

Daniel Daianu, 14 octombrie 2020, Prezentare la conferinta anuala a Deloitte Romania

Spatiul de actiune (*policy space*) pentru a combate Pandemia si criza economica. Consolidarea fiscala este totusi necesara!

Va multumesc pentru invitatia de a ma adresa Dvs, la conferinta anuala a Deloitte Romania, care reuneste reprezentanti ai unora dintre cele mai mari grupuri economice din Romania. In prezentarea mea ma refer la socul Pandemiei si criza economica foarte severa, reactii ale guvernelor si bancilor centrale in aceste circumstante extraordinare si, desigur, la situatia din Romania.

Fiindca ne confruntam cu o criza fara egal dupa al doilea razboi mondial, o „calamitate” cum este numita de oficiali ai FMI, este nevoie de solidaritate si responsabilitate individuala si colectiva pentru a reusi sa tinem situatia sub control, pentru a invinge acest virus.

Revenirea economiilor depinde de evolutia epidemiei. Gasirea unor tratamente si vaccinuri eficiente vor echivala cu invingerea coronavirusului, iar 2021 ar fi momentul decisiv.

1. Contextul general

Suntem intr-o faza „Post-lockdown”, nu cum afirma unii analisti ”o faza a ciclului post-pandemie”, ceea ce este apreciere incomprehensibila.

S-a intrat pe o traiectorie de urcare alerta a activitatii economice in Q3 in economia europeana, dar cu mari incertitudini; multe afaceri sunt puternic lovite si efortul de reparare va dura --Carmen Reinhart, economist sef la Banca Mondiala, vorbeste de o redresare care avand in vedere mutatii structurale profunde ar dura cativa ani¹. FMI, prin directorul general Kristalina Georgieva,

¹ Carmen Reinhart “Global economic recovery may take five years”, Speech at an OECD conference, Reuters, 17 September, 2020

vorbeste de un „ascent” dificil si uneven (inegal), cu mari dificultati in numeroase economii.² Comisia Europeana si BCE vorbesc in aceeasi termeni.

Daca pandemia este controlata vom avea o crestere probabila de cca 5% in medie in Europa in 2021³, cu mutatii structurale insa inevitabile, ce se vor vedea in anii ce vin si vor aduce noi provocari guvernelor.

Exista un efort exceptional de cercetare medicala, pentru gasirea de tratamente si vaccinuri, care este un vestitor pentru o posibila noua era in acest domeniu, in inovatii revolutionare, care in combinatie cu inteligenta artificiala pot contura o „alta normalitate” in economie si societate.

Liderii europeni sunt constienti de impletirea problematicii sanitare cu cea economica si sociala, sub spectrul amenintarii reprezentate de schimbarea de clima⁴. Avem aici explicatia pentru care in UE se recurge la un program de redresare de 750 miliarde euro, care se adauga resurselor prevazute in cadrul financiar multianual (1050 miliarde euro pentru intervalul 2012-2027). Emisiunea de obligatiuni comune pentru Planul de redresare poate fi un pas inainte major pe drumul aranjamentelor fiscale in UE. Programul SURE (social bonds) de 100 miliarde euro (Romania ar beneficia de cca 4 miliarde euro) priveste somajul tehnic, problematica sociala.

Deficite bugetare au crescut mult, iar masuri ale bancilor centrale (BCE, Fed, etc) au reintrat in atentie prin anvergura – achizitii de active financiare (QE), linii de finantare ultra-ieftine pentru sistemele bancare ce urmaresc impulsinarea creditarii (combinatie de LoLR si market-maker).

In pofida rebound-ului din Q3 si Q4, declinul economic in 2020 in zona euro va fi de cca 8% din PIB ca medie, cu diferente mari intre Nord si Sud. In Romania declinul va fi intre 4 si 5%, cu deficit bugetar in jur de 9% din PIB⁵. In 2021 va fi crestere a PIB-ului, dar atingerea nivelului pre-pandemie va fi probabil in 2022.

² Kristalina Georgieva, “The Long Ascent: Overcoming the Crisis and Building a More Resilient Economy:”, presentation at the 50th anniversary of the ISE, 6 October, 2020

³ Philip Lane, interviu Wall Street Journal, 11 October 2020

⁴ Ursula von der Leyen, ...State of the Union, 17 September, 2020.

⁵ A se vedea ultima opinie a Consiliului Fiscal privind rectificarea bugetara din august, a.c.

Economia romaneasca a inceput lupta contra covid-19 si pentru atenuarea crizei economice cu un deficit structural de peste 4% din PIB si presiuni mari pe bugetul public pe partea de cheltuieli permanente. Aici este un mare trade-off politica de combatere a crizei: cu cat sunt mai inalte cheltuielile rigide in cheltuielile totale (in venituri totale) cu atat mai mult se reduce spatiul de manevra. In plus, o economie emergenta (EME) nu poate face ceea ce face o economie dezvoltata (AE), care beneficiaza de moneda de rezerva (sau de un safe haven currency).

