

SOME DIRECTIONS OF ACTION IN EXTERNAL DEBT MANAGEMENT MEANT TO MINIMIZE THE RISKS OF A DEBT CRISIS IN ROMANIA

**Camelia MILEA, PhD in Economics, Scientific Researcher III
Centre for Financial and Monetary Research of the Romanian Academy
“Victor Slăvescu”, Romania**

<https://orcid.org/0000-0002-6810-2164>, camelia.milea@icfm.ro

DOI: <https://doi.org/10.36004/nier.cecg.III.2023.17.17>

***Abstract.** Considering the almost continuous increase in Romania's external debt after 2006, as well as the discontinuous rise in the share of short-term external debt in the total external debt starting from 2010, the author aims to highlight the most important risks that can affect the external debt, as well as some measures aimed at minimizing the risks of a debt crisis in Romania. In the article, it is shown that price fluctuation (namely, exchange rate and interest rate) is the most important risk for external debt management. Next, there are presented the factors influencing the price risk, and the ability to pay the external debt service. Also, there are suggested some measures meant to improve the evolution of these factors, as well as some directions of action to minimize the risks of a debt crisis in Romania. They include supporting the growth of exports with elevated added value and a high degree of processing, reducing the share of short-term external debt in the total external debt, correlating the currencies in which exports are sold and of foreign exchange reserves with the currencies in which external debt is contracted, tempering the rate of growth of the external debt, especially of the short-term debt. The methodology used consists of comparative and descriptive analyses, empirical analysis, drawing of conclusions and literature review. The article is based on the research project " Romania's external indebtedness in current and perspective conditions ", elaborated in CFMR "Victor Slăvescu" in 2022, under the coordination of Camelia Milea, Ph.D.*

***Keywords:** foreign debt, risk, crisis, debt management, fluctuations, interest rate, foreign currency, economic growth*

***JEL:** F31, F34, H63*

***UDC:** 339.72.053.1(498)*

Introducere. Pornim de la accepțiunea general acceptată conform căreia datoria externă brută, la un moment dat, este suma totală a împrumuturilor contractate, utilizate și neachitate, până în acel moment, de pe piețele financiare externe, și obligația rezidenților de a rambursa ratele de capital și dobânda aferentă.

Datoria externă contribuie la completarea creditului intern și la menținerea cererii în limite convenabile, precum și la creșterea nivelului de trai. Împrumuturile externe pot servi și la finanțarea deficitelor temporare ale balanței de plăți externe, oferind autorităților soluția evitării adoptării de măsuri de reducere a consumului intern, care ar putea compromite programul de dezvoltare a țării.

Finanțarea externă oferă acces la mai multe instrumente de îndatorare, ceea ce permite un management mai bun al riscului și al costului îndatorării externe, astfel aceasta putând fi, în unele situații, mai ieftină decât finanțarea internă.

Serviciul datoriei externe înglobează totalitatea plăților externe (ratele de capital, dobânzi și comisioane) derivate din datoria externă, pe parcursul unui an.

Majorarea aproape continuă a datoriei externe în România, precum și creșterea datoriei externe pe termen scurt după 2006 reprezintă vulnerabilități ale economiei românești, care impun o analiză menită să evidențieze unele direcții de acțiune în gestiunea datoriei externe care să minimizeze riscurile de producere a unei crize a datoriilor în România. Analiza empirică se va realiza pentru perioada 2006-2022.

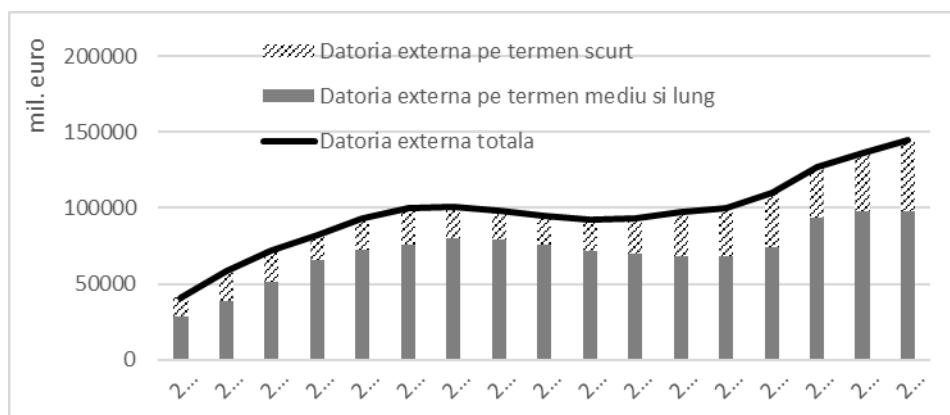
Evoluția datoriei externe a României. *Datoria externă totală* (în volum) a României crește între 2006 și 2022 (mai accentuat până în 2010 inclusiv), cu excepția perioadei 2013-2015, când scade. După majorările mai mari din 2019 și 2020 (10%, respectiv 15%), ritmul de creștere a datoriei externe totale se micșorează în 2021 și 2022 (7,7%, respectiv 5,8%) (vezi grafic nr. 1)..

