


Îndatorare și creștere economică: ce se întâmplă cu finanțarea?

Daniel Dăianu, membru al CA al BNR

Academia de Studii Economice, București, 22 octombrie 2014

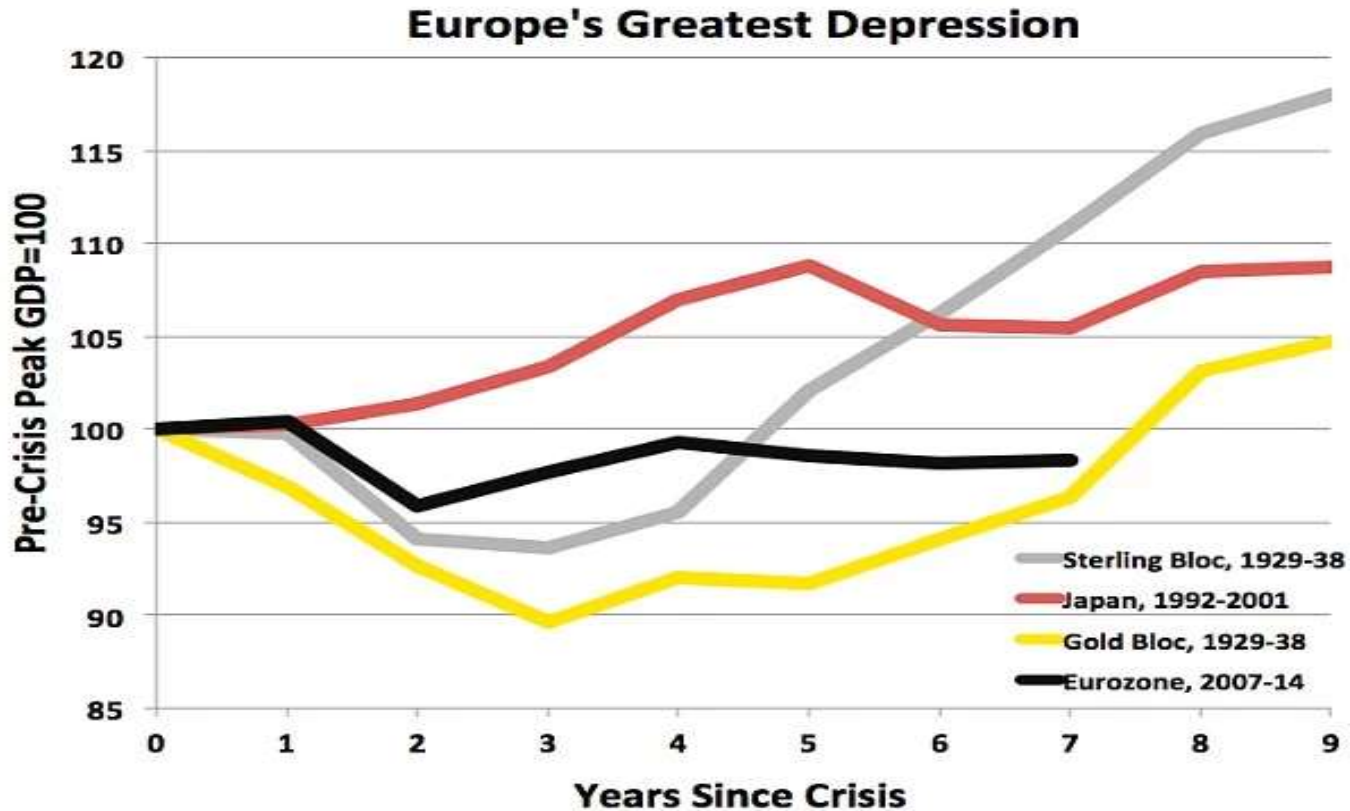


“The Big Questions”

(Întrebări mari)

- ▶ Există supra-îndatorare? O bulă speculativă de decenii? (*Marea Moderație*, vezi și raportul BIS)
- ▶ Este Vestul amenințat de stagnare economică “SecStag” (resuscitată teza lui Hansen/ 1938)
- ▶ Poate fi repornită creșterea (Fischer, Carney, Draghi între bancheri centrali)? Politici ineficace (zero-low bound; dobânzi real negative pentru $S=I$?)
- ▶ Sector bancar supradimensionat; reglementarea “sectorul bancar umbră” (speculație excesivă)
- ▶ Poate reveni România la “*catching up*”?


“Marele Impas”



- ▶ Six years since the financial crisis began, Europe still hasn't had a real recovery, "and... that's about to make it worse than the worst of the 1930s". Matt O'Brien puts the current malaise in context by charting how many years it took after other crises to return to pre-crisis peak gross domestic product. The current era is the black line, and it's not pretty.

<http://blogs.reuters.com/data-dive/2014/08/21/europes-economic-disaster/>

Probleme abordate

- ▶ Credit și dinamică economică: există un *puzzle*?
 - ▶ Când îndatorarea este supra-îndatorare?
 - ▶ Poate exista creștere fără creditare (*creditless recovery*)?
- 

1. Îndatorare și mersul economiilor: avem un puzzle?

- ▶ Banca Centrala Europeană (ECB): linii de finanțare ultra-ieftine pe mai mulți ani. Scopul: stimularea creditării, mai ales către IMM, ce sunt vlăguite de “ruperea mecanismului de transmisie” (în UK, BoE), “orientarea” creditării.
- ▶ Noi bule speculative, asemănătoare celor din perioada 2006–2008 în condițiile injecțiilor de lichiditate și ale căutării de randamente mai mari de către investitori.
- ▶ **Ce au în comun faptele evocate mai sus este preocuparea față de relația între creditare și dinamica economică: a) dacă susține creditul relansarea; b) către ce merge creditul.**

