

Daniel Dăianu

ECONOMIA

și

PANDEMIA

Ce urmează?

POLIROM

2021

Cuprins

<i>Cuvânt-înainte</i>	9
Introducere. Există lumină acum, deși e încă multă durere.....	11

Partea I. Economia în vremuri de pandemie

Coronavirusul, regulile fiscale și chestiunea românească.....	23
Virusul acesta este ca o ființă extraterestră pe care nu o înțelegem.....	26
De această dată este într-adevăr altfel : „efectul <i>shutdown</i> ”.....	32
Până ce nu se obține un vaccin eficace, vom avea o viață tare chinuită.....	36
Repornirea economiilor și „costurile de tranzație”.....	46
Ieșirea din „Marea închidere” și controversese ce o înconjoară.....	53
Cât de grav a fost afectată economia României de pandemie.....	59
Omenirea sub asediu.....	67
Economia României în pandemie.....	76
Insolența și aroganța unui limbaj.....	83
Spațiul de acțiune pentru a combate pandemia și criza economică.....	85
Cum merge economia României în condiții de pandemie.....	92
Economia ar putea crește cu 4,5% în 2021. Ținta de deficit este ambițioasă.....	98
Planul național de redresare și reziliență și dezvoltarea României.....	104
Responsabili și iresponsabili în pandemie.....	110

Partea a II-a. Politica monetară, leul și stabilitatea financiară

Bitcoin și fenomenul Reddit – există o explicație comună?.....	115
BNR după 1989 : dileme de început și dileme actuale.....	118
Educație financiară și responsabilitate.....	129
De ce băncile centrale își schimbă cadrul de politici.....	132
Pentru intrarea în Uniunea Bancară, rezolvarea dezechilibrelor este obligatorie!.....	143
De ce acumularea de active externe nete nu este relaxare cantitativă.....	145
Bulgaria și Croația în MCS2. România?.....	150
Auditul și o morală mai amplă.....	153

Relaxare cantitativă în economiile emergente?	156
Împrumutătorii de ultimă instanță nu sunt toți la fel	160
Ratele reale negative persistă – încotro se merge?	164
Schimbarea climatică: de ce guvernele și băncile centrale trebuie să fie din ce în ce mai preocupate.....	172
Moneda comună are nevoie de o zonă euro robustă	178
Mario Draghi nu înseamnă numai QE. Ce urmează?	180
Detronarea dolarului, treabă foarte dificilă.....	183
Din nou despre rate de politică monetară joase	186
De ce produce îngrijorare Libra?	191
Digitalizarea are impact asupra circulației banilor și asupra industriei financiare	193
De ce nu avansează Uniunea Piețelor de Capital?	197
Până la euro avem de apărut leul.....	203
Suprataxa și politica monetară: ce nu este în regulă?	206
Riscul redenominării <i>versus</i> riscul valutar.....	208

Partea a III-a. Bugetul public și stabilitatea economică

Corecția bugetului public cere rațiune și cifre chibzuite	213
Sistemul fiscal român este profund inechitabil. Cei care ne dau lecții cum să fie un regim optim mai bine ne-ar ajuta să combatem <i>profit-shifting</i> -ul masiv	216
Macroeconomia utilizării fondurilor europene: unele clarificări.....	224
Bugetele publice în vremuri de pandemie	226
Pandemia și criza economică: putem avea redresare economică și corecție a deficitului bugetar	231
Banii europeni și chestiunea macroeconomică.....	234
Suspendarea regulilor fiscale în UE nu înseamnă liber la împrumuturi. România are o problemă de finanțare.....	238
Bătălia pentru bugetul UE și România	241
Finanțarea deficitelor și pericolul nonliniarităților	244
Deficitul acut de spațiu fiscal este tot mai periculos	246
Rectificarea are loc în condițiile în care bugetul public consolidat este teribil de încordat, ca niciodată până.....	250
Un buget al zonei euro? Da, dar nu din resursele bugetului UE	255

Partea a IV-a. Către ce economie mergem?

