

Daniel Daianu¹, 2 noiembrie 2022

Are inflatia un “efect de stabilizare” fiscala/bugetara?

Randurile de mai jos privesc relatia intre inflatie si datoria publica. Prilejul este dat de “surpriza” inflatiei inalte din ultimii doi ani, ce a diminuat ponderea datoriei publice in PIB pentru numeroase tari; aceste datorii crescusera mult ca urmare a crizei financiare izbucnite in 2008 si in timpul Pandemiei. Pe aceasta tema pot fi examinate date recente si prognoze ale FMI, alte analize. Se vorbeste chiar despre un “efect de stabilizare al inflatiei”, care ar explica de ce pietele financiare nu sunt hipernervoase desi mediul economic este bulversat de multiple socuri adverse extreme, combinatie fara precedent in ultimele decenii (Daniel Gros, “The stabilizing efect of inflation”, 13 octombrie, a.c).

“Surpriza” inflatiei inalte ajuta executii bugetare in Europa si in alte tari din lume, dupa cum arata cifre; aceasta se vede in Romania, unde veniturile nominale ale bugetului public au crescut cu aproape 20% in primele 9 luni ale anului (fata de septembrie 2021), in conditiile unei inflatii anuale de 15,9% in septembrie a.c. Si este probabil ca 2022 sa consemneze un deficit bugetar in jur de 6% din PIB daca impactul schemei de plafonare si compensare nu va fi coplesitor (deficitul la 9 luni a fost de 3,04%). Inflatia de 8,2% in 2021 si probabil in jur de 16% in acest an au ajutat datoria publica sa nu depaseasca 50% din PIB, in pofida unor deficite bugetare semnificative. Analog se poate gandi ca a fost afectata relatia datorie publica-PIB in alte state din UE --in tarile baltice, de pilda, inflatia anuala a fost in jur de 20% la finele lui septembrie a.c.

Ceea ce este numit “efect de stabilizare” ar rezulta din scaderea in termeni reali a datoriei publice in raport cu PIB-ul nominal datorita inflatiei, care, totodata, ar compensa si eventuale deficite ale bugetului public (ce includ plati cu dobanzi).

Inflatia ar deveni un fel de stabilizator in situatia unor economii ce au datorii publice mari. Dar aceasta situatie impune o serie de observatii.

In primul rand este vorba de durata inflatiei ca “factor de stabilizare”. Inflatia inalta poate persista in virtutea unor socuri pe latura ofertei si daca se pune in miscare spirala preturi/salarii. Nu intamplator bancile centrale au obsesia luptei cu expectatii inflationiste, fiindca daca acestea ar fi tot mai elevate, preturi si salarii ar creste in mod inevitabil. Din acest punct de vedere, inflatia nu poate avea o functie de stabilizare economica si sociala; inflatia inalta creeaza un discomfort nu numai psihologic, ea loveste in functionarea economiei, influenteaza comportamentul oamenilor si firmelor. Referitor la Romania, teza ca problema consolidarii fiscale/bugetare s-ar rezolva strict prin inflatie (venituri nominale ale bugetului care sa devanseze considerabil in dinamica componentele principale de cheltuieli permanente ale bugetului public) ridica semne de intrebare. Fiindca, de pilda, daca inflatia este inalta, indexari este firesc sa fie avute in vedere in constructia bugetului public, chiar daca trebuie sa fie facute in functie de posibilitatile bugetului, de cresterea veniturilor sale permanente (ce trebuie sa fie un obiectiv major al politicii fiscale).