În 2020, datoria externă totală crește exclusiv datorită majorării datoriei externe pe termen mediu și lung în condițiile în care datoria externă pe termen scurt scade. Reducerea datoriei externe pe termen scurt a fost determinată de aversiunea la risc a investitorilor pe fondul nesiguranței antrenate de evoluția covid-19 și de măsurile adoptate de autorități cu scopul declarat de a limita răspândirea virusului, dar și al adoptării unor strategii de criză la nivelul administrației publice a țării noastre.

Datoria externă pe termen mediu și lung înregistrează o tendință ascendentă între 2005 și 2012 (mai accentuată între 2005 și 2010), urmată de o reducere în perioada 2013-2018, și o majorare în 2019-2021 (în 2022 stagnează). Anul 2020 este martorul celei mai importante majorări a datoriei externe pe termen mediu și lung din perioada 2010-2021 (25,9%) (vezi grafic nr. 1).

Datoria externă pe termen scurt crește în perioada 2006-2022 (cu excepția câtorva ani: 2009, 2012-2014, 2020). Majorarea din perioada 2015-2019 se produce simultan cu scăderea datoriei externe pe termen mediu și lung (până în 2018 inclusiv) (vezi grafic nr. 1). Această evoluție poate afecta sustenabilitatea datoriei externe a țării noastre, datorită majorării riscului de nelichiditate.

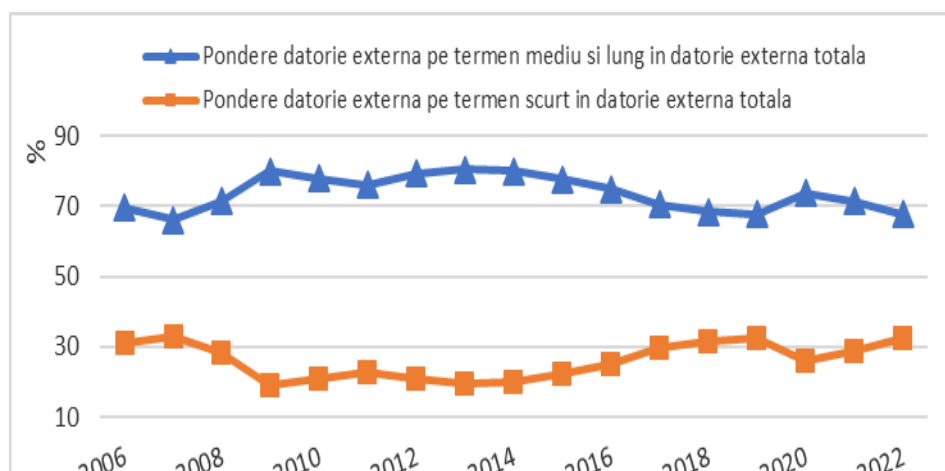
Micșorarea datoriei externe pe termen scurt în 2020 a fost determinată de restrângerea activităților economice. Reluarea creșterii în 2021 și 2022, s-a datorat relansării unor sectoare de activitate nefinanciare care au apelat la forme de finanțare pe termen scurt.



Graficul nr. 1. Evoluția datoriei externe în România în perioada 2006-2022

Sursă: date BNR, Rapoarte anuale 2010-2021 – Balanța de plăți și poziția investițională internațională a României, <https://www.bnro.ro/Datoria-externa---BPM6-11333.aspx>

În structura pe maturități a datoriei externe totale a României în perioada analizată, datoria externă pe termen mediu și lung deține ponderea majoritară (oscilând între 66% și 80%, cu 67,6% în 2022) (vezi graficul nr. 2). Având în vedere ponderea ridicată a datoriei externe pe termen mediu și lung, putem spune că structura datoriei externe a țării noastre este sustenabilă. O maturitate mai lungă permite eșalonarea rambursării datoriei pe un orizont de timp mai îndelungat, care să nu constituie o povară pentru deciziile bugetare ale guvernului, periclitând proiectele sale de dezvoltare. De asemenea, înseamnă și o probabilitate mai mică de a intra în criză de lichiditate și costuri mai mici cu dobânzile la buget. Dar este îngrijorătoare tendința de scădere discontinuă a ponderii datoriei externe pe termen lung în datoria externă totală începând din 2010 (vezi graficul nr. 2).



