

CONFERINȚA DE RISC DE ȚARĂ COFACE

**Liniște aparentă și neclarități
 (“confusion”) în politici. Ce pot
face economiile emergente (EMs)?**

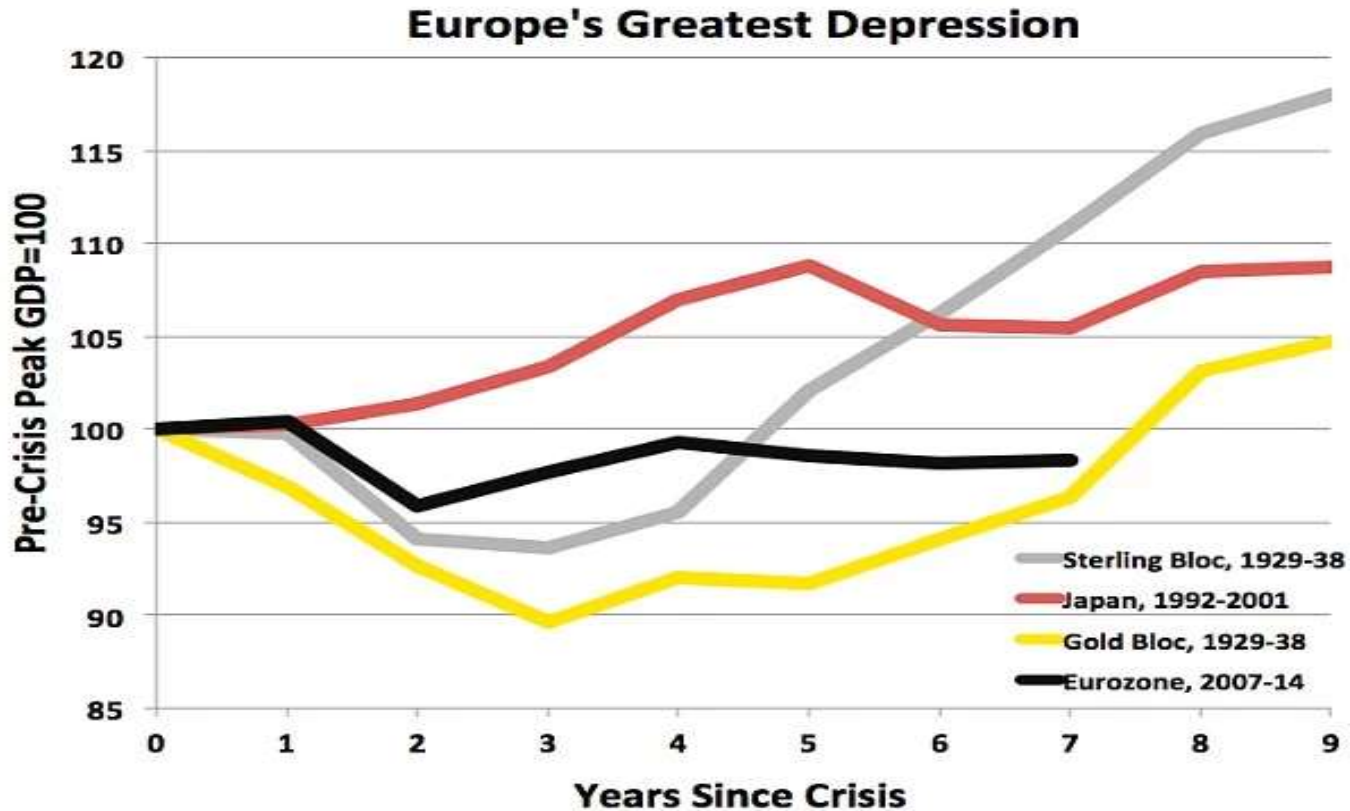
Daniel Dăianu
29 aprilie 2015



1. Chestiuni mari (Grosse Fragen)

- ▶ In domeniul cognitiv (ex: finance and economy)
- ▶ **Supra-indatorare** (*debt overhang*)? O bula speculativa de decenii (*Marea Moderatie*), BIS, Caruana, Koo, Rogoff, etc
- ▶ **Stagnare seculara**/ “SecStag” (Summers/Hansen/1938): demografie, tehnologie, distributia veniturilor, competitia globala) vs. “supercycle” (Rogoff)/ciclul financiar (Borio)
- ▶ **Paradigma cresterii**: debt vs. equity
- ▶ **Creștere și distributia veniturilor** (Yellen, Carney, FMI)
- ▶ Poate fi repornita **creșterea/QEs** (Fischer, Draghi)?
- ▶ **Politici ineficace** (zero-lower bound; spatiu fiscal)
- ▶ **Oversize finance** (Pagano); *shadow banking*
- ▶ Ce creștere este posibilă în EEMs dacă zona euro stagnează?