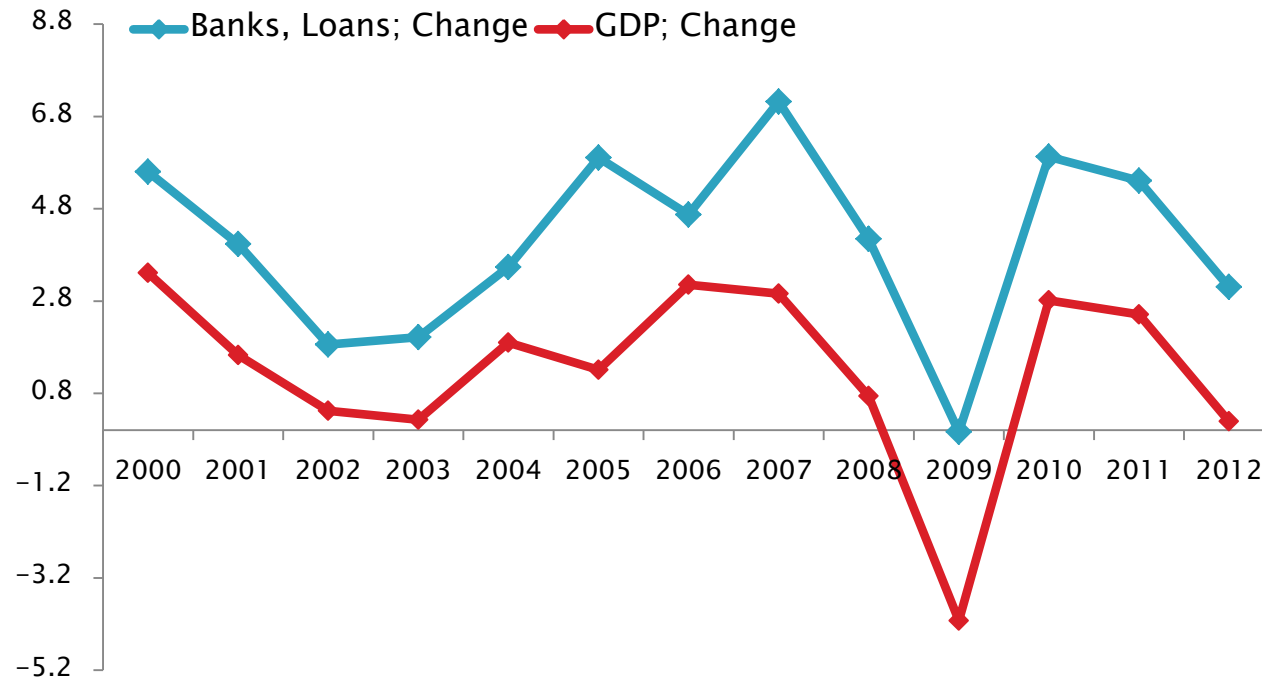
1.1 Indatorare si... avem un puzzle?

- ▶ Criza financiară și prăbușirea creditării: binomul cădere a creditului–cădere economică (vezi **graficele**, unde sunt clare dinamici ale creditului ce au indus bule speculative mari în unele țări din UE).
- ▶ “**Credit crunch**”. Inferența este că la originea căderii economice stă prăbușirea creditării (“înghețarea piețelor”/ banii nu mai circulă, “capcana lichidității”/ preferința pentru cash), portofolii putrede, îndatorare excesivă, etc.
- ▶ **Latura cererii** a intrat în atenție când înclinația spre a lua credit s-a diminuat substanțial: datoriile sunt mari (și/ sau cresc), piețele devin potrivnice, perspectiva este cenușie; efortul este în principal de a supraviețui și nu de a investi. (**BIS report**)
- ▶ “Efectul bilanțier” (*balance-sheet effect*) operează atât pe latura ofertei de credit (ilustrată de dezintermediere financiară –în România ponderea stocului de credite în PIB a scăzut de la cca. 54% în dec. 2009 la 44% în febr 2014), cât și pe latura cererii de credit.

1. Îndatorare și mersul creditării

Grafic nr. 1:

Central West Europe (Belgium, Germany, France, Netherlands)

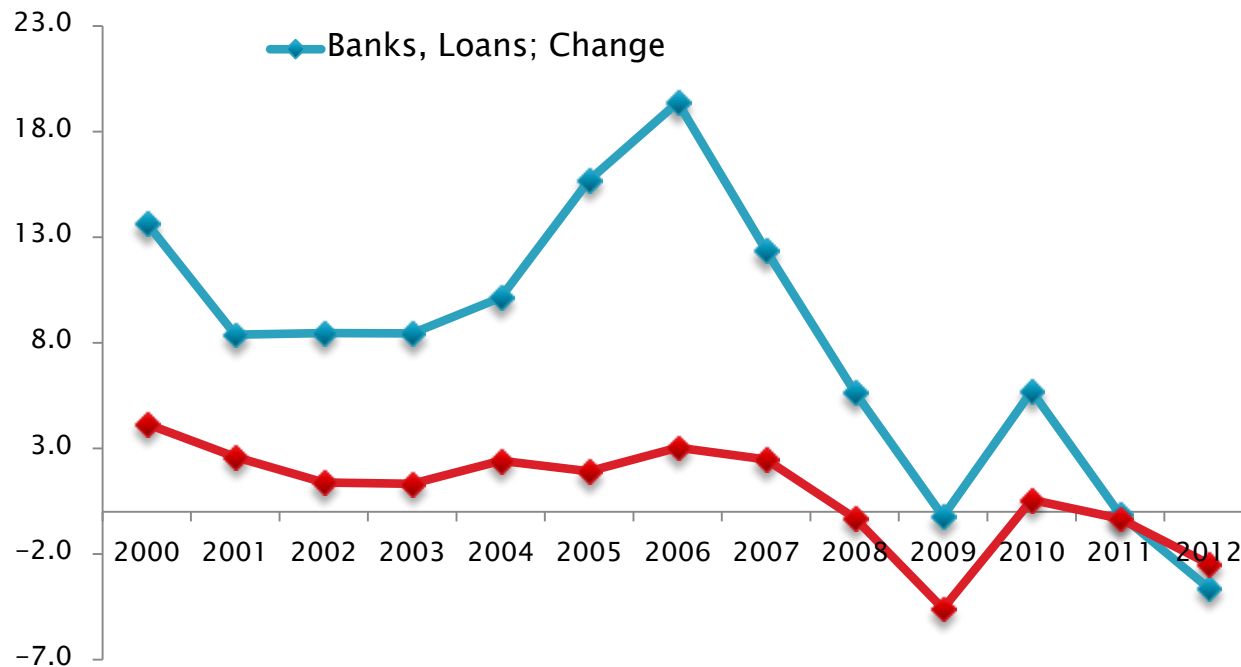


Sursa: Eurostat, European sector accounts (Central bank; other monetary financial institutions), own calculations

1. Îndatorare și mersul creditării

Grafic nr. 2:

South Europe (Spain, Portugal, Italy, Greece, Cyprus)

