

Daniel Dăianu<sup>1</sup>, 2 aprilie 2020

## „Împrumutătorii de ultimă instanță” nu sunt toți la fel

### -- Lupta contra coronavirus și resursele publice --

Bătălia contra Covid19 a obligat la închidere parțială a activității economice, manifestându-se ce am numit „efectul *shutdown*”/lacătul pe ușă. Implicațiile economice și sociale sunt vaste. Recesiunea economică este inevitabilă, creșterea șomajului este abruptă și pe front larg, deficite bugetare cresc puternic în Europa. De aceea, bănci centrale și guverne au pus în joc programe de susținere economică și socială ce ating cote unele nemaîntâlnite după al doilea război mondial. În SUA și Germania, asemenea programe depășesc pentru fiecare din aceste țări 10% din PIB. Și în alte țări programele sunt de mari proporții.

#### Ce definește forța unui împrumutător/cumpărător de ultimă instanță?

În criza financiară eruptă în 2008, bănci centrale mari și guverne au intervenit pentru a ține pe linia de plutire industria financiară și a evita o depresiune economică. Achiziții de obligațiuni suverane și private, prin operațiuni neconvenționale (QEs), au făcut parte din programele de salvare. Acum se pune problema de a limita daune ale inevitabilei închideri parțiale, fie și temporare, a economiei. Este posibil să se practice deficite bugetare de două cifre (peste 10% din PIB) și operațiuni neconvenționale de amploare ale băncilor centrale peste tot? Răspunsul la această întrebare duce la funcția de „împrumutător de ultimă instanță” (*lender of last resort/LoLR*).

De ce depinde capacitatea de a funcționa ca LoLR și „cumpărător de ultimă instanță” (*buyer of last resort/BoLR*), uneori și de „*market maker*”? Între altele, această capacitate depinde de:

- forța și robustețea economică, ce decurg din nivel de dezvoltare, producția de bunuri cu valoare înaltă, grad de auto-suficiență în domenii de bază, coeziunea socială, dimensiunea economiei;
- statutul monedei emise de banca centrală, ce depinde de forța economică; de aceea dolarul SUA este principala monedă de rezervă a lumii;
- dimensiunea datoriei publice și a celei private externe, a deficitelor (intern și extern)
- nivelul veniturilor bugetare și fiscale;
- pentru economii emergente: posibilitatea de a beneficia de aranjamente de sprijin cu instituții financiare internaționale (IFIs) în momente dificile; IFIs funcționează ca LoLR.

Să vedem date ale economiei românești:

- nivelul de dezvoltare și dimensiunea economiei nu ne avantajează;
- deficite mari înainte de izbucnirea pandemiei; noi cheltuieli permanente (ex: noua lege a pensiilor) pot duce ușor **deficitul bugetar structural** la peste 5-6% din PIB;

---

<sup>1</sup> Acest text nu angajează în mod necesar instituțiile cu care autorul este afiliat.

- venituri bugetare printre cele mai joase din UE (venituri fiscale în jur de 26% din PIB față de media de 40% din PIB în UE);
- rating suveran imediat peste junk (BBB-), prag sub care costurile de finanțare îngrijorează mult. Retrogradarea multor țări de către agențiile de rating nu ar da confort în sine;
- datoria publică de cca 35% din PIB este un plus major, dar poate crește rapid dacă nu ținem cont de cât și ce cheltuieli facem -- **temporare vs. permanente**;
- nivele istorice foarte scăzute ale ratelor naturale ale dobânzii în lume (sub 1% în economiile avansate) nu implică automat finanțare ieftină pentru orice economie;
- nu ne ajuta track-recordul consolidării bugetare de-a lungul timpului și politicile pro-ciclice; exista și o fugă de bani din economiile emergente;
- nu în cele din urma, BNR nu emite monedă de rezervă.

### Ce pot face BNR și bugetul public ?

România nu are o „bazooka”, nici prin bugetul public și nici prin politica monetară. Statul român poate mobiliza resurse, dar nu ca și cum nu ar întâmpina constrângeri. Iar BNR poate acționa ca LoLR între anumite limite, dar nu cum pot Fed, BCE, alte bănci centrale din țări dezvoltate.

BNR a anunțat intervenții pe piața secundară pentru a o debloca, dar nu ar avea forța să achiziționeze obligațiuni ale statului român pe scară largă; este vorba aici nu atât de finanțare (directă, sau indirectă) a bugetului public, fie și temporară, ci de relația unui asemenea demers cu accesul la finanțare pe piețe. Fiindcă, să vrea o bancă centrală să finanțeze bugetul public (monetizare a datoriei publice), există limite ce derivă din forța economică și statutul monedei emise de acea bancă. BNR poate ajuta ungerea circuitelor financiare interne și poate relaxa condițiile monetare (prin rata de politică monetară și gestionarea lichidității), dar nu poate injecta lichidități cum face, de exemplu, Fed, care nu are grijă (măcar în viitorul previzibil) unei posibile crize a monedei pe care o emite.