“Marele Impas”

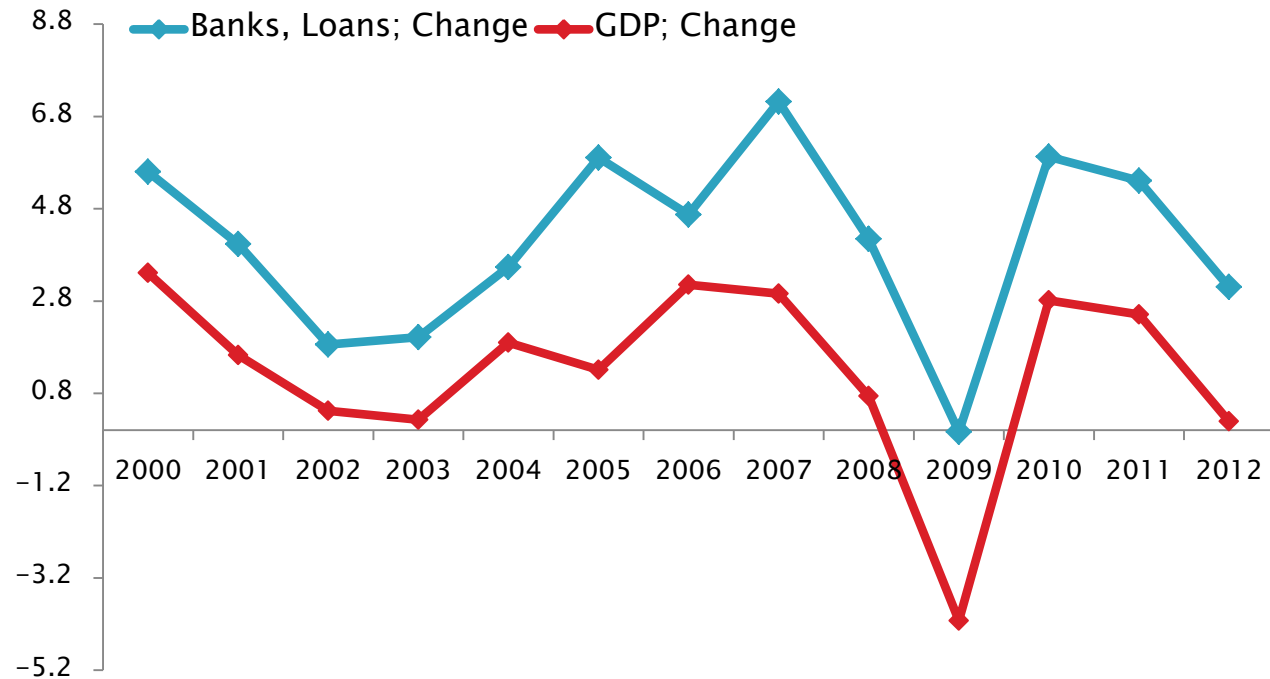


- ▶ Six years since the financial crisis began, Europe still hasn't had a real recovery, "and... that's about to make it worse than the worst of the 1930s". Matt O'Brien puts the current malaise in context by charting how many years it took after other crises to return to pre-crisis peak gross domestic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

Marea bula speculativa

Grafic nr. 1:

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

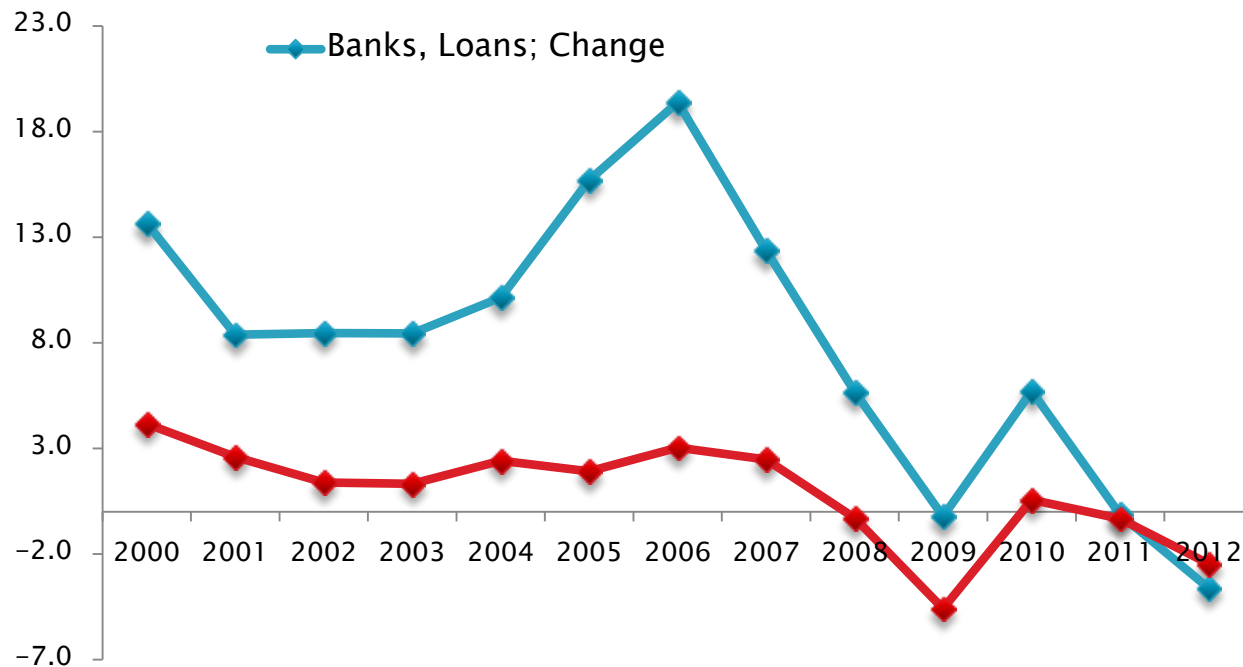


Sursa: Eurostat, European sector accounts (Central bank; other monetary financial institutions), own calculations

Marea bula speculativa

Grafic nr. 2:

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

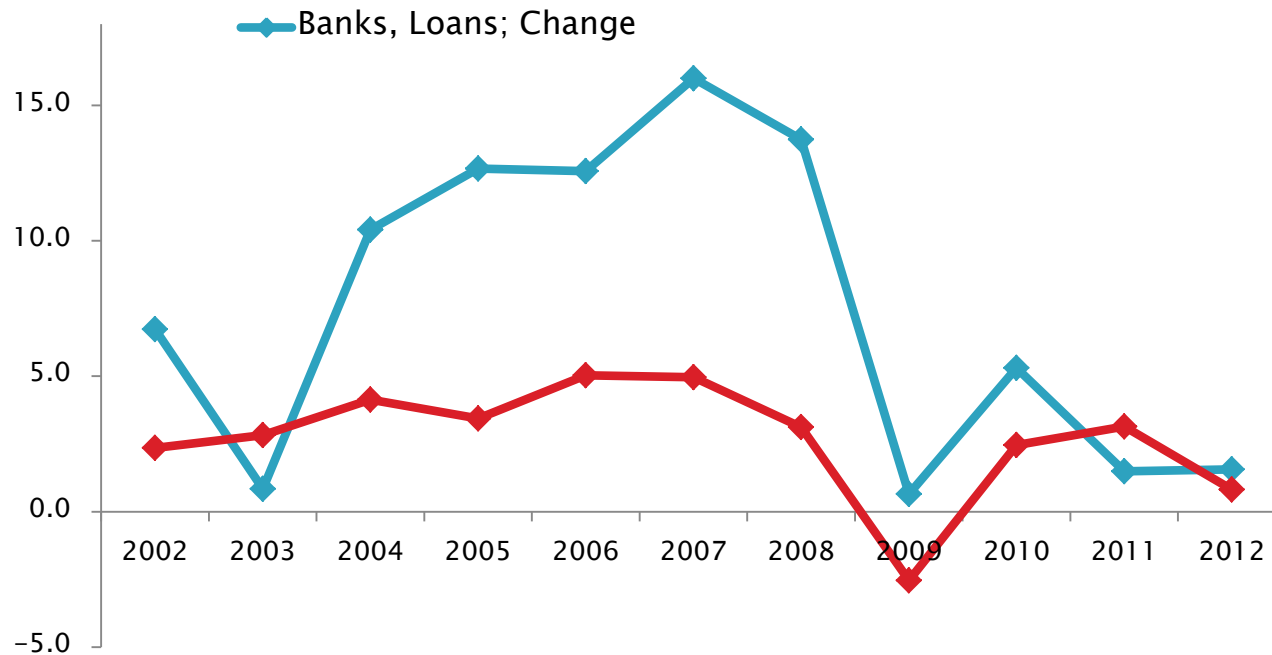


Sursa: Eurostat, European sector accounts (Central bank; other monetary financial institutions), own calculations

Marea bula speculativa

Grafic nr. 3:

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

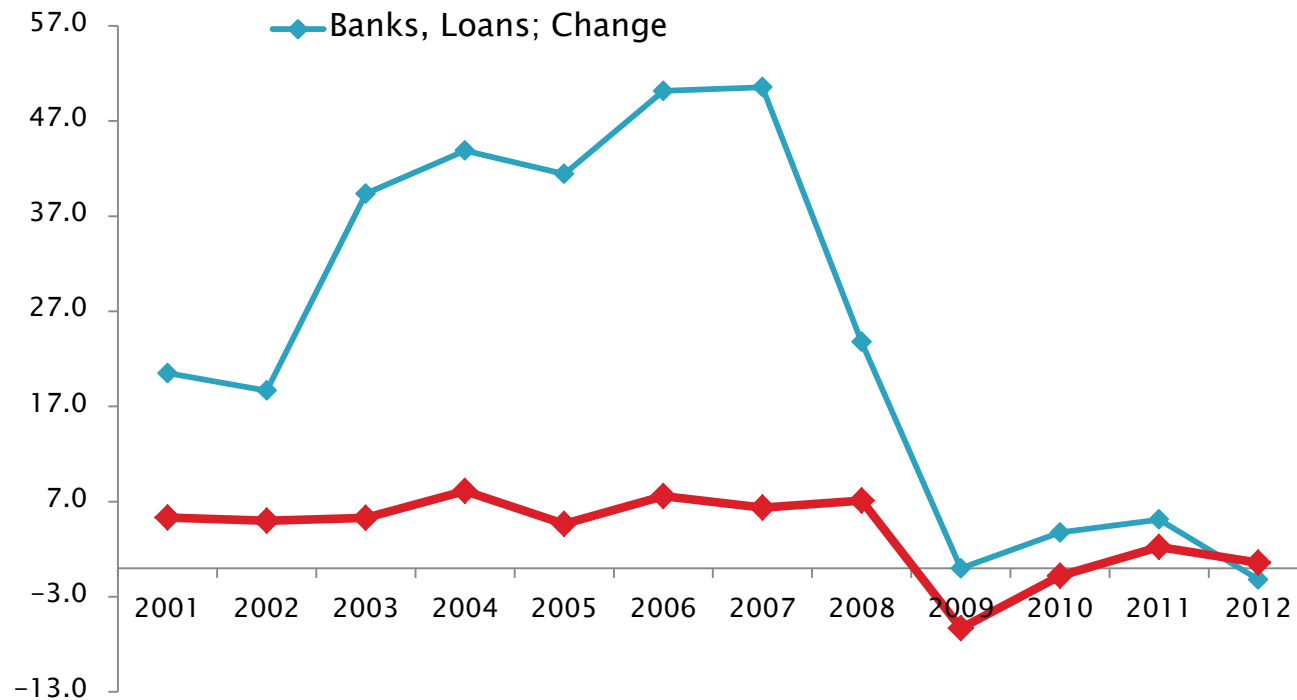


Sursa: Eurostat, European sector accounts (Central bank; other monetary financial institutions), own calculations

Marea bula speculativa

Grafic nr. 4

Eastern Europe (Bulgaria, Romania)



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

2. Contextul financiar global (i)

- ▶ **Debt overhang** (Jens Weidmann: in the euroarea: public debt, 91%; corporate debt, 105%; household, 62% of GDP)
- ▶ **Crestere potentiala diminuata** (OECD, EC): de la 2,5% la sub 1% in UE – semne pre-criza
- ▶ **Lowflation**/deflatie: este deflatia un pericol (BIS vs.)?
- ▶ Policy rates scazute (QEs) –"The new normal"
- ▶ **Devalorizari competitive prin QEs**
- ▶ Peste 6 trilioane USD s-au scurs in economii emergente (Asia): supra indatorare a sectorului corporatist; noi crize?
- ▶ Search for yield si **concentrare de riscuri in non-bank markets**, AMFs, **sudden stops** ("liquidity illusion", Constancao)
- ▶ **Riscuri sistemice in pietele de capital** (cine este lender of last resort in capital markets?)
- ▶ **Algorithmic trading**/riscuri

2. Contextul financiar global (ii)

- ▶ **Banci aparent mai robuste** (capitalizare si lichiditati) + ring-fencing
- ▶ Un nou cadru de reglementare (macro si micro prudentialitate), dar...
- ▶ ***Fragilitatea*** sistemelor este insa inca mare: noi concentrari de riscuri (CCPs); **conectivitatea mare si adesea neintelesa**
- ▶ ***Shadow banking***, riscuri sistemice (AMFs – St. Fischer)
- ▶ **Conduita in business** ca risc sistemic (Carney, ESRB); rigged markets
- ▶ “Too big to fail” nerezolvat
- ▶ **Complexitatea f. mare a grupurilor**: pot fi administrate riscurile? (cazuri faimoase)
- ▶ **Cyberfare**

3. Lectii ale crizei

- ▶ Datoria externa totala (publica si privata) importa
- ▶ Dezechilibre externe mari sunt periculoase (Polonia si Cehia vs. Romania, tari baltice)
- ▶ Consolidarea fiscala si buffere (*rezilienta*)
- ▶ Nivel dolarizare/euroizare
- ▶ *Policy space* conteaza enorm
- ▶ “Trilema” devine o dilema cand miscarile de capital sunt puternice (Helen Rey)
- ▶ *International policy regime* (reserve money centers)
- ▶ Integrarea financiara prudenta (UE?)
- ▶ Romania a avut **spatiu de manevra redus** in deschiderea contului de capital/UE (politica macroprudentiala timpurie cu eficacitate limitata; avem si acum RRs mari)

