

Daniel Daianu, 1 iulie 2020

“Relaxare cantitativa” (QE) in economii emergente?ⁱ

-- precautie si atentie la capcane --

Socul pandemiei a imbrancit lumea intr-o noua criza severa, sanitara si economica. Chiar daca peste tot in Europa se intra pe o traiectorie de urcare a activitatii economice, revenirea va fi anevoioasa, cu mari incertitudini si sechele; multe afaceri sunt puternic lovite si efortul de reparare va dura. Gasim aici explicatia pentru care in UE se recurge la un program de redresare de 750 miliarde euro, care s-ar adauga resurselor prevazute in cadrul financiar multianual obisnuit. In acelasi timp, masuri neconventionale ale bancilor centrale (BCE, Fed, Banca Angliei, Banca Japoniei, etc) au reintrat in atentie prin anvergura lor – fie ca avem in vedere achizitii de active financiare (QE), linii de finantare ultra-ieftine pentru sistemele bancare ce urmaresc impulsionearea creditarii.

In acest context se discuta despre utilizarea in economii emergente de masuri neconventionale, inclusiv “relaxare cantitativa” (QE), care implica injectie de baza monetara in sistem contra diverse active financiare (vezi si un editorial in Financial Times din 18 iunie). Trebuie spus ca QE nu trebuie sa fie confundat cu operatiuni normale pe piata de capital (cu *open market operations*), care au loc si in economii emergente.

Programe QE in economii emergente se cuvine sa fie utilizate cu precautie; ele pot ajuta, dar nu sunt lipsite de riscuri importante, de capcane.

Economiile emergente au trasaturi ce le disting de economii dezvoltate. Astfel,

- nu emit moneda de rezerva. Acest fapt limiteaza eficacitatea si autonomia politicii monetare, mai cu seama cand este vorba de a amortiza socuri puternice.

- dinamica cursului de schimb conteaza mult, mai ales unde dolarizarea/euroizarea este semnificativa. Degeaba se pledeaza pentru un curs cat mai liber daca o depreciere majora are efecte de avutie, de bilant considerabile si daca inflameaza inflatia.
- pietele financiare locale sunt in general "subtiri" si nu pot absorbi emisiuni mari de obligatiuni suverane. In plus, exista limite de expunere ale finantatorilor pe obligatiuni suverane locale.
- chiar daca este recomandabil sa te finantezi cat mai mult in moneda locala, dimensiunea pietelor financiare locale poate forta finantare si refinantare (de datorie publica) pe pietele externe. Rezulta o vulnerabilitate si teama fata de depreciere majore. In plus, accesul la finantare este limitat daca deficitele nu sunt percepute ca acceptabile.
- pietele financiare locale sunt mai centrate pe banci decat in economii avansate (unde pietele de capital sunt mai dezvoltate)
- daca o politica monetara autonoma (emitere de moneda de catre banca centrala) este un avantaj, acesta poate fi serios amputat de riscul valutar, de gradul de incredere de care se bucura moneda locala.
- pentru statele din UE cu economii mai slabe, circulatia libera a capitalului poate fi un dezavantaj in momente de stres pe pietele; s-a vazut in zona euro cand bani au plecat din Sud spre Nord, s-a vazut in state din afara zonei euro cu bani ce au cautat sa plece in 2009-2010 (ratiunea pentru care a aparut Initiativa Viena).

Cele expuse mai sus arata limite ale practicarii de masuri de politica monetara si de curs ca in economiile dezvoltate. Economiile emergente care au reusit sa de-dolarizeze/de-euroizeze tranzactiile interne in mod semnificativ, sa aduca inflatia la cote rezonabile, sa diminueze deficite (dezechilibre) in mod consistent, sa dezvolte pietele financiare locale si sa emita obligatiuni in moneda locala in mod considerabil, care au rezerve valutare mari, au spatiu de manevra relevant in adoptarea de masuri mai putin conventionale. Acest spatiu priveste circulatia lichiditatii pe pietele si atenuarea unor blocaje, a unor suiri excesive de randamente cerute de finantatori, relaxarea politicii monetare (scadere de rate de politica monetara) si a conditiilor monetare -- mai ales cand rate scad in lume

“across the board”. Monetizarea deficitelor prezinta insa riscuri mari. Fed si BCE au invocat, de altfel, ca principalul obiectiv al QEs este de a debloca canale de miscare a lichiditatii pe piete, chiar daca achizitia de active suverane ar putea fi privita ca finantare directa a deficitelor. Atat timp cat asemenea operatiuni sunt de tip “market-maker” (sprijinire a functionarii pietelor) pot fi vazute in mod distinct de cele de “lender of last resort”(imprumutator de ultima instanta).

