

Badea (BNR): Serviciul datoriei limiteaza spatiul pentru investitii, iar reducerea primei de risc devine esentiala

Cheltuielile cu dobânzile au ajuns sa concureze direct resursele pentru investitii productive, iar diminuarea primei de risc printr-o consolidare fiscala credibila este necesara pentru reducerea costurilor de finantare si pentru sustinerea cresterii economice, conform unei analize realizate de prim-viceguvernatorul BNR, Leonardo Badea.

"Serviciul datoriei a început deja sa concureze direct cu resursele destinate investitiilor productive. Fara o transformare a bazei de productie care sa decupleze cresterea economica de importuri, riscam sa ramânem captivi într-un cerc vicios: dobânzile mari constrâng investitiile, limitând tocmai potentialul de crestere viitoare. Prioritatea zero este reducerea primei de risc prin consolidare fiscala credibila, singura cale de a diminua costul de refinantare al stocului actual. În acelasi timp, schimbarea modelului de crestere impune redirectionarea resurselor dinspre consum spre investitii în sectoare cu valoare adaugata mare. Utilizarea riguroasa a fondurilor europene si reformele asociate procesului de aderare la OCDE reprezinta pârgurile fundamentale pentru a trece de la o economie bazata pe costuri reduse ale muncii la una definita prin productivitate si rezilienta", arata Leonardo Badea, în articolul "Dinamica datoriei publice în România si nevoia de consolidare fiscala".

Potrivit acestuia, stabilitatea pe termen lung a unei economii nu depinde doar de volumul brut al datoriei publice, ci mai ales de dinamica subtila a diferentialului "r-g", reprezentând diferenta dintre costul real al finantarii r si rata de crestere economica g. Leonardo Badea sustine ca acest indicator functioneaza ca un multiplicator tacut al poverii fiscale: când economia creste mai rapid decât costul împrumuturilor, datoria se poate dilua natural în PIB.

"Totusi, acest avantaj nu este un dat imuabil, ci un echilibru fragil care poate fi rapid erodat de inflatie, volatilitatea pietelor financiare sau de schimbarile în perceptia riscului de tara. Experienta recenta din Europa Centrala demonstreaza ca un diferential favorabil nu poate substitui la infinit disciplina fiscala. Fara o ancorare solida în prudenta bugetara, beneficiile matematice ale lui "r-g" ramân doar un paravan temporar în fata unor vulnerabilitati structurale. În noul context global, marcat de fragmentare economica si costuri de finantare mai ridicate, pietele financiare au devenit mult mai sensibile, penalizând rapid orice incertitudine legata de traiectoria deficitului public. De aceea, disciplina fiscala se transforma dintr-o simpla optiune într-o conditie de supravietuire. Nu mai este suficient sa ne bazam pe ritmul de crestere al generatiilor trecute pentru a plati datoriile prezentului; devine imperativ un model în care eficienta cheltuielilor publice si investitiile cu valoare adaugata mare sa mentina diferentialul "r-g" în teritoriu negativ. Atingerea obiectivelor de guvernare depinde de capacitatea de a implementa o strategie fiscal-bugetara credibila, care sa convinga investitorii ca sustenabilitatea datoriei este rezultatul unor politici publice responsabile, reducând componenta de risc din "r" si securizând un ritm de crestere "g" adecvat", se mentioneaza în analiza.

Autorul sustine ca reperele numerice sunt esentiale pentru a înțelege proportiile dintre variabilele de flux (tranzactiile nete anuale) si cele privind stocul acumulat. Datele indica o traiectorie de expansiune rapida: datoria publica guvernamentala a crescut de la 413 miliarde lei în anul 2019 la un nivel prognozat de 1.220 miliarde lei la sfârșitul anului 2025. Aceasta dinamica reflecta în principal deficitele bugetare succesive înregistrate în aceasta perioada, ilustrând o crestere nominala neta anuala care a accelerat de la 112 miliarde lei în 2020 fata de anul precedent pâna la un ritm de 177 miliarde lei anual în 2024 si aceeasi valoare în anul 2025.

Leonardo Badea afirma ca, pe masura ce nevoile brute de finantare anuale, determinate de suma dintre deficitul curent si refinantarea datoriei scadente, au urcat spre praguri critice de aproximativ 14% din PIB, în crestere semnificativa de la mai puțin de 10% din PIB înainte de pandemie, capacitatea de absorbtie a pietei financiare interne a devenit insuficienta. În acest peisaj, titlurile de stat destinate populatiei au avut o contributie vizibila si în

continua crestere, însa stocul total atras prin aceste instrumente, estimat la 72 miliarde lei în 2025, ramâne modest, reprezentând doar 6% din total.

"Desi institutiile financiare locale si-au mentinut rolul de finantator semnificativ al necesarului anual net suplimentar generat de deficite, fenomenul de saturare a bancilor locale a obligat statul sa acorde atentie sporita pietelor internationale prin emisiuni de Eurobonduri. Sursele externe au devenit motorul principal de finantare a deficitului, cu emisiuni nete care ating un nivel de 82 miliarde lei anual. Din punct de vedere al managementului datoriei, acest canal oferit de pietele externe prezinta avantajul unor scadente mai lungi, factor care tempereaza considerabil riscul de refinantare pe termen scurt, desi creste concomitent dependentia economiei de apetitul si starea de spirit a investitorilor globali precum si importanta riscului valutar", precizeaza Leonardo Badea.

