

## **Rate reale negative persistă: încotro se merge?**

Scăderea puternică a dobânzilor de politică monetară definesc 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, noi tehnologii, etc., care toate s-au repercutat asupra investițiilor și economisirii. În anii recenți sunt de consemnat evoluții ce mențin, sau măresc incertitudini și acutizează dileme pentru cei care formulează politici monetare.

De ce persistă rate de politică monetară atât de joase în economii dezvoltate (*nota bene*: în SUA, Fed-ul a sistat „normalizarea” politicii monetare în a doua parte a lui 2019)? Se poate admite teza unei „rate naturale” (în accepția lui Knut Wicksell) 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 ca „naturală” poate numai ca exprimând un echilibru temporar/precar.

Rate 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 observații privind ratele joase de politică monetară în lumina unor evoluții din ultimii ani; mă refer și la politica monetară și mix-ul de politici din România.

### **1. Evoluții pe piețe monetare/financiare în anii din urmă**

#### **În 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 economii 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 Răsărit inflația rămâne semnificativă (2-3%, chiar peste), ratele de creștere economică, deși în scădere, sunt multiplu față de cele din economii vestice; inflația și costul muncii sunt mișcate și de exodul de forță de muncă, care pare să surclaseze efectul Balassa-Samuelson;
- Politici monetare sunt utilizate drept *proxy* pentru devalorizări competitive;

---

<sup>1</sup> Opiniile sunt ale autorului și nu implică necesarmente instituțiile cu care acesta este afiliat.

- Tehnologii 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, Dec. 2019);
- Persistența inflației și a ratelor de politică monetară foarte scăzute ar contura un „nou regim” pentru politici monetare (Blanchard, 2019), cu limite tot mai evidente pentru aceste politici, ceea ce ar reclama utilizarea de 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 economii cu deficite mari și ale căror monede nu sunt de rezervă?;
- Bănci Centrale mari (Fed și ECB) au inițiat reexaminarea cadrului (*framework*) de formulare a politicii monetare având în vedere noul context și mari dileme.

#### **În ce privește politici și practici ale băncilor centrale:**

- Bănci 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 price preț (*search for yield*) (a se vedea și *Report on Financial Stability*, IMF, October 2019);
- FMI înclină să dea dreptate opiniilor ce pledează pentru controlul mișcărilor de capital care provoacă bule speculative și cresc riscuri pentru stabilitatea financiară; aceasta din urmă tinde să devină, adesea, obiectiv mai important decât stabilitatea prețurilor;
- Expansiunea sectorului bancar 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;
- Probleme de lichiditate devin tot mai preocupante și bănci 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 *stress*, 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), o activitate economică în încetinire vizibilă;
- Se recurge la rate de remunerare diferite pentru rezerve (*two-tiered*), ce ilustrează nevoia de a concilia obiective conflictuale;
- Teama de *debt deflation* există încă; sunt neclarități privind gradul de capitalizare adecvată a nu puține bănci;
- 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 rata „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 jos (vezi Dăianu, 2016) 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 el se gândea la o rată naturală negativă (ca și Wicksell de altfel).

Rata naturală a dobânzii,  $R$ , indică preferința pentru consumul prezent în raport cu cel viitor. Cu cât rata dobânzii este mai înaltă, cu atât costul renunțării la consum prezent (în favoarea economisirii) este mai avantajos. Când 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. Fig 2 prezintă curba/linia IS (din modelele IS-LM) ce reflectă nivelul unde economisirea este egală cu investițiile la diverse nivele 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.