Graficul nr. 2. Evoluția datoriei externe pe termen mediu și lung și a datoriei externe pe termen scurt în România în perioada 2006-2022 (% ponderi)

Sursă: date BNR, Rapoarte anuale 2010-2021 – Balanța de plăți și poziția investițională internațională a României, <https://www.bnro.ro/Datoria-externa---BPM6-11333.aspx> și calculele autorului

Ponderea datoriei externe pe termen scurt în totalul datoriei externe se situează pe un trend descendent discontinuu între 2008 și 2013, apoi înregistrează o tendință de creștere în perioada 2015-2022, când atinge valoarea de 32% (excepție 2020, când indicatorul scade la 26%).

Gestiunea datoriei externe a României: posibile direcții de acțiune. *Un aspect important al gestionării datoriei externe îl reprezintă ținerea sub control a riscului de preț.* Managementul riscului de preț are ca scop protejarea țării de influențele unor modificări semnificative și neprevăzute în sfera prețurilor mondiale ale mărfurilor, a ratelor de schimb (prețul banilor) și a ratelor dobânzii (prețul capitalului). Cuantificarea impactului deprecierei monedei naționale asupra volumului datoriei externe este foarte important, având în vedere că regimul valutar, asociat unei volatilități înalte a cursului de schimb și a ratei dobânzii, poate exacerba problemele de solvabilitate internațională, chiar și în absența unei acumulări semnificative, în termeni absoluți, a datoriei externe.

Astfel, fluctuația cursului de schimb al monedei naționale se reflectă în modificarea, uneori substanțială, a datoriei externe efective și a serviciului datoriei externe, exprimate în monedă autohtonă, cu impact direct asupra echilibrului bugetar și al celui extern. O depreciere a monedei naționale, față de moneda în care a fost contractat împrumutul, va face ca suma, în monedă națională, la care se va ridica serviciul datoriei să crească, împrumutul devenind mai scump, comparativ cu calculele inițiale. Prin urmare, deprecierea monedei naționale poate să introducă o apăsare suplimentară asupra finanțelor țării debitoare.

Putem spune că datoria în monedă străină este mai periculoasă comparativ cu cea în monedă națională, datorită, în principal, riscului valutar, dar și riscurilor determinate de contagiune, de aversiunea investitorilor la risc, etc.

Există posibilitatea protejării împotriva efectelor unor fluctuații mari ale variabilelor sus menționate prin tehnici financiare sofisticate, cum ar fi pe termen scurt, *options* și *futures*, și pe termen lung, *swap*. Prin utilizarea acestor instrumente, dar și prin contractarea de împrumuturi din surse diferite, se poate obține o atenuare a impactului modificărilor celor trei variabile (prețuri mondiale ale mărfurilor, ale ratelor de schimb și ale ratelor dobânzii) asupra nivelului datoriei externe și a serviciului aferent, fără a încălca mecanismele pieței concurențiale.

Țările sunt expuse, în mod deosebit, riscului de preț dacă:

- au un portofoliu mare de obligațiuni externe denumite într-o gamă redusă de valute;

- o mare parte din datoria externă are dobânda flotantă (rata dobânzii flotantă determină incertitudinea costurilor și, în consecință, a utilității și performanțelor împrumutului);

- cea mai mare parte a comerțului exterior are ca obiect mărfuri cu valoare adăugată scăzută (materii prime și materiale de bază), care au, în general, un randament scăzut la export.

Putem concluziona că *este bine ca împrumuturile externe să fie contractate la rate fixe ale dobânzii și într-o gamă cât mai largă de monede* (în România, în 2021,

compoziția valutară a datoriei externe este de 73,4% euro, 9,3% dolari SUA și 14,5% lei, ceea ce arată o concentrare mare și implicit un risc valutar ridicat) (BNR, 2022).

Analizând factorii de influență a capacității de plată a serviciului datoriei externe putem evidenția acei factori asupra cărora trebuie să se acționeze pentru a se micșora riscurile de a se produce o criză a datoriilor. Astfel, capacitatea unei țări de a face față serviciului datoriei externe depinde de evoluția viitoare a exporturilor și de necesitățile de import; de nivelul rezervelor valutare internaționale; de flexibilitatea cu care țara își poate ajusta politicile și structura economică.