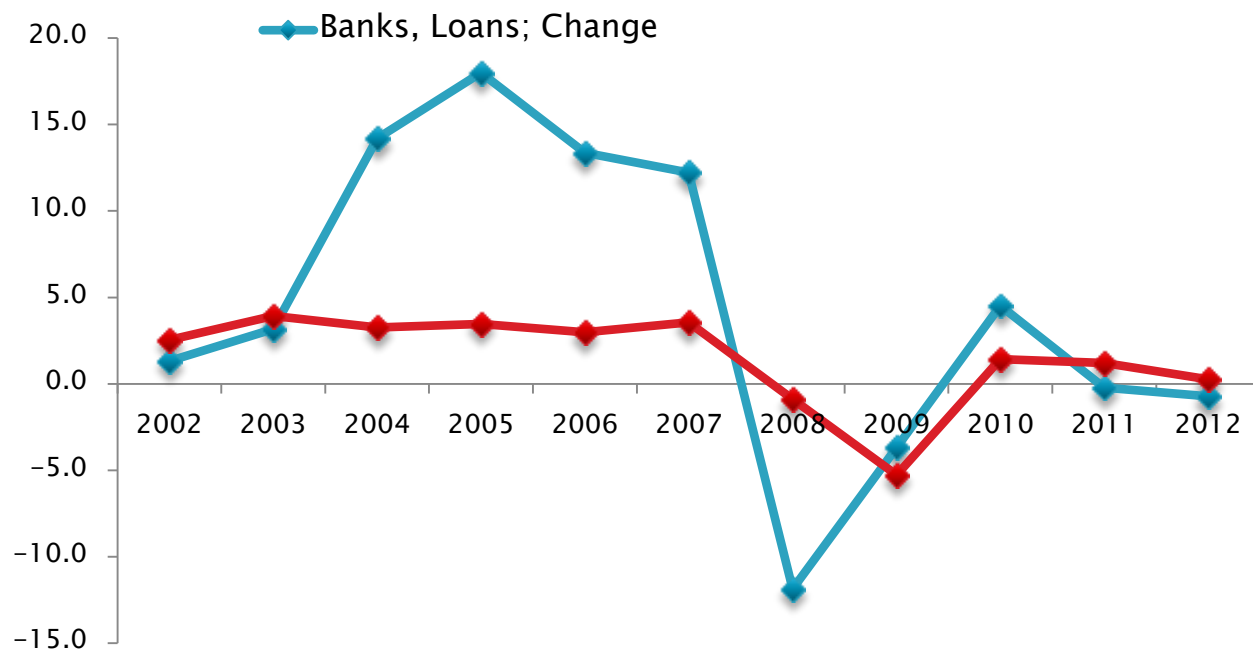


Sursa: Eurostat, European sector accounts (Central bank; other monetary financial institutions), own calculations

1. Îndatorare și mersul creditării

Grafic nr. 3:

Western Europe (Ireland, United Kingdom)

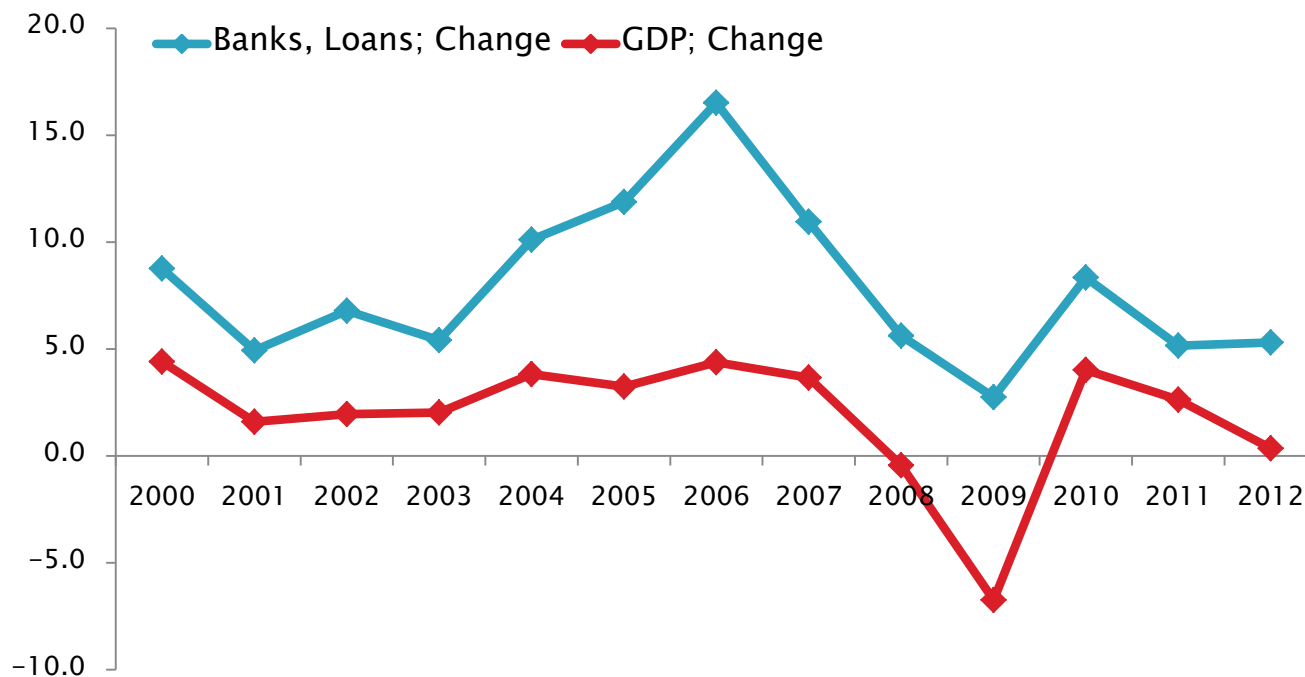


Sursa: Eurostat, European sector accounts (Central bank; other monetary financial institutions), own calculations

1. Îndatorare și mersul creditării

Grafic nr. 4:

Northern Europe (Finland, Sweden, Estonia, Latvia, Lithuania, Denmark)

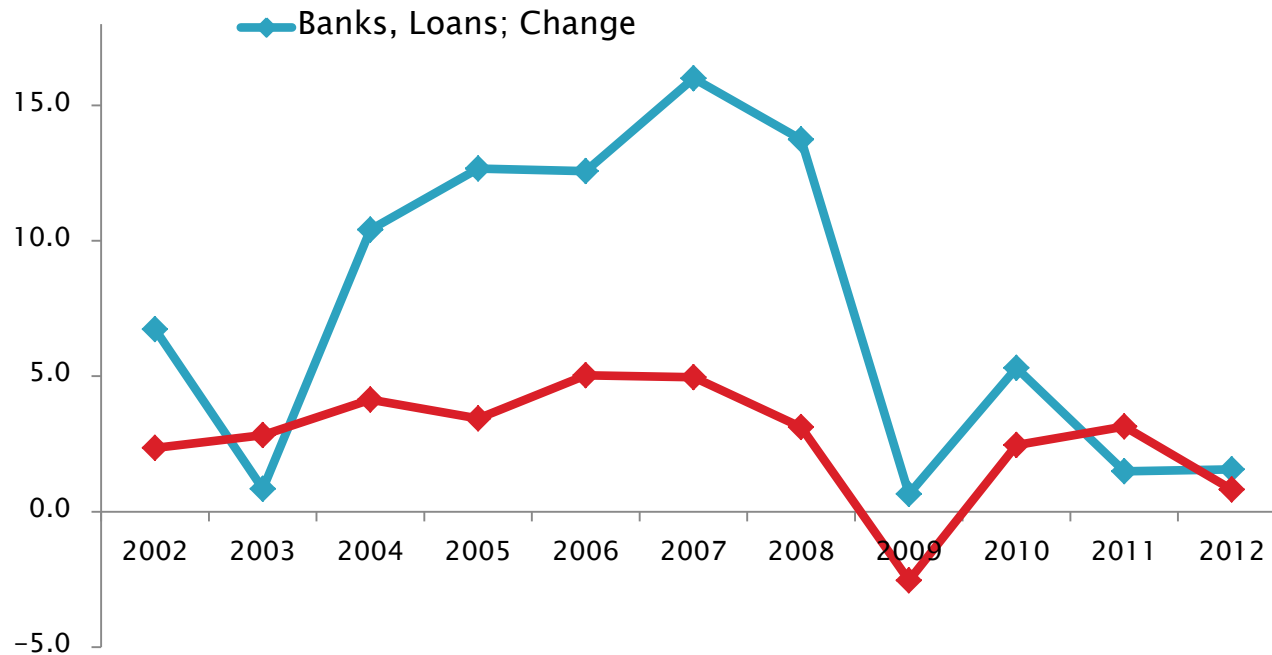


Sursa: Eurostat, European sector accounts (Central bank; other monetary financial institutions), own calculations

