

# **Confuzii, puzzles/dileme, provocari**

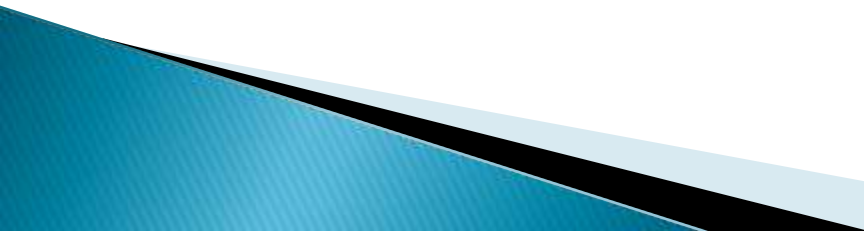
**Daniel Daianu**

**Bucuresti, 24 iulie 2015**



# Contextul general

## Mari incertitudini

- ▶ Creștere economică lentă în Europa (stagnare seculară/debt-overhang/ciclul financiar?)
  - ▶ Euroaria are probleme majore în continuare, ce tin nu numai de Grecia
  - ▶ *Policy space* este esențial...
  - ▶ Ratele dobânzilor pe piețele externe sunt înșelătoare (QEs);
  - ▶ Competiția cu alte EMs
- 


# Romania: privire macro

- ▶ Corectia unor mari dezechilibre (buget si conturi externe) dupa 2009
- ▶ Datorie publica triplata dar inca la un nivel rezonabil (in jur de 40% din PIB)
- ▶ Debt overhang (subcapitalizare)/privat?
- ▶ Indatorarea externa totala s-a diminuat (fata de 2008) --dezintermediere financiara
- ▶ Scaderea investitiilor, de la cca 33% in 2008 la 24% in 2013
- ▶ Euroizare in scadere

# 1. Confuzii/deficit de analiza

- ▶ Cresterea economica si veniturile bugetare: **influenta ciclului, socurile adverse...**
- ▶ Adoptarea euro: convergenta nominala vs. convergenta OCA (structurala);
- ▶ Subestimarea euroizarii
- ▶ Cresterea economica si stabilitatea (stabilitate financiara);
- ▶ crestere economica si distributia veniturilor: trickle down vs. crestere inclusiva
- ▶ taxele si economia: consum vs. investitii

## 2. Puzzles / Dileme

- ▶ Ciclul economic si financiar in Romania
  - ▶ Poate fi reluat catch up? Cu ce ritm?
  - ▶ Crestere si indatorare
  - ▶ Crestere fara finantare (creditare)/creditless recovery?
  - ▶ Crestere fara investitii (investmentless recovery)?
  - ▶ Cresterea economica si deficitele externe
- 

## 2.0 Ciclul economic si financiar in Romania

- ▶ Economiiile mici graviteaza in jurul celor mari;
- ▶ **Ciclul economic din Romania legat de cel European (boom and bust) –ciclul financiar (BIS)**
- ▶ Este cresterea economica, probabil 4,5% in 2014, peste potential?
- ▶ Cresterea din 2005–2008 peste potential: deficite bugetare structurale mari si deficite externe de doua cifre (medie 12% intre 2007–2008)
- ▶ Criza a redus cresterea potentiala in Europa (OECD,CE); cauze structurale (demografie, tech)
- ▶ 2,5–3% ar fi, in medie, rata de crestere potentiala in EEMs (cca. 1,5–2% in economii mature)

## 2.0 Cresterea potentiala

- ▶ **Repere inselatoare: dezinflatie/deflatie; deficit extern mic; rate dobanzi foarte mici**
- ▶ **Situatia este neobisnuita/anormala in Europa**
- ▶ Soc dezinflationist (TVA) si import de dezinflatie in anii trecuti, etc
- ▶ Scadere de rate de dobanda peste tot (plus QEs): frica de deflatie (debt deflation)
- ▶ Recuperare vs. crestere economica: exporturi si consum au miscat economia in 2012-14
- ▶ Magia lui 5% (reluare catch up)