4. EEMs (economii emergente europene)

- ▶ **Unde indatorarea este masiva in USD** dificultati mari cand Fed-ul va ridica policy rate
- ▶ **EEMs sunt mai putin expuse pe USD**, dar pot exista iesiri de fonduri
- ▶ **Indatorarea din Europa centrala si de Rasarit cca 50% din cea din eurozona**; un puzzle privind creditarea
- ▶ **Au avut loc corectii macro de amploare in UE**
- ▶ **Semne de revenire economica in eurozona**, cat de durabile insa de vazut (pretul titeiului si deprecierea euro ajuta)
- ▶ **Pietele de capital au rol scazut** (CMU este just an idea yet); bancile au rolul cheie
- ▶ **IRs sunt scazute**, dar exista fragmentare geografica si SMEs platesc mai mult
- ▶ **Planul Juncker: firav/ plus impedimente birocratice**


5 Indatorare si credit: un puzzle (i)

- ▶ **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 distins intre **datorii interne si datorii externe** (cele din urma fiind responsabile pentru crize de balanta de plati).
- ▶ O explicatie pentru aceasta diferenta ar fi ca noile tari din UE au intrat in caruselul indatorarii mai tarziu.

5. Indatorare si credit (ii)

- ▶ **Bule speculative:** o corectie inevitabila a anilor de consum si imprumut in exces.
- ▶ **Alocarea resurselor a fost defectuoasa,** orientata cu precadere catre non-tradables
- ▶ **Structura investitiilor** este deci o cheie pentru puzzle
- ▶ **Economiile din CEE sunt organic legate de restul UE** prin canale financiare
- ▶ **Investitii majore depind de starea de spirit** (market sentiment) si perspectiva la nivelul economiei europene contand mai putin nevoi locale;
- ▶ **Cerere de credite** diminuata
- ▶ **Incertitudini pe piete** si riscuri geopolitice

5. Supra-indatorare

- ▶ **Diversitate mare de situatii, in sensul variabilitatii gradului de indatorare externa care a provocat o insolventa**
 - ▶ **Sunt tari intrate in incapacitate de plata avand datoria publica sub 40–50% din PIB**
 - ▶ **Tari dezvoltate pot ajunge in insolventa (Islanda, Irlanda, Grecia, etc)**
 - ▶ **Importa atat indatorarea publica cat si cea privata, mai ales cea externa (General external funding requirements/GEFR)**
- 

5. Supraindatorare– repere

- ▶ **Tarile bogate sunt favorizate**
- ▶ **Structura economica** ajuta o economie sa isi suporte indatorarea (tradeables)
- ▶ Avantajoasa o **moneda de rezerva**. Dar zona euro arata cat de inselatoare este moneda de rezerva in evaluarea libertatii la indatorare
- ▶ **Momentul istoric**. SUA aveau dupa al doilea razboi mondial (WW2) o datorie publica totala de peste 110% din PIB, dar erau superputerea economica incontestabila a lumii.

5. Supraindatorare – repere

- ▶ In UE **pactul de guvernanta** prevede o limita de indatorare suverana de 60% din PIB. Ca tinta, ea inseamna o povara teribila pentru tarile care au datorii mari si foarte mari (Grecia, 170% din PIB acum in pofida restructurarii/haircut; Italia, cu peste 130% din PIB in 2013 (in zona euro datoria publica medie era de cca 90% din PIB in 2014)
- ▶ In CEE, situatia este mai complicata pentru Ungaria (cu o datorie publica de cca 80% din PIB). Polonia si Slovacia au datorii publice de peste 50% din PIB. Romania, cca 39% din PIB, este la mijloc intre tarile CEE.
- ▶ **Euroizarea** (dolarizarea) economiei obliga la constituirea de tampoane
- ▶ Unde **veniturile fiscale sunt mici** (si cazul Romaniei, cu 27–28% din PIB cand medie in UE este peste 44%) si ponderea exporturilor in PIB este relativ mica, capacitatea de a face fata la socuri este afectata
- ▶ **Demografia si distributia veniturilor**. Dezechilibre demografice sunt o sursa de fragilitate economica. Venituri foarte inegale creeaza nu numai tensiuni sociale, dar afecteaza potentialul de crestere pe termen lung