Structura și volumul exporturilor sunt extrem de importante pentru o țară debitoare, în sensul obținerii unui volum al veniturilor în valută acoperitor pentru necesarul de capitaluri de rambursat, deoarece, datoria se plătește din câștigurile în valută.

Politicile de promovare a exporturilor constau cel mai des în menținerea unui curs de schimb realist, prin urmărirea îndeaproape de către evoluția cursului de schimb a diferențialului de inflație dintre țara respectivă și partenerii săi comerciali.

De asemenea, este necesar să se stimuleze producția de bunuri pentru export cu grad înalt de prelucrare și valoare adăugată ridicată care se comercializează la prețuri mai mari, furnizând venituri în valută necesare atât dezvoltării economiei naționale, cât și plății datoriilor scadente. Prin folosirea inteligentă a resurselor bugetare pot fi sprijinite investițiile în acele ramuri care încorporează valoare adăugată mare, investițiile în infrastructura de transport, dar și cea informațională, care să dinamizeze creșterea economică.

Adeseori, este avansată ideea conform căreia *este mai eficientă o eșalonare a plăților aferente serviciului datoriei externe, ținând cont de încasările din exporturi*, deoarece acestea sunt surse de valută, care pot fi folosite pentru a plăti obligațiile determinate de serviciul datoriei externe. Această afirmație, bazată pe conceptul de lichiditate, nu ia în considerare posibilitatea ca încasările din exporturi să fie folosite într-un alt scop decât cel al rambursării datoriei externe.

Exporturile României sunt dependente de importuri ceea ce presupune o presiune suplimentară asupra îndatorării economiei. O direcție de acțiune pentru a îmbunătăți această situație constă în stimularea producției naționale de bunuri care să substituie bunurile importate.

Rezervele valutare internaționale ale unei țări vor trebui să fie cu atât mai mari cu cât sumele încasate din exporturi sunt mai fluctuante, cu cât îndatorarea țării este mai mare, cu cât politicile și structurile economice sunt mai rigide și cu cât șansele de a avea acces, în mod regulat, la capitaluri străine sunt mai limitate. Nivelul importurilor determină necesarul de rezerve valutare pentru a acoperi plata acestora. Este importantă perioada posibilă de acoperire a necesarului de importuri din această sursă.

Capacitatea unei țări de a-și ajusta politicile economice depinde de reacția comportamentului agenților economici, feed-back-ul negativ determinând adâncirea disfuncționalităților și impunând adoptarea de măsuri corective suplimentare.

O utilizare ineficientă a împrumuturilor externe (de exemplu, pentru finanțarea deficitului extern și pentru plata dobânzilor aferente împrumuturilor externe) *care nu contribuie la îmbunătățirea capacității de producție (iar*

exporturile nu vor crește suficient), la creșterea economică perpetuează contractarea de împrumuturi, provocând reducerea accesului țării respective la finanțarea externă, fuga capitalurilor și reducerea economiilor private disponibile. Pentru a se evita această situație, țara îndatorată extern trebuie să aibă o structură financiară sănătoasă, materializată în existența unor instituții financiare puternice, capabile să minimizeze riscul crizelor financiare și să realizeze mobilizarea efectivă a economisirilor interne, pentru a evita creșterea impozitelor sau a capitalurilor atrase din străinătate. Argumentația împotriva creșterii excesive a impozitelor este prezentată de economistul Arthur Laffer, conform căruia o fiscalitate ridicată descurajează activitățile economice.

O creștere economică sănătoasă, la care a contribuit și majorarea exporturilor, chiar dacă poate provoca probleme temporare legate de grade prea mari de îndatorare sau rate mari ale serviciului datoriei externe, permite o reînfinanțare externă a acestor nevoi în condiții avantajoase pentru țara debitoare.

Evaluarea riscurilor și a sustenabilității datoriei, precum și a solidității politicilor macroeconomice necesită o analiză cantitativă riguroasă pentru a preveni manifestarea unei crize a datoriei.