# 2.0 Cresterea potentiala

- ▶ Daca 5,5–6% era rata cresterii sustenabile precriza, este plauzibil ca un 3% sa fie apropiat de rata potentiala acum
- ▶ 4,5% este probabil peste potential, desi sub “magicul 5%
- ▶ Economia a recuperat cu un stoc de investitii diminuat (corectie de supraindatorare si misalocare de resurse)
- ▶ **Are sens sa stimulam cresterea in asemenea conditii? Sau are sens sa ajutam potentialul de crestere (investitii)?**
- ▶ Ca potentialul de crestere sa creasca este nevoie de investitii publice si private mai mari
- ▶ **Echilibre multiple:** a/taiem investitii/cheltuieli publice + relaxare fiscala pentru a avea un deficit mic vs. b/ asigur un efort investitional adecvat (bunuri publice care atrag investitii private -infrastructura de baza) = consum vs. investitii ...



# 2.0 Ciclul economic si financiar

- ▶
- ▶ **Daca admitem ciclul financiar si perioade de avant si prabusire politicile contra-ciclice au sens**
- ▶ Politica monetara nu este suficienta pentru a preveni incingerea economiei: politici macroprdentiale plus politici fiscale adecvate
- ▶ **Praguri critice pentru datoria publica** cand cresterea potentiala este mica si inflatia scazuta (Euroarie: 60%; EEMs: 45–50%); atentie la deficite...
- ▶ Pietele se pot intoarce impotriva urat (marje de risc)

# 2.1 Indatorare si crestere

- ▶ **economiile avansate din UE au datorii publice si private considerabil mai mari decat tarile din Europa centrala si de Rasarit (CEE). Dupa Eurostat si raportand datorii la PIB, Germania avea in 2012 datoria publica si cea a sectorului privat (fara institutii financiare) de 81% si respectiv 107% ; Olanda de 71,3% si respectiv 219% (!!); Marea Britanie de 89% si respectiv 178%; Italia de 127% si, respectiv, 126,4%. In acelasi an, cifrele corespondente in Polonia au fost de 55,6% si respectiv 74,8%; in Slovacia de 52,7% si respectiv 73%; in Cehia de 46,2% si respectiv 72,4%, in Romania de 38% si respectiv 73%.**
- ▶ **De ce creditarea nu merge in CEE?**