Intre noile state intrate in UE, Polonia a anuntat un program ce poate fi vazut prin prisma unui QE (achizitii de active) ce ar putea ajunge la 5% din PIB. Ungaria are un program considerabil mai mic de QE si sprijinul bugetar include garantii importante. Ambele economii au un grad de euroizare mai scazut decat in Romania si au avut substantial mai mici dezechilibre de pornire, antepandemie; Polonia avea programat echilibru bugetar in acest an. Romania era singura in regiune prin dimensiunea deficitelor gemene, peste 4% din PIB fiecare in 2019. Cehia iese din discutie fiind o “Elvetie a Estului” prin increderea de care se bucura coroana ceha. In Romania, mai bine de 2/3 din stocul de credit este denominat in lei (fata de sub 40% cu cativa ani in urma), fenomen favorizat de inflatia in scadere ca trend in ultimul deceniu. Aceasta situatie comparativa, masurabila si in alte date, in rating-uri suverane diferite (ex: Cehia cu AA- vs Romania cu BBB-), are origine in istoria tranzitiei, in politici economice mai mult sau mai putin adecvate.

Poate cel mai graitor aspect ce ilustreaza increderea intr-o moneda este costul finantarii si refinantarii emisiunilor de titluri suverane; acest cost este cca dublu in Romania fata de Ungaria si Polonia, ca sa nu mai amintesc de Cehia. Faptul ca ratele la finantare pe piete au scazut in ultimele luni in economia globala se datoreaza, in larga masura, operatiunilor extinse ale Fed si BCE, care au calmat pietele externe (dupa ce in martie avusese loc o iesire de cca 88 miliarde de dolari SUA din piete emergente, inclusiv din Romania).

Diferentiale de randament conteaza fiindca pietele nu trateaza economiile la fel, in pofida exploziei generale a deficitelor bugetare din cauza pandemiei. De aceea, trebuie atentie cand se fac recomandari de combatere a crizei in economii emergente prin interventii bugetare si injectii de lichiditate de mare amploare, o

politica de relaxare monetara agresiva, chiar monetizarea deficitelor. Or fi regulile fiscale suspendate temporar in UE si o fi rata naturala a dobanzii (R^*) sensibil negativa (din cauza inclinatiei catre investitii mult diminuata si economisirii mai mari), pietele discrimineaza totusi in functie de robustetea economiilor, de capacitatea de a raspunde la socuri. In economia globala nu exista back-up-uri automate, fie criza extraordinar de severa.

Romania avea un stoc de datorie publica relativ scazut, cca 35% din PIB, in 2019 si o datorie externa totala (publica si privata) de cca 48% din PIB in acelasi an (2/3 fiind a sectorului privat). Nevoia sa de finantare si refinantare cere randament al obligatiunilor emise care sa mentina apetitul finantatorilor. Problema este de flux in cazul Romaniei, de deficite si priveste presiuni mari pe buget nu necesarmente din cauza socului pandemiei. Cresterea datoriei publice din cauza unor cheltuieli permanente, in conditiile unor venituri fiscale/bugetare foarte joase, poate strica si mai mult starea finantelor publice. Costul finantarii va depinde esentialmente de mersul deficitelor, de presiuni pe cursul de schimb si expectatii inflationiste. Daca deficitul crescut puternic in 2020 (cu persistenta in anul ce vine) este temporar, cu origine in nevoia de a combate criza, pietele nu vor reactiona nervos. Daca este vorba insa de cheltuieli permanente (precum o crestere majora a punctului de pensie), pietele vor reclama o corectie nu peste mult timp, ce poate fi mai mult decat dureroasa.