1. Îndatorare și mersul creditării

Grafic nr. 5:

East Central Europe (Croatia, Hungary, Austria, Poland, Slovenia, Slovakia)

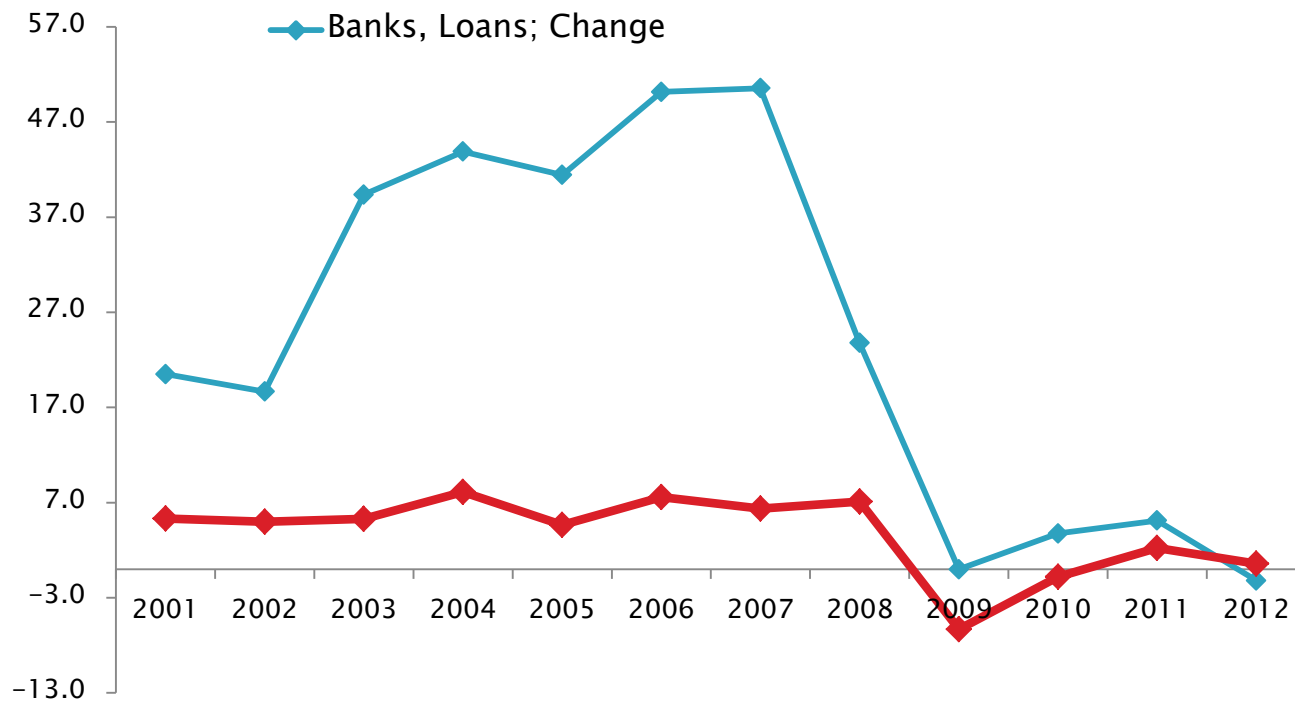


Sursa: Eurostat, European sector accounts (Central bank; other monetary financial institutions), own calculations

1. Îndatorare și mersul creditării

Grafic nr. 6:

Eastern Europe (Bulgaria, Romania)



Sursa: Eurostat, European sector accounts (Central bank; other monetary financial institutions), own calculations

1.2 Îndatorare și creștere

- ▶ **Economiile avansate din UE au datorii publice și private considerabil mai mari decât țările din Europa centrală și de Răsărit (CEE).** După Eurostat și raportând datorii la PIB, Germania avea în 2012 datoria publică și cea a sectorului privat (fără instituții financiare) de 81% și respectiv 107%; Olanda de 71,3% și respectiv 219% (!!); Marea Britanie de 89% și respectiv 178%; Italia de 127% și, respectiv, 126,4%. În același an, cifrele corespondente în Polonia au fost de 55,6% și respectiv 74,8%; în Slovacia de 52,7% și respectiv 73%; în Cehia de 46,2% și respectiv 72,4%, în România de 38% și respectiv 73%.
- ▶ O distincție notabilă este între **datorii interne și datorii externe** (cele din urmă fiind responsabile pentru crize de balanță de plăți).
- ▶ O explicație pentru această diferență ar fi că noile țări din UE au intrat în caruselul îndatorării din ultimele decenii mai târziu.
- ▶ **Dar de ce creditarea nu merge în CEE?**

1.3 Îndatorare și creștere (1)

- ▶ **Bulele speculative:** căderea economică ar fi, în nu puține situații, o corecție inevitabilă a anilor de consum și împrumut în exces;
- ▶ În nu puține țări **alocarea resurselor prin intrări masive de capital a fost defectuoasă**, orientată cu precădere către *non-tradables*). Această alocare a resurselor se vede în volumul de credite neperformante (NPL). În 2012, de pildă, conform FMI (*financial soundness indicators*), NPL în total credite a fost de 16,6% în Bulgaria, 15,8% în Ungaria, 14,8% în Lituania, 18,2% în România –în comparație cu, de exemplu, 4,3% în Franța, 2,9% în Germania, 3,1% în Olanda, 3,7% în Marea Britanie. Însa provizionarea era îndeobște mai mare în țările nou intrate în UE România fiind cap de serie cu 86,26% (în Polonia, 68,23%; Ungaria, 49,12%; Bulgaria, 63%; Marea Britanie, 39,76%; Franța, 56,89% etc.);
- ▶ **Structura investițiilor** este deci o cheie pentru lămurirea puzzle-ului;
- ▶ Economiiile din CEE sunt **organic legate de restul UE** prin canale financiare (dezintermediere financiară...35% în România);
- ▶ **Investiții majore depind de starea de spirit** (*market sentiment*) și perspectiva la nivelul economiei europene contând mai puțin nevoi locale; firmele care depind mult de nevoi (cererea) locale sunt handicapate de atitudinea generală a instituțiilor de credit, cu aversiune lor la risc mult accentuata;

1.3 Îndatorare și creștere (2)

