



Munich Personal RePEc Archive

Challenges facing Romania during the period of transition to a market-based economy. The increase in the degree of external and internal indebtedness

Zaman, Gheorghe and Georgescu, George

19 February 2016

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/70740/>
MPRA Paper No. 70740, posted 15 Apr 2016 06:59 UTC

Challenges facing Romania during the period of transition to a market-based economy.

The increase in the degree of external and internal indebtedness

Gheorghe Zaman

George Georgescu

Abstract. Under the circumstances of the globally interconnected world, facing currently with growing uncertainties and capital flows volatility, the assessment of external and internal indebtedness of a country could be crucial for designing better policies in order to stimulate recovery and sustainable economic growth. The paper focuses on the analysis of the main causes of the accelerated increase in Romania's external and internal debt during the transition period, enhanced by the effects of the global financial crisis, which were neither anticipated nor countered. It was found out that, in terms of international debt sustainability standards, adjusted for Romania, the country has reached an excessive indebtedness degree in the post-crisis years, along with the deterioration of the macroeconomic situation. Among the main conclusions of the paper, strong efforts targeting coherent macroeconomic policies aimed, as central objectives, at raising the potential output growth and the resilience to shocks from the external environment have been underlined, toward the recovery of Romania's financial position and ensuring the external and internal debt sustainability.

Key words: internal and external debt; debt sustainability; financial crisis; debt threshold; systemic risk.

JEL Classification: B22; E44; E62; F34; H63

Provocări în perioada tranziției la economia de piață în România. Creșterea gradului de îndatorare externă și internă

Gheorghe Zaman

George Georgescu

1. Abordări metodologice privind sustenabilitatea datoriei

Gradul de îndatorare internă și externă prezintă o importanță crucială în contextul eforturilor de identificare a celor mai adecvate instrumente și modalități de redresare și de stimulare a creșterii economice pe coordonatele impuse de exigențele dezvoltării durabile, într-o lume interconectată la nivel global, marcată de creșterea gradului de incertitudine a predicțiilor, precum și a volatilității fluxurilor internaționale de capital.

Efectele crizei globale din 2008-2009, care persistă și în prezent, mai ales pe piețele financiare, s-au repercutat asupra riscului suveran pe seama creșterii nivelului îndatorării publice, nu numai din țările în curs de dezvoltare, dar și din cele avansate, ceea ce a afectat soliditatea financiară a acestora și a pus în pericol echilibrele macroeconomice și financiare la nivel regional, continental și global.

În opinia noastră, creșterea gradului de îndatorare, respectiv nivelul ridicat al acesteia, nu reprezintă o problemă în sine, atât timp cât împrumuturile externe sunt destinate finanțării unor proiecte de investiții ce susțin creșterea economică și asigură majorarea resurselor financiare care, permit respectarea graficului de rambursare a datoriei, fie de către sectorul privat, fie de către cel de stat.

Dacă însă creditele externe sunt greșit sau discreționar orientate, cu deosebire în cazul împrumuturilor suverane, și nu se materializează, într-o măsură suficientă, în creșterea eficienței activităților productive și a sectorului serviciilor, respectiv a competitivității economiei, precum și în majorarea PIB, mai devreme sau mai târziu este afectată sustenabilitatea datoriei, apărând dificultăți în onorarea angajamentelor de plată, ceea ce, prin efecte adverse (spirală inversă - *spillbacks*), se repercutează în mod negativ asupra creșterii economice și a potențialului acesteia pe termen mediu și lung.

În dezbaterile internaționale din literatura economică persistă divergența de păreri în privința delimitării unui anumit prag ce poate fi asociat sustenabilității datoriei (ca pondere în PIB), având ca referință principală datoria publică.

S-a remarcat, totuși, conturarea unui anumit consens privind importanța corelației între acumularea, respectiv nivelul datoriei și creșterea economică¹, condiția fundamentală, deși nu suficientă, pentru menținerea sustenabilității datoriei fiind ca ponderea acesteia în PIB să se înscrie pe o traiectorie descendentă pe termen lung². Criza financiară globală a pus în mod dramatic în evidență, pe lângă efectele asupra economiei reale și de contagiune rapidă pe toate piețele, transmise, în special, pe canalele bancare și comerciale, că sustenabilitatea datoriei este determinată, în mod hotărâtor, de situația particulară a fiecărei țări, precum și de factorii specifici de influență³.

Pe un alt plan, pornind tot de la efectele crizei globale, care au demonstrat faptul că o situație de insolvență sau incapacitate de plată a unui stat poate reprezenta o amenințare la adresa securității internaționale, dar și a dezvoltării durabile, în septembrie 2014, la nivelul ONU, a fost luată inițiativa stabilirii unui cadru multilateral de restructurare a datoriilor suverane, până la finele anului 2015 reușindu-se doar punerea de acord asupra unui număr de 9 principii de bază, negocierile interguvernamentale continuând sub coordonarea UNCTAD⁴.

¹ A. Pescatori, D. Sandri, J. Simon, *Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?*, în: „IMF Working Paper” WP/14/34, IMF, Washington, February, 2014, pp. 14-15; International Monetary Fund, *High Government Debt Threatens Growth Prospects*, IMF Survey, Washington, January, 2013.

² European Central Bank, *Ensuring Fiscal Sustainability in the Euro Area*, în: „ECB Monthly Bulletin”, Frankfurt, April, 2011, pp. 63-64.

³ Vezi în acest sens: H. K. Pradhan, *Effective external debt management for a sustainable economic development*, UNESCAP/UNDP, December, 2009; C.M. Reinhart, K.S. Rogoff, *From Financial Crash to Debt Crisis*, în: „NBER Working Paper” no. 15795, March, 2010; J.E. Stieglitz, D. Heymann, *Life after Debt. The Origins and Resolutions of Debt Crisis*, IEA Conference Volume no 152, Palgrave MacMillan, 2014; Z. Darvas, P. Huttli, *The Long Haul: Debt Sustainability Analysis*, în: „Bruegel Working Papers”, June, 2014; S. G. Cecchetti, M.S. Mohanty, F. Zampolli, *The real effects of debt*, Symposium *Achieving Maximum Long-Run Growth*, Jackson Hole, Wy (USA), 25-27 August, 2011; N. Belhocine, S. Dell’Erba, *The Impact of Debt Sustainability and the Level of Debt on Emerging Markets Spreads*, în: „IMF Working Paper” WP/13/93, May, 2013.

