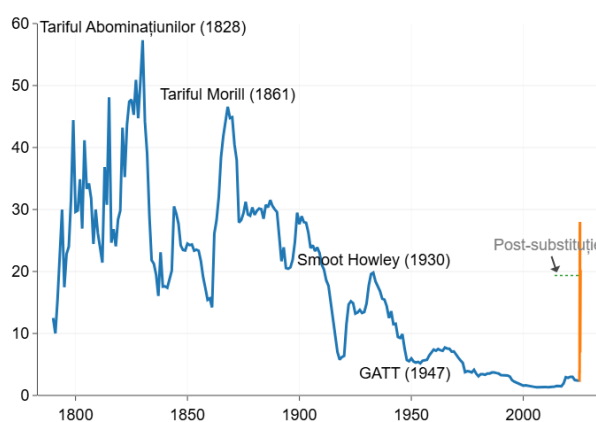


Riscuri generate de încetinirea economiei SUA

Începutul celui de-al doilea mandat al președintelui SUA, Donald Trump, a fost marcat de turbulențe care au pus sub semnul întrebării evoluția de mai departe a celei mai mari economii a lumii și, implicit, a economiei globale.

Tarifele vamale instituite de Donald Trump pentru importurile din mai multe țări, inclusiv din rândul țărilor-principali parteneri comerciali și aliați, au determinat ca, în prezent, consumatorii din SUA să se confrunte cu o rată tarifară medie efectivă de 20,2 la sută. După reorientarea consumului^a, rata tarifară medie va fi de 19,3 la sută, cea mai înaltă după anul 1933 (Graficul 1)¹.

Graficul 1: Rata tarifară medie efectivă (%)



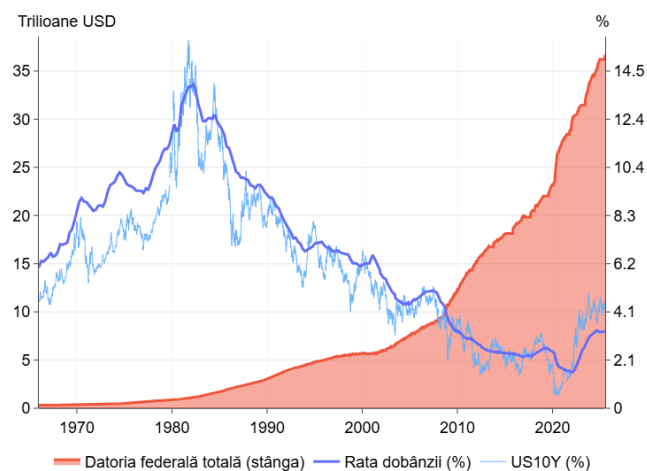
Sursa: The Budget Lab at Yale; Raportul FMI: World Economic Outlook, aprilie 2025
Note: GATT - Acordul General pentru Tarife și Comerț

Tarifele vamale, deși vor spori încasările la buget, vor încetini comerțul și activitatea economică și vor crește inflația. Nivelul înalt de incertitudine a determinat investitorii să se reorienteze spre alte economii mai predictibile, iar creditorii să ceară randamente mai mari la împrumuturile pentru Guvernul SUA.

Aceasta din urmă a readus în lumina reflectoarelor problema sustenabilității datoriei publice a SUA.

^a Prețurile în creștere determină o parte din consumatori să își reorienteze preferințele

Graficul 2: Datoria și rata dobânzii



Sursa: FRED, Banca Rezervei Federale din St. Louis; U.S. Treasury Fiscal Data

Note: Datoria federală totală include datoria intragubernamentală și datoria federală deținută de public; Rata dobânzii - rata dobânzii aferentă datoriei federale totale; US10Y - randamentul obligațiunilor emise de Trezoreria SUA pentru 10 ani

În prezent, datoria federală deținută de public (care exclude datoria intra-gubernamentală) se află la nivelul de 29,3 trilioane dolari SUA², sau circa 98 la sută din PIB³. Pentru comparație, în 2008, acest indicator se afla sub 40 la sută. Datoria federală totală este de 36,7 trilioane dolari SUA (Graficele 2, 3).