Prim-viceguvernatorul BNR subliniaza ca pivotarea catre pietele externe este determinata în mod direct de limitările structurale ale procesului de economisire interna, manifestate prin intensificarea canalului de interdependenta dintre datoria suverana si bilanturile bancilor locale. În conditiile în care nevoile brute de finantare ating praguri record raportate la PIB, mentinerea unei prezente active pe pietele externe ramâne vitala pentru a preveni absorbtia excesiva a lichiditatii de pe plan local.

"Desi necesarul de finantare externa înregistreaza o usoara tendinta de scadere în 2026 comparativ cu anii precedenti, el ramâne un pilon de sprijin critic într-un context marcat de deficite înca ridicate si de costuri mari ale creditului în moneda nationala. Aceasta abordare evita exercitarea unei presiuni suplimentare pe piata interna, transformând finantarea externa într-o supapa macroeconomica obligatorie. Ea limiteaza riscul de scumpire a finantarilor pentru sectorul privat, asigurându-se ca resursele financiare interne ramân accesibile companiilor si populatiei. În plus, orientarea strategica catre Eurobonduri reprezinta si un act de responsabilitate macroprudentiala, deoarece previne situatia în care deficitul public expansionist ar anula eforturile de dezinflatie coordonate de banca centrala", arata Leonardo Badea.

Datele privind costul finantarii evidentiaza o crestere exploziva a cheltuielilor bugetare cu dobânzile, care au urcat de la aproximativ 12,1 miliarde lei în anul 2019 spre o prognoza de aproape 60 miliarde lei în anul 2026, adica aproximativ de cinci ori mai mult. Aceasta dinamica abrupta este rezultatul direct al suprapunerii unor socuri externe majore peste un stoc de datorie aflat în plina expansiune. Autorul mentioneaza ca realitatea se reflecta fidel în rata de dobânda medie implicita, care a urcat de la un nivel initial de 3% la peste 4,8% la nivelul întregului portofoliu de datorie în anul 2025.

"Analiza sectoriala indica o presiune disproportionata pe segmentul obligatiunilor de stat emise pe piata interna, unde ratele de dobânda au atins un vârf critic de 7,4% în cursul anului 2022. Pentru ca instrumentele interne au, în medie, scadente mai reduse comparativ cu emisiunile externe, ele forteaza o refinantare frecventa la costurile ridicate actuale ale pietei. Acest mecanism explica de ce cheltuiala nominala dedicata strict acestui instrument intern a crescut de la 7,6 miliarde lei la aproape 30 miliarde lei în intervalul analizat. În oglinda cu evolutia generala, din cauza soldului relativ redus al titlurilor de stat destinate populatiei, cheltuiala cu dobânzile asociata acestora a ramas modesta, iar costul mediu de finantare s-a mentinut inferior celui înregistrat pentru obligatiunile de stat standard", afirma Leonardo Badea.

El precizeaza ca, desi cheltuiala nominala cu dobânzile tinde amenintator spre pragul de 60 miliarde lei în 2026, sustenabilitatea reala a acestor costuri este strâns legata de evolutia ecartului dintre deflatorul PIB si IPC (indicele preturilor de consum, n.r.).

"Acest decalaj structural poate genera, pe termen scurt, o iluzie a consolidarii fiscale prin diluarea pur matematica a ponderii datoriei în PIB. Riscul major apare însa la inversarea tendintei, moment în care inflatia bunurilor importate forteaza indexarea automata a cheltuielilor rigide ale statului. Daca aceasta presiune nominala nu este dublata de o crestere reala a valorii adaugate interne, bugetul risca sa ramâna blocat într-o capcana a veniturilor

stagnante și a cheltuielilor rigide crescute. În acest context, este remarcabil faptul că, în ciuda volumului urias al emisiunilor necesare pentru acoperirea deficitului și a refinanțarilor, ratele de dobândă nu au înregistrat derapaje necontrolate, stabilizându-se după vârfurile de criză. Menținerea unui mix echilibrat între scadențele mai lungi ale Eurobondurilor externe, cu emisiuni nete de peste 80 miliarde lei, și absorbția constantă de pe piața internă a permis evitarea presiunii excesive pe ratele pe termen scurt. Așa cum am arătat anterior, nevoia brută de finanțare (deficit + datorii la scadența de refinanțat) a ajuns aproape 14% din PIB, față de 10% în perioada pre-pandemică", potrivit autorului.

În cazul României, Leonardo Badea susține că matematica favorabilă a lui "r-g" este profund distorsionată de modelul economic bazat pe un deficit comercial cronic. Accelerarea consumului privat și a importurilor nu doar că erodează balanța externă, dar induce o creștere a primelor de risc, alimentând direct componenta r prin dobânzi mai mari. Astfel, ritmul de creștere economică încetează să mai fie un amortizor macroeconomic, devenind în schimb un canal de amplificare a vulnerabilităților externe. Această dinamică este strâns legată de divergența structurală dintre deflatorul PIB și IPC. Spre deosebire de IPC, temperat de prețurile bunurilor importate, deflatorul PIB reflectă prețurile întregii valori adăugate interne, fiind alimentat istoric de sectoarele non-tranzactionabile, precum construcțiile sau domeniul IT&C și de presiunile salariale publice. În prezent, investițiile masive prin PNRR mențin acest ecart ridicat, contribuind la diluarea matematică a datoriei prin numitorul PIB.

Autorul menționează că riscul major rezidă într-un eventual soc pe termenii de schimb: o inflație a bunurilor de consum care depășește deflatorul ar forța indexarea cheltuielilor bugetare rigide în absența unei creșteri proportionale a bazei de impozitare.