⁴ United Nations, *Resolution on sovereign debt restructuring*, The Sixty-eighth General Assembly Plenary, 107th Meeting (PM), Resolution 68/304, 9 September, 2014.

În practică, chiar și în perioada post-criză, s-a observat că intrarea unor țări în incapacitate de plată (*default*) la nivelul datoriei suverane s-a produs la niveluri relativ scăzute ale acesteia, reprezentând chiar sub 50% din PIB (cazul Argentinei în august 2014⁵).

În multe alte țări, ponderea în PIB a datoriei publice depășește 100% (în cazul unor state membre UE) sau chiar 200% (cazul Japoniei), fără ca aceasta să influențeze semnificativ capacitatea de plăți externe.

Organizațiile și/sau instituțiile financiare internaționale creditoare, inclusiv Uniunea Europeană, recurg la o analiză complexă a sustenabilității datoriei (*DSA - Debt Sustainability Analysis*).

În contextul lipsei de finalitate, cel puțin până în prezent, a încercărilor (în special din partea Fondului Monetar Internațional) de stabilire a unui cadru unificat de limite (plafoane maxime) ale datoriei suverane (interne și externe, publice și public garantate) aplicabil tuturor țărilor, în scopul identificării statelor în funcție de riscul de *default*, analiza *DSA* este adaptată condițiilor specifice fiecărei țări sau grup de țări, în funcție de nivelul lor de dezvoltare (avansate sau emergente), precum și de gradul de exigență sau profunzime a investigației (mai înalt sau mai scăzut).

În acest scop, se utilizează un set de indicatori însoțiți de standarde (praguri) de alertă indicative, ce reflectă profilul și povara datoriei publice, la care, prin revizuirea post-criză a metodologiilor de analiză, se adaugă unii parametri ce reflectă soliditatea cadrului fiscal, precum și sănătatea, respectiv performanțele sistemului bancar⁶.

Printre aspectele naționale specifice, luate în considerare în abordarea post-criză a sustenabilității datoriei, se numără cotația riscului suveran și a factorilor de ordin politic, economic și financiar care îl determină, istoricul respectării scadențelor de plată în rambursarea datoriei, structura pe factori și maturități a portofoliului

⁵ G. Georgescu, *Argentina's sovereign debt default: a critical view*, în: „MPRA Working Paper”, No 62800, 2015.

⁶ World Bank – IMF, *Developing a medium-term debt management strategy (MTDS): the analytical tool*, Washington May, 2009; International Monetary Fund, *Joint Bank-Fund Debt Sustainability Analysis Under the Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries*, IMF, Washington, June, 2011; Idem, *Review of the Policy on Debt Limits in Fund-Supported Programs*, IMF, Washington, March, 2013; European Commission, *Assessing Public Debt Sustainability in EU Member States*, în: „Occasional Papers” No. 200, September, 2014; European Central Bank, *Analysing Government Debt Sustainability in the Euro Area*, în: „ECB Monthly Bulletin”, April, 2012.

datoriei, evoluția necesarului brut de finanțare, randamentul titlurilor de stat și costurile finanțării deficitelor pe piețele internaționale de capital, vulnerabilitatea la șocurile externe, capacitatea de generare a surplusurilor bugetare primare, perspectivele creșterii economice și ale nivelului fiscalității, raportul credite/depozite, ponderea creditelor neperformante.

Lecția majoră desprinsă din evoluțiile și experiențele de pe plan internațional, inclusiv ca urmare a impactului crizei globale, din punctul de vedere al menținerii stabilității financiare externe, este aceea că fiecare stat trebuie să își asigure propriul cadru al sustenabilității datoriei suverane, să își majoreze capacitatea de absorbție a eventualelor șocuri externe, să își evalueze corect vulnerabilitățile și să acționeze pentru corectarea la timp a acestora, să monitorizeze atent riscul sistemic⁷.

2. Creșterea accelerată a datoriei externe a României

În cazul României, se impune precizarea că, la începutul tranziției spre economia de piață, țara noastră se găsea într-o situație de echilibru financiar extern. În condițiile cunoscute, datoria externă fusese lichidată în martie 1989, rămânând chiar de recuperat circa 2,5 miliarde USD de la debitori externi, în special țări din lumea a treia. Această situație financiară a României, negrevată de datorii, caz unic la nivelul țărilor din Sudul și Estul Europei care în anii '90 au pășit pe calea reformelor, s-ar fi putut constitui într-un atu al accelerării tranziției de la economia de comandă supercentralizată la economia de piață. În realitate, pe fondul lipsei unei viziuni clare a autorităților, precum și al multiplelor erori de politici economice, transformările structurale asociate procesului tranziției au fost însoțite de o serie de costuri sociale și economice adverse, între care, creșterea accelerată a gradului de îndatorare, atât externă, cât și internă, cu precădere în perioadele pre- și post-aderare, reprezintă unul dintre cele mai semnificative.

⁷ *Riscul sistemic*, un concept devenit esențial și căpătând noi conotații în abordarea post-criză a stabilității financiare, se referă la posibilitatea apariției, în mod brusc și imprevizibil, a unui eveniment ce produce o pierdere de valoare economică sau de încredere într-o zonă importantă a sistemului financiar, cu efecte adverse semnificative asupra economiei reale, în absența unor răspunsuri imediate și puternice din partea factorilor de decizie, respectiv a politicilor conduse de autorități.

Tabelul 1**Evoluția datoriei externe a României în perioada tranziției**

Perioada	Creștere medie anuală (mii USD)
Pre-asociere: 1990-1994	892 384
Asociere: 1995-2000	941 649
Pre-aderare: 2001-2006	6 068 084
Post-aderare: 2007-2013	9 996 428

Sursa: Calculat pe baza datelor *International Debt Statistics* – World Bank database (Romania).

Conform datelor Băncii Mondiale⁸, dacă în perioada 1990-2000 (pre-asociere și asociere), datoria externă a României a crescut moderat, respectiv cu circa 0,9 miliarde USD în medie anual, în perioada pre-aderare (2001-2006), aceasta s-a majorat la circa 6 miliarde USD anual, iar în perioada post-aderare (2007-2013) la aproape 10 miliarde USD anual (Tabelul 1).