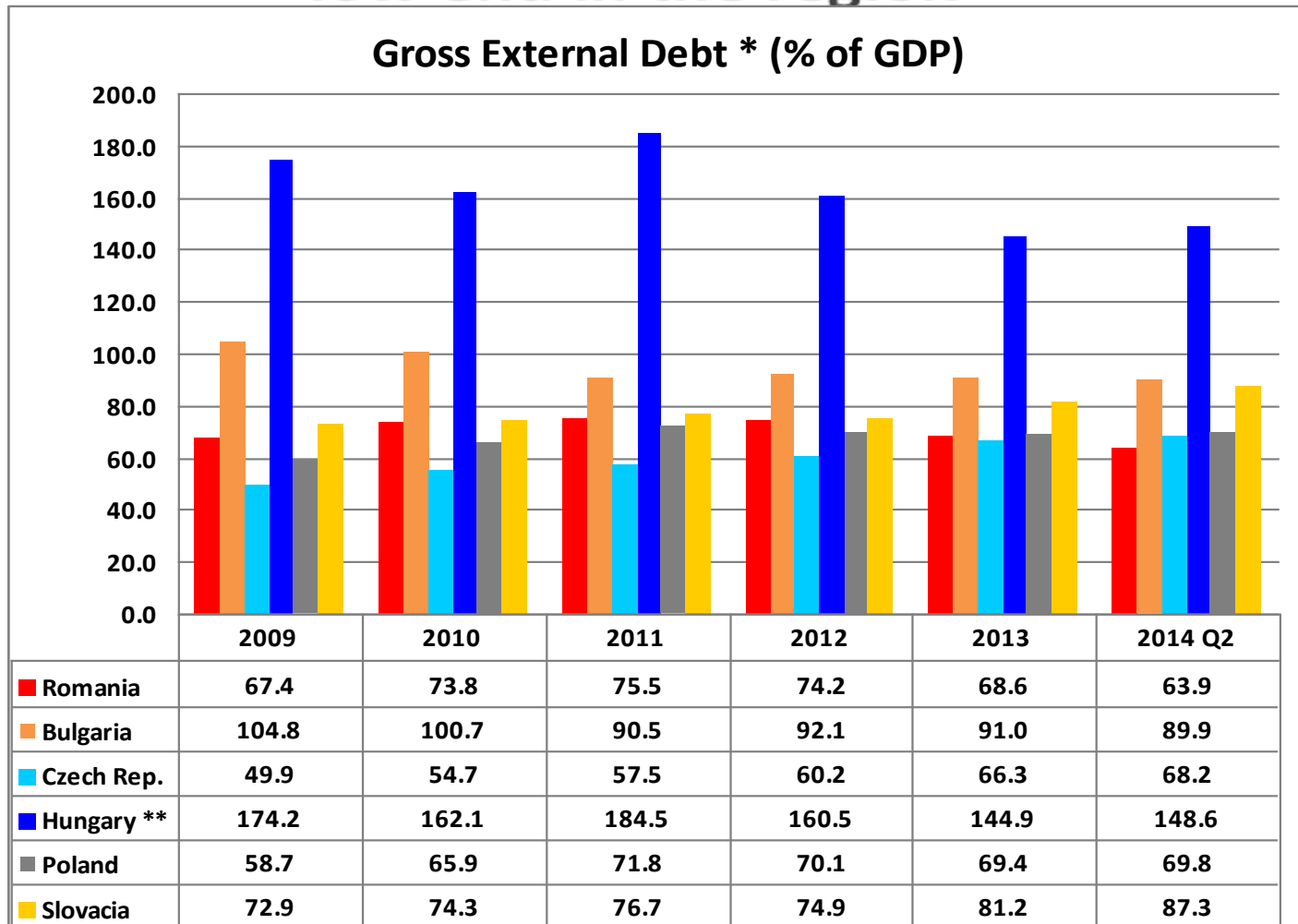
# 2.1 Indatorare si crestere

- ▶ **Ciclul autohton legat de cel european**
- ▶ **Bulele speculative:**
- ▶ **alocarea resurselor prin intrari masive de capital a fost defectuoasa, orientata cu precadere catre non-tradables)**
- ▶ **Structura investitiilor este deci o cheie pentru lamurirea puzzle-ului**
- ▶ **Economiile din CEE sunt organic legate de restul UE prin canale financiare (dezintermediere financiara...35% in Romania);**
  
- ▶ **Investitii majore depind de starea de spirit (market sentiment) Bancile au inasprit conditiile de creditarerea sunt obisnuite;**
- ▶ **Multe companii sunt mai putin interesate de credit pentru investitii**
- ▶ **Multa incertitudine pe piete (inclusiv riscuri geopolitice);**
- ▶ **Bancile au inasprit conditiile de creditarerea sunt obisnuite;**

## 2.1.1 Cand apare supra-indatorarea?

- ▶ In zona euro ceea ce face ca datoriile “interne” (in interiorul uniunii monetare) apar drept crize de balanta de plati.
- ▶ Sunt tari care au intrat in incapacitate de plata avand datoria publica sub 40–50% din PIB, drept fiind ca ele se afla in lumea subdezvoltata, sau in dezvoltare.
- ▶ Tari dezvoltate pot ajunge in insolventa (Islanda, Grecia, etc)
- ▶ La nivelul unei tari, importa atat indatorarea publica cat si cea privata, mai ales cea externa (General external funding requirements/GEFR)
- ▶ Aglomerarea datoriilor pe termen scurt mareste sansele ca o criza de lichiditate sa devina una de insolventa. Romania si tarile baltice aveau datorii publice mici in 2008 (sub 20% din PIB) si, totusi, au fost amenintate de intrarea in incapacitate de plata.
- ▶ “Datorii ascunse” (hidden liabilities), ale guvernelor centrale si administratiilor locale;
- ▶ Dimensiunea unei economii conteaza, uneori in sens pozitiv, alteori in sens negativ.
- ▶ Diversificarea economiei
- ▶ Restructurarea datoriilor si reguli acceptate de creditorii si debitorii deopotriva (rolul FMI, al Clubului de la Londra, al Clubului de la Paris);