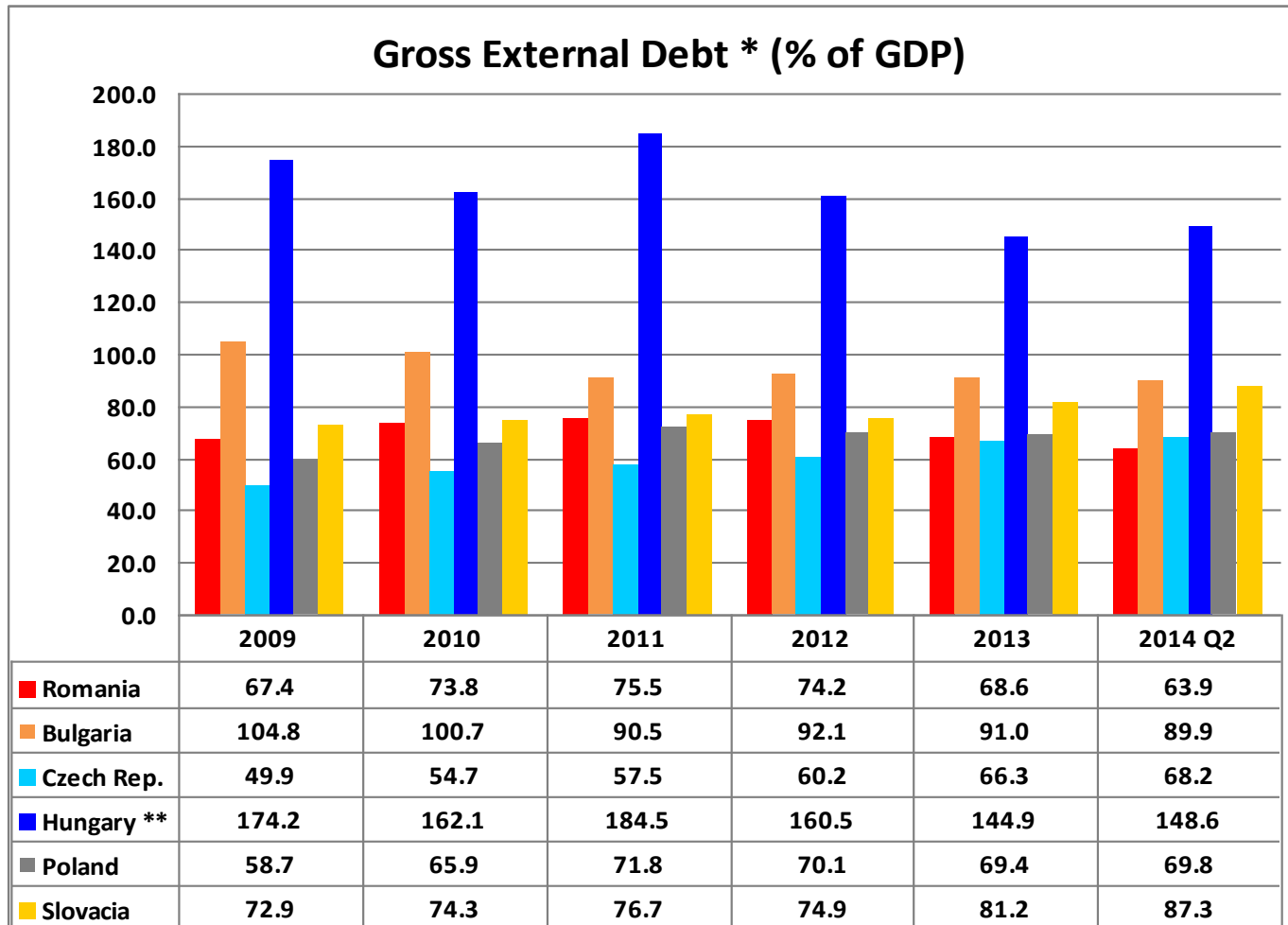
5. Supraindatorare – repere

- ▶ **Aglomerarea datoriilor** pe termen scurt maresta 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**
- ▶ **Diversificarea economiei** (economii dependente de cateva produse sunt mai putin robuste)