Tabelul 2**Creșterea gradului de îndatorare externă a României în perioada tranziției**

Indicatori	1990	1994	2000	2006	2013
Datoria externă (% în VNB*)	3,0	8,7	30,4	45,3	67,4
Serviciul datoriei externe (% în exportul de bunuri și servicii)	0,3	8,6	20,1	26,8	36,3

*Venitul Național Brut

Sursa: *International Debt Statistics* – World Bank database (Romania).

⁸ Banca Mondială dispune de singura baza de date complexă privind datoriile externe ale statelor, care conține serii lungi de timp. Datoria externă brută (incluzând datoria externă pe termen scurt și respectiv aceea pe termen lung) este exprimată în USD, ultimul an disponibil la data prezentării comunicării fiind 2013.

După cum se observă din datele prezentate în Tabelul 2, creșterea gradului de îndatorare externă a României este relevată de majorarea ponderii în VNB (Venitul Național Brut) de la 3% în 1990 la 30% în anul 2000, la 45% în 2006 și la peste 67% în 2013. Povara datoriei externe, respectiv serviciul acesteia raportat la exportul de bunuri și servicii a crescut de la 0,3% în 1990, la 20% în anul 2000, la 27% în 2006 și la 36,3% în 2013.

Într-o perioadă de tranziție la economia de piață, în care se produc schimbări majore ale cadrului instituțional și a fundamentelor economice, mai ales în cazul României, care a pornit de la un nivel de dezvoltare mai scăzut decât al altor țări și fără să dispună de o strategie clară a tranziției, este evident că acoperirea costurilor restructurării și re tehnologizării, reorientării comerțului exterior, precum și a necesităților de finanțare pentru susținerea investițiilor, inclusiv prin atragerea de investiții străine, a impus apelarea la împrumuturi externe, atât private, cât și de la instituții financiare internaționale.

Ca atare, într-o anumită măsură, creșterea datoriei externe în perioada tranziției a fost justificată de necesitatea recapitalizării economiei și asigurarea funcționalității mecanismelor de piață, care ar fi trebuit să se concretizeze într-o creștere economică sustenabilă în timp, inclusiv din punctul de vedere al majorării capacității de plăți externe, în special pe seama sporirii încasărilor valutare aferente exporturilor de bunuri și servicii, de o asemenea manieră încât rambursarea ratelor scadente ale datoriei externe să se facă fără probleme și fără să afecteze perspectivele dezvoltării. Acest fenomen ar putea fi încadrat temporal, ca manifestându-se în limite acceptabile, până la, cel mult, finele perioadei pre-aderare, când s-a considerat că România dispunea de o economie funcțională de piață, precum și de capacitatea de a face față presiunilor concurențiale provenind din piața unică (criterii economice de aderare la UE), ceea ce ar fi presupus o diminuare graduală a acoperirii necesarului de finanțare externă din împrumuturi. În realitate, s-a constatat, așa cum o probează cifrele prezentate în Tabelele 1 și 2, accelerarea creșterii datoriei externe în perioada post-aderare, este adevărat, și sub presiunea efectelor crizei globale care au afectat sever echilibrele macroeconomice și stabilitatea financiară a țării noastre (împrumutul de la FMI din 2009, în valoare de 12,95 miliarde EUR, nu s-a concretizat în investiții, fiind utilizat, în cea mai mare parte, pentru echilibrarea balanței de plăți externe).

Tabelul 3**Evoluția datoriei externe a României în perioada 2007 - 2013**

- milioane EUR -

Datoria externă	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
I. Datorie externă pe termen lung	38526	51762	65746	72909	75929	78760	76894	75829	71056
I.1 Publică *	10197	10749	19057	26948	31312	33833	34284	35427	32960
I.2 Privată**	28329	41013	46559	45961	44617	44927	42610	40402	38096
II. Datorie externă pe termen scurt	20103	20592	15417	19549	22795	20921	19166	18915	19840
Total datorie externă (I+II)	58629	72354	81163	92458	98724	99681	96060	94744	90896

* include datoria public garantată și împrumuturile de la FMI (Ministerul Finanțelor Publice și Autoritatea Monetară, inclusiv alocările de DST de la FMI)

** inclusiv depozitele nerezidenților

Sursa: Pentru perioada 2007 – 2013, pe baza datelor BNR - Baza de date interactivă. Pentru 2014 și 2015: *Comunicat presă privind balanța de plăți și datoria externă*, BNR, 12.02.2016.

Încercând identificarea cauzelor care au condus la creșterea excesivă a gradului de îndatorare externă și la deteriorarea parametrilor de sustenabilitate a acesteia, în Tabelul 3 este prezentată evoluția datoriei externe a României în perioada 2007-2015.

Se constată că totalul datoriei externe (pe termen lung - TL și, respectiv, pe termen scurt - TS) a atins un vârf de aproape 100 miliarde EUR în 2012, după care s-a înregistrat o scădere graduală a acesteia, în special pe segmentul TL și pe seama diminuării datoriei externe a sectorului privat, la finele anului 2015, soldul totalului datoriei externe fiind de 90,9 miliarde EUR.

În privința datoriei externe pe TL, asupra căreia se va concentra în continuare demersul nostru analitic, examinarea structurii acesteia pe cele două mari categorii de debitori relevă o schimbare totală de poziții în perioada post-aderare.

Dacă în anul 2007, autoritățile din România (Ministerul Finanțelor Publice și Autoritatea Monetară) dețineau doar circa 25% din totalul datoriei externe pe TL, în anii 2013, 2014 și 2015 acestea au devenit cel mai important debitor, cu o pondere de circa 45% din total. Această schimbare majoră a fost determinată de ritmul aproape dublu de creștere a datoriei externe a sectorului public (de circa 3 ori) în perioada 2007 – 2015, comparativ cu cea a sectorului privat (de circa 1,5 ori).

Spre deosebire de perioada pre-aderare, în care majorarea datoriei publice externe a avut loc, de o manieră oarecum moderată, în special pe seama fluxurilor compensatorii de capital necesitate de acoperirea unor deficite comerciale și de cont curent care depășeau 10% din PIB (în mare parte, acestea fiind finanțate prin influxurile masive ale investițiilor străine directe), creșterea explozivă a datoriei publice externe în perioada post-aderare, respectiv triplarea acesteia în mai puțin de doi ani, s-a produs ca urmare a împrumutului de la FMI-UE în valoare de 20 miliarde EUR, eșalonat în șapte tranșe în anii 2009 și 2010, împărțite, în mod aproape egal, între Ministerul Finanțelor Publice și Autoritatea Monetară.