Noul protecționism: de unde vine și încotro duce?	259
„Democrație liberală” <i>versus</i> „democrație iliberală”. De ce cresc inclinațiile autoritariste? Câteva reflecții	268
La 10 ani după „Erupție”. Încotro ne îndreptăm?	278
România în ordinea europeană (1918-2018)	282

Șocurile și piața muncii în UE : o miopie analitică	286
Pandemia, criza economică și mersul capitalismului	289
Asaltul asupra cunoașterii, a rațiunii și alunecarea spre întuneric.....	307
Democrația este pentru noi, nu în ceruri !	312
Schimbarea de climă și spectrul „civilizațiilor hidraulice”	321

Partea a V-a. Drumul spre cunoaștere

Drumul spre cunoaștere : facerea unui economist	327
<i>Index de nume proprii</i>	359

Ratele reale negative persistă – încotro se merge?*

Scăderea puternică a dobânzilor de politică monetară definește ultimul deceniu în partea dezvoltată a economiei globale. Diverse analize și dezbateri prezintă cauze structurale în această privință: demografia, mersul productivității, globalizarea, criza financiară, supraîndatorarea, distribuția veniturilor, noile tehnologii etc., care toate s-au repercutat asupra investițiilor și economisirii. În anii recenți sunt de consemnat evoluții ce mențin sau măresc incertitudinile și acutizează dilemele pentru cei care formulează politicile monetare.

De ce persistă ratele de politică monetară atât de joase în economiile dezvoltate (*nota bene*: în SUA, Fed a sistat „normalizarea” politicii monetare în a doua parte a anului 2019)? Se poate admite teza unei „rate naturale” (în accepțiunea lui Knut Wicksell¹) negative, cum este estimată în unele analize, fie și pe termen scurt? O rată naturală negativă pare să aibă iz de oximoron: ea poate fi definită drept „naturală” posibil numai ca exprimând un echilibru temporar/precar.

Ratele de politică foarte joase, chiar negative pot conduce la două conjecturi, dintr-o perspectivă de ansamblu: că operează un mijloc care poate ușura povara datoriilor, ce ar implica transfer redistributiv de resurse; totodată, că se încearcă stimularea activității economice prin cost al creditului mult diminuat.

În continuare reiau observațiile privind ratele joase de politică monetară în lumina unor evoluții din ultimii ani: mă refer și la politica monetară și mixul de politici din România.

1. Evoluții pe piețele monetare/financiare în anii din urmă

În ceea ce privește *contextul general*:

- Continuă o fragmentare a economiei globale și o deteriorare a cadrului multilateral de organizare a relațiilor economice internaționale.
- Inflația se menține la un nivel foarte scăzut în economiile avansate (în jur de 1% în zona euro și 2% în SUA) și se remarcă o rupere a relației între producție (*output gap*) și inflație – curba Phillips pare tot mai irelevantă.
- În economiile emergente din Europa Centrală și de Est inflația rămâne semnificativă (2-3%, chiar peste), ratele de creștere economică, deși în scădere, sunt multiple față

* Articol publicat pe consiliulfiscal.ro și opiniibnr.ro, 9 ianuarie 2020.

1. Knut Wicksell, *Interest and Prices*, Sentry Press, New York, 1936 (1898).

de cele din economiile vestice; inflația și costul muncii sunt mișcate și de exodul de forță de muncă, care pare să surclaseze efectul Balassa-Samuelson.

- Politicile monetare sunt utilizate drept *proxy* (autorizări) pentru devalorizări competitive.
- Tehnologiile disruptive afectează mersul inflației și perspectivele sectoarelor economice; aici este de evocat și schimbarea de climă, ce devine un risc sistemic în sine (menționată în harta riscurilor, ESRB, decembrie 2019).
- Persistența inflației și a ratelor de politică monetară foarte scăzute ar contura un „nou regim” pentru politicile monetare¹, cu limite tot mai evidente pentru aceste politici, ceea ce ar reclama utilizarea unor măsuri neconvenționale și macroprudențiale, a instrumentelor fiscale.
- Se pledează pentru reluarea activismului fiscal, revederea unor reguli fiscale în UE (care să reducă prociclicitatea unor măsuri de corecție). Dar cât de realist este un nou activism fiscal unde datoriile publice sunt mari sau în economiile cu deficite mari și ale căror monede nu sunt de rezervă?
- Băncile centrale mari (Fed și BCE) au inițiat reexaminarea cadrului (*framework*) de formulare a politicii monetare, având în vedere noul context și marile dileme.