Cercetările lui Manasse și Roubini (2005) arată că nu toate crizele sunt la fel, ci depind de gradul de solvabilitate a guvernului, de lichiditate și de diferite riscuri și vulnerabilități macroeconomice. În funcție de situația existentă se stabilesc măsurile potrivite pentru prevenirea crizelor și răspunsul adecvat odată ce se manifestă o criză a datoriilor. De exemplu, se susține adesea că țările solvabile, dar care se confruntă cu lipsă de lichiditate, și care au un procent ridicat de datorie pe termen scurt, ar putea avea nevoie de sprijinul FMI pentru a evita o criză de lichiditate. Dimpotrivă, țările foarte îndatorate se pot confrunța cu o criză a datoriilor, dacă nu pun în aplicare o consolidare fiscală puternică și credibilă. De asemenea, economiștii susțin că o țară îndatorată ar trebui să adopte un plan de acțiune care să evidențieze că fundamentele macroeconomice se îndreaptă către o zonă relativ „sigură”.

Pornind de la descrierea economiștilor Manasse și Roubini (2005), a unei “*țări aproape fără riscuri*” din punct de vedere al îndatorării putem evidenția câteva direcții de acțiune care să minimizeze riscurile de producere a unei crize în România.

Astfel, raportul datoriei externe în capacitatea de plată (PIB sau/și exporturi) este bine să fie stabil sau în scădere pe termen mediu și lung (datorie externă totală sub 49,7% din PIB), datoria pe termen scurt să aibă o pondere redusă în rezervele valutare (sub 130 %), iar cursul valutar al monedei naționale să nu fie excesiv de supraevaluat (sub 48 %). De asemenea, este necesar ca datoria publică externă ca pondere în veniturile fiscale să fie de valoare mică (sub 214%). În România în 2021, datoria externă în exporturi a fost de 136.9%, datoria externă în PIB a fost de 56%, datoria externă pe termen scurt în rezervele valutare a fost de 81%, iar datoria publică externă în veniturile bugetare a fost de 73,6%. Valorile înregistrate de acești indicatori arată că datoria externă a României este încă sustenabilă.

Raportul dintre datoria publică brută și PIB reprezintă un indicator semnificativ al solidității economice și financiare a unei țări, iar asigurarea descreșterii acestui raport poate fi determinată de un deficit primar redus sau

inexistent și de o majorare a PIB peste nivelul de creștere a dobânzii la titlurile de stat, mai exact este necesar ca în permanență să se urmărească ca încasărilor să depășească cheltuielile. Dar, trebuie avut în vedere faptul că pragurile valorice nu reprezintă în sine un criteriu absolut pentru evaluarea probabilității de nerambursare, ci trebuie corelate mai multe elemente-criterii de evaluare a riscului de neplată. Astfel, riscurile de nerambursare a datoriei sunt influențate și alte agregate economice, precum și de modul în care se interferează factorii care caracterizează fiecare tip de risc al îndatorării. Atunci când analizăm sustenabilitatea gradului de îndatorare a unei economii trebuie să luăm în considerare pe lângă nivelul indicatorilor consacrați pentru evaluare, și unele criterii calitative precum ponderea datoriei pe termen scurt în datoria totală, situația privind incertitudinea politică și stabilitatea monetară, tipul de curs de schimb, situația contului curent (excedent/deficit) și a finanțelor publice. România înregistrează deficit extern cronic, deficit bugetar, o pondere în creștere a datoriei externe pe termen scurt în datoria externă totală ceea ce influențează negativ condițiile de creditare pe plan internațional, dar și sustenabilitatea datoriei externe.

Și Reinhart și Rogoff (2009) susțin că ponderea datoriei pe termen scurt în totalul datoriei este bine să fie redusă, altfel există riscul să apară crizele de încredere care pot provoca foarte brusc crize financiare “neasteptate”.

În ceea ce privește reducerea datoriei externe, putem spune că atâta timp cât există ritmuri susținute de creștere economică, iar împrumuturile externe susțin această creștere, adică dacă rata de creștere economică este mai mare decât rata efectivă a dobânzii, este mai firesc să urmărim diminuarea raportului dintre datoria externă și PIB, și nu valoarea nominală a datoriei.

Reinhart și Rogoff (2010) arată că pragurile datoriei externe brute totale (publică și privată, care este aproape exclusiv exprimată în monedă străină), sunt considerabil mai mici comparativ cu cele ale datoriei publice (a cărei componentă internă este exprimată în mare măsură în moneda națională), datorită, în principal, riscului valutar, dar și riscurilor determinate de contagiune, de aversiunea investitorilor la risc, etc.

De aceea este bine ca autoritățile să adopte măsuri prin care să atragă în primul rând capitaluri de pe piețele interne pentru a satisface nevoile de finanțare ale administrației publice locale și centrale, pe de o parte. Pe de altă parte, este necesar ca băncile autohtone să ofere capitaluri și condiții de creditare convenabile în monedă națională pentru ca agenții economici să nu fie nevoiți să se împrumute în monedă străină în țară sau în străinătate.

