globală, inclusiv prin privarea finanțelor publice și adancirea deficitelor bugetare, creșterea eficienței instrumentelor de combatere a acestui flagel făcând necesară găsirea unui consens privind unificarea dreptului penal la scară mondială.

2. Riscul suveran – extensie globală

Trebuie menționat că, dacă în cele două-trei decenii din perioada pre-criză, datoria publică și riscul suveran aferent era privit de cercetători, instituțiile financiare internaționale, agenții de rating etc. ca fiind intrinsece țărilor în curs de dezvoltare, titlurile de stat emise de autoritățile țărilor avansate fiind cotate practic cu risc de default zero sau

neglijabil, criza financiară internațională declanșată în 2007 a produs un șoc dublu asupra economiei globale.

Pe lângă efectele asupra economiei statelor dezvoltate și intrării lor în recesiune, salvarea sistemului bancar privat din fonduri publice nu a condus la restabilirea echilibrului financiar; dimpotrivă, prin transferarea unui risc sistemic (dinspre sectorul bancar) către nivelul suveran s-a creat un cerc vicios, finanțele publice fiind atrase pe o spirală poziționată cu vârful în jos: băncile s-au îndatorat către state (datorie publică efectivă), iar statele către bănci (datorie publică angajată, prin titluri de stat cu diferite scadențe). O parte din datoria privată (neperformantă) a sectorului bancar s-a transformat în datorie publică, iar o parte din deficitul public (potențial neperformant) este finanțat de sectorul bancar.

S-a ajuns astfel la o situație paradoxală: interconectarea prin canale financiare a statelor naționale cu băncile multinaționale, susținută și de autoritățile monetare, în loc să conducă la creșterea gradului de soliditate a acestui mixaj a mărit gradul de expunere la riscuri printr-o suprapunere de vulnerabilități a căror rezultată produce efecte de contagiune rapidă a disfuncționalităților, respectiv de transmisie a șocurilor.

De altfel, după cum s-a observat la nivelul Zonei Euro, o criză a datoriei publice afectează sistemul bancar (cazul Greciei), iar o criză a sistemului bancar se răsfânge asupra riscului suveran (cazul Ciprului), punând în pericol stabilitatea economică și financiară a întregii zone.

Într-adevăr, țările Zonei Euro au avut cel mai mult de suferit sub impactul crizei financiare, suferind o gravă deteriorare a cadrului fiscal. Curățarea sistemului bancar de activele toxice în 2008 – 2009 a avut loc prin alocații bugetare de ordinul miilor de miliarde de euro.

Finanțarea deficitelor bugetare a încărcat rapid și semnificativ factura datoriei publice, uneori până la nivele nesustenabile, mai ales în cazul Greciei, Irlandei și Portugaliei care au apelat la susținerea financiară a FMI-UE. Țări mari ca Spania și Italia se găsesc într-o situație limită, iar Franța și, la extrem chiar Germania, putând cădea în capcana datoriilor (Vezi Tabelul 1). Trebuie menționat că, pe ansamblul statelor avansate, nivelul datoriei publice atinge 40.000 mld. dolari în 2013, dublându-se față de 2004.

Tabel 1**Evoluția datoriei publice în PIB în unele țări din Zona Euro**

- % -

Anii/Țara	2007	2010	2011	2012
Germania	65,2	82,4	80,4	81,9
Franța	64,2	82,4	85,8	90,2
Italia	103,3	119,3	120,8	127,0
Spania	36,3	61,5	69,3	84,2
Portugalia	68,4	94,0	108,3	123,6
Irlanda	25,1	92,1	106,4	117,6
Grecia	107,4	148,3	170,3	156,9
Zona Euro	66,3	85,4	87,3	90,7

Sursa: Eurostat

În scopul consolidării cadrului fiscal, conform angajamentelor, statele din Zona euro au fost adoptat din 2010 - 2011 programe de austeritate care, prin constrângeri fiscale severe, au frânat însă relansarea post-criză a economiilor lor.