În ceea ce privește *politicile și practicile băncilor centrale*:

- Băncile centrale mențin sau reiau programe neconvenționale (QE - achiziții de active) și pe fondul conflictelor comerciale și valutare, al deteriorării aranjamentelor și regulilor multilaterale.
- Programele neconvenționale (QE) au impact controversat în economia globală, între altele alimentând bule speculative și căutarea de randamente cu orice preț (*search for yield*) (a se vedea și „Report on Financial Stability”, FMI, octombrie 2019).
- FMI înclină să dea dreptate opiniilor ce pledează pentru controlul mișcărilor de capital care provoacă bule speculative și cresc riscurile pentru stabilitatea financiară; aceasta din urmă tinde să devină adesea un obiectiv mai important decât stabilitatea prețurilor.
- Au loc expansiunea sectorului bancar din umbră (*shadow banking*) și proliferarea de riscuri sistemice pe piețele de capital; o întrebare este cine va îndeplini funcția de împrumutător de ultimă instanță pe aceste piețe.
- Problemele de lichiditate devin tot mai preocupante și băncile centrale sunt obligate să intervină în ipostaza de *market maker* (s-a întâmplat pe piața repo din New York); aceste aspecte se manifestă mai pregnant în momente de stres, de panică pe piețe.

În *zona euro*:

- BCE menține rate de politică foarte scăzute (uneori negative) probabil și fiindcă există discrepanțe economice interne importante – între Nord și Sud (cu Italia și Grecia având datorii publice foarte mari) – și o activitate economică în încetinire vizibilă.
- Se recurge la rate de remunerare diferite pentru rezerve (*two-tiered*), ce ilustrează nevoia de a concilia obiectivele conflictuale.
- Teama de *debt deflation* (deflație) există, precum și neclarități privind gradul de capitalizare adecvată a nu puține bănci.

1. Olivier Blanchard, „Low interest rates and public debt”, Presidential Lecture, AEA annual meetings, ianuarie 2019.

- Este acută nevoia de partajare a riscurilor (*risk sharing*); lipsa unor active sigure (*safe assets*) și a unei scheme colective de garantare a depozitelor (EDIS) menține fragilitatea uniunii monetare.

2. Scăderea ratelor de politică monetară

Situația ce a stârnit numeroase discuții privește alunecarea prezumată a „ratei naturale” sub zero (să o numim „rată naturală” este totuși straniu). Să acceptăm însă că operăm în lumea unor echilibre multiple. După formula keynesistă de redresare economică, politica monetară are în vedere o presupusă rată naturală. Și, dacă aceasta din urmă ar fi negativă (dacă se admite așa ceva), iar inflația este foarte scăzută, rata de politică monetară ar fi și ea negativă. Diagramele de mai jos¹ ilustrează o asemenea situație, dar care ar corespunde mai degrabă unui „echilibru precar”. Keynes pornea de la o stare de subutilizare cronică a resurselor pentru activismul politicii monetare. Dar nu este clar dacă se gândea la o rată naturală negativă (ca și Wicksell, de altfel).

Rata naturală a dobânzii, R_n , indică preferința pentru consumul prezent în raport cu cel viitor. Cu cât rata dobânzii este mai înaltă, cu atât costul renunțării la consumul prezent (în favoarea economisirii) este mai avantajos. Cât privește investițiile, un nivel mai ridicat al ratei dobânzii (costului creditului) diminuează volumul lor. Mișcarea de-a lungul celor două curbe arată dependența economisirii și investițiilor de nivelul ratei dobânzii; o deplasare a curbelor indică modificarea preferinței pentru economisire, pentru investiții. Într-o criză majoră ambele preferințe se pot modifica în mod substanțial. Nivelul investițiilor influențează PIB-ul potențial. Dacă se fac multe investiții greșite, se creează premise pentru o criză. Figura 2 prezintă curba/linia IS (din modelele IS-LM) ce reflectă nivelul unde economisirea este egală cu investițiile la diverse niveluri ale ratei, în funcție de preferințele și expectațiile agenților economici. În aceeași diagramă, Q_n este nivelul potențial al producției, iar R_n este rata ce corespunde acestui nivel.