Pentru zona euro, argumentul ca inflatia va continua ani buni sa fie superioara costului de finantare a datoriei publice are de considerat doua aspecte cheie. Astfel, randamentele cerute la obligatiuni suverane pentru unele tari cu datorii mari depind esentialmente de garantia oferita de Banca Centrala Europeana (BCE) prin operatiunile sale neconventionale. Achizitii de bonduri suverane (QE) au salvat zona euro fiindca au asigurat, unii ar spune ca in mod artificial, sustenabilitatea fiscala pentru state ca Italia, Grecia, Cipru, Irlanda, Spania, etc (vezi si Alberola-Illa et.al, “Monetary policy and fiscal sustainability” BIS, 2022). Operatiunile BCE au fost un fel de subventii pentru tarile cu datorii foarte mari. In lipsa QE, a MES (mecanismul european de stabilitate), randamentele cerute la titluri suverane ale acestor tari ar fi fost cu mult peste cele ale obligatiunilor germane – ce reprezinta benchmark-ul. In momentele cele mai complicate ale crizei din zona euro, marje fata de randamentele obligatiunilor germane (exprimate de CDSs-uri) au crescut mult exprimand o diminuare drastica a cererii pentru unele titluri suverane.

Cand BCE a anuntat intarirea politicii monetare si trecerea la QT (quantitative tightening, ca inversare a QE)), cresteri importante ale marjelor au fost consemnate pentru unele tari atenta principala fiind acordata Italiei (date fiind dimensiunea economiei si marimea datoriei publice). De aici a rezultat "instrumentul de protectie" anuntat concomitent de BCE. O reforma serioasa a cadrului fiscal in zona euro reclama o "capacitate fiscala" (idee sprijinita de Consiliul Fiscal European), ceea ce implica mutualizare de riscuri (risk-sharing), dar care cere, totodata, prudenta fiscala in toate tarile membre ale zonei euro (hazardul moral ar opera in lipsa unor reguli fiscale adecvate, aplicabile).

Al doilea aspect privind supozitia ca, in zona euro, inflatia (conjugata cu dinamica reala a PIB) va fi mai inalta decat costul finantarii datoriilor publice o perioada de timp semnificativa, priveste tolerarea inflatiei inalte. Este greu de admis ca BCE nu va cauta sa reduca inflatia la un nivel acceptat/tolerat de cetateni. In Germania, de exemplu, exista de mult timp o nemultumire a deponentilor fata de ratele de dobanda foarte joase practicate de bancile comerciale (ca mostenire a inflatiei foarte joase si a QE) –cu alte cuvinte, penalizarea celor care economisesc. Si chiar daca rate real negative la depozite bancare ar persista, este greu de presupus ca cei care finanteaza datorii publice nu ar cere protectie fata de inflatie inalta la noi imprumuturi. De pilda, ar putea solicita obligatiuni ale caror randamente se ajusteaza cu rata inflatiei (rate flotante). Creditorii ar accepta obligatiuni pe termen mai lung fara ajustare la inflatie numai daca ar anticipa ca inflatia in zona euro se va reduce la, sa zicem, un nivel de 3-4% anual intr-un orizont nu foarte indepartat; astfel ar putea castiga la maturitate chiar daca inflatia ar fi peste randamente in prima parte a vietii obligatiunilor. De aceea, BCE este de asteptat sa lupte ferm cu expectatiile inflationiste si sa indemne guvernele la cumpatara bugetara in acest scop si la **masuri de reparare a lanturilor de aprovizionare –intrucat este nevoie si de politici pe latura ofertei/productiei.**

Cand resurectia inflatiei este determinata in principal de socul energetic si preturi la materii prime si alimente de baza (un *cost push* de mare amploare), masuri de echilibrare a pietei pe latura ofertei sunt esentiale.

Intervine in tabloul descris mai sus spectrul stagnarii economice. Daca economiile dezvoltate intra intr-o perioada de stagnare (din cauza crizei energetice, a problemelor cu lanturi de aprovizionare, a aversiunii fata de risc a investitorilor, a efectelor “stagnarii seculare” –vezi teza lui Larry Summers, tensiunilor geopolitice si conflictelor militare, noilor tehnologii disruptive), posibil o recesiune, lupta contra inflatiei devine foarte complicata, intrucat apar riscuri privind stabilitatea financiara; multe firme supra-indatorate vor avea dificultati in a se finanta, chiar daca datoriile lor ar fi diminuate de inflatie in termeni reali. Necazurile acestor firme ar fi legate de bonitatea afacerilor in conditii in care economiile stagneaza, sau intra in recesiune. O situatie mai dificila ar avea-o companiile din domeniul energofage. Nu mai amintesc de firme “zombie”.