BNR poate usura conditiile pe piata monetara in pas cu ce se intampla in Europa, in lume. Ceea ce inseamna ca si rata de politica monetara poate sa mai scada. Inflatia este pe o tendinta de diminuare in Europa (se observa si la noi), banci centrale din regiune au redus rate de politica monetara si exista linistirea pietelor externe, fie si temporara, datorita masurilor adoptate de Fed si BCE. Dar trebuie sa avem o politica bugetara cumpatata si sa avem precautie cu masurile neconventionale.

Exista o capcana ce nu trebuie sa fie subestimata cand se face comparatie cu alte tari. O scadere agresiva a ratei de politica monetara, cu injectii mari de lichiditate prin achizitii considerabile de titluri de stat –adica un QE extins, in conjunctie cu deficite bugetare in crestere si care nu ar fi induse in principal de

costul combaterii crizei, ar lovi increderea in leu. Asa ceva s-ar vedea in conversie a leilor in valuta, plecarea de bani in strainatate; economisire interna ar fi exportata. Sistemul bancar ar suferi iesiri de lichiditati si eforturi ale bancii centrale ar fi necesare pentru a le compensa, dar cu pierdere importanta de rezerve valutare --ceea ce ar fi in sine un semnal rau. Cand masa monetara se comprima mult, cand banii pleaca, sistemul bancar local poate intra in mare suferinta si, mai departe, activitatea economica de ansamblu. O banca centrala ar avea de acoperit (prin rezerve), intr-o asemenea situatie, nu numai baza monetara (ce este in jur de 10% din PIB la noi), ci mare parte din masa monetara. Este drept ca UE te poate ajuta (cum s-a intamplat in 2009), poti avea si sprijin din partea BCE (apropos de aranjamentul repo), de la institutii financiare internationale, dar trebuie sa nu ajungi intr-o situatie cvasi-imposibila.

Daca pietele ar percepe ca se recurge la monetizarea deficitului bugetar, ca este probabila o depreciere mare a cursului, cu efecte inflationiste semnificative, o criza a leului ar fi inevitabila, cu efecte economice grave. Acum, operatiunile la noi sunt "la margine", ceea ce se vede si in interventia BNR pe piata secundara, care a fost cumulat de cca 0,4% din PIB pana in iunie a.c. Banca Centrala a actionat drept "cumparator de ultima instanta" (buyer of last resort) in conditiile in care devenise creditor net al sistemului bancar. Deficitul de cont curent pare sa se reduca in acest an; important este insa sa avem in balanta de capital intrari cat mai mari pentru a evita presiuni in crestere pe leu.

Cineva ar putea argumenta ca traim vremuri cand toate sunt, sau par anapoda, cand se iese din canoane. Este un rationament nu de respins pana la un punct. Crize de balanta de plati vom mai vedea in lume, tot cum se vor inregistra numeroase falimente in afaceri, in tari dezvoltate si in economii emergente. Este intept deci sa nu incercam sa facem experimente periculoase.

Programe QE in economii emergente au limite si a le transgresa incercand sa copiezi ceea ce fac tari cu economii mari, sau care au economii mult mai robuste, este un demers periculos, cu riscuri majore.

Trebuie spus ca precautie in a practica "relaxare cantitativa" nu echivaleaza cu austeritate, ci cu a "stii cat te tine plapuma". Ai nevoie de o banca

centrala independenta, de o politica economica cu un track record favorabil (inclusiv dezvoltarea pietei financiare locale) pentru a avea spatiu de manevra semnificativ in materie de QE.

Romania are de trecut hopul mare in 2020 al finantarii deficitelor. In 2021 este obligatoriu sa utilizam cat mai mult resurse europene pentru a sustine cererea si oferta interne agregate, prin programe investitionale, de dezvoltare, de anvergura.

Programul de redresare al UE (care se adauga Bugetului UE) este un “bulgare de aur” pentru economia noastra. Mai ales ca si daca vom negocia cu CE un orizont mai larg (decat pana in 2022) de aducere a deficitului bugetar la 3% din PIB, este necesar sa avem un program de corectie macreconomica.

ⁱ Acest text nu angajează în mod necesar instituțiile cu care autorul este afiliat.