- ▶ **Băncile au înăspriț condițiile de creditare**, care înseamnă costuri invizibile vizibile suplimentare; revenirea băncilor la un “*due dilligece*” mai complex (conform unui banking tradițional), cu care firme autohtone nu prea sunt obișnuite;
- ▶ **Multe companii sunt mai puțin interesate de credit pentru investiții**, vor mai degrabă capital circulant; nu sunt increzătoare în viitorul de business astfel încât să se angajeze în proiecte investiționale importante. Băncile sunt temătoare în a se angaja pe termen mediu și mai lung preferând finanțări cu recuperare rapidă și colateral îndestulător;
- ▶ **Există multă incertitudine pe piețe (inclusiv riscuri geopolitice)**;

1.3 Îndatorare și creștere (3)

- ▶ **Îndatorarea gospodăriilor de judecat în raport cu veniturile și averea cetățenilor.** Creditarea ține cont de venituri (oameni și firme);
- ▶ Salariile în UE15 (țările mai bogate din Uniune) au avut în 2012 ca medie o pondere de peste **50% din PIB față de cca. 33% în România** (în Germania, 51,6%; Finlanda, 52%; Suedia, 54%; Franța, 53%; Ungaria, 45%; Bulgaria, 38,6%);
- ▶ Ponderea profiturilor (remunerarea capitalului sub diverse forme) a fost în UE15 de **38,4% în 2012 în timp ce s-a ridicat la 54,5% în România** (și 48,4% în Bulgaria și cca 40% în Ungaria);
- ▶ **Ponderea veniturilor din salarii în România este una dintre cele mai scăzute în UE**, populația din mediul rural este f. săracă, veniturile din activități liberale sunt limitate (de amintit și ponderea pensionarilor);
- ▶ Ca venit/ loc în România a depășit 50% din media UE este mai puțin relevant în condițiile în care ponderea salariilor este atât de scăzută în PIB și acționariatul străin controlează distribuția profitului în sectoare largi din economie (ce și unde se reinvestește, prețuri de transfer care diminuează veniturile bugetului public).

1.4 Îndatorare și creștere

- ▶ De salutat creditarea mai mare în lei care reduce riscul valutar și cel sistemic.
- ▶ Cât se poate miza pe faptul că economiile emergente din UE au îndatorare publică și privată mult inferioară celei din economiile avansate din Europa – ca premiză pentru relansare -- este de discutat.
- ▶ Deși băncile locale se bazează acum mai mult pe depozite, economisirea locală este mică și legăturile cu băncile mamă ca și condițiile de ansamblu din Europa probabil vor ține în chingi mersul creditării.
- ▶ Un puternic **efect de scară**, deoarece economiile emergente din UE sunt relativ mici. Dinamica lor depinde în mod covârșitor de ce se întâmplă în nucleul UE (zona euro – Germania, Franța, Italia). Nu întâmplător România țintește alăturarea la UE.
- ▶ **Dacă zona euro va crește foarte lent situația noastră economică va fi defavorizată. (vezi și ultimele date FMI)**
- ▶ Economia europeană depinde enorm de finanțarea bancară (3/4 din total față de 1/4 în SUA) și **este nevoie de dezvoltarea finanțării non-bancare**; de aceea se vorbește insistent despre “securitizare bună” (pentru a fi deosebită de cea “toxică”), care privește transformarea de împrumuturi acordate unor firme în hârtii de valoare plasate investitorilor prin piața de capital (ultimele decizii ale ECB).

1.5 Îndatorare... Ce este de făcut, deși depindem enorm de context?

- ▶ Să dezvoltăm componenta autohtonă (CEC are nevoie de capitalizare sporită; constituirea unei bănci pentru dezvoltare/ Eximbank; alte bănci),
- ▶ Creditul rural (folosind și fonduri europene),
- ▶ Fondurile europene,
- ▶ Investiții străine în sectoare *tradables*,
- ▶ Să dezvoltăm piețele de capital pentru a atrage mai ales “capital statornic” (*patient capital*),
- ▶ Relații de afaceri cu țări din afara UE și care au dezvoltare economică viguroasă etc.,
- ▶ Bule speculative: aplicarea de instrumente macroprudențiale (cum recomandă ECB și ESRB), fie ele nu îndeajuns testate.
- ▶ Contextul extern contează mult.

2. Când apare *supra-îndatorarea*?

- ▶ Ultimele două decenii: **creșterea datoriilor publice și private** în numeroase țări din lumea dezvoltată, o situație în mod dramatic accentuată de Criză (peste 250% din PIB).
- ▶ **Politica economica este dominată de nevoia de corectare a unor datorii** tot mai greu de finanțat și refinanțat; în sectorul public proeminența este *chestiunea fiscală*.
- ▶ Însa istoria economică a lumii înseamnă și credit. Țări și companii, gospodării, caută să își suplimenteze resurse proprii fie pentru a se dezvolta, fie pentru a trece de perioade dificile.
- ▶ **Integrarea financiară internațională a mărit importanța îndatorării externe.**
- ▶ Îndatorarea este fără precedent pentru lumea occidentală în ultimele decenii și a devenit o povară mare. (BIS report)

2.1 Când apare supra-îndatorarea?

- ▶ Când o datorie se revelează a fi excesivă, o supra-îndatorare?
- ▶ Discuția poate fi raportată la: a) circumstanțe excepționale/ criza financiară de acum, b) o criză de balanță de plăți tradițională, sau c) relația între îndatorare și creșterea economică.
- ▶ Carmen Reinhart și Kenneth Rogoff: prag de 90% din PIB de la care îndatorarea ar deveni, mai mult sau mai puțin, un handicap pentru creșterea economică (2010). Unii au identificat inconsistențe privind datele (Th. Herndon, M. Ash, R. Pollin, 2013), dar un mesaj central rămâne – ca de la un punct, fie acesta variabil, volumul datoriilor devine un handicap pentru creșterea economică.
- ▶ Fără creștere economică este aproape imposibil de asigurat finanțarea/ refinanțarea unei datorii pe termen lung.
- ▶ Dacă ne referim la condițiile prezente, de criză, problema, în esență, este dacă politici reflationiste pot ameliora situația pe termen scurt și termen lung (Fischer, Carney, Draghi).
- ▶ În zona euro lucrurile sunt mai complicate întrucât construcția ei instituțională este defectuoasă, ceea ce face ca datoriile “interne” (în interiorul uniunii monetare) să apară drept crize de balanță de plăți. Este și motivul pentru care se încearcă formarea unei uniuni bancare, care să completeze dimensiunea monetară cu una fiscală.