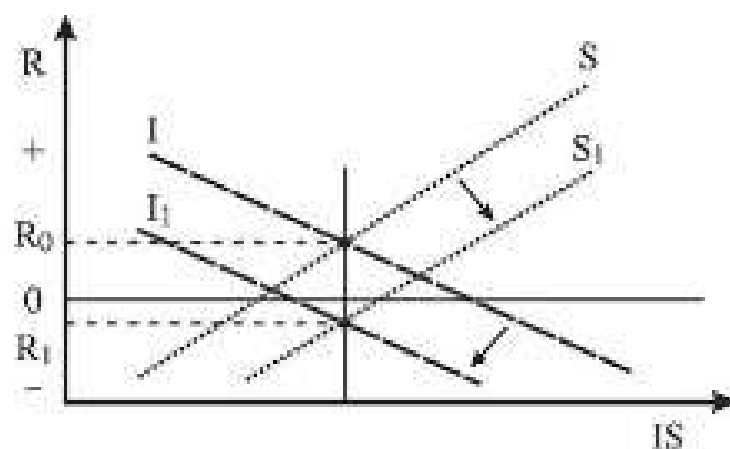


Figura 1. Investiții (I), economisire (S), rata dobânzii de echilibru

1. Daniel Dăianu, „Ce duce dobânzile reale în jos?”, opiniibnr.ro, iunie 2016.

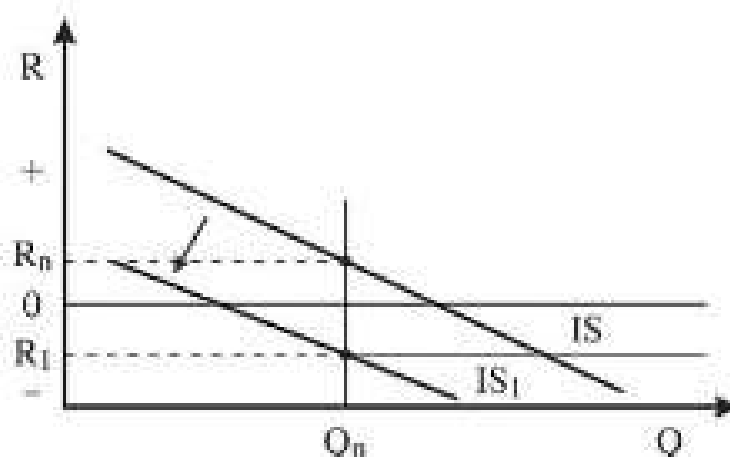


Figura 2. Curba IS și producția potențială Q_n

De ce anume depinde rata naturală a dobânzii? De înclinația (dorița) pentru investiții și de cea pentru economisire. Dacă înclinația spre economisire crește, să zicem ca urmare a evoluției demografice, a incertitudinilor etc., are loc o alunecare a curbei/liniei S spre dreapta care, alte condiții rămânând neschimbate, semnifică o scădere a ratei de echilibru a dobânzii (în figura 1, S_1); aceasta înseamnă că, pentru aceeași remunerare a capitalului, agenții sunt tentați să economisească mai mult. Altfel spus, cu un volum crescut de economisire ($S_1 > S_0$) rata de echilibru a dobânzii (R) merge în jos; mai multe investiții pot fi finanțate la acest nivel al ratei dobânzii, ceea ce poate mări producția viitoare. Dar intervine și aici problema structurii/calității investițiilor, care influențează PIB-ul potențial.

Preferințele consumatorilor, ale firmelor pot fi modificate de circumstanțe, atât în ce privește consumul/economisirea, cât și investițiile. Și curba/linia investițiilor (I) poate glisa; înclinația spre investiție poate crește sau se poate diminua. Teama de viitor, de exemplu, poate reduce propensiunea către investiții la aceeași rată așteptată a randamentului. În teama de viitor poate fi inclusă o gamă variată de factori, între care deteriorarea mediului economic, social, politic, geopolitic, tot felul de incertitudini – cum se întâmplă acum în numeroase economii. Și un cost diminuat al capitalului fix (al echipamentelor) reduce volumul investițiilor la același nivel de dobândă. Când ambele curbe glisează, se poate ajunge ca rata dobânzii, ce corespunde nivelului potențial de producție, să scadă considerabil; poate ajunge chiar sub zero (vezi R_l în figura 1).

