

## ECB nu prea avea de ales

Daniel Dăianu

Articol publicat și pe <http://www.hotnews.ro/stiri-opinii-19176350-ecb-nu-prea-avea-ales.htm>,  
vineri, 23 ianuarie 2015

Decizia Bancii Centrale Europene (BCE) de a trece la un program de achizitii de obligatiuni suverane si de alte active pe pietele secundare, asa numitul QE (quantitative easing) se cuvine a fi judecat dintr-o perspectiva mai larga (programul s-ar intinde pe 18 luni si ar valora cca 1100 miliarde euro). Neindoielnic, in primul rand este de mentionat teama de deflatie, care a devenit un fapt real pentru zona euro in luna decembrie (ce a consemnat o cifra de -0,2% pentru preturile de consum/CPI). Drept este ca inflatia de baza (core inflation) se situeaza la un nivel pozitiv, 0,7% anual, dar anticiparile inflationiste se misca in jos. Iar daca pretul la titei ar continua o traiectorie descendenta, sau s-ar mentine la cote atat de scazute, anticiparile inflationiste pot merge in jos in continuare cu influenta asupra vietii economice.

Teama de deflatie in conjunctie cu o dinamica foarte slaba a economiilor zonei euro a fost, cred, decisiva pentru Consiliul Guvernatorilor BCE. Vedem ca si previziunile FMI nu sunt de bun augur. Scenariul cel mai rau pentru nu putine tari din zona euro ar fi “debt deflation”, combinatia de deficit de crestere economica cu deflatie (scaderea preturilor), care ar face practic imposibila onorarea de plati in contul datoriilor fara a obliga la austeritate mai mare. Aceasta din urma ar mentine, ranforsa cercuri vicioase in economie. Pe termen mai lung, s-ar profila o stagnare seculara generata de factori structurali si de politici suboptime. Exista si alte argumente care au cantarit probabil in decizia de joi, 22 ian.

- o banca centrala isi poate vedea erodata credibilitatea daca nu poate sa fie aproape de tinta de inflatie. In plus, a fi aproape de tinta de 2% este cu atat mai important cand se doreste ca politica monetara sa posede eficacitate (sa nu fie atinsa de pragul fatidic al “zero lower bound”, cand nu mai poti reduce rata de politica monetara). Presedintele Mario Draghi a vorbit, de altfel, despre mandatul pe care BCE il are in materie de inflatie; ar fi vorba aici, in mod ironic, de nevoia de a produce inflatie in circumstantele actuale (inflation-targeting s-ar transforma in “inflation-creating targeting”);
- in SUA, programul de QE a ajutat se pare economia sa iasa din recesiune, sa se inscrie pe o traiectorie de crestere economica de peste 3% in ultimele trimestre, fara ca inflatia sa scape de sub control. Iar randamentele pe pietele de capital indica asteptari inflationiste foarte moderate pe mai multi ani.
- situatia politica din unele tari europene, care este legata de efecte ale crizei economice si financiare, probabil si de alti factori si care favorizeaza ascensiunea unor partide ce pun la indoiala proiectul european, moneda unica. Podemos in Spania, Syriza in Grecia, ce se intampla in Italia si Franta pe plan politic, obliga BCE la miscari indraznete, chiar daca exista riscuri notabile.

- ca masura de combatere a efectelor “lebedelor negre” (evenimente extreme) care prolifereaza, inclusiv riscuri geopolitice

Ai spune, dar ce are BCE cu viata politica? Poate fi o maniera de gandii independenta bancilor centrale. Dar ele nu pot fi izolate de societate, nu pot face abstractie de mersul evenimentelor; nu pot ignora ca traim o perioada cand retete traditionale de politici au esuat. Este drept ca unii indicatori sugereaza ca economia germana va creste cu peste 1% in 2015 si ca si in Franta, ca a doua economie a zonei euro, sa se inregistreze crestere pozitiva in acest an, chiar daca slaba. Economia Spaniei este si ea in revenire. Dar riscurile unui imobilism al BCE au fost judecate de Consiliu mai mari decat cele izvorate din QE.

Ce sanse de reusita are noua actiune a BCE? Aici merita sa fie notat ca pietele de capital joaca un rol mult mai mic in sistemul financiar din Europa fata de SUA; acolo ele finanteaza 2/3 din activitatea economica –in Europa cca 1/3 din volul tranzactiilor. De aceea sunt opinii potrivit carora eficacitatea acestui program de QE va fi limitata. Si este de vazut daca achizitiile de obligatiuni altele (gen asset backed securities/ABS) decat cele suverane va avea impact asupra pietelor. Fiindca volumul disponibil pe pietele al acestor obligatiuni este destul de mic in Europa. O miza a acestui program este de a face ca finantarea sa ajunga la intreprinderi mici si mijlocii, de care, asa cum arata numeroase studii, depinde invigorarea economiilor.