In contextul economic global tot mai complicat, sectorul financiar non-bancar, ce este slab reglementat si cu practici de leverage (supraindatorare) inalt riscante, poate perturba in plus mediul de afaceri pe fondul intaririi politicilor monetare, al QT; crize de lichiditate pot surveni. Este probabil de aceea ca intarirea politicilor monetare sa fie insotita de continuarea unor interventii punctuale ale bancilor centrale (cum este noul instrument de protectie in zona euro, dar si Fed va avea interventii probabil).

Inflatia inalta afecteaza negativ sistemul financiar si pentru ca ar stimula speculatiile, volatilitatea, plasamente in active krypto. Ar fi o goana pentru plasamente profitabile in conditii de incertitudini extreme si riscuri multiple; plasamentele ar fi preponderent pe termen scurt si ar castiga mai ales cei care pot “misca” pietele, ar prolifera speculatii la termen cu materii prime si materiale aflate la mare cautare in conditii de tensiuni geopolitice si schimbari climatice majore. USD si euro ar avea de suferit, fie ele monede de rezerva; ar creste interesul pentru active reale.

Cum in criza datoriilor suverane din zona euro se cautau “active sigure” (safe assets), ceea ce a dus la spreaduri (marje) foarte inalte fata de obligatiunile germane, un fenomen analog se poate extinde daca inflatia inalta nu va fi sugrumata in tarile dezvoltate; finantatorii ar cere randamente crescute si la titluri

SUA (inca *safe haven* al economiei globale, dar cu o datorie publica ajunsa la peste 130% din PIB), la bondurile germane, etc.

Este posibil ca inflatie mai inalta decat tinte de 2-2,5% sa se profileze ca o constanta peste un numar de ani, pe fondul unor schimbari structurale (de-globalizare, imbatranirea populatiei, schimbari climatice --vezi si Charles Goodhart si Manoj Pradahn, BIS, 2017), dar aceasta perspectiva nu trebuie sa faca bancile centrale sa renunte la lupta clara contra inflatiei inalte.

Drept este ca bancile centrale nu pot subestima aspecte de stabilitate financiara, circuite fragile in pietele financiare si, nu in cele din urma, "capcana datoriilor" (debt trap), in intarirea politicilor monetare. **Rezolvarea marelui compromise (trade-off), intre dezinflatie si evitarea unei recesiunii puternice (ce ar lovi in stabilitate financiara si ar induce tensiuni sociale acute) este marea dilema si provocare pentru banci centrale in anii ce vin; este o provocare, evident, si pentru guverne.**

Pentru economiile emergente, "surpriza" inflatiei inalte nu poate fi solutia privind sustenabilitatea datoriei publice, ce adesea este denominata masiv in valuta forte. Dincolo de riscul intrarii intr-o spirala preturi-salarii, de instabilitate politica, randamentele cerute de finantatori pot creste constant pe fondul intaririi politicilor monetare de catre Fed si BCE si al primei de risc valutar. Pentru economiile emergente conteaza, in esenta, ca inflatia sa se reduca in SUA si in zona euro si ca bugetele lor publice sa arate deficite sub control. Deficitele externe conteaza nu mai putin pentru aceste economii deoarece pietele financiare tin cont de indatorarea totala (publica si privata) a unei tari cand judeca riscuri suverane.

BNR este si ea angrenata in combaterea asteptarilor inflationiste fiind intr-un ciclu de intarire a politicii monetare. Politica bugetara interna trebuie sa fie prudenta, sa nu mizeze numai pe inflatie in realizarea consolidarii fiscale; veniturile fiscale trebuie sa creasca. Decelerarea economica in 2023 si mediul international in deteriorare puternica cresc enorm importanta fondurilor europene ca piston contraciclic de anvergura in vremuri atat de dificile.

Ideea ca inflatia singura ar stabiliza datoria publica poate conduce la mari neazuri. Ca “surpriza”, inflatia ajuta un timp bugetul, inasa o inflatie inalta perpetuata nu mai este surpriza si devine boala severa pentru economie si societate.

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