2.2 Când apare supra-îndatorarea?

- ▶ **O diversitate mare de situații**, în sensul variabilității gradului de îndatorare externă care a provocat o insolvență.
- ▶ Ecuador a refuzat în 2008 să plătească, deși putea, și a fost considerată ca fiind în incapacitate de plată. Sunt țări care au intrat în incapacitate de plată având datoria publică sub 40–50% din PIB, drept fiind că ele se află în lumea subdezvoltată, sau în dezvoltare. Turcia a cunoscut mai multe episoade de criză de balanță de plăți și insolvență, deși datoria sa publică nu era mare (datoria privată fiind însă considerabilă).
- ▶ **Criza financiară actuală arată că și țări dezvoltate pot ajunge în insolvență (Islanda, Irlanda etc.)**, din cauza, în principal, a extravaganțelor industriei bancare (financiare), a îndatorării private. Grecia este notorie pentru îndatorarea publică.
- ▶ Este o lecție și a acestei crize (criza din Asia de Sud est din 1997–1998 o arătase din plin) ca, **la nivelul unei țări, importă atât îndatorarea publică, cât și cea privată, mai ales cea externă.**

2.3 Supra-îndatorarea: repere pentru judecare (1)

- ▶ La datorii comparabile, **țările bogate sunt favorizate** față de cele sărace;
- ▶ **Structura economică** poate ajuta o economie să își suporte îndatorarea (*tradables*);
- ▶ Este avantajos să ai o **monedă de rezervă**. Dar zona euro arată cât de înșelătoare este moneda de rezervă în evaluarea libertății la îndatorare;
- ▶ **Momentul istoric**. SUA aveau după al doilea război mondial (WW2) o datorie publică totală de peste 110% din PIB, dar erau superputerea economică incontestabilă a lumii, se manifesta o foame de dolari și ponderea covârșitoare a datoriei erau deținută de rezidenți. Această datorie s-a diminuat către 40% din PIB în următoarele decenii și numai din anii 70s a luat-o din nou în sus ajungând din nou la peste 100% din PIB în 2014. După WW2 SUA erau o națiune creditoare, acum ea își finanțează deficitele externe (bugetare) cu atragere de resurse. SUA rămân totuși locul de refugiu preferat în vremuri de restriște;
- ▶ **Contextul global** intră în discuție prin ascensiunea economică formidabilă a Asiei, care schimbă raporturi de competitivitate în lume;

2.3 Supra-îndatorarea: repere pentru judecare (2)

- ▶ Pentru țările UE **pactul de guvernanță** prevede o limită/ țintă de îndatorare suverană de 60% din PIB. Din perspectiva pe termen lung pare a avea sens. Pe de altă parte, ca țintă, ea înseamnă o povară teribilă pentru țările care au datorii mari și foarte mari (Grecia cu 170% din PIB acum în pofida restructurării/ haircut ce a avut loc; Italia, cu peste 130% din PIB în 2013 (în zona euro datoria publică medie era de peste 90% din PIB în 2013);
- ▶ În CEE, situația este mai complicată pentru Ungaria (cu o datorie publică de cca. 80% din PIB). Polonia și Slovacia au datorii publice de peste 50% din PIB. România, cca. 38% din PIB, este la mijloc între țările CEE;
- ▶ **Euroizarea** (dolarizarea) economiei obligă la constituirea de tamponare (buffer);
- ▶ Unde **veniturile fiscale sunt mici** (și cazul României, cu 27–28% din PIB când medie în UE este peste 44%) și ponderea exporturilor în PIB este relativ mică, capacitatea de a face față la șocuri este limitată;
- ▶ **Demografia și distribuția veniturilor.** Dezechilibre demografice sunt o sursă de fragilitate economică. Venituri foarte inegale creează nu numai tensiuni sociale, dar afectează potențialul de creștere pe termen lung (vezi J. Ostry et al., IMF, 2014; studii OCDE, Emmanuel Saenz, Thomas Piketty în “Capital in the Twenty First Century”);

2.3 Supra-îndatorarea: repere de evaluare (3)

- ▶ **Aglomerarea datoriilor** pe termen scurt mărește șansele ca o criză de lichiditate să devină una de insolvență. România și țările baltice aveau datorii publice mici în 2008 (sub 20% din PIB) și, totuși, au fost amenințate de intrarea în incapacitate de plată;
- ▶ Trebuie avute în vedere “**datorii ascunse**” (*hidden liabilities*), ale guvernelor centrale și administrațiilor locale;
- ▶ **Dimensiunea unei economii** contează, uneori în sens pozitiv, alteori în sens negativ;
- ▶ **Diversificarea economiei** contează și ea (economii dependente de câteva produse sunt mai puțin robuste);
- ▶ **Restructurarea datoriilor** și reguli acceptate de creditori și debitori deopotrivă (rolul FMI, al Clubului de la Londra, al Clubului de la Paris);
- ▶ Episodul Argentina;

2.3 Supra-îndatorarea: repere de evaluare: România (4)

- ▶ Percepția pe piețele financiare poate ajuta, sau destabiliza. România a cunoscut o creștere puternică a datoriei sale publice (interne și externe) în anii de criză, de la sub 14% la cca. 38% din PIB între 2008–2014 (vezi graficul);
- ▶ Stabilizarea la un nivel sub 40% din PIB s-a datorat corectării marilor dezechilibre privind deficitul bugetar (de la 9% în 2009 la sub 2,5% în 2013) și a celui de cont curent (de la 12–13% între 2007–2008 la 1,1% în 2013). Cheltuielile cu dobanzile în contul datoriei publice, deși au crescut brusc din 2009, s-au menținut la sub 2% din PIB;
- ▶ Percepția mai bună se vede din dinamica polițelor de asigurare (CDS) la datoria suverană a României (grafic 2). Dar, serviciul datoriei poate crește subit și drastic dacă intervin șocuri neprevăzute la care reacția este inadecvată sau dacă se produc deraparaje majore în politica economică (în sensul creșterii serviciului datoriei). Graficul arată și mersul îndatorării externe a României în anii de criză;

2.3 Supra-îndatorarea: repere de evaluare (5)

- ▶ Elementele descrise mai sus au relevanță dincolo de paradigma îmbrățișată în analiză;
- ▶ Drept este că: a) un economist neoclasic (sau neo-austriac) pune mai mare accent pe magnitudinea îndatorării care ar afecta potențialul de creștere, în timp ce b) un keynesist dă atenție problemelor de ajustare imperfectă pe piețe și fenomenului de **hysteresis** (persistența a șomajului).
- ▶ Dar și unii și ceilalți au de ce să fie îngrijorați dacă ceea ce numim « **debt-deflation** » (povara în creștere a datoriei când veniturile scad) se întâmplă. Iar în zona euro, acest fenomen nu este o aiureală – Banca Centrală Europeană este mai mult decât preocupată de posibila sa apariție în țările sudice (unde șomajul este foarte mare);

2.3 Supra-îndatorarea: repere de evaluare (6)

- ▶ The bottom line: dacă o economie nu crește, sau are o perspectivă cenușie de a crește, onorarea obligațiilor de plată devine un calvar;
- ▶ Ușor se poate intra într-un cerc vicios în măsura în care eforturi de a plăti datorii implică reducerea de investiții, de bunuri publice. Investițiile includ sectorul privat;
- ▶ Ceea ce pare o economisire absolut necesară pentru salvarea de insolvență poate lovi în potențialul de creștere economică. Trebuie gândită cu grijă strategia de finanțare a datoriei, un program de ajustare a dezechilibrelor;
- ▶ Dubii privind posibilitatea reluării creșterii economice cu rate de 2–3% în lumea dezvoltată. Un fel de “pesimism tehnologic”, teama față de o stagnare economică de lungă durată (vezi Robert Gordon, 2012; Larry Summers, 2014 etc.) și-au făcut loc, în ciuda marilor progrese ale mijloacelor IT/ digitalizare;