2. Guverne (state) sunt si, probabil, vor fi mai prezente in economie

Guvernele sunt mai prezente in economie prin interventii fiscale/bugetare si masuri de politica industrială, inclusiv de bailout. Este de prezumat ca nu putine din masurile adoptate in aceste conditii extraordinare sa continue din motive enuntate mai jos:

- ratiuni de securitate si geopolitice; nevoia de a sustine firme nationale
- competitia geopolitica: factorul China
- UE doreste mai multa „autonomie economica si geopolitica”
- „regionalizarea” unor lanturi de productie strategice
- sprijinirea mai puternica a R&D (tot considerente de securitate si geopolitice intervin); statele vor avea participatii (equity) in anumite companii (mai ales cele considerate strategice)
 - schimbarea de clima si alte pericole extreme, care reclama bugete publice mai robuste si capacitate logistica de a interveni rapid si viguros la nevoie
 - sanatatea publica si educatia ca preocupari de securitate nationala, cu reflectare in cheltuieli publice
 - vor fi introduse probabil masuri de legislatie anti-trust pentru a reglementa activitatea gigantilor din industria hightech (a comunicatiilor/online) –a se vedea audierile din Congres SUA si Parlamentul European.

- o problematice sociala complicata, nevoia de incluziune si echitate (venituri minime garantate?); situatia sociala tensionata alimenteaza extremismul si populismul;

- vor fi schimbate probabil regimuri fiscale

- cuvine cheie pentru a descrie schimbari in politici publice sunt robustetea si rezilienta; aceste cuvinte sunt valabile si pentru entitati din mediul privat

- in economiile dezvoltate exista o atitudine mai relaxata fata de datorii publice mari mizandu-se pe rate ale dobanzilor mai scazute (lower interest rates, for much longer) –o viziune a la Olivier Blanchard⁶, care pare a fi inlocuit viziunea Reinhart si Rogoff⁷. Dar aceasta atitudine are insa un bias parca ignorandu-se situatia celor mai multe economii emergente (EMEs); voi reveni asupra acestui aspect.

3. Banci centrale isi reexamineaza politicile

Banci centrale din SUA, Canada, Australia, UK, zona euro (BCE), etc au initiat in ultimii ani o reevaluare a cadrului lor de politici pornind de la lectii ale crizei financiare (Marii Recesiuni) si alte constatari privind economii dezvoltate (AEs), intre care:

- stabilitatea preturilor nu asigura automat stabilitate financiara
- aplatizarea curbei Phillips in AEs si persistenta inflatiei foarte scazute
- rata naturala a dobanzii, r^* (ce ar asigura echilibrul in economie) tot scade ajungand in AEs de la cca 2% acum doua decenii la chiar sub 0; zero lower bound (ZLB) ca impediment pentru politica monetara stimulativa
- ratarea sistematica a tinteii de inflatie poate conduce la dezancorarea asteptarilor inflationiste
- QE se “conventionalizeaza”, cum spunea recent Claudio Borio
- QE a salvat zona euro in lipsa unor aranjamente fiscale adecvate⁸

⁶ Olivier Blanchard “Public debt and low Interest rates”, Presidential Lecture, AEA, January 2019, Vo 1109, No.4, pp.1197-1229

⁷ Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff (2009), “This time is different”, Princeton, Princeton University Press

⁸ Cei care critica masurile QE ale BCE ar trebui sa raspunda la o intrebare simpla: cum ar fi fost salvata zona euro in lipsa QE, a operatiunilor speciale de dupa 2012 in conditiile in care nu se accepta integrare fiscala

- complicarea mecanismului de transmisie monetara
- ciclul financiar “lungit” reclama masuri macroprudentiale pentru evitarea de bule speculative
- shadow banking, cu riscuri sistemice in proliferare pe pietele de capital
- modelele utilizate nu surprind suficient sistemul financiar
- schimbarea de clima, in sine un risc existential, care afecteaza bilanturi ale bancilor comerciale prin expunerea fata de industrii poluante.

Fed a anuntat recent un nou cadru de politica monetara care pune accent pe “average inflation targeting”⁹. BCE lucreaza la un nou cadru de politica monetara¹⁰. Banca Canadei lucreaza de cativa ani la regandirea cadrului de politica monetara. Banca Angliei este intr-un proces similar. Intre variante de regandire a cadrului de politica monetara sunt: average inflation targeting (pentru care a optat Fed), tintirea unui nivel al preturilor (price-level targeting), mandat dual (employment-inflatiion, cum are Fed), un nivel nominal al cresterii PIB (nominal GDP growth), cresterea tintei de inflatiei.

