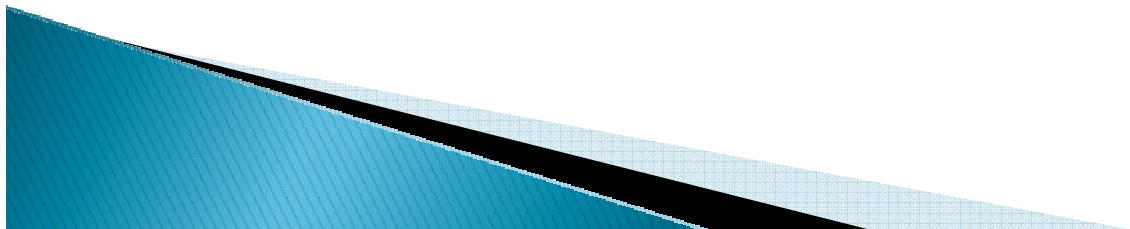


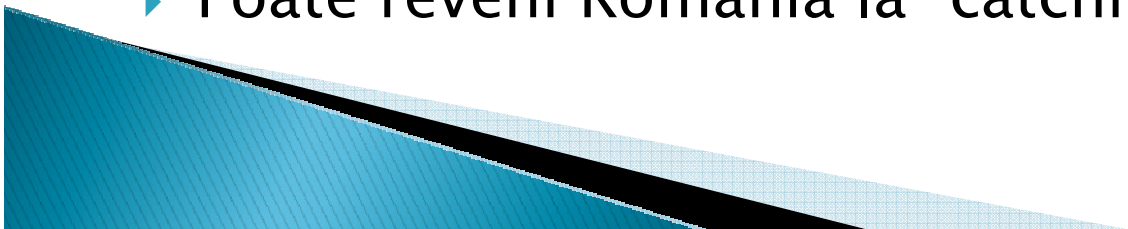
# Creștere economică si Finantare Daniel Daianu

