

Următorii doi ani ai economiei românești

Articol publicat pe www.cursdeguvernare.ro pe 24.09.2012

Este foarte dificil să explici ce se va întâmpla în următorii doi ani cu economia românească. Probabilitatea de a greși este mare. Știința economică nu are putere predictivă, ci doar o rezonanță explicativă. Astfel, predicțiile se fac pe baza unor teorii care, în cel mai bun caz, pot explica trecutul.

Puțini realizează predictibilitatea redusă a economiei. Totuși, oamenii au o dorință foarte mare de a știi despre viitorul economiei. Combinația dintre predictibilitatea redusă și această dorință, dă naștere unei industrii de prognoze a cărei cifră de afaceri însumează multe miliarde de dolari la nivel mondial. Aceasta înseamnă că oamenii gândesc că e mai bine să încerci decât să nu faci nimic. Pentru că sunt adeptul acestei filozofii, mă înscriu și eu printre cei care se aventurează să vorbească despre viitor.

Simplitatea

Am fost învățați că pentru a face o prognoză avem nevoie de cât mai multe informații posibile și de un model cât mai complex. Asta este adevărat în mediile relativ predictibile și dacă vrei să explici ceva ce știi deja. Dar criza a crescut gradul de impredictibilitate a mediului economic. Când trebuie să faci predicții despre ceva necunoscut, psihologii ne spun însă că exact opusul acelei învățături este valabil. Simplitatea este o adaptare la incertitudine (Gerd Gigerenzer, "Intuiția: inteligența inconștientului", Curtea Veche Publishing, 2012, p. 115-120), care prin definiție (Frank Knight, "Risk, Uncertainty and Profit", Boston, Houghton Mifflin, 1921) nu este estimabilă, iar în mediile nesigure, intuițiile bune trebuie să ignore mare parte din informații. Acest lucru este corect deoarece nu toate informațiile care ajută la explicarea a ceva ce știi deja pot fi valoroase în viitor. Simplitatea, ca adaptare la incertitudine, cere să alegi ce este mai relevant pentru un fenomen. În particular, ceea ce se poate face este să încerci să elimini cauza care creează incertitudine.

Mulți parametri care ne interesează, inclusiv gradul de îndatorare, șomajul și inflația, au o strânsă legătură cu creșterea economică. Date fiind capitalul, productivitatea și forța de muncă, creșterea economică depinde de încredere. Când încrederea este mare sau în creștere, producția crește mai repede. Invers, când încrederea scade, ritmul de creștere a producției scade, putând deveni negativ. În plus, în cazul economiei românești, chiar cu încrederea refăcută, creșterea economică depinde de capitalul străin. Voi analiza perspectivele creșterii economice pornind de la încredere și de la disponibilitatea fondurilor externe.

Încrederea

Ne interesează atât componenta internă cât și cea externă a încrederii. Componenta internă se referă la politicile economice ale României, care trebuie să fie coerente pentru un orizont previzibil de timp. Coerența lor se reflectă în încrederea crescută a investitorilor străini. Din această perspectivă, alegerile parlamentare din 2012 și cele prezidențiale din 2014 introduc incertitudine. Nu este clar cum este construit bugetul pentru anul viitor. Nu știm ce schimbări

se vor produce, după alegeri, în structura cheltuielilor sau a impozitelor și cum vor afecta ele consumul și investițiile și, astfel, creșterea.

Componenta externă a încrederii este importantă deoarece economia românească operează în strânsă legătură cu alte economii, mai ales cu cele europene. Refacerea încrederii în zona euro este extrem de importantă pentru creșterea economică în România. În Europa, valoarea indicatorului care aproximează încrederea în perspectivele economice a început să scadă din nou în urmă cu mai bine de un an. Profilul curbei încrederii este foarte asemănător cu cel al producției. Valoarea scăzătoare a indicatorului încrederii s-a reflectat în ritmuri scăzute și descrescânde ale producției. Refacerea încrederii în zona euro este una din cheile pentru revenirea ritmurilor mai înalte de creștere a producției, inclusiv a producției românești.

Refacerea încrederii nu este însă un lucru ușor. În ultimii patru ani s-a tot încercat, dar nu s-a reușit decât temporar. Politica schimbărilor mici în zona euro nu a adus rezultatele așteptate și necesare. Ar fi o bună performanță dacă s-ar reuși în următorii doi ani. Pentru a reface încrederea afectată de criză, este nevoie de o schimbare curajoasă în conceperea și implementarea politicilor, mai ales la nivelul uniunii monetare.

Scăderea încrederii în ultimul an și jumătate are cauze în legătura dintre sistemul financiar și guvernele supraîndatorate din zona euro. Între cele două sectoare s-a creat un cerc vicios care generează incertitudine. Când există incertitudine, încrederea este foarte scăzută. Prea multe titluri suverane se află în portofoliile multor bănci europene, ceea ce-i face pe investitorii pe termen lung în industria bancară să fie reticenți. Piața de finanțare pe termen lung a băncilor europene aproape că a înghețat, iar băncile, la rândul lor, sunt reticente în a finanța în continuare guvernele.