Putem judeca in fel si chip intentiile si masuri concrete de schimbare a cadrului de politici in banci centrale din AEs. Dar nu le putem subestima intrucat aceste banci centrale dau tonul in economia globala si practicile lor de politica monetara, de curs de schimb, afecteaza puternic EMEs.

Economiile emergente, bancile lor centrale intra inalta categorie fiindca nu emit moneda de rezerva, au inflatie nu arareori inalta, pot suferi *sudden stops*, etc. Dar si cadrul de politica monetara in EMEs nu are cum sa nu sufere modificari deoarece:

- schimbarea de clima nu poate fi ignorata, mai ales in statele care fac parte din UE --BNR a intrat de altfel in reseaua FSB (Financial Stability Board) care are in vedere “ecologizarea” (inverzirea) economiilor

⁹ Board of Governors of the Federal Reserve System, “Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy, 27 August, 2020. Vezi si Richard Clarida, “The Fed’s New Monetary Policy Framework”: A Robust Evolution”, 31 August, 2020’

¹⁰ Christine Lagarde, “The Monetary Policy Strategy review: some preliminary considerations”, Speech, Frankfurt am Main, ECB, 30 September, 2020 and Philip Lane, “The ECB’s monetary policy in the pandemic: meeting the challenge”, 6 October 2020

- aplatizarea curbei Phillips se observa si in EMEs, inclusiv in Romania;
- regimul de tintire a inflatiei are in vedere masuri de control al fluxurilor financiare, volatilitatea cursului de schimb¹¹, faptul ca “price stability is not financial stability” in mod automat, ca EMEs se confrunta cu clasica forex constraint (constrangerea valutara).

4. Sunt posibile masuri neconventionale in EMEs?

Programe QE in economii emergente se cuvine sa fie utilizate cu mare precautie, intrucat prezinta riscuri majore. Trebuie avut in vedere:

- EMEs nu emit moneda de rezerva, ceea ce limiteaza autonomia politicii monetare, mai cu seama la 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 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.
- gradul de incredere de care se bucura moneda locala.
- pentru statele cu economii mai slabe, circulatia libera a capitalului poate fi un dezavantaj in momente de stress 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 (motivul pentru Initiativa Viena).

¹¹ Agustin Carstens “Exchange rates and monetary policy frameworks in emerging market economies”, Speech at LSE, May, 2019

Cele expuse arata limite ale practicarii in EMEs de QE si masuri de politica monetara ca in AEs.

5. Romania comparativ cu alte tari din CEE

Romania era singura in regiune prin dimensiunea deficitelor gemene, peste 4% din PIB fiecare in 2019.

Costul finantarii si refinantarii emisiunilor de titluri suverane este inca 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 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).

Regulile fiscale sunt suspendate in UE in 2020 si 2021 si rata naturala a dobanzii (r^*) este foarte joasa in economii dezvoltate, dar pietele discrimineaza in functie de robustetea economiilor, de capacitatea de a raspunde la socuri. In economia globala nu exista back-up-uri automate.

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). 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.

In cele mai multe state state din UE corectia bugetelor se va face mult mai usor deoarece grosul cresterii deficitelor in 2020 este one-off. Romania ar fi singura economie ce ar continua cu deficit peste 9% din PIB in lipsa unor masuri de corectie. Aceasta nu este o situatie sustenabila. Si este de repetat, cu cat am aloca mai mult la cheltuieli permanente, cu atat am avea mai putin pentru a combate efectele crizei economice, inclusiv protejarea locurilor de munca.

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, plecare 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. 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 foarte dificila.

6. Ce avem de facut?

Aveam un hop mare de trecut in 2020, al finantarii deficitelor (si refinantarea datoriei publice) -- aceasta grija pare sa fie rezolvata in larga masura.

Pentru 2021 misiunea finantarii depinde de evitarea unei greseli fatale in politica economica. Cresterea cu 40% a punctului de pensie trebuie sa fie evitata. Altminteri, am suferi o retrogradare a riscului suveran, o destabilizare a economiei.

Este posibil sa fie continuate unele masuri pentru sprijinirea economiei si in 2021, in functie de evolutia pandemiei, dar nu trebuie sa fie generale si nici nu pot fi de anvergura; este bine sa fie selective.

Corectia macroeconomica este necesara, dar nu trebuie sa fie brutala, pentru a evita sa introducem noi economia intr-o noua recesiune; se poate intinde pe perioada 2021-2023/24 avand in vedere ca avem de adus in jos un deficit de peste 9% din PIB si care contine o componenta structurala majora -- nu ca in alte state din UE unde precumpanitoare sunt cheltuieli one-off.