5. Indatorare – Romania

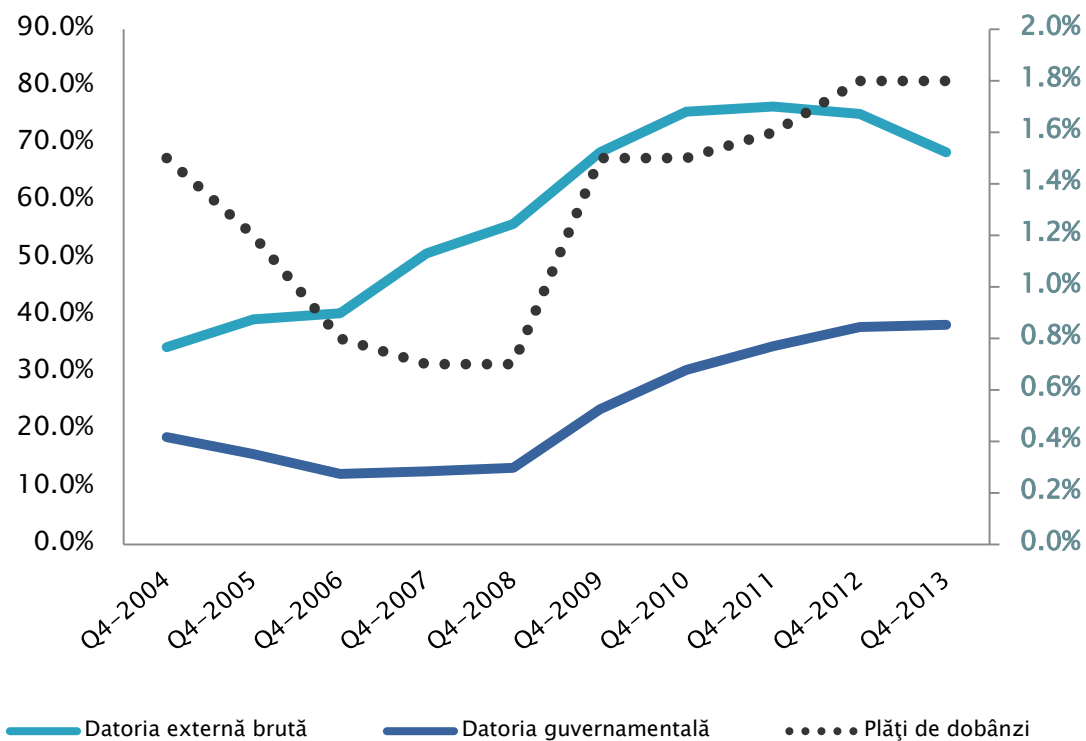
- ▶ **Perceptia mult ameliorata (CDS/grafic)**
- ▶ Romania a cunoscut o crestere a datoriei sale publice (interne si externe) in anii de criza, de la sub 14% la cca 39% din PIB intre 2008–2014 (vezi graficul);
- ▶ **stabilizarea la un nivel sub 40% din PIB s-a datorat corectarii marilor dezechilibre bugetare** (de la 9% in 2009 la cca 2% in 2014) si a celui de cont curent (de la 12–13% intre 2007–2008 la 0.6% in 2014). Cheltuielile cu dobanzile in contul datoriei publice, desi au crescut brusc din 2009, s-au mentinut sub 2% din PIB.
- ▶ **Serviciul datoriei poate creste drastic daca intervin socuri la care reactia este inadecvata, sau daca se produc deraparaje majore in politica economica/dezechilibre .**

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



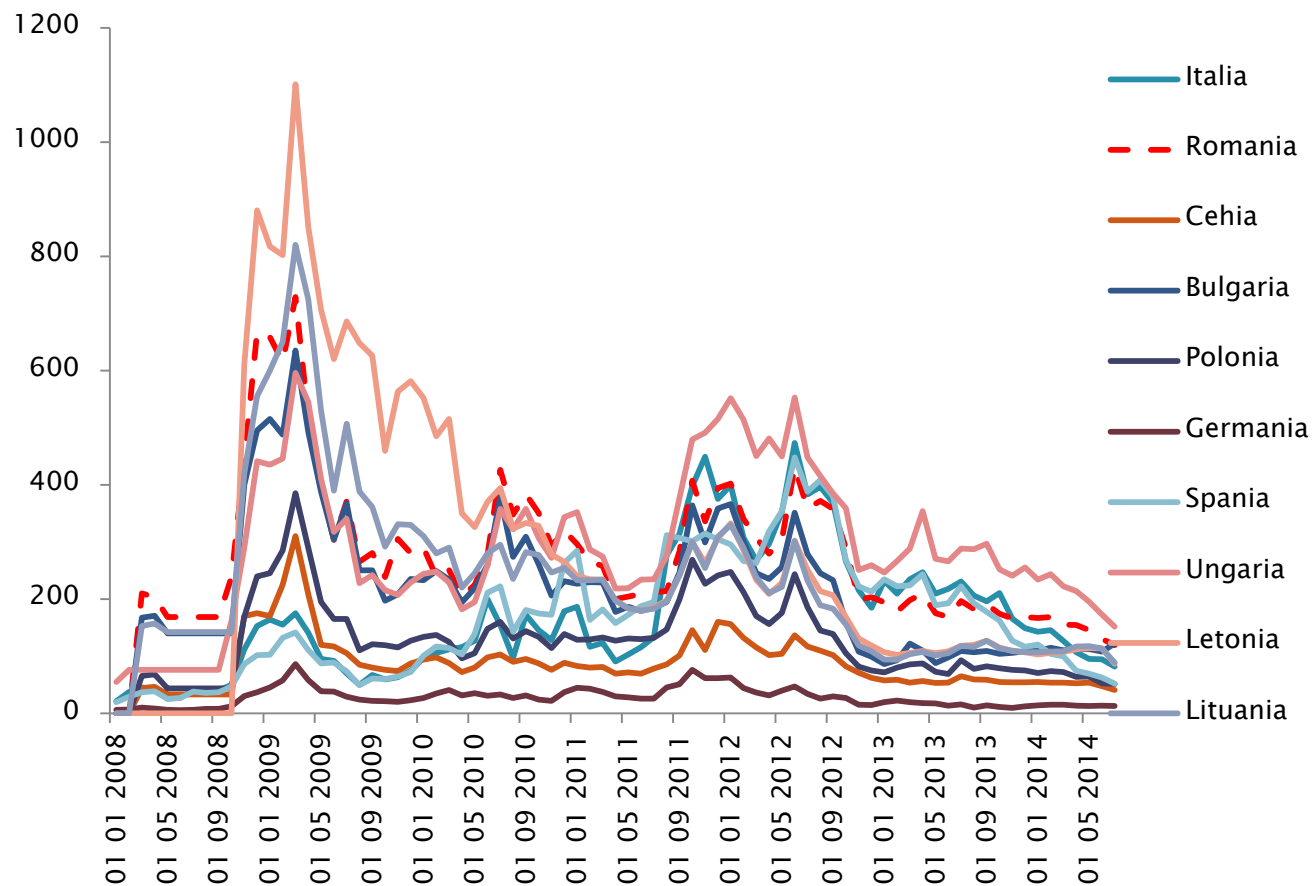
Source: National Central Banks, Own calculations, ESA 2010 methodology
 * Romania (2013-2014), Czech Republic, Hungary, Poland: According to BPM6 Methodology;
 ** including SPE's