Dependența ridicată a sectorului privat de finanțarea externă întâlnită în România necesită o analiză temeinică din perspectiva riscurilor la adresa stabilității sistemului financiar, deoarece din experiența crizelor recente s-a constatat că acest tip de finanțare este mult mai volatil și caracterizat de un grad mai mare de risc de refinanțare. Continuarea eforturilor de îmbunătățire a intermedierei financiare interne, în special în ceea ce privește oferta de credit (precum pregătirea continuă a personalului din bănci, crearea de produse și servicii adaptate nevoilor clienților la prețuri competitive), dar și cererea (în special, îmbunătățirea guvernantei și disciplinei la plată a sectorului corporativ, dezvoltarea educației financiare), poate avea ca efect și reducerea finanțării externe a României.

Pentru a putea menține accesul facil și mai ieftin la piața de finanțare externă, atunci când este absolut necesar, este important ca România să implementeze reforme fiscale care vor îmbunătăți predictibilitatea cadrului fiscal, vor ameliora capacitatea de colectare a veniturilor și vor ajusta cheltuielile bugetare în corelație cu evoluția veniturilor bugetare.

Deși, sunt în vigoare în continuare măsurile adoptate pentru combaterea efectelor economice negative generate de pandemia covid-19, este de apreciat că, în același timp, se trece la o recuperare graduală de consolidare fiscală, făcând primii pași pentru revenirea la ținta de deficit bugetar de 3% din Tratatul de la Maastricht preconizată pentru 2024.

Măsurile care urmăresc stabilitatea macroeconomică, cum ar fi o inflație sau rată de creștere monetară scăzute, o creștere economică reală, lipsa volatilității în evoluția cursului de schimb, și privind politicile economice reflectă credibilitatea și predictibilitatea politicilor adoptate de autorități influențând pozitiv atitudinea față de risc a investitorilor față de o anumită țară. De asemenea, stabilitatea politică, soliditatea instituțională, precum și dorința guvernului de a urma politici compatibile cu o datorie sustenabilă afectează pozitiv credibilitatea politicilor. Statul de drept și respectarea drepturilor de proprietate transmit semnale pozitive către potențialii investitori și creditorii, asigurând un nivel ridicat al bonității internaționale, și drept urmare, permit accesul nerestricționat și la costuri moderate pe piețele financiare internaționale. Toate acestea constituie factori care contracarează probabilitatea unei crize a datoriilor.

În plus, analiza indicatorilor care transmit semnale în privința producerii unei crize a datoriilor așa cum sunt prezentați în literatura de specialitate coroborată cu vulnerabilitățile economiei românești (deficite bugetar și de cont curent mari, inflație ridicată, pondere ridicată a datoriei externe pe termen scurt în datoria externă totală) noastre ne permit evidențierea unor căi de acțiune în vederea diminuării riscurilor de producere a unei crize a datoriilor în România.

Astfel, printre măsurile menite să conducă la atenuarea riscurilor de producere a unei crize a datoriilor în România se numără: susținerea creșterii valorii exporturilor prin dezvoltarea de unități de producție de mărfuri cu valoare adăugată ridicată și grad înalt de prelucrare; îmbunătățirea capacității de colectare a veniturilor publice; micșorarea ponderii datoriei externe pe termen scurt în datoria externă totală; constituirea unui stoc al rezervelor valutare care să permită achitarea obligațiilor de plată fără a se crea probleme de lichiditate; corelarea valutilor în care se încasează exporturile și a rezervelor valutare cu valuta în care se contractează datoria externă (pentru a se minimiza expunerea la riscul valutar); temperarea ritmului de creștere al datoriei externe, și în special al celei pe termen scurt.

În România, în 2021, compoziția valutară a datoriei externe (73,4% euro, 14,5% lei și 9,3% dolari SUA) a fost echilibrat reprezentată în structura rezervelor valutare la BNR, în care euro și dolarul SUA împreună cu deținerile de drepturi speciale de tragere au totalizat 85,6% din total (BNR, 2022), deci din punct de vedere al corelării datoriei externe cu rezervele valutare, riscurile sunt reduse în țara noastră.

Cu alte cuvinte, este necesară îmbunătățirea indicatorilor de risc de țară și a indicatorilor de îndatorare ai țării pentru a asigura accesul economiei României necondiționat și la costuri moderate pe piețele internaționale de capital.