În același timp, programele de austeritate au generat tensiuni atât cu caracter economic, cât și social, alimentând și controverse în jurul modalităților de relansare a creșterii globale, cu tonalități acute chiar la nivelul liderilor unor state europene importante. Aceste programe nu au contribuit semnificativ, cel puțin până în prezent, la redresarea cadrului fiscal și respectiv a stabilității piețelor financiare, menținându-se, așa cum este numit spectrul „crizei datoriilor suverane” și riscul fracturării Uniunii Europene, respectiv al colapsului monedei Euro.

În ultimii ani problematica sustenabilității datoriei publice în statele avansate se dezbate intens la toate nivelele: instituțional, internațional, academic. Sintetizând părerile privind posibilele soluții pentru însănătoșirea finanțelor publice, extrem de diverse de altfel, la trei curente distincte de gândire, ele s-ar prezenta astfel: impunerea de restricții bugetare (austeritate fiscală), majorarea cheltuielilor publice în scopul revigorării creșterii economice (stimulare fiscală) și respectiv direcționarea forțată a fondurilor către stat, în principal prin menținerea

la nivele scăzute a ratelor dobânzii de referință („represiune financiară”) (Reinhart, Sbrancia, 2011).

Printr-un demers ce susține necesitatea îmbinării politicilor bugetare și fiscale cu cele de susținere a creșterii economice, Primorac (2012) utilizează baza de date a FMI, pornind de la anul 1875. Descoperind 26 cazuri în care datoria publică depășea 100% din PIB, analiza politicilor de răspuns a statelor respective (considerate mai reprezentative: Regatul Unit-1918, SUA-1946, Belgia-1983, Canada-1995, Italia-1992, Japonia-1997) i-a permis autoarei desprinderea a trei tipuri de lecții istorice: aceea că politicile de susținere a creșterii precedă complementaritatea consolidării fiscale, că ajustarea nivelului datoriei publice este mai durabilă dacă măsurile fiscale nu au caracter temporar și respectiv că redresarea fiscală și reducerea datoriei necesită timp îndelungat.

În cadrul reuniunii anuale a Asociației Economice Americane desfășurate în ian. 2013 la San Diego care a avut ca temă centrală de dezbateri modalitățile de redresare a economiei globale, s-a conturat ideea că recenta criză financiară, ca origine a recesiunii mondiale actuale, este atipică, constatându-se că nu a fost urmată de o relansare, cum ar fi fost de așteptat. În fața acestui nou tip de manifestare a crizei, în care nu se poate face apel la rețete rezultate din învățămintele istorice, economiștii se găsesc pe un teren nedefrișat, complicat de problemele create de creșterea vertiginoasă a datoriilor, precum și șomajului.

Referindu-se la datoriile suverane ale Zonei Euro, profesorul Kenneth Rogoff, accentuând faptul că majorarea datoriei publice post-criză este cauzată și de așa-zisele „suprafețe ascunse ale datoriei” (în special angajamente privind plăți bugetare viitoare, legate de exemplu de finanțarea sistemul de pensii, supus presiunii îmbătrânirii populației) era de părere că indiferent de soluții, decizia asupra uneia sau alteia a ajuns să fie de natură politică, iar Uniunea Europeană nu dispune de o Constituție și/sau guvernanta comună (IMF, 2013b).

Dacă la nivele moderate datoria poate ameliora bunăstarea și susține creșterea, la nivele excesive aceasta poate produce daune severe economiei. Este evident ca nivelele inalte ale datoriei sunt asociate cu o

creștere economică mai slabă, pot perpetua recesiunea și înrăutăți perspectivele posibilităților de rambursare a datoriei.