Grafic nr. 5: Datoria publică, plăți cu dobânzi și îndatorarea externă totală (România)



Sursa: Ministerul Finantelor Publice

Grafic nr.6: CDS la 5 ani



6. Riscuri globale

- ▶ Pe termen apropiat: impact al Fed tapering (miscari de capital; ERs, *balance sheet effect* in EMs prin depreciari valutare);
- ▶ Concentrari de riscuri in *shadow banking*
- ▶ Crize in EMs cu expunere mare pe USD
- ▶ Pe termen mai lung: **secular stagnation** si **debt overhang**
- ▶ Masuri neconventionale si **efecte indezirabile** (unintended consequences), inclusiv new bubbles


7. Riscuri in Europa

- ▶ **Ce se va intampla cu Grecia?** (“zgomotul” arata fragilitatea zonei euro in pofida firewalls)
- ▶ **Designul zonei euro?** UB este incompleta (problema fiscala)
- ▶ **Crestere lenta si debt overhang**
- ▶ **Reforme structurale cer timp si asteptarile oamenilor**
- ▶ **Fragmentare vs. integrare in UE**
- ▶ **Riscuri geopolitice; avem nevoie de aranjamente de securitate in Europa**

8. Romania

- ▶ **Policy space este esential**
- ▶ **Pistoane care sa fie puse la lucru;**
- ▶ **Mobilizarea rezervelor interne**
- ▶ **Dependenta mare de pietele europene (2/3 din fluxuri economice; sector financiar controlat de grupuri din UE. etc.**
- ▶ **Desi o datorie publica relativ mica, socuri externe si derapaje interne pot cauza neplaceri. Intervine indatorarea privata externa**
- ▶ **Nevoia de *buffere*, care sa ajute *rezilienta (inclusiv prin aranjamente cu BCE)***
- ▶ **Daca Europa (UE) nu va avea crestere economica relevanta ii va fi greu si economiei romanesti**
- ▶ **Tesutul industrial/economic al Romaniei este miscat de decizii care, frecvent, tin cont de ratiuni “internationale”. Acestea fiind spuse, avem nevoie de o politica industrială, a stiintei si tehnologiei, de educarea oamenilor, de reforme in sectorul companiilor de stat care sa sprijine pistoanele interne**

8. Romania (ii)

- ▶ **Infrastructura: reducerea drastica a GFCF in ultimii ani afecteaza cresterea potentiala a PIB-ului**
 - ▶ **Investitii in tradables**
 - ▶ **Fondurile europene**
 - ▶ **Componenta bancara autohtona; Eximbank --banca pentru dezvoltare; CEC, etc**
 - ▶ **Creditul rural**
 - ▶ **Piete de capital sa atraga “capital statornic” (patient capital)**
 - ▶ **Afaceri cu tari cu dezvoltare economica viguroasa**
 - ▶ **Instrumente macroprudentiale**
 - ▶ **Contextul extern conteaza enorm: ce crestere au partenerii!**
- 

8. Romania si zona euro

- ▶ Aderarea: **doua preconditii mari:**
- ▶ **A: zona euro sa functioneze ca o veritabila uniune monetara** (acum este o arie cu moneda unica, cu mari neajunsuri de design si politici – amortizarea socurilor asimetrice) – aceeaasta preconditie este trecuta sub tacere la noi, din varii motive...
- ▶ **B: sa inregistram convergenta reala corespunzatoare** (PIB/ loc peste 70% (acum: 53–54%) din media UE si schimbari structurale in economie)
- ▶ Exista o dimensiune geopolitica a zonei euro, dar este limitata