Acest credit extern a fost obținut în condiții excepționale, de maximă urgență, cu titlu de asistență financiară în scopul evitării unui dezechilibru major al balanței de plăți externe a României, prăbușirii monedei sale naționale, precum și absorbției efectelor șocului extern al crizei globale, inclusiv pentru compensarea politicilor bugetare expansioniste, îndeosebi din anii electorali 2008 și 2009⁹.

Rambursarea aproape integrală a împrumutului de la FMI în valoare de 12,95 miliarde EUR, așa cum rezultă din datele comunicate de BNR¹⁰, nu concordă cu dimensiunea soldului datoriei publice externe la finele anului 2015 (respectiv circa 33 miliarde EUR, cu doar 2,4 miliarde EUR mai mic, comparativ cu anul anterior, dar superior

⁹ M. Isărescu, *Finațarea dezechilibrului extern și ajustarea macroeconomică în condițiile crizei financiare. Cazul României*, BNR, București, 2009, p. 27.

¹⁰ Banca Națională a României, *Comunicat presă privind balanța de plăți și datoria externă*, BNR, 12 februarie, 2016.

celui înregistrat la finele anului 2011), ceea ce semnifică faptul că respectarea angajamentelor conform scadențelor de plată, convenite în perioada 2012 – 2015, s-a făcut, în cea mai mare parte, apelând la alte împrumuturi externe (refinanțarea datoriei), respectiv prin lansarea pe piețele internaționale de capital a noi emisiuni de titluri de stat în valută¹¹.

În ceea ce privește scăderea treptată a soldului datoriei externe a sectorului privat, ajuns la 38,1 miliarde EUR la finele anului 2015, după ce atinsese un vârf de 46,6 miliarde EUR în anul 2009, aceasta s-a produs nu atât pe seama diminuării influxurilor de investiții străine, cât mai ales pe calea dezintermedierii financiare, respectiv prin retragerea liniilor de credit acordate de către băncile-mamă sucursalelor lor din România (circa 9 miliarde EUR în perioada 2009-2015).

3. Datoria externă. Macroeficiență și vulnerabilități

Creșterea gradului de îndatorare externă a României în perioada post-aderare poate fi considerată excesivă, atât în raport cu beneficiile macroeconomice ale contractării de împrumuturi în valută, cât și cu povara acestora, care afectează sever resursele financiare ce pot fi alocate în scopul dezvoltării economiei, prin suportarea unor costuri ridicate, asociate rambursării creditelor externe (rate de capital, dobânzi, comisioane).

În general, datoria externă este considerată un factor de cost, de efort economic investițional, de la care se așteaptă rezultate pe termenele scurt, mediu și lung concretizate, la nivel macroeconomic, în creșterea Produsului Intern Brut și a competitivității externe a economiei.

Decuplarea crescândă, în cazul României, a gradului de îndatorare externă de evoluția creșterii economice a condus la deteriorarea eficienței utilizării împrumuturilor din străinătate și, implicit, a rezilienței României în fața unor șocuri externe, mărinvulnerabilitățile și riscurile asociate sustenabilității datoriei.

¹¹ Vezi în acest sens: Gh. Zaman, G. Georgescu, *Romania's external debt threats*, în: „Working Papers of Institute for Economic Forecasting”, No 141215, December, 2014.

Tabelul 4**Indicatori ai macroeficienței și vulnerabilității datoriei externe**

Indicatori	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PIB/Datorie externă totală	2,07	1,93	1,43	1,35	1,33	1,32	1,48	1,59	1,76
PIB/Datorie ext. pe TL	3,15	2,70	1,76	1,71	1,73	1,67	1,85	1,98	2,25
PIB/Datorie ext. publică pe TL	11,9	13,0	6,1	4,6	4,2	3,9	4,2	4,2	4,85

Sursa: calculat pe baza datelor BNR, CNP.

Astfel, în termeni reali, în perioada post-aderare, s-a înregistrat o scădere de aproape 1,5 ori a indicatorului de eficiență a datoriei externe totale, respectiv de la 2,07 euro PIB ce reveneau pentru 1 euro datorie externă în 2007, la 1,32 euro PIB pentru 1 euro datorie externă în 2012 și 1,76 euro PIB pentru 1 euro datorie externă în 2015 (Tabelul 4).

Chiar ținând seama de ușoara redresare înregistrată după anul 2012, o asemenea tendință reflectă o situație total nefavorabilă a performanțelor macroeconomice ale României, pusă în mod mai clar în evidență de evoluția raportului între PIB și datoria externă pe termen lung, respectiv pe componenta publică a acesteia, randamentul împrumuturilor externe reducându-se cu circa 30%, respectiv cu circa 60% în perioada 2007-2015.

În același timp, s-a constatat o deteriorare a parametrilor de sustenabilitate a datoriei externe pe termen lung, în raport cu pragurile de alertă propuse pentru țara noastră¹² din acest punct de vedere.

Astfel, după cum rezultă din datele prezentate în Tabelul 5, în anul 2007, datoria externă pe termen lung, deși ajunsă la o dimensiune semnificativă, se situa la niveluri sustenabile.

¹² Pe baza pragurilor stabilite de Gh. Zaman, G. Georgescu, *Sovereign Risk and Debt Sustainability - Warning Levels for Romania*, în: „Non-Linear Modelling in Economics. Beyond Standard Economics”, Expert Publishing House, București, 2011.

Tabelul 5**Indicatori ai sustenabilității datoriei externe a României**

-%-

Indicatori	Anii		Prag alertă
	2007	2014	
Datoria externă pe TL / PIB	31,1	50,5	50
Datoria externă pe TL / Exportul de bunuri și servicii	105,5	122,5	120
Datoria externă pe TL / Încasări valutare	83,5	110,5	100
Rezerve internaționale/Dat. externă pe TL	70,6	46,8	50*
Rezerve internaționale / PIB	22,0	23,7	25*
Serviciul datoriei externe / PIB	7,0	15,7	10
Serviciul datoriei externe/ Încasări valutare	16,3	34,5	30
Serviciul datoriei externe / Exportul de bunuri și servicii	23,4	38,2	35
Serviciul datoriei externe / Rezerve internaționale	33,6	66,7	40

* Prag minimal

Sursa: Calculat pe baza datelor BNR, CNP.