La o structură dată a datoriei, nivele ridicate ale serviciului anual aferent pot impune necesitatea rostogolirii datoriei, ceea ce majorează riscul suveran și maximizează impactul unui eventual șoc ar creșterii ratei dobânzii asupra nivelului datoriei. O stabilizare a nivelului datoriei urmată eventual de o scădere absolută necesită realizarea unor surplusuri mari ale balanței primare, ceea ce se poate dovedi extrem de dificil pe o perioadă mai îndelungată.

Întrebarea fundamentală care rămâne este când și în ce condiții poate fi considerat un nivel al datoriei ca nesustenabil.

Unii autori (Cecchetti, Mohanty, Zampolli, 2011) au încercat să estimeze pragurile datoriei la care efectele se transformă din pozitive în negative, utilizând o bază de date referitoare la 18 țări membre OECD în perioada 1980-2010. Ei au ajuns la concluzia că, în cazul datoriei publice, acest prag maximal se situează în jurul a 85% din PIB, cu mențiunea că, pe termen lung, statele trebuie să se mențină mult sub acest nivel, constituindu-și *buffere* fiscale care să contracareze efectele eventualelor șocuri. Mai mult, arată autorii citați, la un asemenea șoc, chiar de intensitate medie, țările cu un grad mai înalt de îndatorare sunt mai expuse riscului de default, de pierdere a credibilității, de întrerupere a ciclurilor financiare (*credit-fuelled booms/default-driven busts*), care pot degenera într-un colaps al întregului sistem financiar și odată cu acesta, al economiei reale.

Referindu-se la recenta criză financiară, observând că factorii de decizie și-au îndreptat atenția către reducerea riscului sistemic prin măsuri de dezintermediere a sistemului financiar, ei arată că provocările sunt de fapt mult mai dramatice, având în vedere că nivelul înalt al datoriei publice (circa 85% în medie pe ansamblul țărilor OECD) s-a repercutat asupra creșterii economice.

Perspectiva pe termen lung și foarte lung a problemei datoriilor suverane devine chiar sumbră dacă se ia în considerare efectul îmbătrânirii populației (*cost of aging*) asupra deficitelor bugetare (latura de asigurări sociale), implicit asupra creșterii economice, fiind de așteptat o majorare a ricurilor fiscale, implicit privind sustenabilitatea

datoriei publice în următorii 15-20 ani, cel puțin la nivelul Uniunii Europene (EC, 2012).

Trebuie menționat că gradul de îndatorare, ca măsură a instabilității economice, ca și nivelul apreciat ca sigur al intermedierei financiare, se schimbă în timp. Eggertsson și Krugman (2012) au încercat să formalizeze noțiunea de criză de dezintermediere pe termen scurt în care se produce o revizuire abruptă în jos a nivelului considerat sigur al gradului de îndatorare și care forțează agenții înalt îndatorați să-și reducă sever cheltuielile. O asemenea schimbare bruscă poate să creeze probleme majore de management macroeconomic. Pentru a evita o cădere a prețurilor, cineva trebuie să cheltuiască mai mult pentru a compensa faptul că debitorii cheltuiesc mai puțin; totuși, chiar o rata nominală zero a dobânzii poate să nu fie suficient de scăzută pentru a stimula îndeajuns cheltuielile (*momentul Minski*²). Autorii citați ajung la concluzia că politica fiscală expansionistă ar trebui să fie eficientă, parțial datorită faptului că efectele macroeconomice ale șocului dezintermedierii sunt inerent temporare, astfel încât răspunsul fiscal este necesar să fie și el temporar; astfel, se conchide că o creștere temporară a cheltuielilor guvernamentale conduce la creșterea cheltuielilor, chiar și în cazul debitorilor cu constrângeri de lichiditate.