Până în luna iunie a anului fiscal 2025, serviciul datoriei a costat 921 miliarde dolari SUA, ceea ce reprezintă 17 la sută din totalul cheltuielilor federale în anul fiscal 2025⁴.

Această sumă depășește întregul buget prevăzut pentru apărare pentru acest an (895,2 miliarde USD⁵). Aproape toate națiunile care au pășit peste acest prag în trecut și-au pierdut statutul de „mare putere” în piețele financiare, așa cum spune Legea lui Ferguson⁶.

În pofida îngrijorărilor privind sustenabilitatea datoriei federale, Donald Trump a promulgat pe 4 iulie 2025 așa-numita lege *One Big Beautiful Bill Act*, care conține un set important de măsuri fiscale menit să răspundă agendei interne a președintelui. Potrivit estimărilor Biroului Bugetar al Congresului, aceste măsuri vor adăuga 3,4 trilioane dolari SUA la datoria publică a SUA în următorul deceniu⁷.

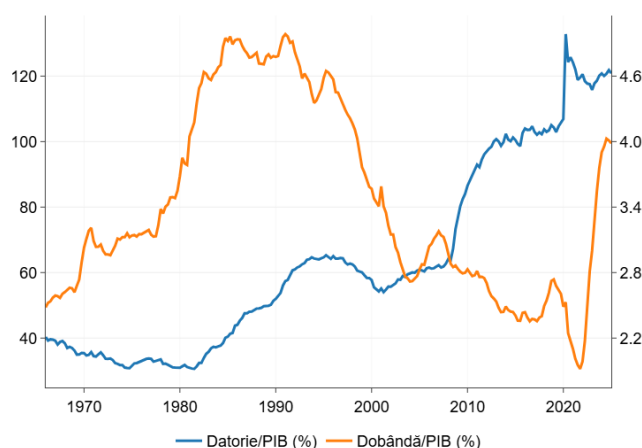
Pentru ca dinamica datoriei publice să fie sustenabilă e necesar (dar insuficient) ca următoarea condiție să fie respectată:

$$\frac{1 + i_t}{1 + \pi_t} - 1 < g_t$$

Unde i_t este rata dobânzii plătită la datoria publică, π_t – ritmul de creștere al prețurilor în economie (deflatorul PIB/100 - 1), iar g_t – ritmul de creștere al PIB-ului real.

Partea stângă a inegalității converge în timp spre rata reală cerută de investitori^b. Media din ultimul an (până în iulie) a ratelor reale (pentru 1 an) este de 1,73 la sută⁸. În cazul în care ritmul de creștere a PIB-ului ar scădea pentru mai mult timp sub acest nivel, Guvernul SUA va fi nevoit să se ocupe de deficitul primar^c pentru a stabiliza economia, însemnând măsuri pentru creșterea veniturilor și/ sau reduceri de cheltuieli. Ceea ce ar fi o sarcină delicată, întrucât creșterea taxelor pentru companii ar putea repudia investițiile și ar putea determina relocarea acestora în state mai favorabile, creșterea veniturilor prin taxarea muncii ar fi o alegere nepopulară, mai ales după ce majoritatea populației percepe măsurile fiscale adoptate recent ca fiind în favoarea bogaților⁹. Pe de altă parte, reducerea cheltuielilor poate agrava situația economică în funcție de impactul acestor măsuri asupra ratei de creștere a PIB-ului SUA.

Graficul 3: Datoria totală și dobânda raportate la PIB



Sursa: FRED, Banca Rezervei Federale din St. Louis; U.S. Treasury Fiscal Data

În perioade de încetinire economică, datoria publică a Statelor Unite tinde să crească și mai mult drept consecință a încercărilor guvernului federal de a stimula economia și mai ales în situația când arsenalul SRF este limitat.

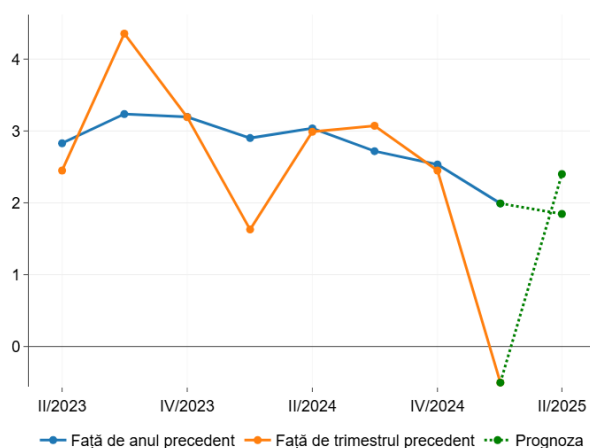
Ritmul de creștere a PIB-ului SUA se află pe un trend descendent.