Este de menționat din nou că e îndoielnic că se poate vedea R_l ca rată de echilibru în accepția lui Wicksell (cu inflație stabilă și nivel optim de utilizare a resurselor).

Economia americană, care, prin dimensiune și adâncime, se apropie cel mai mult de prototipul uneia închise, a cunoscut o scădere sistematică a ratelor reale în ultimele decenii¹, care ar fi ajuns de la 4-5% acum câteva decenii la aproape de zero în prezent. Și în economia globală ratele reale de echilibru au scăzut în mod constant în ultimele trei

1. Thomas Laubach, John C. Williams, „Measuring the Natural Rate of Interest”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 85, nr. 4, noiembrie 2003; Mervyn King, David Low, „Measuring the «World» Real Interest Rate”, NBER Working Paper, nr. 19887, 2014; Andrew Haldane, „How long can you go?”, discurs la Portadown Chamber of Commerce, Irlanda de Nord, 18 septembrie 2015; Lawrence Summers, „Reflections on the «New Secular Stagnation Hypothesis»”, în C. Teulings, R. Baldwin (eds.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, VoxEU e-book, CEPR Press, 2014 etc.

decenii. Pentru economia SUA există analize potrivit cărora rata reală, care ar permite o utilizare deplină a resurselor, era negativă în perioada 2012-2014¹; în acei ani șomajul era încă înalt, peste 7-8%. Dar, dacă șomajul a ajuns în economia americană în jur de 3% în 2019, se mai poate vorbi de subutilizare masivă a resurselor umane? Pentru zona euro există analize care plasează „rata naturală” sub zero după 2009².

3. Sunt de înțeles ratele naturale negative și au eficacitate ratele de politică negative?

Dacă alocarea resurselor ar fi adecvată, rata de echilibru, fie și temporară, nu ar trebui să fie sub zero. Este o judecată ce ține de bunul-simț economic. Dar, când alocarea a fost/este defectuoasă și condițiile structurale sunt nefavorabile, apare o nouă situație: se poate manifesta o subutilizare masivă și cronică de resurse, cu șomaj mare persistent și o intensitate mare a histerezisului. Asemenea condiții pot eroda nu numai valoarea resurselor existente, ci și PIB-ul potențial. De aceea, există argumente ce pledează pentru intervenție publică spre a se ieși din starea de subutilizare considerabilă a resurselor și pentru a se evita deflația (*debt deflation*). Dacă se admite această linie de argumentație (pe care s-a înscris și poziția BCE), problema de lămurit este cea a mixului de instrumente, în circumstanțe în care măsurile neconvenționale ale băncilor centrale intră în teritoriul randamentelor descrescânde și creează efecte perverse (între care noi bule speculative). Dar, la o alocare mult defectuoasă a resurselor, nu mi se pare firesc să vorbim despre o rată naturală, ci de una de echilibru precară, de un *bad equilibrium*.

O altă întrebare este dacă la rate negative nu s-ar perpetua o alocare suboptimă a resurselor³ și accentuarea efectelor distribuționale rele⁴; apropo și de discuția privind „zombificarea” unor segmente economice⁵, care ar afecta negativ mecanismul de *exit* și *entry* pe piață, selecția firmelor, procesul inovațional, accentuarea stagnării economice (seculare).

Summers consideră că ne confruntăm cu un *trade-off* între stimularea producției și stabilitatea financiară, injecțiile de bază monetară alimentând căutarea de randamente cu orice preț și noi bule speculative⁶; de aici îndemnul de a se folosi unealta fiscală mai mult. Motivul ar fi că la rate de dobândă foarte mici nu ar trebui să ne temem de deficite bugetare mai mari, spun Summers și Bradford DeLong⁷, că deficitele crescute ar fi autofinanțabile (prin multiplicator fiscal mare și creșterea PIB-ului potențial). Blanchard⁸, cu teza unui „nou regim” pentru politica monetară, bate în aceeași direcție, de activism accentuat pentru