În cazul identificării unui nivel nesustenabil al datoriei suverane și a unui risc major de intrare în default de plăți, este de preferat o restructurare imediată și controlată a datoriei, opțiune nu întotdeauna ușoară din partea autorităților monetare și guvernamentale din țara respectivă. Cazul Greciei este semnificativ pentru ilustrarea dificultății deciziei de impunere a restructurării datoriei publice în timp util. Deși problemele de plăți ale serviciului datoriei publice deveniseră evidente din 2009 (iar în mai 2010 primise ajutorul financiar din partea FMI-UE de 110 mld. euro), chiar în fața riscului de pierdere a accesului pe piețele

² Un *moment Minsky* (inspirat de Hyman Minsky) este definit ca momentul în care cei supra-îndatorați, nemaiputând să-și achite datoriile sunt obligați să-și vândă activele, determinând un colaps al valorii acestora. O scădere a gradului de îndatorare de la *Dhigh* la un nivel scăzut *Dlow* corespunde unei conștientizări bruște a faptului că activele au fost supraevaluate și că restricțiile colaterale au fost prea laxe. Într-un asemenea caz, revizuirea în jos a gradului de îndatorare conduce la o scădere temporară a ratei reale a dobânzii, care poate trece pe teren negativ.

internaționale de capital, restructurarea datoriei a fost întârziată din cauza angajamentelor autorităților de a adopta programe de ajustare fiscală, ceea ce a împiedicat estimarea corectă a probabilității de default. Într-un final, abia în feb. 2012 când programul anunțat s-a dovedit neviabil (primul acord stand-by fiind și el anulat), s-a trecut la o restructurare (reeșalonare) a datoriei (IMF, 2013c).

Prelungirea unei stări caracterizată de un nivel apreciat ca nesustenabil al datoriei generează efecte pe termen lung, înrăutățind situația economiei prin deteriorarea climatului investițional (*overhang effects*) și ducând la creșterea incertitudinilor privind perspectivele redresării, respectiv ale refacerii capacității de plăți suverane (Zaman, Georgescu, 2011).

3. Sustenabilitatea datoriei publice – un demers posibil?

Sustenabilitatea datoriei publice a diferitelor state depinde, uneori decisiv, de evaluările agențiilor de rating, care, prin cotațiile acordate, influențează costurile de finanțare (re-finanțare) de pe piețele internaționale de capital. Este important de menționat că aceste agenții și-au modificat semnificativ metodologiile de evaluare post-criză a riscului suveran, în sensul considerării în măsură mai mare a parametrilor ce reflectă soliditatea cadrului fiscal, precum și a conexiunii între riscului de credit suveran și cel al sistemului bancar.

Astfel, în evaluarea pe bază de scoring a poverii datoriei suverane, agenția *Standard and Poor's* (2013), face încadrarea diferitelor țări pe clase de risc folosind o scală dublă cu 6 trepte, în funcție de nivelul datoriei guvernamentale (% din PIB) și de costul datoriei (cheltuielile cu dobânzile aferente datoriei ca procent în veniturile guvernamentale) pornind de la cea mai bună (sub 30%, respectiv sub 5% la cei doi indicatori menționați) până la cea mai slabă (peste 100%, respectiv peste 15%) cu aplicarea unor ajustări în sens negativ în următoarele situații: dacă mai mult de 40% din datorie este denominată în valută, dacă expunerea sectorului bancar către guvern este mai mare de 20% din totalul activelor, iar profilul serviciului anual al datoriei variază semnificativ. Datele de evaluare se referă la estimările pentru anul curent

și tendințele pe următorii 3 ani. Experții agenției completează evaluarea sustenabilității datoriei suverane cu alți indicatori relevanți, între care raportul între datoria publică și veniturile bugetare.

Așa cum se observă din datele prezentate în Tabelul 2, după calculele *Standard and Poor's*, în realitate, statele avansate apar ca fiind mai puțin îndatorate decât rezultă doar din analiza raportului datorie publică/PIB. De asemenea, se remarcă faptul ca nici un stat din Zona Euro nu se regăsește în topul primelor 10 țări în funcție de ponderea dobânzilor aferente datoriei publice în veniturile bugetare.

