

## Analiza Euler Hermes | Se joca țările emergente cu focul?



**Pandemia generata de virusul Covid-19 a marcat un punct de cotitura pentru politicile monetare „neconvenționale” de pe piețele emergente, dintre care multe s-au angajat în programe de cumparare a obligațiunilor de stat pentru a aborda sincopetele pieței și a relaxa condițiile de politica monetara pe termen scurt. Cu toate acestea, în viitor, sustenabilitatea datoriei și inflația reprezinta cele mai mari riscuri, în special pentru Brazilia, Costa Rica, India, Turcia și Ungaria.**

Întrucât pandemia a dus la crearea unei stari de panica în rândul investitorilor în martie 2020, piețele emergente au înregistrat ieșiri nete de capital fara precedent (-84 miliarde de dolari, cu excepția Chinei), provocând salturi dramatice ale randamentelor obligațiunilor de stat. În acest context, 16 banci centrale ale piețelor emergente au anunțat ca sunt gata sa se angajeze în achiziții de obligațiuni de stat, daca este necesar. Treisprezece dintre acestea au început deja o astfel de relaxare cantitativa (QE, a se vedea figura 4), în loc sa diminueze ratele dobânzilor de politica monetara care erau în mare parte cu mult peste limita inferioara efectiva. Ca urmare a acestor programe de cumparare a obligațiunilor, randamentele obligațiunilor publice pe termen lung din eșantionul nostru de pietee emergente au scazut în medie cu -48 puncte procentuale la sfârșitul lunii aprilie comparativ cu sfârșitul lunii martie (fața de o creștere medie cu + 69 pp între sfârșitul anului 2019 și sfârșitul lunii martie 2020). Relaxarea politicilor monetare locale a reprezentat un alt succes pe termen scurt al Relaxarii Cantitative, dupa cum demonstreaza proprii nostri indici de impuls monetar (a se vedea Figura 1). Mai exact, indicii au atins cel mai înalt nivel fața de cel puțin 2009 (sau s-au apropiat de record) în 12 din cele 16 țari pe care le analizam. Între timp, deprecierea monedelor locale a fost limitata, cu excepția câtorva state.

În ciuda beneficiilor pe termen scurt, în cazul permanentizarii masurilor de relaxare cantitativa din piețele emergente, ele ar putea provoca probleme serioase pe termen mediu și lung, cum ar fi creșterea inflației și dificultati în achitarea datoriilor. Achizițiile sistematice de obligațiuni pe o perioada lunga de timp de catre o banca centrala pot face loc monetizarii datoriilor și pot pune în pericol credibilitatea politica monetare . Daca relaxarea cantitativa implica injectari masive de lichiditate din partea bancii centrale, aceasta acțiune poate crea inflație și, de asemenea, poate destabiliza cursul de schimb. În acest caz, relaxare cantitativa ar putea genera probleme mai mari, punând în pericol serviciul datoriei și structura bilanțiera a sectorului privat.

**Lipsa unui cadru clar privind dimensiunea și durata programelor existente și viitoare de relaxare**

**cantitativa ar putea constitui un motiv de îngrijorare.** În timp ce toate bancile centrale din cele 16 piețe emergente analizate în acest studiu au declarat obiective rezonabile pentru programele lor de cumpărare de obligațiuni, (în principal oferirea de lichidități și asigurarea unei funcționari normale a piețelor naționale de obligațiuni de stat) majoritatea nu au declarat o suma maxima pe care intenționează să o aloce și nici un interval exact de timp pentru desfășurarea lor. Prin urmare, exista riscul ca programele de relaxare cantitativa să nu fie reduse odată ce obiectivele au fost atinse în mod durabil. Pentru aceste țări ar putea exista, de asemenea, tentative de a-și ușura povara datoriilor în moneda locală prin inflație. În acest context, programele din Indonezia și Polonia au generat o anumită îngrijorare cu privire la faptul ca bancile centrale ar putea efectiv să monetizeze datoria de stat dincolo de limitele adecvate. Bancile au achiziționat obligațiuni de stat în valoare de 6,8% și 4,6% din PIB din martie până în august, respectiv, cel mai mare raport dintre cele 16 state în dezvoltare analizate. Banca Centrală din Indonezia este până în prezent singura care a efectuat achiziții direct de pe piața primară, un pas considerat în mod normal „tabu”, deși piețele au fost indulgente până acum. În ceea ce privește Polonia, în cazul în care ritmul actual al achizițiilor va continua până la finalul anului 2020, exista îngrijorări ca banca centrală ar ajunge să finanțeze astfel aproape tot deficitul fiscal din acest an, estimat la aproximativ -8% din PIB.

**”În ceea ce privește România, deși se afla în jumătatea favorabilă a topului referitor la potențialul de a continua implementarea relaxării cantitative „prinde” locurile 6 și 5 în topul riscului de sustenabilitate al datoriei, respectiv al inflației.** Factorii cu impactul cel mai sever în clasificarea de mai sus vizează nu doar nivelul datoriei publice cât și procentul ridicat al datoriei publice externe în total datorii. De asemenea, eficacitatea relativ redusă a Guvernului de a impune necesarele reforme fiscale (ținând cont și de contextul anului electoral și al lipsei de susținere din Parlament) și creșterea componentei M2 a masei monetare prin corelația ridicată cu inflația viitoare reprezintă alți factori importanți cu impact sever. În ultima instanță, aspectele primordiale în materie de vulnerabilitate rămân deficitul „gemene” (al balanței comerciale, respectiv bugetar). În lipsa unor măsuri de ajustare a cheltuielilor, reglarea dezechilibrelor se va concretiza la nivelul cursului de schimb - recenta depreciere a leului nefiind întâmplătoare – și al inflației. Nu în ultimul rând, efectele s-ar putea regăsi și într-o posibilă declasare a rating-ului de țară, ce ar afecta negativ capacitatea de finanțare a datoriilor, încrederea investitorilor în economie și numărul insolvențelor în rândul companiilor”, a declarat *Mihai Chipirliu, CFA, Risk Director Romania*