Creșterea acesteia în perioada post-aderare a condus la depășirea pragurilor de alertă specifice României, mai ales în raport cu încasările valutare (depășire cu peste 10 puncte procentuale a pragului de alertă în 2014), unul dintre cei mai relevanți indicatori în contextul analizei sustenabilității datoriei externe.

În privința poverii datoriei externe, se constată că serviciul anual al acesteia (pe termen lung) a atins peste 15% din PIB în 2014, reprezentând mai mult decât dublu față de 2007, când se cifra doar la 7% din PIB. Raportat la exporturile de bunuri și servicii, serviciul datoriei externe pe TL a crescut de la 23% în 2007 la peste 38% în 2014 (față de 35% prag de alertă).

Deteriorarea sustenabilității poziției financiare internaționale a României este relevată, de asemenea, de ponderea serviciului anual al datoriei externe pe TL în rezervele valutare internaționale (inclusiv aur), care a crescut de la 33,6% în 2007 la peste 66% în 2014, situându-se cu peste 20 puncte procentuale peste pragul indicativ de alertă.

Cu toate că datoria externă s-a înscris pe un trend descendent după anul 2012, în contextul accentuării deficitelor comerciale și de cont curent în 2015 și al menținerii dependenței de finanțarea externă, în ultimul raport al BNR privind stabilitatea financiară¹³ se atrage atenția referitor la persistența unor riscuri și vulnerabilități, atât pe componenta publică, cât și pe cea privată, implicit al interacțiunilor dintre acestea.

În privința datoriei publice se mențin o serie de vulnerabilități asociate nivelului ridicat al serviciului anual, ce poate afecta riscul de refinanțare, dar și riscul suveran, capacității reduse de acoperire a necesarului de finanțare, inclusiv externă, pe seama ponderii scăzute a veniturilor bugetare în PIB, prezenței semnificative a investitorilor nerezidenți care dețin titluri de stat, inclusiv în valută, emise de guvernul României, făcând sensibile plățile scadente la schimbarea apetitului la risc și a sentimentului de piață, nivelului ridicat al expunerii sistemului bancar la sectorul public (peste 25% din activele bancare concentrate în titluri de stat), implicând un risc de evicțiune în contextul redresării activității de creditare.

Pe de altă parte, gradul ridicat de concentrare a datoriei externe private în sectoare vulnerabile (companiile imobiliare dețin circa o treime din datoria contractată în valută de sectorul nonfinanciar) face ca riscul de *default* să rămână ridicat, mai ales în circumstanțele inconsistenței redresării sectorului construcțiilor.

Riscul de contagiune în cadrul sistemului bancar și, implicit, riscul sistemic este supus presiunii creditelor neperformante, al căror nivel, în ciuda operațiunilor de ”curățire” a bilanțurilor băncilor comerciale, respectiv externalizării acestora, rămâne ridicat (11,6% la finele anului 2015¹⁴).

La aceste vulnerabilități se adaugă capacitatea slabă a multor companii cu datorie externă de a rezista efectelor adverse ale schimbării mediului internațional de afaceri, care le afectează resursele de încasări valutare.

¹³ Banca Națională a României, *Raport asupra stabilității financiare 2015*, BNR, București, Octombrie, 2015, pp. 31-32, 163-166.

¹⁴ Banca Națională a României, *Buletin lunar decembrie 2015*, nr. 266, BNR, București, Februarie, 2016, p. 63.

Vulnerabilitățile situației financiare externe a României rezultă și din analiza poziției investiționale internaționale nete (PIIN)¹⁵, un indicator căruia criza globală i-a amplificat importanța, acesta fiind inclus în Tabloul de bord urmărit de Comisia Europeană în cadrul mecanismului de supraveghere a dezechilibrelor macroeconomice (MIP – *Macroeconomic Imbalance Procedure*), introdus la nivelul statelor membre UE.

Acest mecanism, introdus în anul 2012, are scopul de a monitoriza stabilitatea financiară a Uniunii și de a preveni dezechilibrele externe excesive, generate inclusiv pe seama unor niveluri ridicate ale deficitelor de cont curent și/sau ale unui grad de îndatorare externă nesustenabil.

În ultimul raport al Comisiei Europene privind MIP au fost identificate 16 țări membre UE, inclusiv România, cu diferite grade de risc de dezechilibru macroeconomic, majoritatea din cauza faptului că ajustarea fluxurilor financiare externe nu s-a concretizat într-o scădere semnificativă a îndatorării externe, redresarea acesteia fiind condiționată de realizarea unor excedente de cont curent¹⁶. România a fost încadrată în categoria „riscuri relativ ușor de gestionat”, motivația experților comisiei privind includerea sa între țările monitorizate constând, așa cum rezultă și din raportul de țară al Comisiei Europene, în PIIN semnificativ negativă, capacitatea de export slabă pe termen mediu, precum și vulnerabilitățile sectorului bancar (în special rata înaltă a creditelor neperformante), la care se adaugă ieșirea României din programul de asistență financiară FMI-UE¹⁷.

Conform datelor Eurostat, în cazul României, PIIN s-a deteriorat puternic, poziția sa negativă majorându-se de la -29,4% în PIB în anul 2005 la -70,4% în 2012, în special pe seama creșterii pasivelor externe pe segmentul instrumente de natura datoriei (ISD, investiții de

¹⁵ Poziția investițională internațională netă (PIIN) se calculează ca diferență între activele externe și pasivele externe, exprimându-se, de regulă, ca pondere în PIB. Diferența (pozitivă sau negativă) reflectă situația financiară externă a unui stat în raport cu restul lumii (creditor net sau debtor net).

¹⁶ European Commission, *Alert Mechanism Report 2016*, COM (2015) 691 final, EC, Brussels, November 26, 2015, p. 10.

¹⁷ European Commission, *Macroeconomic imbalances. Country Report Romania 2015*, în: “European Economy Occasional Papers”, No 223, EC-DGECFIN, Brussels, June, 2015, pp. 12-26.

portofoliu, alte investiții), după care s-a înregistrat o tendință de ameliorare, în 2014, PIIN ajungând la -57,2%, nivel superior însă pragului de alertă de -35% prevăzut în Tabloul de bord al MIP.