Tabel 2

**Topul primelor 10 țări în ordinea inversă
a sustenabilității datoriei publice**

Datorie publică / PIB			Datorie publică / Venituri bugetare			Dobânzi dat. publică / Venituri bugetare		
Loc	Țara	%	Loc	Țara	%	Loc	Țara	%
1	Japonia	235	1	Japonia	745	1	Liban	47
2	Grecia	179	2	Liban	603	2	Sri Lanka	42
3	Liban	145	3	Sri Lanka	571	3	Jamaica	39
4	Irlanda	131	4	Pakistan	475	4	Pakistan	35
5	Italia	124	5	Jamaica	455	5	Egipt	30
6	Jamaica	119	6	Grecia	413	6	India	25
7	Portugalia	119	7	Grenada	405	7	Bangladesh	15
8	Singapore	108	8	Egipt	392	8	Republica Dominicană	15
9	Islanda	104	9	Irlanda	381	9	Ghana	15
10	Belgia	99	10	India	352	10	Islanda	14

Sursa: Standard and Poor's, 2013.

Fondul Monetar Internațional (IMF, 2013e), care a susținut financiar mai mult țările considerate avansate în perioada post-criză (unele țări emergente cum sunt China, India, Brazilia fiind chiar contribuatoare la majorarea fondurilor NAB în 2009) a fost nevoit să-și

revizuiască modalitatea de evaluare a sustenabilității datoriei publice. Astfel, abordarea DSA (*Debt Sustainability Analysis*) este aplicată și țărilor cu economie de piață (MAC - *Market Access Countries*), separate în două categorii: țări emergente cu economie de piață (EM) și respectiv cu economie avansată (AE). Se pornește de la aceea că evaluarea analitică a sustenabilității datoriei publice este relevantă atât de povara acesteia cât și de vulnerabilitatea profilului său financiar, respectiv de caracteristicile sale structurale: maturitate, compoziție valutară, structura pe tipuri de creditori ș.a. De asemenea, trebuie menționat că demersul suplimentar în vederea identificării riscurilor de sustenabilitate a datoriei publice se face pe două paliere ale nivelului de monitorizare a riscurilor aferente diferitelor state, respectiv mai scăzut (*lower scrutiny countries*) și mai înalt (*higher scrutiny countries*).

Tabel 3

Indicatori de evaluare a riscului de sustenabilitate a datoriei publice a țărilor cu economie de piață și cu un nivel mai scăzut de monitorizare

Indicatori povară datorie	AE	EM
Datoria publică brută (% în PIB)	80	70
Necesarul brut de finanțare* (% în PIB)	25	15
Balanța primară cumulată pe 3 ani (% în PIB)	2	2
Creșterea medie anuală a datoriei publice (pp)	1	1
Indicatori profil financiar datorie	AE	EM
Spread-ul randamentelor titlurilor de stat** (puncte bază)	600	600
Pondere datorii deținute de nonrezidenți (% în total)	45	45
Pondere datorii denominate în valută (% în total)	n.a.	60
Schimbarea ponderii datoriei pe TS ajunsă la maturitate (pp)	1,5	1,0

* definit ca deficitul de cont curent + datoria pe termen scurt la maturitatea ramasa

**față de bondurile SUA/Germania pentru AE și respectiv EMBI global pentru EM

Sursa: IMF *Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries*, Washington, 2013, p. 7.

În privința țărilor cu un nivel mai scăzut de monitorizare se utilizează un set de instrumente relativ simplu, după cum se observă în Tabelul 3.