1. Bradford DeLong, Lawrence Summers, „Fiscal Policy in a Depressed Economy”. Brookings Papers on Economic Activity, primăvara 2012; Lawrence Summers, cap. cit.
2. Claus Brand, Marcin Bielecki, Adrian Penalver, „The Natural rate of interest: Estimates, drivers and challenges for monetary policy”, BCE, decembrie 2018.
3. Claudio Borio, „The Financial cycle and macroeconomics: What have we learned?”, BIS Working Papers, nr. 395, decembrie 2012.
4. Joseph Stiglitz, „What Is Wrong with Negative Rates?”, Project Syndicate, 13 aprilie 2016.
5. Dan Andrews, Filippos Petroulakis, „Zombie firms, weak banks, and depressed restructuring in Europe”, VoxEu, 4 aprilie 2019.
6. Lawrence Summers, cap. cit.
7. Lawrence Summers, Bradford DeLong, art. cit.
8. Olivier Blanchard, art. cit.

politica bugetară. Dar este această teză valabilă peste tot? Fiindcă ce se poate face, de pildă, în economia americană (care emite principala monedă de rezervă a lumii) nu este neapărat valabil pentru economiile emergente, cu vulnerabilități inerente (între care și gradul de dolarizare/euroizare înalt). În România, deficitul bugetar în creștere, prociclic în ultimii ani, sunt un impediment evident, chiar dacă datoria publică pare încă rezonabilă.

În condițiile în care inflația este foarte scăzută, ratele de politică monetară se lovesc de *zero lower bound* (ZLB). Dacă ratele reale ar trebui să fie negative pentru a aduce nivelul producției la cel potențial (în figura 2, este Q_p), apar o dilemă și o problemă tehnică: pot și este normal să fie aduse rate de politică monetară la niveluri negative? Cum arată experiența din ultimii ani, bariera tehnică poate fi depășită până la un punct. Dilema de politică/*policy* rămâne însă, se acutizează.

Pentru economiile deschise, ce contează este raportul dintre cererea și oferta de capital în ansamblu, dintre cererea de investiții și oferta de economisire. Și această observație are temei dacă ținem cont nu numai de un *savings glut* (supraeconomisire)¹. O economie poate avea echilibru intern între economisire și investiții, dar, dacă se confruntă cu o infuzie masivă de capital, dobânzile pot scădea în mod dramatic; poate crește producția pe o perioadă peste potențial și, mai ales, se pot forma bule speculative, dacă investițiile nu sunt cele potrivite.

O mare întrebare este dacă BCE are motive să practice dobânzi negative, iar aici discuția are de considerat aspecte precum concurența valutară în economia globală, teama de *debt deflation* și încercarea de a stimula dezechimonisirea (pentru a încita consumul).

Una peste alta, nivelul real al dobânzilor este scăzut ca rezultat al raportului dintre economisire și investiții. Acțiunea băncilor centrale poate influența nivelul dobânzilor pe termen scurt; pe termen lung, acțiunea lor poate avea efect dacă ajută la scoaterea economiilor din „groapă” și dacă limitează erodarea PIB-ului potențial. Dar programele neconvenționale au efecte perverse importante.

Băncile centrale nu pot fi un factotum; sunt necesare măsuri de reformă care să se ocupe de hibe structurale din economii și care privesc demografia, educația, investițiile publice, inovația etc. Iar în euroarie este nevoie de reforme instituționale și de mecanisme care să reducă neîncrederea în funcționarea ei ca uniune monetară, este nevoie acută de active sigure (*safe assets*), de partajare a riscurilor (*risk sharing*), probabil de un buget comun.

4. Politica monetară și mixul de politici în România

Economia românească depinde de ceea ce se întâmplă în spațiul economic european, de politica monetară a BCE; ratele de politică monetară de la noi, ratele de pe piața monetară internă sunt influențate de condițiile monetare externe; avem aici o fațetă a unei dominante a condițiilor monetare externe asupra politicii monetare interne. Această dominantă derivă din caracterul deschis al economiei autohtone, din integrarea în spațiul economic al UE și de dimensiunea economiei autohtone.

Diferențialele excesive de rate de politică monetară pot induce mișcări de capital destabilizatoare și de aceea este necesară o calibrare adecvată a politicii monetare, ce are nevoie de susținerea unei politici bugetare optime. Politica bugetară nu trebuie să practice deficite mari, mai ales că leul nu este monedă de rezervă.

1. Ben Bernanke, „The Global Savings Glut and the US Current Account Deficit”, discurs la Sandridge, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 2005.