Situația de debitor net al României în raport cu restul lumii prezintă o serie de factori de risc, atât pe latura activelor externe, susținute în proporție de circa 2/3 de pilonul rezervelor internaționale (din care o parte, cu grad scăzut de lichiditate sau aparținând băncilor comerciale, majoritatea cu capital străin), cât și pe latura pasivelor externe, dacă se au în vedere volatilitatea fluxurilor de capital, inclusiv ISD, precum și menținerea dependenței de finanțarea externă.

4. Datoria publică. Dinamică și sustenabilitate

La nivelul țărilor UE, cadrul fiscal și datoria publică au înregistrat o evoluție diferită în ultimele două decenii. Dacă în perioada 1995 – 2007, politicile macroeconomice au fost în general prudente și, în ciuda unor deviații de la standardul privind deficitul bugetar (3% în PIB), țările mai importante (Germania, Franța, Regatul Unit) au reușit să mențină datoria publică în jurul pragului de 60% din PIB, salvarea sistemului bancar privat, lovit sever de criza financiară din 2008 și 2009, cu ajutorul intervenției publice (ajungând la un cost total de circa 4 000 miliarde EUR), a împins datoria publică către niveluri de 80-90% din PIB pe ansamblul Zonei euro în perioada 2010-2014 (Tabelul 6).

Ieșirea din dificultățile financiare majore, întâmpinate de unele state în perioada post-criză (Portugalia, Irlanda, Spania și ulterior Cipru), apărute la niveluri ale datoriei publice în jurul cifrei de 100% din PIB, a fost susținută de mecanismele europene de stabilizare.

Grecia, care se găsea în incapacitate de plăți în 2010 (cu un nivel record al datoriei publice în PIB, respectiv 172%), amenințând stabilitatea întregii Zone euro și declanșarea unei crize a datoriilor suverane la nivel european, a fost salvată, *in extremis*, de intervenția FMI și UE, printr-un pachet comun de asistență financiară eşalonat pe trei ani, în valoare totală de 110 miliarde EUR (circa 145 miliarde USD)¹⁸.

¹⁸ IMF Executive Board Approves EUR 30 billion Stand-by Arrangement for Greece, IMF Press release no 10/187, May 9, 2010.

Tabelul 6**Evoluția datoriei publice în unele țări membre UE,
în perioada 1995-2014**

- % în PIB -

Anii/Țara	1995	2000	2007	2010	2011	2012	2014
UE 28, din care:	...	60,6	57,8	78,4	81,0	83,8	86,0
Germania	54,8	58,9	63,6	81,0	78,4	79,7	74,9
Franța	55,8	58,7	64,4	81,7	85,2	89,6	95,6
Regatul Unit	48,2	38,9	43,5	76,6	81,8	85,3	88,2
Italia	116,9	105,1	99,7	115,3	116,4	123,2	132,2
Spania	61,7	58,0	35,5	60,1	69,5	85,4	99,3
Portugalia	58,3	50,3	68,4	96,2	111,4	126,2	130,2
Irlanda	78,5	36,1	23,9	86,8	109,3	120,2	107,5
Grecia	98,9	104,4	103,1	146,2	172,0	159,4	178,6
Cipru	47,9	55,1	53,9	56,3	65,8	79,3	108,2
Bulgaria	...	71,2	16,2	15,5	15,3	17,6	27,0
Rep. Cehă	13,6	17,0	27,8	38,2	39,9	44,7	42,7
Polonia	47,6	36,5	44,2	53,3	54,4	54,0	50,4
Slovacia	21,7	49,6	29,9	40,8	43,3	51,9	53,5
Ungaria	84,5	55,1	65,6	80,6	80,8	78,3	76,2
ROMÂNIA	6,6	22,4	12,7	29,9	34,2	37,4	39,9

Sursa: Eurostat.

Țările din Europa Centrală și de Est care au aderat la UE în 2004 și, respectiv, 2007 s-au înscris, în linii generale, pe aceeași tendință de creștere a datoriei publice în ultimele două decenii, în mod mai accentuat în perioada post-criză, cu anumite particularizări însă. Astfel, Ungaria, care înregistra o pondere ridicată a datoriei publice în PIB în 1995 (84,5%, una din cele mai mari între țările europene, în acel an), după o scădere a acesteia până în anul 2000 (la 55,1%), în perioadele pre- și post-aderare a reintrat pe o traiectorie de creștere, datoria publică situându-se între 70% și 80% din PIB. Alte țări, cum sunt Republica Cehă, Slovacia și Polonia, în care ponderea datoriei publice în PIB era mai scăzută, menținându-se în perioada 1995 – 2007 sub 50% din PIB, au suferit o creștere a acestei ponderi în perioada post-criză, de o manieră moderată însă, rămânând sub plafonul de 60%.

Un caz particular îl constituie Bulgaria, care, datorită în mare măsură Consiliului Monetar înființat în 1999, a reușit diminuarea ponderii datoriei publice în PIB de la 71,2% în anul 2000 la 16% -17% în perioada 2007 – 2012, după care, cu toată creșterea ponderii sale la 27% din PIB în 2014, acesta reprezenta practic cel mai scăzut nivel de îndatorare dintre toate țările UE 28.

În cazul României, se constată că datoria publică în PIB a crescut de la 6,6% în 1995 la 22,4% în anul 2000, s-a înregistrat apoi o diminuare în perioada pre-aderare (12,7% în 2007), urmată de o majorare semnificativă a acestei ponderi, în perioada post-aderare, la circa 30% în 2010 și, respectiv, 40% în 2014.

Creșterea de aproape 7 ori a ponderii datoriei publice în PIB în ultimele două decenii, chiar relevată de cifre relative, este de departe cea mai semnificativă dintre toate țările UE 28, România deținând astfel un record de neînviat.

Ca precizare importantă de ordin metodologic necesită menționat faptul că, spre deosebire de metodologia Eurostat (prevăzută de Tratatul de Maastricht) conform căreia s-au calculat datele prezentate în Tabelul 6, datoria publică evidențiată de Ministerul Finanțelor Publice din România, conform legislației naționale, include garanțiile de stat, acordate, teoretic, pentru proiecte de interes național.

Astfel, la nivelul anului 2014, conform acestei metodologii, ponderea datoriei publice în PIB a fost de 42,1%, respectiv cu peste 2 puncte procentuale peste cifra Eurostat, iar în anul 2015, această pondere s-a ridicat la 42,5%¹⁹. Continuând analiza la nivelul României, așa cum rezultă din datele prezentate în Tabelul 7, în termeni nominali, datoria publică a crescut de peste 10 ori (la valoarea în lei) în perioada 2000 - 2015, respectiv de peste 8 ori (la valoarea în euro), cu precizarea că, exprimată ca cifră medie pe locuitor, dinamica a fost și mai accentuată.