2.3 Supra-îndatorarea: repere de evaluare (7)

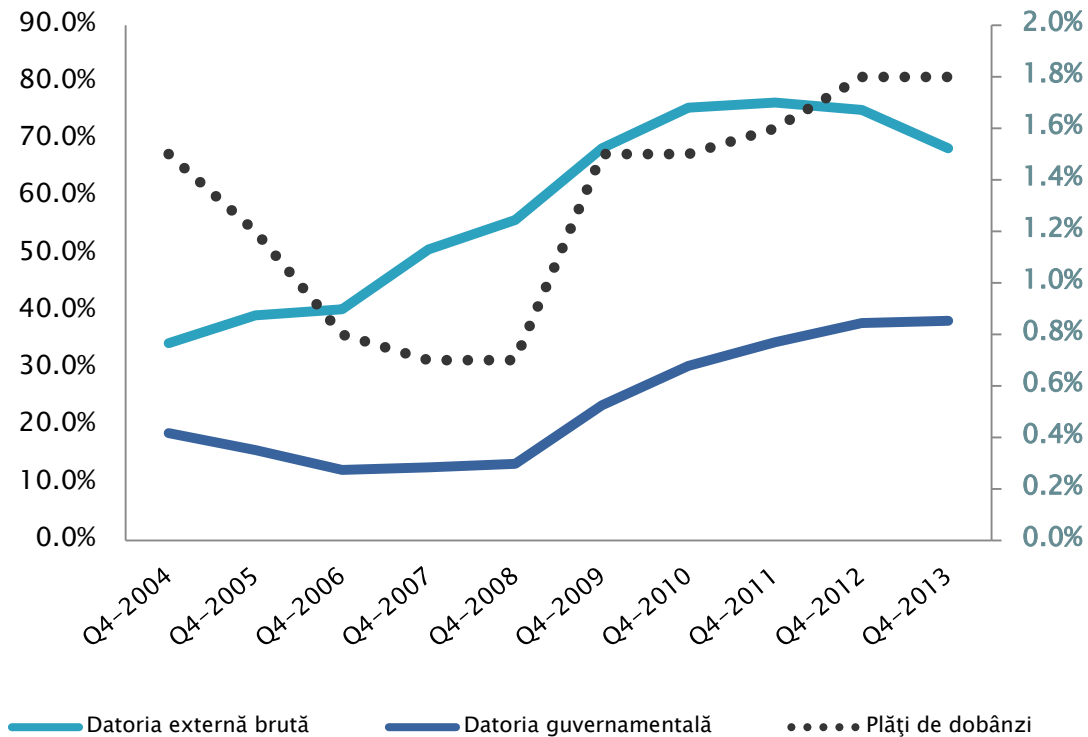
- ▶ Este de notat că lumea industrializată (occidentală) este mult mai îndatorată decât economii emergente din Asia și America Latină, ceea ce contrazice manualele de economie care spun că capitalul ar trebui să curga *downhill*, adică către țările mai puțin dezvoltate (unde capitalul este presupus a fi mai rar);
- ▶ Dintr-o perspectivă încețoșată a creșterii economice și a poverii datoriei înțelegem temeiul pentru care unele voci rezonante sugerează “taxa prin inflație” (*tax inflation*) ca mijloc de ieșire dintr-o înfundătură în relația îndatorare–creștere economică;
- ▶ Trecerea la o țintire a PIB-ului nominal (ca regim de politică monetară care să înlocuiască “țintirea inflației”), ar repotența politica monetară (Blanchard, Krugman etc.);

2.3 Supra-îndatorarea: repere de evaluare: Romania (8)

- ▶ Dacă nu există **pistoane** care să fie puse la lucru, ceea ce pare o îndatorare rezonabilă se poate transforma într-una excesivă;
- ▶ România **depinde enorm de piețele europene** din multe puncte de vedere (2/3 din fluxuri economice; sector financiar controlat de grupuri din UE etc.);
- ▶ Deși avem o datorie publică totală relativ mica, **șocuri externe pot cauza neplăceri**. Intervine aici și îndatorarea privată externă;
- ▶ Dacă **Europa (UE) nu va avea creștere economică relevantă** îi va fi greu și economiei românești -- chiar dacă am absorbi, netto, peste 3% din PIB fonduri europene anual, am primi investiții FDI considerabile, economisirea internă ar crește în mod constant și am asimila noi tehnologii pe scară mai largă;
- ▶ Țesutul industrial/ economic al României este mișcat de **decizii** care, frecvent, nu se iau la noi acasă. Acestea fiind spuse, avem nevoie de o politică industrială, a științei și tehnologiei, de educarea oamenilor, de reforme în sectorul companiilor de stat care să sprijine pistoanele interne de creștere economică.

2. Când îndatorarea devine supraîndatorare

Grafic nr. 7: Datoria publică, plăți cu dobânzi și îndatorarea externă totală (România)



Sursa: Ministerul Finanțelor Publice

3. Există creștere fără credit?

- ▶ Creștere economică de 3,5% în România în 2013, în pofida unei reduceri a volumului creditului bancar care, în valoare nominală, a fost în dec. 2013 cu 2,5% sub nivelul din dec. 2012 (ponderea stocului de credite în PIB a fost în dec. 2013 de 44% față de 48,5% în dec. 2012 -- date naționale).
- ▶ Această evoluție la noi, dar și în alte țări, ar verifica ceea ce arată diverse studii: **o rupere în relația dintre creditul bancar și dinamica economică după episoade de criză și stoparea/reducerea accesului la finanțare externă** – așa numitele “*creditless recoveries*” (Guillermo Calvo et al., “Phoenix miracles in emerging markets”, BIS, 2006; Elod Takats și Christian Upper, “Credit and growth after financial crises”, BIS, 2013).