Fig. 1: investiții (I), economisire (S), rata dobânzii de echilibru

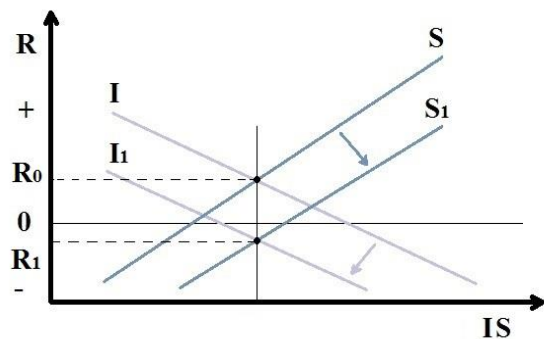
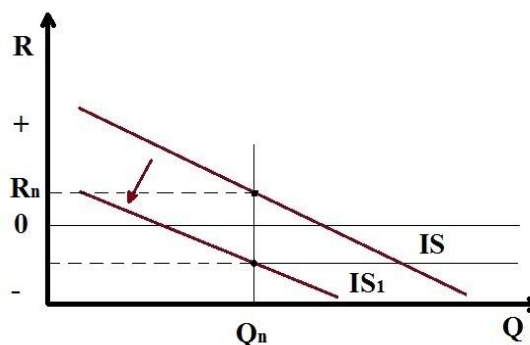


Fig 2: curba IS și producția potențială  $Q_n$



De ce depinde rata naturală a dobânzii? De înclinația (dorința) pentru investiții și 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 neschimbate, semnifică o scădere a ratei de echilibru a dobânzii (în fig 1, S1); 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, ce 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 gama 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 (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 R1 în fig.1).

Este de menționat din nou că este îndoielnic că se poate vedea R1 ca rata de echilibru în accepția lui Wicksell (cu inflație stabilă și nivel optim de utilizare a resurselor).

Economia americană, ce, prin dimensiune și adâncime, se apropie cel mai mult de prototipul unei închise, a cunoscut o scădere sistematică a ratelor reale în ultimele decenii (Williams și Laubach, 2003; King și Low, 2014; Summers, 2014; Haldane, 2015, etc), 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 decenii. Pentru economia SUA sunt analize potrivit cărora rata reală, care ar permite o utilizare deplină a resurselor, era negativă în perioada 2012-2014 (Bradford de Long și Summers, 2012; Summers, 2014); 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 de resurse umane? Pentru zona euro sunt analize care plasează „rata naturală” sub zero după 2009 (Brand, Bielecki, Penalver).

### **3. Sunt de înțeles rate naturale negative și au eficacitate rate de politică negativă?**

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 bun 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, o intensitate mare a *hysteresis*-ului. Asemenea condiții pot eroda nu numai valoarea resurselor existente, ci și PIB-ul potențial. De aceea, sunt argumente ce pledează pentru intervenție publică pentru 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 a mix-ului 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 resurselor (Borio) și accentuarea efectelor distribuționale rele (Stiglitz); apropo și de discuția privind „zombificarea” unor segmente economice (Andrews and Petrolulakis, 2019), 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 injectiile de bază monetară alimentând căutarea de randamente cu price preț și noi bule speculative (2014); de aici îndemnul de a se folosi unealta fiscală mai mult. Motivul ar fi ca la rate de dobândă foarte mici nu ar trebui să ne temem de deficite bugetare mai mari, spun Summers și Bradford de Long, că deficitele crescute ar fi auto-finanțabile (prin multiplicator fiscal mare și creșterea PIB-ului potențial). Blanchard (2019) bate cu teza unui „nou regim” pentru politica monetară în aceeași direcție, de activism accentuat pentru 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 economii emergente, cu vulnerabilități inerente (între care și grad de dolarizare/euroizare înalt). În România, deficite bugetare în creștere, prociclice, 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 R2), apar o dilema și o problemă tehnică: pot și este normal să fie aduse rate de politică monetară la nivele 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 economii deschise, ce contează este raportul între cererea și oferta de capital în ansamblu, între cererea de investiții și oferta de economisire. Și această observație are teme dacă ținem cont nu numai de un “savings glut” (Ben Bernanke). O economie poate avea echilibru intern între economisire și investiții, dar dacă se confruntă cu o infuzie masivă de capital, dobânzile pot merge în jos în mod dramatic; poate crește producția pe o perioadă de timp 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 și aici discuția are de considerat aspecte precum concurența valutară în economia globală, teama de *debt-deflation* și încercarea de a stimula dez-economisirea (pentru a incita consumul).

Una peste alta, nivelul real al dobânzilor este scăzut ca rezultat al raportului între 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 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 probleme structurale din economii și care privesc demografia, educația, investiții 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 mix-ul de politici în România**

Economia românească depinde de 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 dominanțe a condițiilor monetare externe asupra politicii monetare interne. Această dominanță derivă din caracterul deschis al economiei autohtone, din integrarea în spațiul economic al UE și dimensiunea economiei autohtone.