# Romanian economy: gross external debt at the low end in the region



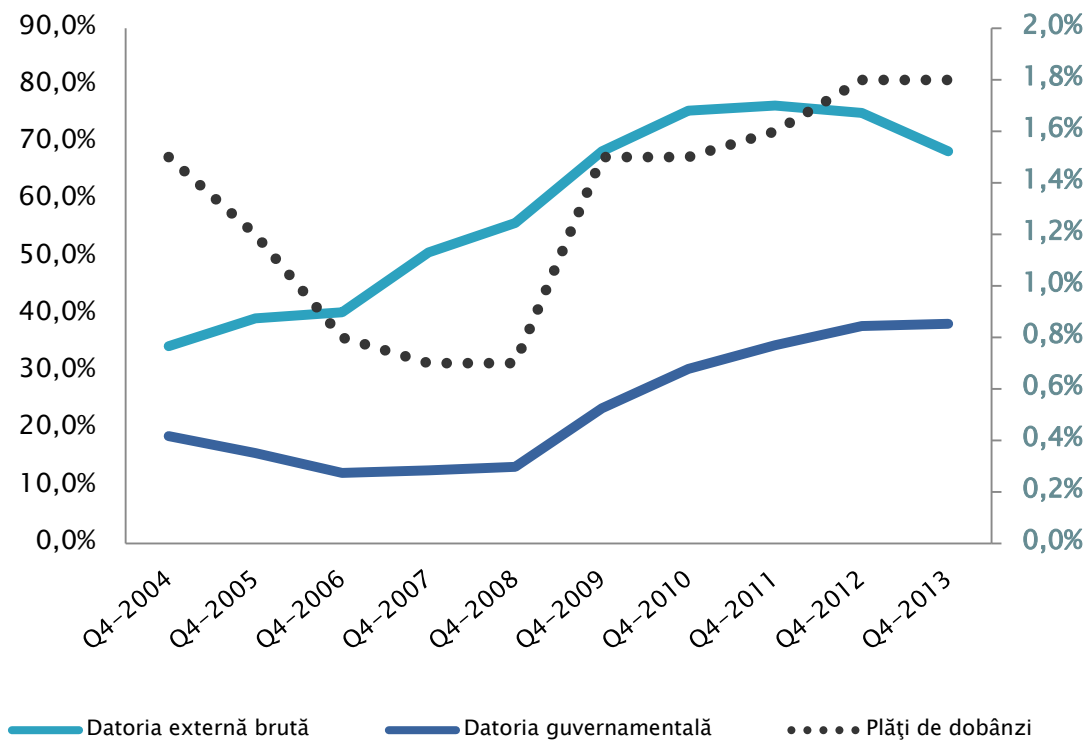
Source: National Central Banks, Own calculations, ESA 2010 methodology  
 \* Romania (2013-2014), Czech Republic, Hungary, Poland: According to BPM6 Methodology;  
 \*\* including SPE's

## 2.1.1 Supra-indatorare: repere de evaluare: Romania

- ▶ Perceptia pe pietele financiare poate ajuta, sau destabiliza. Romania a cunoscut o crestere puternica a datoriei sale publice (interne si externe) in anii de criza, de la sub 14% la cca 38% din PIB intre 2008–2014 (vezi graficul);
- ▶ stabilizarea la un nivel sub 40% din PIB s-a datorat corectarii marilor dezechilibre privind deficitul bugetar (de la 9% in 2009 la sub 1,8% in 2014) si a celui de cont curent (de la media de 12% intre 2007–2008 la 0,6% in 2014). Cheltuielile cu dobanzile in contul datoriei publice, desi au crescut brusc din 2009, s-au mentinut la sub 2% din PIB.
- ▶ Perceptia mai buna se vede din dinamica politelor de asigurare (CDS) la datoria suverana a Romaniei (grafic). Dar, **serviciul datoriei poate creste subit si drastic daca intervin socuri neprevazute la care reactia este inadecvata, sau daca se produc deraparaje majore in politica economica (in sensul cresterii serviciului datoriei).**

