

Va reuși Europa să evite o a doua recesiune?

Lucian Croitoru

*Acest articol a apărut în Ziarul Financiar din 22 august 2011 sub titlul **Va reuși Europa să evite o a doua recesiune? Deocamdată BCE a reușit să cumpere timp, dar nu pentru multă vreme***

În ultimele luni s-a conturat opinia că riscul ca lucrurile să se înrăutățească la nivel mondial a crescut. Această schimbare de viziune poate împinge economia mondială în recesiune. Totuși, cineva ar putea spune că, neavând bază în modificarea fundamentelor, noua opinie va fi înlocuită înainte de a se reflecta în scăderea consumului și a investițiilor. Din păcate, cauza care a determinat apariția viziunii pesimiste nu permite această concluzie. Pesimismul vine de la extinderea ideii că statele puternic îndatorate și băncile centrale ale căror dobânzi au ajuns egale cu zero, nu mai dispun de instrumente pentru a contracara o eventuală recesiune determinată de scăderea consumului și a investițiilor private. În Europa, această cauză nu va putea fi înlăturată curând la nivelul individual al statelor. De aceea, liderii politici caută o soluție la nivel european. Dar există această soluție?

Cvasi-generalizarea ideii că nu mai există instrumente de politică eficiente privind creșterea economică—inclusiv într-un număr important de state din zona euro—are un efect pervers. Ea concentrează atenția piețelor pe indicatorii care anticipează creșterea/scăderea economiei și exacerbează importanța veștilor negative. Un astfel de focus generează scăderea accentuată a încrederii în economie când apar veștile negative, oricât de firave ar fi acestea, fără a putea genera în mod necesar o creștere mare a încrederii la apariția de vești bune.

În mod particular, acest lucru este adevărat în cazul statelor cu valori mari sau rapid crescătoare ale raportului datoriei publice/PIB. Recent, semnale slabe privind încetinirea creșterii economice au amplificat disproporționat îngrijorările auto-alimentatoare ale piețelor despre accesul la finanțare al Spaniei și Italiei. Rezultatul a fost o creștere disproporționată a randamentelor bondurilor respective. La următoarele citiri de vești proaste, chiar ne semnificative, modelul se va repeta până când, un stat ar putea da faliment, adâncind întreaga lume în recesiune.

În acest context ar fi utilă o schimbare radicală de optică la nivelul politicianilor din zona euro. Ei ar trebui să înțeleagă că alternativa la politicile monetare și fiscale individuale, care astăzi nu

mai pot ajuta creșterea economică (numitorul raportului datorii/PIB) în diverse state, este producerea unor instrumente comune care să refacă încrederea pe piața datoriilor suverane (numărătorul raportului datorii/PIB) și să stabilizeze randamentele la niveluri normale.

În zona euro, pentru a lupta împotriva crizelor financiare statele au în comun politica monetară, promovată de Banca Central Europeană (BCE) și resursele Facilității Europene pentru Stabilitate Financiară (EFSF) și, din 2013, ale Mecanismului European de Stabilitate (ESM). Din păcate, o politică fiscală unică nu există, dar EFSF și, în viitor, ESM ar putea suplini parțial și temporar această lipsă în cazul volatilității pe piața datoriilor europene. Teoretic, BCE nu ar avea niciun rol în rezolvarea crizei datoriilor suverane. Dar, deoarece EFSF nu are resursele necesare pentru a se substitui piețelor, rolurile sunt schimbate și BCE este nevoită să monetizeze deficite bugetare.

Această situație nu oferă piețelor o garanție care să compenseze pierderea garanției implicite produsă de lipsa instrumentelor la nivelul individual al statelor îndatorate. Acest aspect pare să nu fie înțeles de politicieni. În timp ce BCE își dă seama că fără intervențiile sale unele state ilichide dar solvabile ar intra în faliment, politicienii nu par să își dea seama că numai BCE nu poate rezolva criza.