¹⁹ Un indicator complementar al gradului de îndatorare publică și a poziției financiare a statelor, urmărit din ce în ce mai atent la nivelul instituțiilor internaționale, inclusiv al UE, este cel referitor la datoriile contingente (*contingent liabilities*) care reprezintă obligații potențiale de plată angajate de stat (garanții), corporații publice, parteneriate publice-private. Conform datelor Eurostat, datoriile contingente, garantate în mod direct sau indirect de guvern, reprezintă o pondere semnificativă în PIB, în cazul unor țări importante ca Germania sau Olanda depășind 100%, ceea ce relevă o imagine mai exactă a gradului lor de îndatorare publică. În cazul României, această pondere este estimată la 9,7% din PIB în anul 2014, care, adăugată la cifra datoriei publice în PIB (39,9%, conform metodologiei Eurostat) ar indica un grad real de îndatorare publică a țării noastre de circa 50% din PIB (*Contingent liabilities in the EU Member States*, Eurostat News Release, 27.01.2016.)

Tabelul 7**Evoluția datoriei publice a României, totale și pe locuitor,
în perioada 2000 – 2015**

Anii	2000	2007	2008	2009	2010	2012	2014	2015
Total								
mld. lei	25,3	76,1	100,6	136,5	182,5	226,8	295,7	315,7
mld. euro	8,1	22,8	27,2	31,5	43,3	51,0	66,0	69,8
Per capita								
lei	1115	3607	4883	6691	8990	11283	15010	16200
euro	368	1080	1320	1544	2133	2537	3350	3582

Sursa: calculat pe baza datelor MFP, INS, CNP.

Deteriorarea severă a poziției financiare a României se constată și în privința evoluției structurii portofoliului datoriei publice guvernamentale în ultimii 15 ani, care relevă mutații importante, din care unele prezintă factori de risc major, astfel²⁰:

- după creditor, s-a înregistrat o tendință de creștere a datoriei publice deținute de bănci private și investitori privați (de la circa 55% în anul 2000 la circa 82% în 2015, din care peste 50% deținută de non-rezidenți), cu precizarea că principalul creditor, sectorul bancar, este dominat de băncile cu capital străin;

- după instrument, s-a constatat o majorare a ponderii instrumentelor tranzacționabile (de la circa 30% în anul 2000, la circa 64% în 2015), cu randamente ce depind de schimbările fluxurilor de capital pe piețele internaționale, caracterizate de un grad înalt de volatilitate;

- după denominare, s-a înregistrat o creștere a ponderii datoriei în valută (de la 48% în anul 2006 la peste 50% în perioada post-aderare), majorându-se, în mod corespunzător, expunerea datoriei publice la riscul valutar și al cursului de schimb;

²⁰ Vezi în acest sens G. Georgescu, *Factori de creștere a sustenabilității datoriei publice*, MPRA Working Paper No 52957, ianuarie, 2014.

- după scadențe, ca urmare a creșterii emisiunilor de obligațiuni pe piața internă și externă cu maturități de 7 – 15 ani, s-a înregistrat o majorare a ponderii datoriei publice pe termenele mediu și lung (la circa 85% la finele anului 2015), împingând rambursarea împrumuturilor către orizonturi viitoare, crescând însă și costurile totale aferente acesteia;

- după rata dobânzii, s-a constatat o creștere semnificativă a ponderii împrumuturilor suverane cu rată fixă (de la 32% în anul 2000 la 75% în anul 2015), avantajele rămânând însă discutabile dacă se are în vedere nivelul de circa 4% al ratei medii a dobânzii aferente stocului existent al datoriei publice la finele anului 2015, care este proiectat să rămână la același nivel în următorii 5 ani²¹.

Rezultă că, în România, nu numai cadrul financiar extern se găsește sub presiune, după cum s-a arătat, ca urmare, în principal, a dezechilibrelor generate de acumularea deficitelor comerciale și de cont curent, ci și cadrul financiar intern, deficitele fiscale (reprezentând peste 5% din PIB în perioada 2008-2011 și atingând un vârf de 9,1% în 2009), exacerbate de politicile bugetare expansioniste, fiind acoperite din împrumuturi suverane și private, inclusiv pentru plățile aferente rambursării acestora, respectiv prin refinanțarea datoriei.

La acestea s-au adăugat efectele provenind din impactul crizei globale, pachetul de asistență financiară acordat României de FMI și UE în 2009, în sumă de 20 miliarde EUR, conducând la o creștere explozivă a gradului de îndatorare publică a țării noastre - atât internă, cât și externă - precum și la deteriorarea drastică a parametrilor sustenabilității sale pe termen mediu și lung.

Din acest punct de vedere, menționăm că analiza sustenabilității datoriei publice a României, întreprinsă de FMI²² pe baza datelor macroeconomice disponibile la finele anului 2014 și comparativ cu standardele proprii, atrage atenția cu privire la o serie de vulnerabilități legate, în special, de profilul datoriei, respectiv necesitățile de finanțare externă (24% din PIB, față de un nivel de alertă de 15%), datoria publică deținută de non-rezidenți (51%, față de un nivel de alertă de 45%),

²¹ IMF, *Romania: 2015 Article IV Consultation-Staff Report, Country Report No 15/79*, IMF, Washington, March 27, 2015, p. 47.

²² IMF, *Idem*, p. 48.

precum și ponderea ridicată a datoriei denominată în valută (circa 60%, situată la nivelul de alertă²³).

Matricea analizei riscurilor efectuată de către experții FMI cu privire la România, care afectează inclusiv parametrii de sustenabilitate a datoriei, a pus în evidență că materializarea acestora are o probabilitate mare în cazul creșterii volatilității piețelor financiare internaționale, când investitorii privați ar putea vinde activele financiare românești, al menținerii deficiențelor în accelerarea absorbției fondurilor europene pe seama capacității administrative reduse și birocrăției din sistem, al prelungirii perioadei de creștere anemică și inflație redusă din Zona euro, care ar putea conduce la o scădere a exporturilor și a fluxurilor ISD, al reechilibrării expunerii portofoliului de către băncile cu capital străin, prin accelerarea dezintermedierii stocului de finanțare rămas (estimat la 11,6 miliarde EUR), precum și al menținerii situației tensionate din jurul Rusiei²⁴.