Astfel, cu cât ponderea serviciului datoriei pe termen scurt în serviciul total al datoriei este mai mică și cu cât baza de investitori este mai diversificată, datoria este mai puțin riscantă. O pondere mai mică a datoriei publice pe termen scurt înseamnă o probabilitate mai mică de a intra în criză de lichiditate și costuri mai mici cu dobânzile la buget. Diversificarea bazei investiționale se referă atât la tipurile de investitori, cât și la repartizarea geografică a acestora, și arată încrederea pe termen lung în dezvoltarea economică a țării respective.

Capacitatea de a plăti a datoriei externe de către o țară este influențată și de dezechilibrul extern și de cel bugetar, pentru orice valoare a datoriei, dar și de rata de creștere a PIB, de regimul valutar și de abaterea cursului de schimb de la rata de echilibru. Astfel, supraevaluarea monedei naționale poate cauza dezechilibru extern care conduce la acumularea de datorie. În plus, o criză valutară generată de supraevaluarea monedei naționale poate afecta bugetul dacă o parte importantă a datoriei este denominată în monedă străină, stocul datoriei putându-se majora semnificativ în termeni reali.

În vederea minimizării riscurilor de a se produce o criză a datoriilor în țara noastră, *decizia privind volumul de credite care urmează a fi contractat trebuie să țină cont de următorii trei factori: nivelul rezervelor valutare de care dispune țara respectivă și nivelul de performanță prognozat în urma administrării acestora, nivelul capitalului care poate fi absorbit în mod eficient de economia debitoare și volumul de noi împrumuturi pentru care poate fi susținut serviciul datoriei externe.*

Ritmul în care o țară poate continua să contracteze împrumuturi externe depinde de rata de creștere a venitului național și de creșterea exporturilor. Pentru a evita problemele legate de lichiditate, rata de creștere a exporturilor trebuie să fie superioară ratei dobânzii la împrumuturile externe (Mello și Hussein, 2001).

Concluzii. Tendința de creștere aproape continuă a datoriei externe pe termen scurt în perioada analizată, precum și majorarea ponderii acestui tip de datorie în datoria externă totală după 2015 este îngrijorătoare, având în vedere că această evoluție poate afecta sustenabilitatea datoriei externe a țării noastre, datorită majorării riscului de nelichiditate.

Un aspect important al gestionării datoriei externe îl reprezintă ținerea sub control a riscului de preț, dintre care cele mai importante prețuri considerăm a fi cursul de schimb și ratele dobânzii. Astfel, volatilitatea ridicată a cursului de schimb și a ratei dobânzii are efecte negative asupra solvabilității internaționale, chiar și în absența unui nivel ridicat al datoriei externe, și afectează direct echilibrul bugetar și echilibrul extern.

Se poate spune că datoria în monedă străină este mai periculoasă comparativ cu cea în monedă națională, datorită, în principal, riscului valutar, dar și riscurilor determinate de contagiune, aversiunea investitorilor la risc.

Astfel, se recomandă *ca împrumuturile externe să fie contractate într-o gamă cât mai largă de monede la rate fixe ale dobânzii.* Din analiză reiese că în România, în ultimii ani, *există o concentrare mare a compoziției valutare a datoriei și implicit un risc valutar ridicat.* Dar, pe de altă parte, se constată că, compoziția valutară a datoriei externe a fost echilibrat reprezentată în structura rezervelor valutare la BNR, deci din punct de vedere al corelării datoriei externe cu rezervele valutare, riscurile sunt reduse în țara noastră.

În vederea minimizării riscurilor de a se produce o criză a datoriilor în România, decizia privind volumul de credite care urmează a fi contractat trebuie să țină cont de următorii trei factori: nivelul rezervelor valutare de care dispune țara respectivă și nivelul de performanță prognozat în urma administrării acestora, nivelul capitalului care poate fi absorbit în mod eficient de economia debitoare și volumul de noi împrumuturi pentru care poate fi susținut serviciul datoriei externe.