Statul român poate lupta contra Covid19 și găsi scheme de sprijinire a economiei, dar nu cum se practică în alte părți, parcă fără limite (inclusiv „bani din elicopter”, ca în SUA); el poate „ținti” (targeta), poate drămuși și alocă cât mai rațional resursele proprii și împrumutate. Ce înseamnă aceasta mai concret?

- creșterea deficitului bugetar să fie strict legată de lupta contra Covid19, șomaj și sprijin pentru unele activități economice;
- combaterea coronavirus este prioritatea zero și trebuie susținută prin toate mijloacele;
- crearea de spațiu bugetar sectorial, realocare de resurse pentru sănătatea publică și susținerea șomajului tehnic (probabil câteva luni), pentru IMM-uri. Aici intervine rectificarea bugetului public;
- încurajarea producției ce poate înlocui importuri – mai ales echipament medical, produse agroalimentare;
- sprijinul statului să fie țintit, nu acordat la toată lumea, fiindcă trebuie să protejăm bugetul public; tentația de a nu plăti dările este mare și atunci când se poate plăti. **Nu trebuie să scăpăm baierile pungii publice din mână;**

- renunțarea la creșteri de venituri individuale, ce ar fi cheltuieli permanente pentru buget;
- creditul furnizor este foarte important în România și ar fi bine ca firmele să poată monetiza creanțe la bănci, pe lângă garanții de stat pentru capital de lucru și investiții. O explozie a arieratelor ar accentua descreșterea veniturilor bugetului public;
- renunțarea la cheltuieli ce pot fi amânate;
- absorbția la maximum la fondurilor UE; de văzut dacă se poate obține de la Comisia Europeană nu numai o grăbire a pre-finanțării, ci și o suspendare/amânare a co-finanțării până în 2022;
- utilizarea cât se poate de mult de împrumuturi pe termen lung de la BEI, BERD, alte IFIs care să sprijine investițiile, activitatea economică;
- reducerea deficitului structural în anii ce vin să fie reanunțată.

Câteva cuvinte despre băncile comerciale: și în România să opereze renunțarea la plata dividendelor și a bonusurilor pe perioada crizei (cum a recomandat BCE), pentru a se mări lichiditățile ce pot fi utilizate pentru acordarea de împrumuturi -- BNR a relaxat normele macroprudențiale în același scop. Are sens ca facilitățile dedicate (cu cost neglijabil) ale BCE, de sprijinire a IMM-urilor, să fie extinse de grupuri bancare și în România, cel puțin pentru împrumuturi acordate în euro. Asemenea măsuri ar face parte din „împărțirea poverii” (*burden sharing*) în aceste momente foarte grele.

#### Avem nevoie de mobilizare de resurse internă și solidaritate internă

Efectul *shutdown*, ruperea lanțurilor de producție, fac o recesiune economică inevitabilă, cu diminuare de venituri bugetare. Este probabil ca deficitul bugetar în 2020 să fie în România peste cel de anul trecut (deficitul ESA a fost 3,8 – 3,9 în 2019). Trebuie spus că trăim sub mari incertitudini și prognozele sunt făcute cu mare aproximație. Sigur este însă că trecem printr-o criză foarte severă multidimensională, ale cărei sechele se vor simți mai mult timp. Dar este probabil ca economiile, peste tot, să cunoască un reviriment după ce va trece pandemia; găsirea unui vaccin ar ridica enorm moralul cetățenilor, al celor care mișcă economiile; va fi un „efect al vaccinului”, de exuberanță.

Programe de asistență masivă, drept cheltuieli efective în 2020, sunt foarte greu de realizat. Suspendarea regulilor fiscale în UE permite să cheltuim mai mult, dar este necesară chibzuința chiar și în vremuri atât de vitrege, nu în cele din urma fiindcă avem nevoie de finanțare. România are nevoie de finanțare de pe piețe, interne și externe, unde operează constrângeri. Numai dacă ar exista linii de finanțare externă excepționale (ca un LoLR extern) care să elimine grija finanțării, ai zice că se face o diferență fundamentală în această privință. Dar un asemenea instrument ar fi mai degrabă un **backstop** (cum sunt ESM și BCE în zona euro), care să ajute finanțarea de pe piețe.

Utilizarea cât mai eficace a resurselor din bugetul UE, aranjamente cu BCE (între care, swap-uri valutare), folosirea cât mai amplă a unor aranjamente cu FMI, BEI, etc. pot ajuta considerabil bugetul public și economia, dar nu scutesc de necesitatea de a mobiliza resurse interne și de nevoia de **solidaritate internă**. Instituțiile internaționale pot servi ca un LoLR extern la nevoie, dar nu oferă cecuri în alb.

După ce va fi trecut pandemia, vom putea gândi o strategie care să mărească robustețea economiei, să ii asigure rădăcini interne trainice în sectoare de bază, în industrie și agricultură; care să formeze un buget public robust, cu venituri fiscale adecvate, care să asigure bunuri publice esențiale, să permită o finanțare corespunzătoare a sănătății și educației.