Refacerea sustenabilității datoriei publice a României depinde de schimbarea fundamentelor managementului acesteia, în primul rând din partea Ministerului Finanțelor Publice²⁵, în sensul adoptării unei viziuni bugetare pe termen lung și foarte lung, al decuplării de ciclurile electorale, al evaluării corecte a capacității de plăți pe diferite orizonturi de timp, al introducerii unui sistem coerent de standarde și praguri de avertizare specifice țării noastre, mai drastice decât cele prevăzute de instituțiile financiare internaționale, inclusiv prin impunerea de plafoane anuale ale împrumuturilor suverane și fundamentarea necesității acestora cu specificarea transparentă a destinațiilor²⁶.

²³ Precizăm că pragurile de alertă ale FMI sunt similare celor stabilite de Comisia Europeană la indicatorii menționați, conform standardelor *DSA* la nivelul țărilor membre UE; în contextul analizei stabilității sistemului bancar, acestea din urmă prevăd un nivel de alertă la o pondere de 3% a creditelor neperformante în volumul total al creditelor, această pondere, deși în scădere, așa cum s-a menționat anterior, era de aproape 4 ori mai mare în cazul României.

²⁴ IMF, *Idem*, p. 42.

²⁵ Ministerul Finanțelor Publice, *Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale 2015 – 2017*, MFP, București, 2015.

²⁶ Menționăm că, pe plan internațional, unele state au introdus limitări constituționale/legislative privind datoria publică, astfel: în Polonia (prin Constituție, prag de 60% din PIB, niveluri de alertă la 55% și 50%); în SUA și Danemarca (plafon valoric anual/general); în Germania și Austria (deficit structural stabilit la 0,35% din PIB); în Suedia și Canada (autorizarea de către Parlament, anual/după caz); în Elveția (starea ciclului de afaceri).

Ca urmare a aderării României la Pactul Fiscal European, un prim pas în această direcție s-a întreprins deja, în Programul de convergență 2015-2018 al Guvernului fiind introduse regulile impuse de noua guvernanță economică la nivelul UE, între care stabilirea de praguri intermediare prudențiale privind ponderea datoriei publice în PIB, respectiv la 45%, 50%, 55% și 60%, fiecare dintre acestea fiind însoțite de măsuri automate, pornind de la elaborarea de rapoarte privind justificarea creșterii datoriei, a unui program de reducere a ponderii datoriei publice și mergând până la adoptarea unor măsuri de înghețare a cheltuielilor totale, inclusiv a salariilor din sectorul public, respectiv a cheltuielilor totale privind asistența socială din sistemul public²⁷.

5. Concluzii și remarci finale

Una dintre cele mai mari provocări în perioada tranziției României la economia de piață și ale integrării țării noastre în Uniunea Europeană a constituit-o creșterea accelerată a gradului de îndatorare internă și externă (cel mai dinamic dintre toți indicatorii macroeconomici), accentuată de efectele crizei globale, care nu au fost corect anticipate și nici contracarate, devenit excesiv în raport cu cerințele dezvoltării durabile, ale eficienței macroeconomice, majorării capacității de rambursare a datoriei și suportabilității costurilor aferente acesteia.

Învățămintele tranziției ar trebui să pornească de la faptul că, deși cu intensități diferite, în întreaga perioadă, s-a manifestat aceeași lejeritate în recurgerea la împrumuturi publice, fără un discernământ analitic și responsabil din partea decidenților politici privind fundamentarea noilor angajamente financiare asumate în numele statului, multe dintre acestea fiind transferate în sarcina generațiilor viitoare.

În același timp, rămân de clarificat și cauzele pasivității autorităților în activarea unei serii de factori, care ar fi putut degreva creșterea la niveluri excesive a gradului de îndatorare a țării, cum sunt fondurile rezultate din privatizarea companiilor cu capital de stat și asistența financiară nerambursabilă pre- și post-aderare din partea UE.

²⁷ Guvernul României, *Programul de convergență 2015 – 2018*, București, Aprilie, 2015, p. 58.

Ignorarea de către autoritățile din România a cerințelor elementare privind asigurarea sustenabilității datoriei publice și a corelării graficelor sale de rambursare cu majorarea capacității de plată la care ar fi trebuit să conducă utilizarea fondurilor împrumutate, a fost însoțită, cu atât mai surprinzător, în ciuda mecanismelor existente, de lipsa de preocupare a instituțiilor financiare internaționale creditoare pentru evaluarea și monitorizarea raportului între eforturi (creșterea datoriei) și efecte (rezultate, concretizate în creșterea economică).

Gradul înalt de îndatorare publică internă și externă a României, precum și deteriorarea parametrilor de sustenabilitate a datoriei, frânează creșterea/relansarea durabilă a economiei, diminuează capacitatea investițională a țării, întreține cercul vicios plăți scadente - rostogolirea datoriei - costuri împrumuturi - risc suveran - creștere anemică, conducând la ignorarea suprafețelor ascunse ale datoriei (*hidden debt*) și încălcarea principiului echității intergeneraționale, la creșterea gradului de impredictibilitate a mediului de afaceri asociată instabilității regimului fiscal (*overhang effects*), precum și la acutizarea fricțiunilor între diferitele componente ale datoriei (termen scurt vs. termen lung; internă vs. externă)²⁸.

Redresarea poziției financiare a României și, în primul rând, asigurarea sustenabilității datoriei, impune acțiuni ferme din partea autorităților guvernamentale și monetare, prin promovarea unor politici macroeconomice coerente, care să vizeze, ca obiectiv central, recuplarea gradului de îndatorare internă și externă la ciclurile economice și respectarea corelației fundamentale între creșterea economică și cea a datoriei, condiționată, în opinia noastră, de situarea acesteia sub pragul de 40% din PIB pe termen lung, precum și de menținerea sub control a tuturor factorilor de risc, fie că provin din unele vulnerabilități interne, fie generate de evenimente, mai mult sau mai puțin previzibile, ale evoluțiilor mediului economic, financiar și geopolitic internațional.

²⁸ G. Georgescu, *Public debt, sovereign risk and sustainable development of Romania*, Elsevier Procedia Economics and Finance 8, 2013, pp. 353-361.