^b i este o rată nominală medie ponderată

^c Deficitul primar este diferența dintre cheltuielile guvernamentale (fără a include plata dobânzilor) și veniturile guvernamentale

Pentru trimestrul II 2025, modelul *GDPNow* al Băncii Rezervei Federale din Atlanta estimează o creștere de 2,4 la sută (25 iulie)¹⁰. Dacă aceasta se materializează, creșterea reală al PIB-ului, față de anul precedent (o măsură mai puțin volatilă), ar fi de 1,85 la sută, ritm în scădere pentru al 4-lea trimestru consecutiv (Graficul 4).

Graficul 4: Dinamica PIB real (%)



Sursa: US Bureau of Economic Analysis; Banca Rezervei Federale din Atlanta

Cu toate acestea, PIB-ul SUA se află pentru al 17-lea trimestru consecutiv supra PIB-ului potențial. După al Doilea Război Mondial, doar de alte 2 ori, PIB-ul SUA s-a menținut atât de mult peste nivelul potențial (24 și 20 trimestre, până în trimestrul IV 1969 și trimestrul I 2001, respectiv).

În anticiparea creșterii inflației, SRF se vede constrânsă să mențină rata dobânzii de referință la un nivel relativ ridicat.

Problema constă în faptul că pentru a finanța deficitul bugetar, SUA continuă să se împrumute la rate ridicate (peste rata medie ponderată aferentă serviciului datoriei federale), ceea ce, în condițiile unui deficit în creștere, conduce la o îndatorare și mai mare.

În anul fiscal încheiat pe 30 septembrie 2024, deficitul bugetar al SUA a înregistrat 6,4 la sută din PIB (sau 6,6 la sută ajustat pentru a exclude efectele calendarului anumitor plăți)¹¹.

Atunci când o țară înregistrează un deficit de cont curent, aceasta acumulează datorii față de restul lumii, care sunt finanțate prin fluxuri în contul financiar. În cele din urmă, acestea trebuie să fie rambursate¹².

Factorul cel mai important care a permis și susținut îndatorarea SUA la un asemenea nivel și pentru atât de mult timp este, cu siguranță, dominația dolarului american.

La sfârșitul primului trimestru din 2025, aproximativ 58 la sută din rezervele valutare globale erau în dolari SUA, în timp ce 10 ani mai devreme, această cotă se afla la 65 la sută^{13 14}. La începutul anului 2025, circa 54 la

sută din totalul comerțului global^d (33 trilioane USD¹⁵) se realiza în USD¹⁶. În plus, persoane și agenți economici din întreaga lume dețin USD ca mijloc de conservare a valorii, pentru a se proteja de inflație și fluctuații valutare.

Oferta de monedă americană^e a crescut rapid în ultimii ani, ajungând la aproximativ 2,39 trilioane dolari SUA în iunie 2025¹⁷. Dacă 45 la sută^f din aceasta este deținută în străinătate, străinii ar oferi Guvernului SUA un împrumut fără dobândă de 1,07 trilioane USD în fiecare an¹⁸.

Dolarul își va păstra, cel mai probabil, supremația în anii care urmează. Însă, privarea economiei SUA de bani ieftini ar putea porni o spirală cu repercusiuni negative pentru economia SUA și întregul sistem financiar global. Titlurile de stat americane, odată active de refugiu și considerate de investitori ca fiind „fără risc”, s-ar putea să înceapă să nu mai fie percepute așa.

În situații de criză globală, dolarul SUA are proprietatea de a-și spori influența – proprietate ce a fost numită „capcana dolarului”¹⁹. S-ar părea că acesta este un echilibru instabil, cu riscuri mari pentru economia mondială. Până acum însă, în mod paradoxal, însăși teama de devastare pe care ar provoca-o o eventuală prăbușire a dolarului a avut un efect stabilizator asupra acestuia. Diferența, de această dată, este că economia SUA se autoizolează și, posibil, autorestrânge.