Nivelul mai înalt de monitorizare a riscului de sustenabilitate de către FMI a impus, pe lângă praguri, stabilirea unor nivele de avertizare timpurie. Astfel, pentru țările avansate:

- pragul datoriei publice în PIB este stabilit la 70%
- pragul necesarului brut de finanțare este de 20%
- spread-ul randamentelor are două nivele de avertizare timpurie: 600 pb și respectiv 400 pb
- ponderea datoriei publice deținute de nonrezidenți are două nivele de avertizare timpurie: 45% și respectiv 30%
- pragul de schimbare a ponderii datoriei pe TS ajunsă la maturitate este de 2 pp (cu două nivele de avertizare timpurie: 1,5 pp și respectiv 1 pp)

Analiza sustenabilității datoriei publice pe baza unui sistem de indicatori aplicabil pentru diferitele state necesită a fi completată cu cea particulară fiecărei țări, având în vedere influența din ce în ce mai mare a factorilor specifici cum sunt: abilitatea de a genera surplusuri primare ale balanței bugetare, capacitatea de onorare a serviciului datoriei, perspectivele creșterii economice și ale nivelului impozitării, costurile de finanțare a deficitelor de pe piețele internaționale de capital (inclusiv percepția piețelor privind capacitatea viitoare de plăți, istoricul de plăți al datoriei, vulnerabilitatea la șocuri externe.

Experiența mondială a arătat că, indiferent de rezultatele calculelor, nu există un nivel unic la care datoria publică să fie percepută, în mod absolut, ca nesustenabilă. Astfel, unele țări au intrat în *default* la nivele relativ scăzute ale datoriei publice în PIB (de exemplu Argentina, la 60%), iar altele au fost capabile să susțină nivele mari ale datoriei (de exemplu Japonia, la peste 200%).

Alunecarea dintr-o situație de sustenabilitate a datoriei publice într-una de nesustenabilitate se poate produce rapid în contextul unui grad ridicat al volatilității piețelor financiare și schimbării bruște a percepțiilor.

O pondere mare a datoriei pe termen scurt poate reflecta inabilitatea guvernului de a emite titluri pe termen lung, ceea ce majorează vulnerabilitățile, respectiv riscul de rostogolire a datoriei, riscul valutar și al dobânzii. În multe cazuri, default-ul suveran a fost precedat de o creștere a datoriei pe termen scurt, precum și a necesarului de finanțare externă.

În general, la nivelul statelor avansate se consideră că situațiile de criză (*distress*) sunt caracterizate default-ul suveran, restructurarea și reeșalonarea datoriei, apelarea la ajutorul financiar al FMI în proporție de peste 100% față de cota de DST deținută sau spread-ul titlurilor de stat mai mare de 1000 pb (IMF, 2013d).

Sustenabilitatea datoriei suverane depinde, în ultimă instanță, de stabilitatea financiară și condițiile monetare ale statului (respectiv uniunii din care face parte), de multe ori supuse interferențelor internaționale. De aceea, atenuarea tensiunilor financiar-bancare și a riscului declanșării unei noi crize globale este posibilă pe termen mediu-lung doar prin convenirea unui set de reglementări a piețelor financiare internaționale, care să contribuie și la creșterea gradului de sustenabilitate a îndatorării publice.

În acest context, menționăm demersurile coordonate de FMI (în colaborare cu alte instituții internaționale, inclusiv BCE și BIS) în direcția reformelor sistemului financiar global, punându-se bazele unor standarde internaționale monitorizate de FSB (*Financial Stability Board*) și a unor acorduri în privința contabilității și evaluării riscurilor, regimului capitalului și lichidității, precum și disciplinei și supravegherii bancare. Una dintre cele mai importante schimbări, cel puțin în principiu, se referă la consensul privind hazardul moral, în sensul ca băncile mari, considerate *too big to fail*, să nu mai beneficieze de subsidii publice în caz de faliment, salvarea lor urmând a fi lăsată la latitudinea acționarilor și respectiv deponenților (vezi exemplul recent al unor bănci din Cipru).

La nivel european, pe planul asigurării sustenabilității datoriilor suverane fost creat în 2012 Mecanismul European de Stabilitate prin care se monitorizează situația finanțelor publice din țările membre, impunând și măsuri de ordin fiscal în scopul prevenirii crizelor.