3. Există creștere fără credit? (1)

- ▶ Este de făcut distincție între o decuplare între stocul de credit și producție și între fluxul de credit și producție. Stocul de credite poate descrește când băncile operează *write-offs* (ștergeri de active din bilanț) semnificative, chiar dacă se acordă noi credite. Stocul de credit se ajustează în funcție de creditele nerecuperabile și aceste ajustări, fie ele graduale, sunt mai intense cu cât mai adancă este criza financiară;
- ▶ Noi credite condiționează viteza relansării economice (vezi și Fabrizio Coricelli și Isabelle Roland, “How do credit conditions shape economic recoveries?”, CEPR, 2011);
- ▶ Nu orice relansare economică echivalează cu creștere economică. Recesiunile mari sunt urmate de recuperări, care nu implică necesarmente expansiune de credit. Există lichidități în economie care așteaptă să devină active. Acum, în Europa și în SUA, există mai multă lichiditate decât în anii pre-criză, dar ea este, în largă măsură, “înghețată” (“capcana lichidității”). Sunt companii ce stau pe grămezi de bani, dar sunt reticente să facă investiții. Dar lichiditatea mult umflată (efect al “*quantitative easing*”) este inegal distribuită;
- ▶ Când lichidități se “trezesc”, resuscitarea economiei se poate face fără creșterea creditului bancar. Mai ales acolo unde piețele de capital joacă un rol important în finanțare;

3. Există creștere fără credit? (2)

- ▶ **Pe piețele financiare europene se observă o fragmentare puternică, între economii și înăuntrul lor.** În general, IMM-urile sunt mai vitregite. Lipsa de lichidități poate conduce la insolvențe nemeritate. Fragmentarea se simte și în economia noastră (și arieratele ilustrează fragmentarea);
- ▶ **Finanțarea IMM-urilor (care asigură grosul locurilor de muncă) contează mult pentru durabilizarea recuperării economice, transformarea în creștere economică (a se vedea creșterea insolvențelor în acești ani);**
- ▶ **Finanțarea nu se rezumă la componenta bancară.** BCE și alte bănci centrale sunt preocupate de stimularea finanțării prin piețe de capital. Băncile comerciale pot juca un rol în acest scop în măsura în care s-ar utiliza o “securitizare bună” (cât mai puțin toxică); ideea este de a finanța întreprinderi (inclusiv IMM-uri) prin transformarea unor împrumuturi în obligațiuni “securitizate” respectând noi cerințe de transparență și protejare față de riscuri. Aceste obligațiuni ar fi vândute apoi unor investitori dispuși să facă asemenea plasamente;
- ▶ **Există o economie subterană care folosește lichiditate ce nu este prinsă în statistica monetară; această lichiditate poate ajuta finanțarea economiei;**
- ▶ **Recuperarea economică este mai ușoară când beneficiază de un mediu internațional neostil;**

3. Există creștere fără credit? (3)

- ▶ **Trezirea banilor (amorțiti) aduce în discuție viteza de circulație a banilor.** Dacă viteza crește nu este nevoie ca o bancă centrală să mărească cantitatea de monedă injectată în economie. Nici nu este necesar ca băncile să tureze motoarele mai repede și să suplimenteze creditul. Dacă banii circulă mai repede și se mărește capitalul circulant pus la lucru (într-o anumită perioadă de timp) se poate înregistra relansare economică;
- ▶ Dar, este de repetat, **nu orice relansare economică înseamnă creștere.** În acest an, la noi se va atinge probabil nivelul de PIB din 2008. Bula speculativă de dinainte de 2009 sugerează că, în România, avem acum o îmbinare de recuperare și creștere economică, o constatare ce se bizuie și pe corectarea puternică a deficitului de cont curent (ajuns la cca. 1% din PIB în 2013). Și schimbările în structura producției sunt de considerat aici;

3. Există creștere fără credit? (4)

- ▶ Este totuși posibilă creștere economică fără finanțare suplimentară, dincolo de eventuala mărire a vitezei banilor?
- ▶ Dacă, de pildă, formarea brută a capitalului ar fi ca volum aceeași, dar noi investiții ar implica **progres tehnologic incorporat masiv**, ar fi ca și cum s-ar investi mai mult și valoarea adăugată ar fi mai mare. Dar exporturi mai valoroase ar aduce lichidități suplimentare în economie. De altfel, creditul comercial, ce finanțează exporturi (și importuri), poate substitui din creditul bancar;
- ▶ Atragerea de **fonduri europene**, care ar moderniza infrastructura și mări competitivitatea ar aduce și ea lichiditate suplimentară într-o economie în care banii circulă anevoios. România are rezerve mari din acest punct de vedere, tot cum are rezerve mari în a ameliora utilizarea banului public. În anii ce vin acestea ar fi resurse de accelerare a creșterii economice cu între 1–1,5% anual;
- ▶ Creșterea din perioada 2011–2013 s-a bizuit pe **export**, care a fost un canal preferat de a obține lichiditate (există o primă pe lichiditate care induce o reorientare de livrări spre export). Și în 2014 și 2015 se poate înainta pe baza unor capacități de producție industrială subutilizate –este de gândit ca multinaționale exportă mai mult din România pentru a folosi costuri inferioare locale. Criza din Ucraina poate aduce unele resurse investiționale ce caută plasamente înăuntrul UE;

3. Există creștere fără credit? (5)

- ▶ **Dar într-o perspectivă pe termen mediu și mai îndepărtată avem nevoie de finanțare corespunzătoare, fie bancară, fie din alte surse (piața de capital, ISD, fonduri europene). Fondurile europene vor conta enorm pentru finanțarea economiei dacă vor ajunge la sume nete (fără contribuția României la bugetul UE) de peste 2,5–3% din PIB;**
- ▶ **Este posibil ca stocul de credite în economia noastră să scadă în continuare (în anii ultimi expunerea bancară pe economia autohtonă s-a redus cu echivalentul a cca. 5 mld. euro). Mai sus s-a făcut distincție între stoc și flux de creditare. Astfel, în dec. 2008, conform datelor naționale, stocul de credit bancar în PIB a fost de 43,6%, aproape egal cu cel din dec. 2013 (vârful a fost de cca. 54% din PIB în dec. 2009, urmat de 51,8% în 2010, pe fondul căderii economiei din acei ani). Ponderea din 2013 exprimă și ajustări în raport cu credite neperformante. În alte țări est-europene ajustarea stocului de credite este mai pronunțată: ponderea acestui stoc în PIB a scăzut în Letonia de la 115,3% în 2009 la 51,7% în 2012; în Lituania, de la 73,1% în 2009 la 54,2% în 2012; în Estonia, de la 113% în 2009 la 81% în 2012; în Ungaria, de la 79% în 2009 la 63% în 2012 -- date Eurostat;**
- ▶ **Esențial este ca ajustarea stocului de credite către un nou nivel de “echilibru” să nu împiedice credite bancare noi, mai ales într-o economie în care piața de capital joacă un rol minor. Un punct de inflexiune cheie ar fi când viteza de write-offs-uri ar fi depășită de rata de acordare de noi credite. Atunci stocul de credite ar crește din nou;**
- ▶ **Decuplarea între finanțare și creștere economică poate fi deci numai temporară.**

4. Concluzii

- ▶ Politici anti-criză cu eficacitate limitată
- ▶ Datoriile sunt o povară (supraîndatorare)
- ▶ Pericol de “stagnare seculară” în Europa
- ▶ Mari incertitudini (riscuri geopolitice)
- ▶ Zona euro are o construcție defectuoasă
- ▶ Reforma sistemului financiar (prea orientat către speculație) trebuie să continue
- ▶ Are România capacitatea să valorifice *rezervele interne* într-un mediu f. complicat?