## 2.1.1 Când îndatorarea devine supraîndatorare

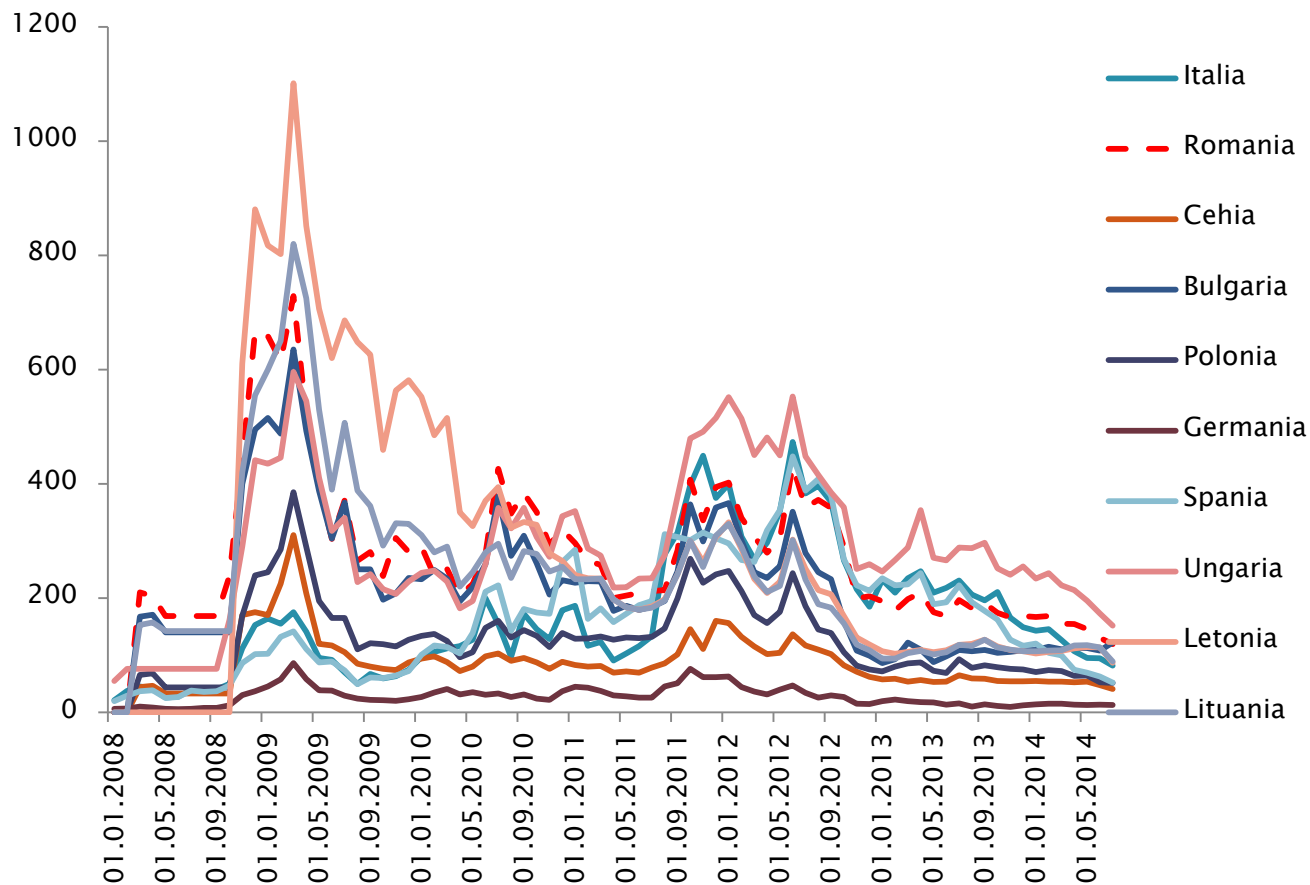
Grafic : Datoria publică, plăți cu dobanzi și îndatorarea externă totală (Romania)