Bucuresti, 19 februarie  
2015

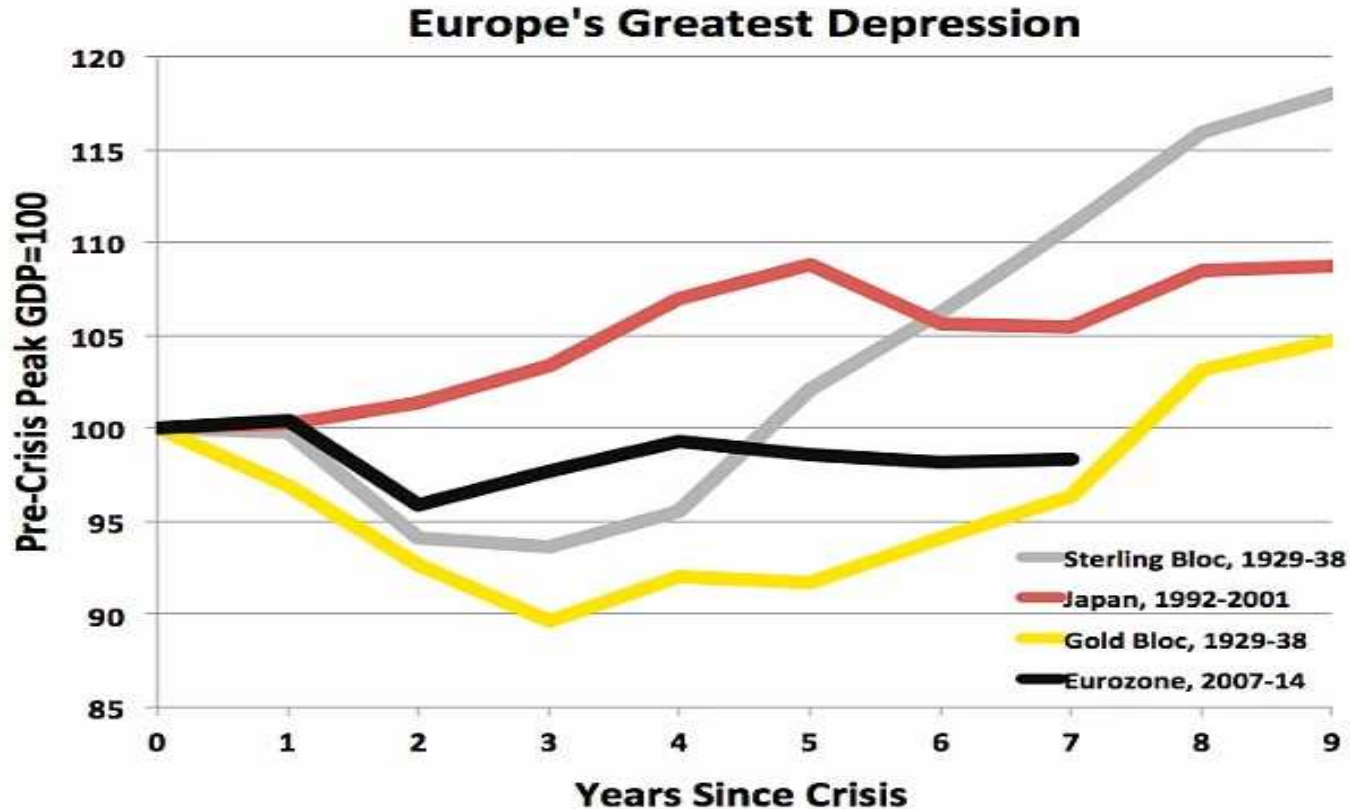


# “The Big Questions” (Intrebari mari)

- ▶ Exista supra-indatorare? O bula speculativa de decenii? (*Marea Moderatie*, vezi si raportul BIS)
- ▶ Este Vestul amenintat de stagnare economica “SecStag” (Larry Summers, resuscitata teza lui Hansen/1938); cauze structurale: demografie, tehnologie, distributia veniturilor, competitia globala.
- ▶ Poate fi repornita cresterea (Fischer, Carney, Draghi intre bancheri centrali)? Politici ineficace (zero-low bound; dobanzi real negative pentru  $S=I$ ?)
- ▶ Sector bancar supradimensionat; reglementarea “sectorul bancar umbra” (speculatie excesiva)
- ▶ Poate reveni Romania la “catching up”?



# “Marele Impas”

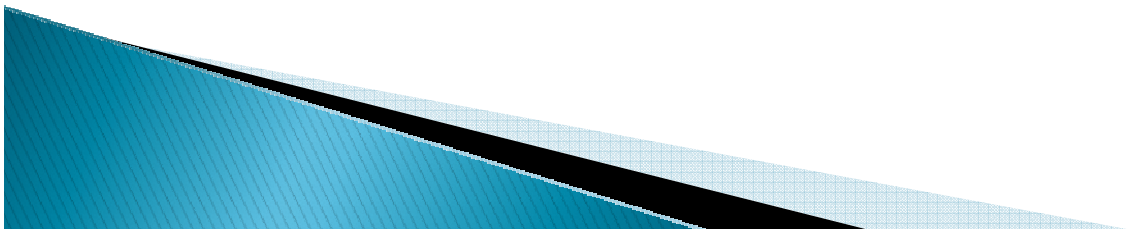


- ▶ six years since the financial crisis began, Europe still hasn't had a real recovery, "and... that's about to make it worse than the worst of the 1930s". Matt O'Brien puts the current malaise in context by charting how many years it took after other crises to return to pre-crisis peak gross domestic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

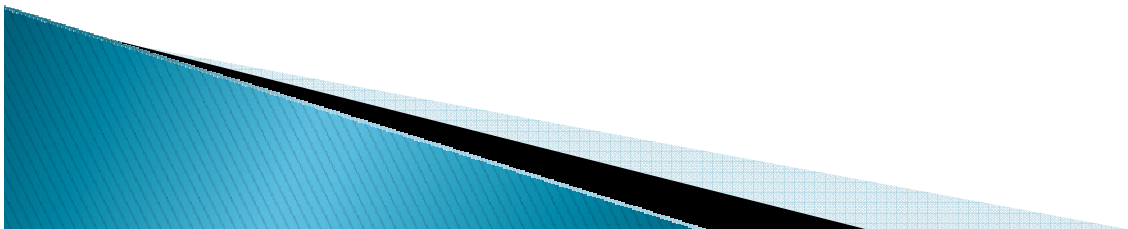
# Probleme abordate

- ▶ Credit si dinamica economica: exista un *puzzle*?
- ▶ Cand indatorarea este supra-indatorare?
- ▶ Poate exista crestere fara creditare (*creditless recovery*)?