În situația în care apare o criză într-o țară membră, se poate activa facilitatea de stabilizare financiară, respectiv emiterea de bonduri pe piețele internaționale de capital, garantate de bugetul UE. Pe planul consolidării cadrului fiscal, inclusiv al sustenabilității datoriei publice, se urmărește integrarea fiscală a țărilor membre și atingerea obiectivului creării unei uniuni fiscale, în 2012 semnându-se un acord (*European Fiscal Compact*) a cărui ratificare ar impune plafoane stricte pentru cheltuielile bugetare și împrumuturile guvernamentale, prevăzând sancțiuni dure pentru țările ce încalcă regulile pactului.

Se constată însă că, pe ansamblu, progresele în implementarea măsurilor sunt lente, atât la nivel global, cât și european, cel puțin în raport cu anvergura și gravitatea efectelor crizei.

Criza internațională a atenuat capacitatea de percepție și reacție la dimensiunea reală a dezechilibrelor financiare, fie din cauza lipsei de eficacitate a instrumentelor, fie a inadecvării lor la complexitatea efectelor din perioada recentă, viteza derulării evenimentelor cu impact semnificativ la scară globală necesitând contrareacții de răspuns imediate.

Organismele internaționale, principalele forțe de influență economică, dar și liderii de opinie, printr-o abordare rațională, lipsită de veleități elitiste, naționalism politic și constrângeri electorale, printr-o evaluare cât mai realistă a balanței efectelor pozitive/adverse pe termen scurt/lung ale crizei/măsurilor anticriză, pot conveni asupra strategiilor, politicilor și măsurilor celor mai adecvate la nivel global/regional/național, ca soluții de ultimă instanță, în sensul corectării cât mai rapide a dezechilibrelor financiare, inclusiv a consolidării cadrului fiscal și încadrării dezvoltării globale pe o traiectorie sustenabilă.

Bibliografie

1. Cecchetti S. G., Mohanty M. S., Zampolli F. (2011) *The real effects of debt*, Symposium *Achieving Maximum Long-Run Growth*, Jackson Hole, Wy. (USA) 25–27 August.
2. European Commission (2012) *Fiscal sustainability Report 2012*, European Economy no 8, EC, Brussels.
3. European Commission (2013) *Report on Competition Policy 2012*, EC, Brussels, May 7.
4. Eggertsson G. B., Krugman P. R. (2012) *Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap*, Quarterly Journal of Economics 127 (3): 1469–1513, June.
5. IMF (2013a) *Globalization and the Crisis (2005 – present)*, Washington.
6. IMF (2013b) *High Government Debt Threatens Growth Prospects*, IMF Survey, Washington, January.
7. IMF (2013c) *Sovereign Debt Restructuring*, Washington, 26 April.
8. IMF (2013d) *Global Financial Stability Report*, Washington, April.
9. IMF (2013e) *Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries*, Washington.
10. Komisar L. (2005) *Profit Laundering and Tax Evasion: The Dirty Little Secret of Financial Globalization*, Dissent Magazine, Spring.
11. Mehl A. (2013) *Large global volatility shocks, equity markets and globalization 1885-2011*, Working Paper Series No 1548, ECB, May.

12. Palan, R., Murphy, R., Chavagneux, C. (2010) *Tax Havens: How Globalization Really Works*, Cornell University Press, London.
13. Priomorac M. (2012) *History Offers Tips for Getting a Handle on Public Debt*, IMF Survey, Washington, September 27.
14. Reinhart C. M., Sbrancia B. M. (2011) *The Liquidation of Government Debt*, NBER Working Paper 16893, March.
15. Standard and Poor's (2013) *Why Tax Pressure Matters As Much As GDP When Assessing A Sovereign Debt Sustainability*.
16. Yoshikami M. (2012) *Permanent Market Volatility, Connectivity, Globalization, and Synchronized Panic*, National University Singapore, March.
17. Zaman Gh., Georgescu G. (2011): *Sovereign risk and debt sustainability: warning levels for Romania*. Published in: *Non-Linear Modelling in Economics. Beyond Standard Economics*, Expert Publishing House, 2011, pp. 234-270.