Sursa: Ministerul Finantelor Publice

# 2.1.1 Când îndatorarea devine supraîndatorare

Grafic : CDS la 5 ani



Sursa:



## 2.2 Crestere fara credit?

- ▶ Crestere economica de cc. 3% in Romania in 2013–2014, in pofida unei reduceri a volumului creditului bancar
- ▶ Este de facut distinctie intre o decuplare intre stocul de credit si productie si intre fluxul de credit si productie.
- ▶ Noi credite conditioneaza viteza relansarii economice
- ▶ Nu orice relansare economica echivaleaza cu crestere economica. Recesiunile mari sunt urmate de recuperari, care nu implica necesarmente expansiune de credit. Exista lichiditati in economie care asteapta sa devina active.
- ▶ cand lichiditati se “trezesc”, resuscitarea economiei se poate face fara cresterea creditului bancar
- ▶ Fondurile europene
- ▶ Avem si cerere limitata de credite (supraindatorarea).
- ▶ Intr-o perspectiva pe termen mediu si mai indepartata avem nevoie de finantare corespunzatoare, fie bancara, fie din alte surse (piata de capital, investitii straine directe, fonduri europene).
- ▶ Decuplarea intre finantare si crestere economica poate fi deci numai temporara.

## 2.3 Relansare fara investitii?

- ▶ Cadere masiva a I in Europa (17% vs 22%) si Romania
- ▶ Avem totusi relansare economica in Romania
- ▶ **Investmentless recovery?**
- ▶ Multe investitii facute aiurea: are loc o ajustare a stocului de investitii (analogie cu ajustarea stocului de credite)
- ▶ Va lua timp pentru ca mediul privat sa creasca investitiile in mod substantial
- ▶ Investitii publice/bunuri publice ce nu pot fi lasate in grija sectorului privat (ex: infrastructura de baza, educatia)

## 2.4 Crestere si deficite externe

- ▶ O mare problema a deceniilor trecute
- ▶ Situatia inedita in ultimii ani: relansare economica cu scadere de deficite externe: de la medie 12% din PIB in 2007–2008, la 4,5% in 2012 si 0,5% in 2014
- ▶ Crestere trasa de exporturi: rolul primei de lichiditate care a impulsionat exportul
- ▶ Finantare mai dificila a importurilor (investitii mai mici)
- ▶ Schimbari de structura in productie catre tradables
- ▶ Succesul IT si unele servicii productive (transport)
- ▶ Fonduri europene (subventii agricultura)
- ▶ Dar deficitul tinde sa creasca din nou...(peste 1% in 2015?)

# 3. Challenges

- ▶ Vremurile raman foarte complicate
- ▶ **Protejarea echilibrelor macro (ajuta robustetea/rezilienta sistemului)**
- ▶ **Atentie la praguri de datorie**
- ▶ Mobilizarea resurselor interne (Romania Inc.)
- ▶ Economisirea interna si tradables (de valoare adaugata mai inalta)
- ▶ Capitalul uman/educatia
- ▶ Prioritati si realizare (follow-up)
- ▶ Institutii puternice

# 3. Provocari

- ▶ Investitii: a/ sectorul public nu are voie sa abandoneze misiunea sa; b/ sectorul privat depinde de sector public si viceversa
- ▶ Absorbția fondurilor europene
- ▶ Tampoane (buffere)
- ▶ Bancile si finantarea (o banca de dezvoltare?)
- ▶ De-euroizarea (mareste robustetea economiei si eficacitatea politicii monetare)
- ▶ Stabilitatea in regiunea Balcanilor si la frontiera estica
- ▶ Tensiunile din UE (euroarie)
- ▶ Pericole neconventionale: tensiuni geopolitice; cyberfare, etc