

## Opinii divergente

### Potențialele efecte ale politicilor monetare neconvenționale pe piețele financiare nebancaare.

#### ARGUMENTE PRO

**Dr. Adrian T. Mitroi,**

*Asociația CFA România*

*Institutul de Studii Financiare*

*Academia de Studii Economice din București*

1. BCE este bine intenționată și poziționată pentru a susține indefinit lichiditatea pieței obligațiunilor suverane și corporative, mai ales în contextul incert al consecințelor Brexit. Extinderea programului la achiziția de obligațiuni corporative pune și va menține presiune pe randamente scăzute de finanțare a corporațiilor europene, iar astfel piața de obligațiuni are suport de lichiditate și de interes pentru tranzacționare. Randamente corporative mai mici înseamnă credite mai ieftine pentru creșterea afacerilor. Efectul înclină favorabil panta temporală a riscului, cu o repoziționare naturală a randamentelor la risc mai mari ce trebuie să corespundă scadențelor mai îndepărtate.

2. Deși se poate contraargumenta împotriva modului în care BCE alege, fără inserție de hazard moral, sectoarele și companiile ale căror obligațiuni dorește să le achiziționeze, politica monetară poate fi în schimb bine direcționată exact pe acele sectoare cu cea mai mare nevoie de suport, temporar, monetar. Achiziția de obligațiuni este echivalentă cu acordarea de credite, proces care poate substitui parțial lipsa (probabil firească) interesului băncilor comerciale de a finanța economia reală.

3. Obligațiunile băncilor comerciale nu sunt incluse în programul de achiziție ale BCE (deși, probabil acestea s-ar putea folosi foarte bine de facilitățile oferite, mai ales în condițiile dificile post Brexit). Alternativa pentru bănci este să emită, în consecință, obligațiuni cu randament mai înalt, atractive deci pentru investitorii în căutare de randament și deci dispuși la mai mult risc. Un beneficiu asemănător se poate îndrepta și către firmele mai mici, pentru care accesul la piața de bonduri nu este întotdeauna facil, dar care sunt dispuse totuși de a se finanța la randamente mai ridicate, ce sunt favorabile investitorilor. Astfel, obligațiunile emise de statele europene în dezvoltare (România), care oferă investitorilor dobânzi mai bune (cel puțin ușor pozitive), devin, în urmă programului, mai atractive, prin randamentele superioare la profil de risc acceptabile.

4. În cele 18 luni de la începutul programului de achiziție de titluri, BCE a cumpărat din piața titluri suverane în valoare de peste 1.000 miliarde de euro. Se speră, că în cele din urmă, să apară astfel și consecința naturală a programului de injecții monetare – cea a unei inflații sănătoase. În ultimii 2 ani, inflația în zonă euro a staționat sub 2%. Economia are nevoie de această inflație benignă pentru a compensa parțial creșterea economică insuficientă, cuplată cu acumularea iar nu reducerea datoriei. Cele două efecte mai puțin favorabile pot fi compensate parțial prin inflație sănătoasă, care să constituie

întru-un fel un substitut minimal pentru rentabilitatea capitalului investit cu risc, care este deocamdată puțin sau deloc recompensat cu randament investițional.

5. Probabil, s-ar putea ca BCE să abordeze în politică susținută de relaxare cantitativă și achiziția de instrumente de securitizare corespondente cardurilor de credit și altor credite de consum. Această schemă ar putea evita elegant finanțarea directă de către banca centrală doar a intermediarilor bancari, al căror interes este evident însănătoșirea propriilor bilanțuri și doar apoi pentru extinderea (fracționară și aceasta) cu risc a creditului spre economia reală generatoare de joburi. Acest rezultat al dobânzilor foarte mici este ca un impozit suplimentar aplicat băncilor, acestea neputând să transfere integral clienților profitabilitatea în scădere rezultată din volum mai mic al operațiunilor dar și din nivel foarte scăzut al dobânzilor. Astfel, o parte din efectul favorabil al politicii monetare s-ar transmite direct și consumatorilor.

6. Acumularea limitată de capital investițional din țările dezvoltate are consecința financiară imediată a scăderii productivității structurale a acestor economii, dar și a reducerii diferențelor de capital acumulat, aspect în favoarea economiilor în dezvoltare. Cum viteza de circulație a banilor este în scădere structurală pentru mai toate economiile lumii, politica monetară hiper-expansionistă induce și efectul pozitiv al unor mișcări de capital mai puțin volatile și deci un preț mai mic al riscului de volatilitate.

7. Politicile monetare ultra acomodative se pot echivala cu o scădere de taxe prin expansiune monetară; astfel, supra-alimentarea monetară a făcut loc și politicilor fiscale stimulative, deci a dus la un efect compus favorabil al celor două politici. Cele două scăderi de taxe și impozite au fost posibile, în primul rând, datorită dobânzilor monetare foarte mici dar și lichidităților abundente susținute de toate băncile centrale.

8. Determinarea pentru obținerea și menținerea unui nivel minim necesar de inflație prin programul de expansiune monetară al BCE (în sume semnificativ mai mari decât programele similare al FED sau Banca Japoniei sau a Marii Britanii) s-a manifestat în mod relativ favorabil pentru economia reală prin menținerea tendinței de apreciere a euro față de dolar și de yen, monedă comună fiind astfel de ajutor suplimentar importului de creștere economică atât de necesară Europei dar și exportului de încetinire economică. Economia financiară, deocamdată, nu creează joburi în măsura în care o face economia reală- cea care are cea mai mare nevoie acum de stimuli monetari și fiscali. Pentru economia României, un leu stabil față de un euro cu tendința de apreciere (ce se dorește cât mai estompată de către BCE), este de folos mai ales părții reale a economiei naționale.