Aici semne de intrebare persista intrucat mecanismul de transmisie, intermedierea financiara, inca sufera mult, desi in unele tari inmuguresc conditii de creditare mai favorabile. Exista si riscul ca injectia de lichiditati se alimenteze cautarea de randamente (search for yield), o alocare mai putin buna a resurselor –este ceea ce sustin economistii ai Bancii de Reglementari Internationale si nu numai ei. Dar dileme exista intotdeauna ca si semne intrebare; trade-off-uri (compromisuri) nu pot fi evitate. La un moment dat o decizie trebuie sa fie luata. BCE trebuia sa actioneze avand in vedere spectrul deflatiei si contextul general de nervozitate si neliniste.

BCE insa nu poate face singura prea mult. BCE poate lupta impotriva inflatiei foarte mici (deflatiei), in cazul de fata prevalent prin mijloace non-conventionale deoarece rate de politica (policy rates) sunt aproape zero (la depozite facute la BCE se practica chiar debanzi negative). Dupa unele estimari, acest program QE ar putea sa creasca rata inflatiei cu intre 0,3-0,4% de-a lungul orizontului de timp anvizajat; cale inca lunga deci pana la 2%. Dar, pentru ca zona euro sa depaseasca perioada foarte critica este nevoie si de un program de investitii publice si private cu impact semnificativ. Si este de vazut daca programul Juncker are forta in acest sens, intrucat se bazeaza mult pe un efect de levier (leverage), pe atragerea investitiilor private. Nu este vorba, prin urmare, de impuls fiscal efectiv major. Intr-un fel, este regretabil ca nu se foloseste perioada de dobanzi foarte scazute pentru a se finanta un program vast, care are temei chiar in datele pe teren. In Germania, de pilda, investitiile publice au scazut in ultimii ani de la 25% la 17% din PIB.

Iar Germania are spatiu fiscal considerabil. Nevoia unui program de investitii vast, cu impact asupra economiei trebuie judecat si din perspectiva facilitarii reformelor structurale in tari ca Italia si Franta. Berlin-ul este indreptatit sa accentueze importanta acestor reforme, fara de care stimulii fiscali si monetari se evaporata ca efect in timp. Pe de alta parte, pe termen imediat si

mediu conteaza daca reformele se fac in conditii de dinamica economica pozitiva, sau invers. Mai ales cand somajul este mare si tendinta de fragmentare economica, un fenomen de hysteresis (permanentizare a unor efecte considerate initial ca temporare) se intensifica. Reflexul fiind in viata politica din unele tari. Intervine in ecuatie si posibile noi runde de restructurare de datorii. Este foarte greu de admis ca Grecia ar putea sa asigure serviciul la datoria sa de peste 170% din PIB; este de aceea de salutat pozitia Finlandei (ca tara creditoare in zona euro), ce are common sens. Grecia are mult de reformat, are de luptat cu risipa si coruptia, cu evaziunea fiscala, dar cifrele vorbesc singure. In zona euro este nevoie de o distributie a poverii ajustarilor cat de cat echitabila; dezechilibrele nu trebuie sa fie atacate numai prin “devalorizari interne”, in unele tari.

QE poate ajuta si prin deprecierea monezii unice, ceea ce pietele au facut deja. Desi aici ne intalnim cu o situatioe bizara tinand cont de surplusul extern mare, de cont curent al zonei euro; acesta este de peste 2% din PIB-ul cumulat si prin depreciere el probabil va creste. Este de vazut cat vor tolera partenerii comerciali mari aceasta evolutie a euro in conditiile in care are loc un “razboi valutar” (currency war) in spatiul global. SUA, asa cum am avanast ca ipoteza intr-un text anterior, au interesul funciar ca situatia economica din UE sa nu se deterioreze, mai ales ca avem de-a face si cu o situatie geopolitica foarte complicata. Deprecierea euro poate contracara din impactul deflationist al ieftinirii titeiului.

In fine, este de spus ca programul QE al BCE trebuie sa fie insotit de efortul in continuare de insanatosire a sectorului bancar. El este mai bine capitalizat, dar are nevoie de tamponare suplimentare pentru situatii critice; nici nu s-a rezolvat inca convenabil problema entitatilor de importanta sistemica (too big to fail). Aici lucrurile sunt foarte delicate avand in vedere ca aplicarea unei legislatii anti-trust se izbeste de dorinta tarilor mari din UE de a-si apara “campionii” in industria bancara. Axel Weber (fost sef al Bundesbank) si altii au dreptate sa reliefeze ca in Europa lucrurile s-au miscat mult mai inet decat in SUA in privinta asanarii sectorului bancar.

Pentru economiile emergente, inclusiv Romania, noul program de actiune al BCE are semnificatie majora daca va ajuta zona euro sa evite deflatia si debt-deflation. Insa programul BCE trebuie sa fie vazut in conexiune cu ceea ce se face la nivelul UE (programul Juncker) si in diverse tari. Economia noastra este legata organic de zona euro si daca treaba nu merge bine acolo, sansele noastre de a realiza crestere economica semnificativa se diminueaza. Pe termen imediat lichiditati noi injectate de bancile centrale pot stimula activitatea bursiera si la noi, pot ameliora un climat de business. Deprecierea euro ajuta si exporturile noastre pe pietele din afara UE. Dar, este de repetat, BCE nu poate fi un deus ex machina.