Liderii europeni sunt conștienți că pentru a reface încrederea în finanțele publice și în sistemul bancar este nevoie de garanții că banii primiți de bănci sau de guverne (indirect) de la BCE sunt utilizați în mod adecvat. De aceea, creșterea disciplinei fiscale a statelor și revenirea la o funcționare normală a băncilor sunt obiective cheie în zona euro. Pentru atingerea lor, uniunea monetară are nevoie de o uniune fiscală și de o uniune bancară. Dar zona euro este în centrul uniunii europene, nu operează într-un vacuum, astfel că problema este relevantă pentru întreaga Uniune Europeană. Pentru a fi complet funcțională, UE are nevoie de o uniune politică.

Din moment ce direcțiile de acțiune au fost, în cele din urmă, corect identificate, este esențial ca măsurile concrete să fie promovate energic și în timp util. Practica modificărilor mici, exersată până de curând în zona euro, a fost inefficientă. Se pare că lecția a fost învățată. În Germania, Curtea Constituțională a aprobat înființarea Mecanismului European de Stabilitate, ca fond permanent de salvare. Au început discuțiile despre constituirea uniunii bancare europene, iar un prim draft al unui mecanism unic de supraveghere bancară a și fost propus spre analiză. În sfârșit, BCE pare să poată adopta o politică similară cu a băncilor centrale ale SUA și Marii Britanii privind cumpărarea nelimitată de bonduri suverane. Despre toate aceste mișcări, The Economist a spus recent că reprezintă „începutul unui nou capitol” în cărțile de istorie care vor trata criza euro.

Accentul pus pe uniunea bancară arată că strategia europeană vizează însănătoșirea sistemului bancar ca parte a unui proces mai îndelungat de integrare economică și fiscală. Ingredientele esențiale pentru ca un astfel de proces să se consolideze încep să apară: în sfârșit, banca centrală poate acționa ca și creditor de ultimă instanță (e adevărat, cu unele limitări), iar uniunea bancară începe să devină o realitate, cel puțin a agendelor. Aceste două mișcări pozitive sunt premise pentru viitoare mutualizări ale datoriilor, strict necesare dacă Europa vrea să progreseze spre uniunea fiscală.

Incertitudinea și instituțiile

Pe lângă o uniune bancară și politici monetare și fiscale comune, o monedă are nevoie de creșterea productivității. Pentru aceasta, unele țări trebuie să implementeze reforme profunde.

Rămâne neclar cum va funcționa uniunea bancară (în particular, componenta încă nedefinitivă a garantării comune a depozitelor bancare) și BCE dacă aceste reforme nu apar. Așa cum arăta recent *The Economist*, și cum am susținut și eu încă din august 2011 (Croitoru, 2012, p. 88), dacă ar stopa cumpărarea de bonduri într-o țară care nu face reformele necesare, BCE ar induce panică pe piețe. Invers, dacă continuă cumpărarea, își va asuma potențiale datorii nerambursabile. Aceasta scoate în evidență nevoia de progres rapid privitor la uniunea fiscală și politică, pentru a elibera BCE de sarcina de a substitui prin politicile sale lipsa unei uniuni politice.

Crearea uniunilor (bancară, fiscală, politică) reprezintă o mare schimbare a instituțiilor existente. Aceasta afectează capacitatea noastră de a prognoza, care se bazează pe faptul că cele mai multe instituții rămân relativ stabile în viitor. Totuși, instituțiile fundamentale ale economiei de piață nu se vor schimba. În ciuda creșterii populismului, cred că instituțiile europene vor rămâne democratice, drepturile de proprietate nu se vor altera, iar domnia legii va continua. Aceasta oferă certitudinea că, pe termen lung, în Europa, concurența și inovarea vor continua să sprijine productivitatea, singura sursă reală a bunăstării.

Pe termen de 2-3 ani însă, unele instituții se vor modifica, iar unele noi vor apărea. Până vor deveni efective va trece ceva timp. De exemplu, uniunea bancară va avea nevoie, pe lângă sistemul unitar de supraveghere, și de un sistem comun de garantare a depozitelor și de un sistem integrat de management al crizelor. Deși, în final, vor fi contributori majori la refacerea încrederii, schimbările instituționale ar putea întreține, pentru o perioadă, incertitudinile.

Pentru a minimiza efectul temporar negativ al incertitudinii asupra încrederii, este nevoie ca schimbările instituționale să nu intre în conflict cu dorința naturală a oamenilor de a face alegeri economice libere. Aceasta este o condiție esențială pentru refacerea încrederii și pentru reluarea creșterii economice la niveluri relativ înalte în Europa, ceea ce se va reflecta și în creșterea economică din România. Din păcate, tendința actuală, nu numai în Europa, este ca reglementarea să fie excesivă, parcă în linie cu populismul crescând.