Pornind de la analiza factorilor de influență a capacității de plată a serviciului datoriei externe, putem formula câteva sugestii pentru a se micșora riscurile de a se produce o criză a datoriilor. Astfel, este necesar ca împrumuturile externe contractate să fie folosite pentru a susține îmbunătățirea capacității de producție și creșterea economică, stimulându-se producția de bunuri pentru export cu grad înalt de prelucrare și valoare adăugată ridicată care se comercializează la prețuri mai mari; să se impulsioneze producția de bunuri naționale care să substituie bunurile importate, având în vedere faptul că exporturile României sunt dependente de importuri (ceea ce presupune o presiune suplimentară asupra îndatorării economiei); să existe instituții financiare puternice (care să realizeze mobilizarea efectivă a economisirilor interne); să se adopte măsuri care urmăresc stabilitatea macroeconomică și politică și respectarea drepturilor de proprietate; să se îmbunătățească capacitatea de colectare a veniturilor publice; să se micșoreze ponderea datoriei externe pe termen scurt în datoria externă totală; să se constituie un stoc al rezervelor valutare care să permită achitarea obligațiilor de plată fără a se crea probleme de lichiditate; să se coreleze valutele în care se încasează exporturile și ale rezervelor valutare cu valuta în care se contractează datoria externă (pentru a se minimiza expunerea la riscul valutar); să se tempereze ritmul de creștere a datoriei externe, în special a celei pe termen scurt.

Cu alte cuvinte, este necesară îmbunătățirea indicatorilor de risc de țară și a indicatorilor de îndatorare a țării pentru a asigura accesul economiei României necondiționat și la costuri moderate pe piețele internaționale de capital.

Din punct de vedere al indicatorilor de îndatorare, pentru a minimiza riscurile de producere a unei crize a datoriilor, este necesar ca raportul datoriei externe în capacitatea de plată (PIB sau/și exporturi) să fie stabil sau în scădere pe termen mediu și lung; datoria pe termen scurt să aibă o pondere redusă în rezervele valutare; cursul valutar al monedei naționale să nu fie excesiv de supraevaluat; iar datoria publică externă ca pondere în veniturile fiscale să aibă valoare mică. Valorile înregistrate de acești indicatori arată că datoria externă a României este încă sustenabilă. Dar, trebuie avut în vedere faptul că pragurile valorice nu reprezintă în sine un criteriu absolut pentru evaluarea probabilității de nerambursare, ci trebuie corelate mai multe elemente-criterii de evaluare a riscului de neplată, printre care criteriile calitative precum ponderea datoriei pe termen scurt în datoria totală, situația privind incertitudinea politică și stabilitatea monetară, tipul de curs de schimb, situația contului curent (excedent/deficit) și a finanțelor publice.

Experiența arată că riscul de neplată se poate materializa la niveluri diferite ale datoriei, uneori aparent foarte reduse. Nivelul „sigur” al datoriei depinde de caracteristicile fiecărei țări și de mai mulți factori, și de anumite condiții care pot fi imprevizibile.

Putem concluziona că sustenabilitatea datoriei externe în România, precum și condițiile de creditare pe plan internațional sunt influențate negativ de evoluția

unor indicatori, și anume de deficitul extern cronic, deficitul bugetar, ponderea în creștere a datoriei externe pe termen scurt în datoria externă totală.

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

- Banca Națională a României. (2006-2023). *Raport anual, 2005-2022*. București.
- Banca Națională a României. (2008-2022). *Buletine lunare*, decembrie 2007-2010, 2015-2017, 2020; august 2011, 2013, 2019; ianuarie 2012-2015, 2018, 2020, 2023; iulie 2012; iunie 2014, 2016, 2021; mai 2019; octombrie 2021; septembrie 2022. București.
- Banca Națională a României. (2018-2022). *Balanța de plăți și poziția investițională internațională a României*. Rapoarte anuale 2017-2021. București.
- Banca Națională a României. (n.d.). *Datoria externă - BPM6*. <https://www.bnro.ro/Datoria-externa--BPM6-11333.aspx>
- Camelia, Milea et al. (2022). *Îndatorarea externă a României în condițiile actuale și de perspectivă*. Proiect de cercetare elaborat în cadrul CCFM „Victor Slăvescu”.
- Hussein, K., & Mello, L. (2001). Is Foreign Debt Portfolio Management Efficient in Emerging Economies?. *Journal of Development Economics*, 66, 317-335, [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(01\)00165-1](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(01)00165-1)
- Manasse P., & Roubini N. (2005). “Rules of Thumb” for Sovereign Debt Crises. *IMF Working Paper*. WP/05/42. Fiscal Affairs Department.
- Milea, C. (2009). *Balanța de plăți a României. Factori de influență. Restricții și oportunități*. Teză de doctorat. București: INCE, Academia Română.
- Reinhart, C., & Rogoff, K. (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.
- Reinhart, C., & Rogoff, K. (2010). Growth in a Time of Debt. *Working Paper*, 15639. <http://www.nber.org/papers/w15639>