**Ce piețe emergente care urmaresc masurile de relaxare cantitativa se confrunta cu cel mai mare risc de susținere a datoriei?** Constatăm ca Brazilia, Costa Rica, India, Columbia și Croația prezintă cel mai mare risc de creștere a datoriei. Brazilia obține cel mai slab loc în scorul nostru de risc din cauza datoriei sale publice foarte ridicate și a datoriei guvernamentale preluate de Banca Centrală. În același timp, nivelul scăzut al eficacității guvernului sugerează o probabilitate scăzută de trecere la reforme fiscale pentru îmbunătățirea situației (a se vedea figura 5 din anexa pentru detalii despre scor). Costa Rica se situează pe locul al doilea ca risc, din cauza nivelului crescut al dobânzilor de plată și a celei mai mari creșteri a spread-ului anualizat al obligațiunilor (+ 357bps). Cu toate acestea, achizițiile de obligațiuni din Costa Rica, precum și cele din Columbia și India, au fost până acum moderate. Doar Banca Centrală a Croației a cumpărat din martie obligațiuni de stat în valoare de 4,2% din PIB și, prin urmare, va sta sub o analiză mai atentă în perioada următoare. În același timp, Polonia, care a cumpărat mai mult decât Croația, are o poziție mai bună în analiza noastră, datorită nivelului scăzut al dobânzilor de plată (3,7% din veniturile fiscale) și a unui guvern relativ eficient. Indonezia nu se numără printre cele mai riscante cinci piețe datorită datoriei publice totale relativ reduse (37% din PIB). Africa de Sud, care în mod normal prezintă riscuri în ceea ce privește serviciul datoriei, deține o poziție medie întrucât datoria publică ridicată (78% din PIB) este echilibrată de ponderea redusă (dar în creștere rapidă) a datoriei externe (11% din total).

**Ce piețe emergente care urmaresc relaxarea cantitativa se confrunta cu cel mai mare risc inflaționist?**

Turcia, Ungaria, Cehia, Polonia și România prezintă cel mai mare risc de depășire a țintei de inflație. Scorul nostru de risc inflaționist semnalează ca Turcia se confruntă în mod cert cu cel mai mare risc deoarece este singura țară cu o rată a inflației de două cifre (11,8% în iulie 2020 comparativ cu iulie 2019), în timp ce dobânda de politică monetară pare să fie prea mică (8,25%). Mai mult, creșterea masei monetare M2, corelată în proporție de 79% cu

inflația viitoare, a crescut cu + 44% de la un an la altul în iulie, de departe cel mai mare ritm dintre cele 16 țări analizate (a se vedea Figura 5 din anexa pentru detalii despre scor). Cele patru țări central europene care se alătură Turciei în top 5 cele mai riscante piețe din punct de vedere al presiunilor inflaționiste au, de asemenea, dobânzi reale de politica monetară (ajustate la inflație) semnificativ negative, în timp ce inflația anuală a crescut în ultimele luni atingând targetul inflaționist al bancilor centrale respective. India, care se clasează pe locul 6, a înregistrat o rată crescândă a inflației de 6,9% an / an în iulie și are, de asemenea, o rată reală negativă a dobânzii de politica monetară, dar o dependență moderată de importurile de bunuri esențiale și o legătură slabă între masa monetară M2 și creșterea prețurilor.

Sustenabilitatea datoriei și inflația sunt interconectate deoarece monetizarea datoriilor crește povara datoriei publice și crește riscul de inflație. Privind riscurile combinate, analiza noastră identifică Turcia, Ungaria, România și India drept cele mai riscante piețe emergente care au implementat programe de relaxare cantitativă pe parcursul pandemiei COVID-19 și în timpul crizei (vezi Figura 2). Pentru a închide Cutia Pandorei înainte ca lucrurile să scape de sub control, aceste politici ar trebui să fie practicate temporar și într-un cadru bine definit.

Mai mult, fără un angajament fiscal puternic, răgazul oferit pe termen scurt piețelor de datorii prin relaxare cantitativă poate deveni contraproductiv prin descurajarea investitorilor internaționali pe termen mediu. Dacă relaxare cantitativă se desfășoară fără un cadru de timp și dimensiune definite, este posibil să crească pe termen mediu costul împrumutului guvernamental. De fapt, pe fondul preocupărilor crescânde privind inflația și sustenabilitatea datoriilor, investitorii ar putea solicita prime de risc mai mari pentru noile emisiuni de datorii în moneda locală. Acest apetit de risc scăzut ar putea fi problematic pentru piețele emergente care trebuie să refinanțeze datorii scadente în următorii ani. Figura 3 arată faptul că guvernele din Brazilia, Thailanda, India, Turcia, Indonezia și Malaezia vor raporta fiecare peste 50 miliarde USD de datorie publică până la sfârșitul anului 2022. În plus, Rezerva Federală este de așteptat să își normalizeze politica monetară începând cu 2022. Acest lucru poate adăuga o presiune suplimentară la costul împrumutului pentru țările care derulează politici de relaxare cantitativă fără a realiza eforturi credibile de consolidare fiscală.