Capitalurile străine și fondurile europene

Un alt factor cheie în legătură cu creșterea economică îl constituie finanțarea economiei. Știm că în România nu se generează suficientă economisire pentru a finanța o creștere aproape de

potențial. Această insuficiență va fi o caracteristică pe termen lung a economiei, deoarece nu poate fi redusă decât gradual. De aceea, obținerea de finanțări externe este esențială. Ea ar putea veni din capitaluri private sau din absorbția de fonduri europene.

În legătură cu reluarea capitalurilor private, încrederea joacă un rol esențial. Dacă se reface relativ rapid, încrederea sporită s-ar putea reflecta în intrări crescute de capitaluri. Pe această rută, creșterea economică s-ar relua la ritmuri relativ înalte relativ curând. Ar putea apărea însă probleme privind acumularea de noi dezechilibre. Dacă rata efectivă de creștere economică va fi mai mare decât cea potențială, pe care criza a redus-o, atunci vor apărea presiuni inflaționiste și deficitul de cont curent s-ar putea mări. Dar această ipoteză are șanse relativ reduse în România.

În cazul în care încrederea nu se reface relativ rapid, absorbția de fonduri europene rămâne esențială pentru finanțarea noilor investiții și pentru a realiza o creștere economică mai mare. Dacă s-ar produce foarte eficient, absorbția ar adormi unele inițiative private, dar nu suntem în acest pericol. Dimpotrivă, nu e clar cum să creștem absorbția, astfel că în următorii doi ani ea ar putea rămâne insuficientă în raport cu obiectivele privind creșterea economică, așa cum a fost încă de la început.

Rolul central al BCE

O altă problemă cheie se referă la ce vor face băncile europene cu fondurile pe care astăzi le întorc la băncile centrale. Deocamdată, economiile dezvoltate se află în capcana lichidității, adică o stare în care ratele dobânzii sunt foarte scăzute, iar rata dobânzii de politică monetară este apropiată de zero. Din această capcană a lichidității nu se iese ușor. Experiența Marii Depresii din anii 30 și, mai recent, cea a Japoniei ultimilor două decenii ne arată că o “nouă normalitate” se poate instala pentru mult timp.

Consecințele sunt reflectate în creșterea economică scăzută. Aplatizarea curbelor randamentelor la niveluri joase comparativ cu nivelurile istorice nu stimulează investițiile pe termen lung. Ratele dobânzilor nominale relativ mici determina băncile să țină banii în rezervă la banca centrală și nu să extindă creditarea, ceea ce afectează creșterea economică. Deși sunt mici în termeni nominali, ratele dobânzilor rămân mari în termeni reali din cauza anticipațiilor că inflația va rămâne la niveluri foarte mici. În final, din aceste cauze, creșterea economică rămâne sub potențial, acompaniată de rate ale șomajului relativ înalte. Deocamdată aceste trăsături sunt mai degrabă caracteristice economiilor dezvoltate, dar nu văd cum prelungirea “noii normalități” nu va afecta și economiile emergente.

Ieșirea din această stare depinde de refacerea încrederii. Pe lângă progresul în construcția noilor instituții asociate cu dezvoltarea uniunilor bancare, fiscale și politice, este nevoie de acțiuni decisive ale BCE. Acestea pot fi imediate. BCE poate cumpăra cantități adecvate de bonduri suverane și de alte active de la sectorul privat, pentru o perioadă suficient de lungă. Astfel, BCE va putea produce anticipații inflaționiste, care vor duce la creșterea inflației anticipate și, astfel, la reducerea ratelor reale ale dobânzilor. În final, aceasta se va reflecta în creșterea cererii agregate și în creșterea producției, inclusiv datorită deprecierei euro, care va

spori competitivitatea zonei euro, dând timp economiilor cu probleme să inițieze măsuri structurale pentru creșterea productivității.

Este important ca programul de relaxare cantitativă să fie dimensionat corect (credibil) și să nu fie întrerupt prematur. Semnale recente arată că BCE pare hotărâtă să se angajeze în mod credibil în astfel de politici, până de curând neconvenționale. Totuși, structura politică a uniunii monetare este destul de complicată și s-ar putea să fie nevoie de multă flexibilitate pentru a fi compatibilă cu rolul central al BCE în refacerea încrederii la nivelul zonei euro și a întregii Uniuni Europene.

Concluzii

E mult mai ușor să spunem ce se va întâmpla pe termen lung și foarte lung, de 10-20 de ani. Pe un astfel de termen, având în vedere dificultățile de a prevedea greșelile de politică și interferența lor cu piața, putem presupune că economia se va îndrepta spre echilibru.

De asemenea, e foarte ușor să spunem ce se va întâmpla pe termen foarte scurt, presupunând că nu se fac schimbări majore de politici. De exemplu, este clar că în România, din cauza secetei, prețurile la alimente vor crește, împingând inflația în jur de 5 la sută la sfârșitul anului. De asemenea, este ușor de anticipat că PIB nu va crește cu mult peste zero în acest an.

Dar e dificil de spus cum va fi peste doi ani. Rămâne de văzut în cât timp construcțiile instituționale care se concep acum vor deveni operaționale și eficiente și se vor reflecta în politici mai bune și încredere mai mare. Între timp, probabil că economia va continua să aibă o creștere târâtoare.