Corectia trebuie sa cuprinda doua componente: a/ rationalizare de cheltuieli si b/ crestere de venituri fiscale -- extinderea bazei de impozitare, o colectare mai buna. In perioada de criza trebuie evitata cresterea de impozite.

Cresterea de venituri fiscale/bugetare este necesara pentru a furniza bunuri publice esentiale societatii romanesti avand in vedere provocari mari actuale si in viitor; trebuie sa finantam mai bine sanatatea publica, educatia, sa ne protejam de schimbarea de clima, etc.

Avem o colectare a veniturilor fiscale considerabil inferioară în raport cu ceea ce s-ar putea obține (nu numai gradul foarte scăzut de eficiență la colectarea TVA, ilustrata de Eurostat). Plaja veniturilor fiscale în noile state intrate în UE în 2004 și 2007, este 30-38% din PIB (medie 34-35%), în timp ce în România nivelul este mult sub, mai puțin de 27% din PIB în 2019.

Polonia, Bulgaria sunt cazuri elocvente pentru reforma mecanismelor de colectare, creșterea bazei de impozitare, pentru informatizarea sistemului de colectare, care au adus la bugetul public puncte procentuale din PIB.

Să ne propunem să ajungem cu veniturile fiscale la cca. 30% din PIB în 3-4 ani, ceea ce ar putea duce veniturile proprii ale bugetului, ce includ venituri nefiscale, către 33% din PIB.

Lupta contra evaziunii fiscale si contra tax avoidance este obligatorie; colaborarea la nivelul UE si OCDE poate ajuta. Este nevoie de o alianta intre stat, mediul de afaceri si cetateni pentru a combate evaziunea fiscala si tax avoidance!

Este necesar ca firmele internationale sa fie impozitate acolo unde isi desfasoara operatiunile, nu unde sunt inregistrate. CDR si alte organizatii similare sa fie vocale in acest sens --ma refer la un regim fiscal corect, atunci cand cer un mediu de afaceri prietenos.

Avem nevoie de o alianta strategica intre stat, mediul de afaceri, societatea civila, pentru folosirea eficienta a banului public, a resurselor europene.

In UE este probabil sa avem noi taxe --ex: taxa pe emisie carbon si taxa digitala. Pentru a creste veniturile proprii ale bugetului UE (cum se recomanda de mai multi ani --a se vedea si Raportul Grupului Monti din 2017), pentru a reduce emisiile de carbon (o taxa Pigou).

Avem nevoie de o banca de dezvoltare, ca banca promotionala, si trebuie sa capitalizam noul statut al pietei de capital romanesti din punct de vedere al investitiilor (equity). Dar atractivitatea economiei autohtone implica corectia dezechilibrelor structurale, fie si graduala.

Private equity funds (companii de asset management/ fonduri de pensii private) ar putea juca un rol mai mare in finantare avand in vedere subcapitalizarea multor companii autohtone. Iar companii de consultanta ar putea juca un rol major in acest scop. Programul start up poate fi mai viguros.

Bancile din Romania trebuie sa faca un due dilligence mai atent, pentru a ajuta companii sa treaca peste aceasta perioada foarte grea.

7. Importanta fondurilor europene: chestiunea macroeconomica si transformai structurale (ecologizare/inverzire si digitalizare)

In 2021, 2022, 2023, este obligatoriu sa utilizam cat mai mult resurse europene pentru a sustine cererea si oferta interne agregate, prin programe de dezvoltare de anvergura. Este ceea ce am numit „chestiunea macroeconomica”¹² avand in vedere perioada in care avem de efectuat corectia macroeconomica.

De mentionat ca Planul european de redresare prevede ca cca 70% din resurse sa fie utilizate intre 2021-2022!

Bugetul UE si Planul de redresare ar insemna pentru Romania resurse investitionale de peste 4% anual excluzand subventiile agricole. Cu resursele proprii ale bugetului am putea depasi 6-7% din PIB investitii publice, la care s-ar adauga investitii private.

In 4-5 ani putem reduce mult decalajul in materie de infrastructura de baza, intre care autostrazi si cai ferate, sistemul de sanatate publica, digitizare; se poate reface sistemul de irigatii si reamenajare a teritoriului –mari proiecte in aceste domenii sunt eligibile pentru Planul european de redresare si Cadrul Financiar Multianual (MFF). Se poate dezvolta puternic agribusiness-ul, ceea ce ar conta enorm avand in vedere impactul schimbarii de clima.

¹² Daniel Daianu, “Banii europeni si chestiunea macroeconomica”, Opinii BNR, 30 iulie, 2020

Planul european de redresare, care se adauga Bugetului UE, este un “bulgare de aur” pentru economia noastra.

Sa avem o gandire pozitiva si sa privim lucrurile in perspectiva.

Va multumesc pentru atentie!

ⁱ Acest text nu angajeaza in mod necesar institutiile cu care autorul este afiliat.