Diferențiale 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.

Deficitele în creștere (de buget public și de cont curent), întruchipate de deficite gemene, sunt rezultatul unei cereri interne în exces și reclamă corecții macroeconomice pe filiera bugetului public; aici apare o dominanță fiscală asupra politicii monetare interne care lesne poate fi supraîmpovărată (cum s-a întâmplat de altfel).

Economia României este singulară în regiune prin dimensiunea deficitului bugetar și a celui de cont curent; execuția bugetară arată un derapaj major în 2019 cu deficit *cash* anunțat de MFP la 4,4% din PIB (deficitul ESA probabil 3,8-3,9%) în timp ce deficitul de cont curent probabil a trecut de 5% din PIB anul trecut concomitent cu o înrăutățire a structurii finanțării sale. Polonia și Ungaria, cu care ne comparăm adesea, au balanțe externe mult mai solide. Iar Polonia a ajuns la surplus bugetar! Romania, care țintește aderarea la zona euro, arată o fractură între vorbă și faptă.

Politica monetară nu poate contracara cu eficiența deficite mari ale bugetului public. BNR nu poate compensa prociclicitatea politicii bugetare decât într-o măsură limitată; aceasta fiindcă ar putea accentua dezechilibre externe, ar fi afectată chiar stabilitatea financiară.

Deficite bugetare și de cont curent în creștere pun presiune pe piața valutară, pe leu, afectează stabilitatea monedei naționale (*nota bene*: stabilitatea leului trebuie înțeleasă în mod profund, nu în sensul imobilismului cursului de schimb)

Consolidarea bugetară este urgentă; ea trebuie să înceapă în 2020 prin aducerea deficitului bugetar cât mai aproape de 3% din PIB. Bugetul din 2020 este de cumpănă întrucât construcția sa pune jaloane pentru bugetele din 2021 și 2022; fără măsuri credibile de ajustare deficitul bugetar în 2020 s-ar duce spre 5% din PIB, iar în 2021 ar trece de 6%. Aceste cifre invită la la tot felul de scenarii rele pentru economia noastră. De aceea este necesară, între altele, regândirea pașilor/calendarului de creștere de venituri personale (inclusiv pensii) din bugetul public.

Creșterea veniturilor fiscale este absolut necesară, fiind neîntemeiată teza că așa ceva nu poate avea loc (reforme din Bulgaria și Polonia arată că se poate). Dar este imprudent ca acest deziderat să stea la baza construcției bugetului public; execuția și consolidarea bugetară efectivă pot profita însă de venituri

fiscale superioare. Noi reduceri de taxe și impozite, având în vedere încordarea teribilă a bugetului public și urgența consolidării bugetare, sunt iraționale.

Măsuri macroprudențiale (MPP) sunt necesare pentru a orienta dinamica creditului. Această aserțiune pare curioasă având în vedere ponderea creditului privat intern de cca 27% din PIB (de la peste 37% în 2008) și dinamica economică din ultimii ani. Dar să nu ometem că evoluția creșterii economice a avut ca motor principal politica veniturilor. Avem și o externalizare a finanțării în condițiile în care economia autohtonă are o structură duală – grupuri mari ce se finanțează mult din străinătate și IMM-uri care au acces dificil la finanțare și recurg masiv la credit comercial.

### Concluzii

Se pot desprinde constatări privind contextul economic din ultimii ani, politici monetare în Europa, economia românească:

- Economia globală încetinește, ceea ce rezultă din factori de natură structurală; această încetinire era evidentă încă înainte de debutul crizei financiare și economice actuale.
- Factori structurali produc schimbări în propensiunea către investiții și cea pentru economisire. Pe acest fond, ratele reale ale dobânzilor sunt în scădere.
- Dar rate de politică monetară foarte scăzute, chiar negative, pot perpetua alocarea suboptimă a resurselor; o mare întrebare este cât se poate continua cu o asemenea politică (ce pare să conducă „nicăieri”... *kick the can down the road*)
- Rate de politică monetară foarte scăzute deformează mecanismele de *entry* și *exit* pe piețe, ceea ce contribuie la o alocare defectuoasă a resurselor; este afectată negativ concurența care stimulează inovația; este de notat totuși că invenții importante au avut la origine și sprijin financiar public (experiența americană)
- „Zombificarea” unor segmente economice poate afecta inovația și câștiguri de productivitate; „stagnarea seculară” poate fi explicată și prin acest fenomen, deși cauze structurale nu trebuie să fie subestimate (R. Gordon).
- Poate noua revoluție tehnologică ajută o alocare mai bună a resurselor, care să îndrepte distorsiunile cauzate de exuberanțele și erorile din ultimele două decenii? Nu este imposibil, dar este dificil având în vedere datorii mari, un sistem financiar încă fragil și „supraponderal” (*oversized*), evenimente extreme și incertitudini; intervine și impactul schimbărilor de climă care apare ca un risc sistemic în sine.
- Băncile au de înfruntat șocul din partea unor entități nebancale ce oferă servicii financiare.
- Blanchard vorbește de un nou „normal” pentru politica monetară având în vedere condiții structurale în economia globală, care ar ține ratele de politică foarte scăzute.
- Pledoaria pentru un nou activism fiscal nu este însă realistă pentru economii supraîndatorate, sau care au deficite bugetare și externe considerabile.
- România nu este în situația care să îi permită activism fiscal și relaxarea politicii monetare; sunt necesare corecții macroeconomice, în principal prin bugetul public.

Condițiile din economia mondială sunt extrem de neobișnuite, ceea ce produce incertitudini mari și dileme aparent insurmontabile. Factorii de decizie dintr-o economie emergentă, ca cea a României, trebuie să fie prudenți în politica macroeconomică, să nu tolereze deficite mari, să aibă grijă permanentă pentru o finanțare neproblematică a balanței de plăți și câștiguri de productivitate (competitivitate), să beneficieze de rezerve (buffere).

Ps. Nu ar trebui, cred, să spunem *rata naturală* pentru situații de subutilizare cronică a resurselor, ci rata de echilibru temporar/precar.

### Referințe

- Andrew, Haldane, 2015, "How long can it go?", speech at Portdown Chamber of Commerce, Northern Ireland, 18 September
- Andrews Dan and Filipos Petroulakis, 2019, "Zombie firms, weak banks, and depressed restructuring in Europe", Voxeu, 4 April
- Bernanke, Ben, (2005), "The Global Savings Glut and the US Current Account Deficit" Sandridge lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia
- Brand, C., M. Bielecki, A. Penalver, 2018, „The Natural rate of Interest: estimates, drivers and challenges for monetary policy”, ECB
- Blanchard, Olivier, 2019, "Low interest rates and public debt...", Presidential Lecture, AEA annual meetings, January
- Borio, Claudio, 2014, "The Financial Cycle and macroeconomics: what have we learned", BIS Working Papers, no.395
- Daianu, Daniel, 2016, "Ce duce dobanzile reale in jos?", Blog BNR, iunie
- De Long, Bradford and Larry Summers, 2012, "Fiscal policy in a Depressed Economy", Brookings Papers on Economic Activity, Spring
- Gordon, Robert J (2014), "The demise of US economic growth: restatement, rebuttal and reflections", NBER Working Paper, No. 19895
- King, Mervyn and David Low, 2014, "Measuring the "world real interest rate"", NBER, Working Paper No.19887
- Laubach, Thomas and John Willams, 2003, "Measuring the Natural Rate of Interest", The Review of Economics and Statistics, 85(4), November
- Rachel, Lukasz and Smith, Thomas, 2015, "Secular drivers of the global interest rate", Bank of England, Staff Working Paper No. 571
- Stiglitz, Joseph, 2016, "What is wrong with negative interest rates?", Project Syndicate, 13 April
- Summers, Larry, 2014, "Reflections on the New secular Stagnation Hypothesis", in C. Teulings and R. Baldwin (eds), "Secular stagnation: facts, causes and cures", VoxEU.org eBook, CERP Press
- Summers, Larry, 2016, "The Age of Secular Stagnation", Foreign Affairs, March/April
- Wicksell, Knut, 1898 ("Interest and Prices", 1936)