9. Dobânzile nominale mici și reale negative, atât pe termen scurt dar și mediu și lung se reprezintă favorabil în rate mai mici de actualizare a fluxurilor financiare viitoare care duc la o valoare prezentă mai mare a acestor fluxuri de cash-flow estimate. Astfel, prin efectul de avere, valoarea percepută a activelor financiare dar și a celor reale este mai mare iar capitalul individual al investitorului sau al consumatorului apare mai solid, solvabilitatea financiară crește și deci capacitatea de a folosi oportunitatea de refinanțare a creditelor la aceste dobânzi este mai favorabilă.

10. Dobânzile mici dar și lichiditatea abundentă susținute de băncile centrale ajută și la continuarea procesului de dez-intermediere financiară, de realocare a capitalului spre alte oportunități mai atrăgătoare noului ciclu economic, pentru achiziționarea de risc favorabil prin investiții noi. Deficitul global de randament investițional al piețelor financiare va pune presiune pe căutarea capitalistă a oportunităților noi de plasamente, de alocare la risc pentru capitalul disponibil creat monetar de către împrumutătorul dar și investitorul de ultimă instanță – banca centrală.

## ARGUMENTE CONTRA

**Dr. Iulian Panait,***Autoritatea de Supraveghere Financiară din România  
Institutul de Studii Financiare*

1. Din nefericire, în pofida programului de cumpărare de active pus în aplicare de BCE, până în prezent piețele și indicatorii economici europeni nu prezintă semnele unei creșteri clare și semnificative a activității economice, a ocupării forței de muncă, a inflației și a ratelor de dobândă. De aceea, principalul aspect negativ al pachetului de stimulare monetară lansat de către BCE este că, cel puțin până în prezent, nu a reușit să stimuleze creșterea economică și inflația, având doar efectul de reducere a randamentelor până aproape de zero sau mai jos.

2. Pe lângă faptul că descurajează consumul individual, randamentele scăzute înregistrate în țările dezvoltate din Europa au deja un impact negativ asupra performanțelor financiare pe termen lung obținute de investitorii instituționali cu profil de risc redus, precum companiile de asigurări de viață, fondurile de pensii private, fondurile de obligațiuni și majoritatea fondurilor de piață monetară etc.

3. Pentru că profiturile obținute prin intermediul produselor de asigurări de viață, fonduri de investiții și pensii private sunt în scădere în ultimii ani, are loc o reducere a apetitului pentru economii/investiții pe termen lung.

4. Factorii descriși mai sus afectează negativ și rata viitoare de înlocuire dintre venitul realizat în timpul vieții active și venitul din pensii.

5. Având în vedere trendul descendent al randamentelor pentru titlurile de stat cu rating de credit ridicat, toate categoriile de investitori au devenit mai interesați să obțină randamente mai mari, care însă sunt de regulă asociate activelor considerate a fi mai riscante.

6. Proliferarea comportamentelor de tip “*search for yield*” constituie o îngrijorare reală mai ales atunci când ele sunt adoptate de companiile asigurărilor de viață, de fondurile de pensii private, fondurile de obligațiuni și alte vehicule de investiții care în mod normal ar trebui să păstreze un profil de risc redus.

7. Ratele de discount extrem de mici afectează profitabilitatea și solvabilitatea companiilor de asigurări de viață, care de obicei au obligații pe termen foarte lung față de clienți dar pentru care instrumentele de investiții disponibile au de regulă scadențe mult mai reduse. Din acest motiv, atunci când are loc actualizarea la un nivel mai redus al ratelor de dobândă, valoarea estimată din prezent a obligațiilor viitoare crește într-un ritm mult mai rapid în comparație cu valoarea de piață a activelor, creând un decalaj negativ care pune presiune asupra profitabilității și solvabilității activității societăților de asigurări de viață.

8. Același efect ca mai sus, dar pentru argumente diferite, s-a dovedit în timp și asupra băncilor și fondurilor de pensii administrat privat ce funcționează după modelul beneficiilor definite.

9. Programul de relaxare cantitativă a creat o vulnerabilitate față de o posibilă revenire prea bruscă la normal a curbelor de dobândă. De-a lungul timpului s-a dovedit că piețele reacționează mult mai rapid decât băncile centrale la schimbările structurale care au

avut loc în mediul economic. Având în vedere faptul că majoritatea investitorilor financiari dețin în portofoliul lor titluri de stat suverane care sunt în general evaluate prin marcare la piață la niveluri de preț ne sustenabile pe termen lung, poate conduce în viitor la pierderi uriașe pe termen scurt pentru bănci, fonduri de investiții și fonduri de pensii cu contribuții definite în cazul unei creșteri bruște și considerabile a randamentelor.

10. Lichiditatea de piață pentru majoritatea instrumentelor financiare a devenit o preocupare reală în ultima perioadă. În acest context, amplul program de cumpărare de active al BCE a amplificat scăderea lichidității pentru unele instrumente financiar ce sunt în mod tradițional utilizate drept colateral. Aceasta se adaugă problemelor deja existente ca urmare a diminuării ofertei de astfel de instrumente și limitarea posibilității de reutilizare a lor pentru a constitui colateral.