BCE nu poate rezolva criza din două motive. În primul rând, piața califică substituția pieței de către BCE, prin înlocuirea banilor privați cu finanțare monetară, ca pe o abdicare de la regulile implicite ale băncilor centrale. Piața poate vedea monetizarea deficitelor publice ca pe măsuri disperate, care pot amplifica îngrijorările, eventual transformându-le în panică. Pe de altă parte, dacă volumul intervenției ar fi insuficient pentru a produce o scădere notabilă a yield-urilor, s-ar obține același rezultat. Până acum, pe termen scurt, intervențiile BCE și-au atins scopul de a calma creșterea randamentelor bond-urilor suverane. Dar nu este exclus ca în viitor să fie invers.

În al doilea rând, rezolvarea crizei datoriilor suverane se poate face prin transferarea unor noi resurse reale către statele solvabile dar ilichide, atât timp cât este necesar ca acestea să depășească dificultățile și să poată retransfera, la scadențe, resursele reale deținătorilor de bond-uri. Dar băncile centrale nu pot transfera resurse reale decât temporar, în măsura în care pot steriliza cumpărările de titluri. Continuarea finațării monetare substanțiale și prelungite a deficitelor de către BCE ar produce, în final, inflație în întreaga zonă euro. Inflația ar eroda însă

valoarea nominală netă a bond-urilor deținute de public, ceea ce ar înseamnă că resursele reale transferate de banca centrală sectorului public ar fi plătite, în final, de sectorul privat. Astfel, deținătorii de bond-uri ar transfera involuntar și definitiv resurse reale statelor debitoare. Ar fi un rezultat similar cu cel pe care îl produce o rambursare incompletă a datoriei.

Pentru a evita această situație, statele lichide pot să ofere resurse reale statelor debitoare solvabile dar ilichide. Ele pot utiliza bani din impozitele deja existente pentru a alimenta cu suficiente fonduri suplimentare EFSF-ul, cu care acesta să cumpere bond-urile statelor temporar ilichide dar solvabile. O astfel de politică nu ar fi în detrimentul cetățenilor din statele creditoare, deoarece aceștia sunt deja expuși riscurilor crizei datoriei suverane. Politicienii zonei euro au fost radicali cu ceva timp în urmă, când au aprobat creșterea de către bănci și alte instituții financiare a stocurilor lor de capital, la cererea piețelor private și a reglementatorilor, pentru a acoperi riscurile conceptual posibile în sectorul financiar. Piața financiar-bancară s-a calmat. O mișcare radicală este necesară și pentru a calma piața datoriei suverane. Piața consideră EFSF un instrument incomplet pentru că are prea puțini bani în raport cu mixul dintre necesarul de finanțare a statelor din zona euro, perspectivele creșterii economice și posibilitățile de reducere a datoriei publice. Acum, politicienii trebuie să aprobe creșterea fondurilor de către statele lichide pentru a acoperi riscurile conceptual posibile în sectorul public al zonei euro.

Mărimea fondurilor EFSF ar trebui să fie egală cu necesarul de finanțare al zonei euro pe o perioadă suficient de lungă din perspectiva piețelor. Spre deosebire de finanțarea monetară, banii venind din impozitele plătite de cetățenii țărilor uniunii monetare sunt o resursă reală, neinflaționistă. De asemenea, spre deosebire de stocurile de capital în exces din sectorul bancar, care sunt imobilizate și nu produc, banii investiți în bond-urile statelor ilichide dar solvabile ar putea fi profitabile.

Anunțarea unui program de creșterea adecvată a resurselor EFSF ar putea duce rapid la restabilirea încrederii piețelor. Problema este că ea necesită voință politică și efort de reprioritizare a cheltuielilor într-o zonă cu o structură politică complicată. Soluția este compatibilă cu austeritatea fiscală, dar ajută creșterea economică prin eliminarea volatilității pe piața bond-urilor suverane. Implementarea unei astfel de soluții ar trebui să fie rapidă, pentru a preveni ca volatilitatea de pe piețele datoriei suverane să depășească limitele de la care poate fi reversată în mod controlat. Dacă o astfel de decizie este acceptabilă, atunci ar rămâne să vedem cine se

mișcă mai repede, evenimentele de pe piață sau procedurile care ar permite creșterea fondurilor pentru calmarea piețelor. Opinia generală că lucrurile vor merge mai prost la nivelul economiei mondiale ar trebui să-i stimuleze pe politicienii zonei euro să se grăbească. Deocamdată BCE a reușit să cumpere timp, dar nu pentru multă vreme.