Deprecierea dolarului ar trebui să încurajeze exporturile, ceea ce ar atenua din impactul negativ, însă tensiunile comerciale s-ar putea să limiteze acest efect.

*„Cum ai dat faliment?”
În două feluri: treptat, apoi brusc.”*

— Ernest Hemingway, *Fiesta*

Este improbabil ca SUA să intre în faliment, întrucât datoria federală este denominată în moneda națională. Însă, așa cum punctează Ken Rogoff (profesor la Universitatea Harvard și fost economist-șef al FMI), o criză a datoriilor ar putea lua două forme²⁰:

- **O explozie a inflației, care să provoace un șoc economic.** „Este greu de spus exact cum va arăta acest șoc, dar probabil va fi mai dureros

^d Date ce cuprind 115 state ce constituie 75 la sută din exporturile globale

^e Numerar în circulație

^f Estimare conservatoare, potrivit datelor SRF: [The International Role of the U.S. Dollar](#), Figure 4

decât șocul inflaționist din perioada COVID-19, care a dus doar la ajustări relativ minore în piețele de obligațiuni”;

- **Guvernul ar putea gestiona datoria menținând artificial dobânzile scăzute și restricționând fluxurile de capital.** Dar aceste măsuri vor afecta creșterea economică și vor acționa, în esență, ca o taxă asupra economiilor populației.

Rogoff anticipează că SUA va intra într-o criză a datoriilor în următorii 4-5 ani.

Trebuie notat faptul că stabilitatea relativă a pieței obligațiunilor în perioada pandemiei a fost asigurată, practic, de intervențiile masive ale SRF. În cazul unui șoc mai puternic, a unui dolar mai slab, a unui bilanț umflat, există dubii că SRF va mai putea interveni într-o manieră similară.

Acesta este momentul monedei euro, aclama Christine Lagarde, în articolul de opinie publicat la scurt timp după „Ziua eliberării” (n.r. 2 aprilie, 2025)²¹.

În același articol, Lagarde nota faptul că creșterea statutului global al monedei euro ar aduce beneficii tangibile: costuri de împrumut mai mici, expunere redusă la fluctuațiile valutare și protecție împotriva sancțiunilor și măsurilor coercitive.

Inversul este valabil pentru monedele din contul cărora ar veni această ascensiune.

Referințe:

¹ [State of U.S. Tariffs: July 23, 2025 | The Budget Lab at Yale](#)

² [Debt to the Penny | U.S. Treasury Fiscal Data](#)

³ [The Federal Budget in Fiscal Year 2024: An Infographic | Congressional Budget Office](#)

⁴ [Understanding the National Debt | U.S. Treasury Fiscal Data](#)

⁵ [FY 2025 Defence Funding Levels](#)

⁶ [Ferguson's Law](#)

⁷ [H.R. 1, One Big Beautiful Bill Act \(Dynamic Estimate\) | Congressional Budget Office](#)

⁸ [Inflation Expectations](#)

⁹ [Most U.S. adults think the GOP tax bill will help the wealthy and harm the poor, AP-NORC poll finds | PBS News](#)

¹⁰ [GDPNow - Federal Reserve Bank of Atlanta](#)

¹¹ [The Federal Budget in Fiscal Year 2024: An Infographic | Congressional Budget Office](#)

¹² [Current Account Deficits](#)

¹³ [COFER](#)

¹⁴ [The US dollar's role in the international monetary system is now dangerously in flux | Chatham House – International Affairs Think Tank](#)

¹⁵ [Global trade hits record \\$33 trillion in 2024, driven by services and developing economies | UN Trade and Development \(UNCTAD\)](#)

¹⁶ [Dollar Dominance Monitor - Atlantic Council](#)

¹⁷ [Currency in Circulation \(CURRCIR\) | FRED | St. Louis Fed](#)

¹⁸ [The Innocent Greenbacks Abroad: U.S. Currency Held Internationally](#)

¹⁹ [The Dollar Trap | Princeton University Press](#)

²⁰ [US Debt Crisis Outlook: Ray Dalio, Ken Rogoff, Niall Ferguson Warnings - Business Insider](#)

²¹ [This is Europe's 'global euro' moment](#)