# 1. Indatorare si....avem un puzzle?

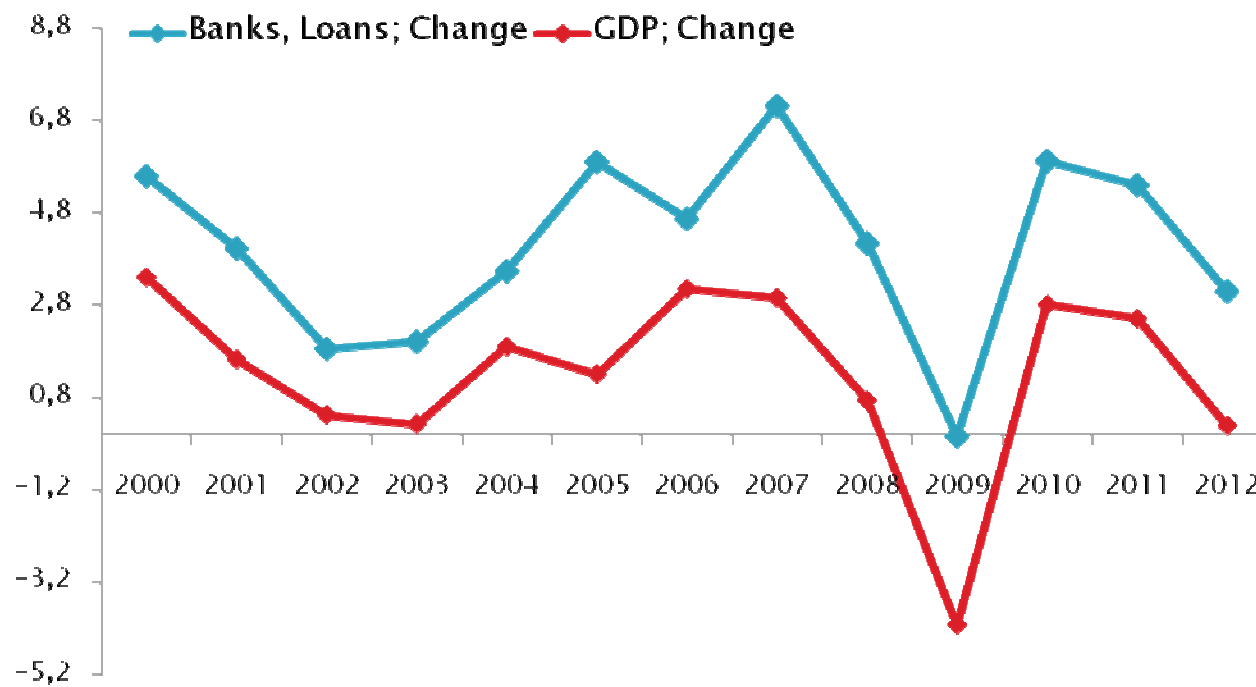
- ▶ Criza financiara si prabusirea creditarii: binomul cadere a creditului–cadere economica (vezi graficele, unde sunt clare dinamici ale creditului ce au indus bule speculative mari in unele tari din UE ).
- ▶ “Credit crunch”. Inferenta este ca la originea caderii economice sta prabusirea creditarii ( “inghetarea pietelor”/(banii nu mai circula, “capcana lichiditatii” (preferinta pentru cash), portofolii putrede, indatorare excesiva, etc.
- ▶ **Latura cererii** : inclinatia spre a lua credit s-a diminuat substantial: datoriile sunt mari (si/sau cresc), pietele devin potrivnice, perspectiva este cenusie; efortul este in principal de a supravietui si nu de a investi (BIS report)
- ▶ “Efectul bilantier” (*balance-sheet effect*, Richard Koo/Nomura Institute) opereaza atat pe latura ofertei de credit (ilustrata de dezintermediere financiara –in Romania ponderea stocului de credite in PIB a scazut de la cca.54% in dec. 2009 la 44% in febr 2014) cat si pe latura cererii de credit.



# 1. Îndatorare și mersul creditării

Grafic nr. 1:

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

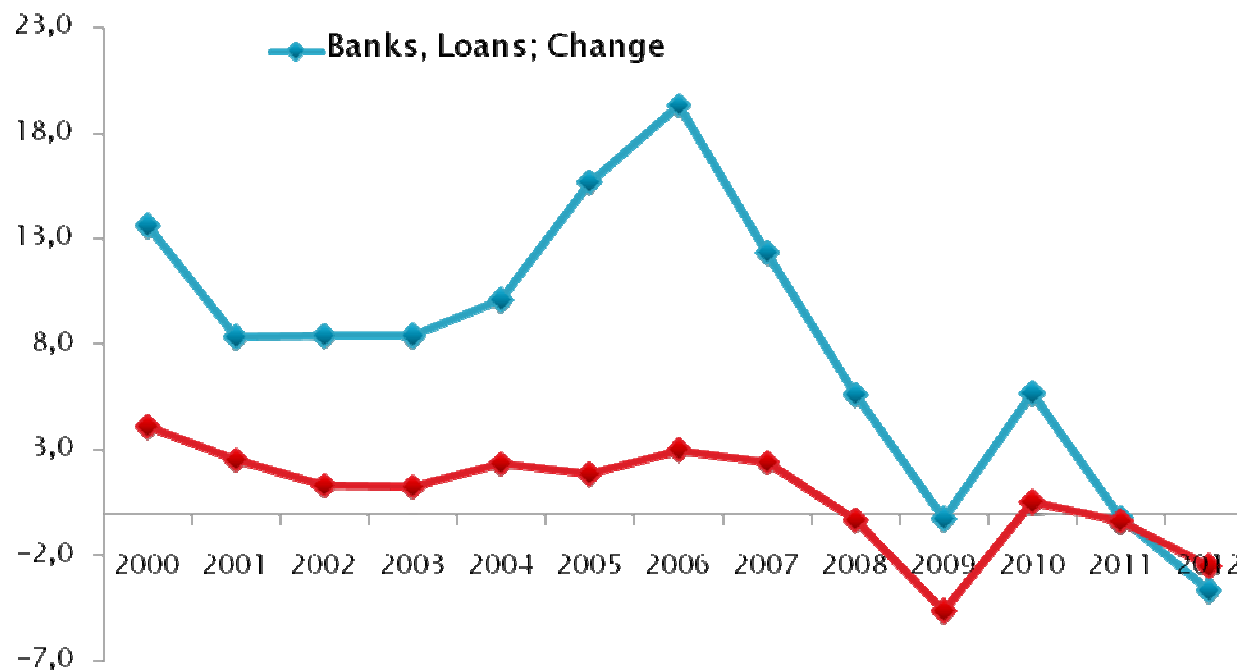


*Sursa: Eurostat, European sector accounts (Central bank; other monetary financial institutions), own calculations*

# 1. Îndatorare și mersul creditării

Grafic nr. 2:

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

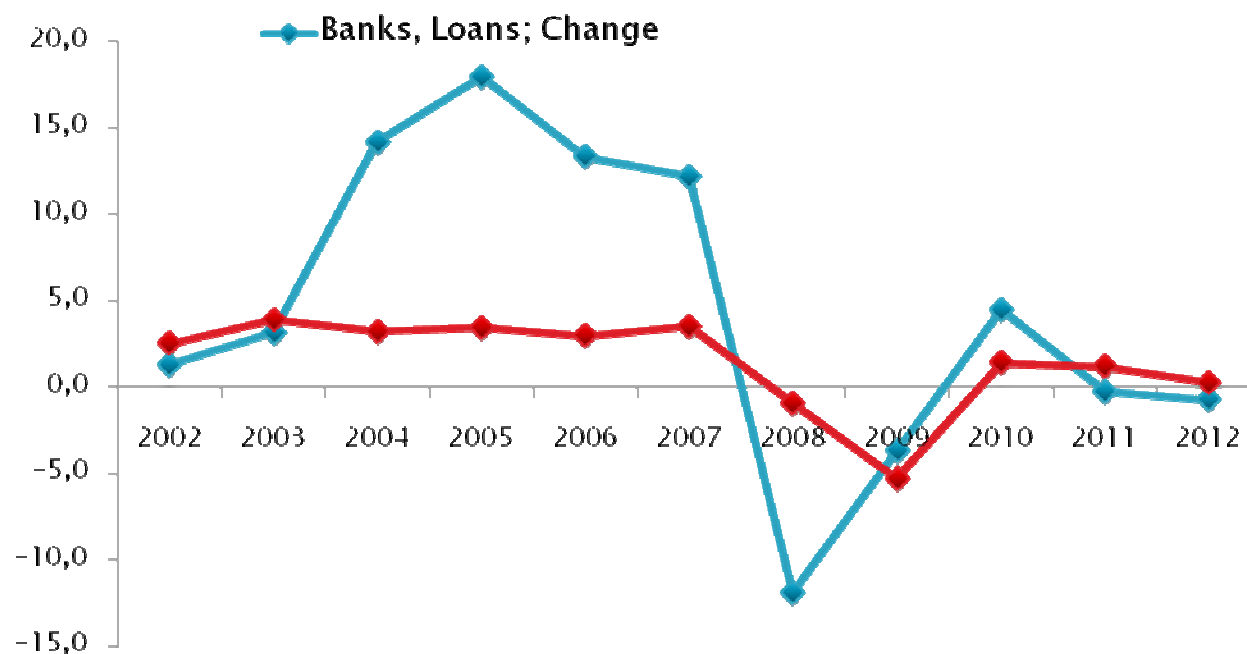


*Sursa: Eurostat, European sector accounts (Central bank; other monetary financial institutions), own calculations*

# 1. Îndatorare și mersul creditării

Grafic nr. 3:

Western Europe (Ireland, United Kingdom)



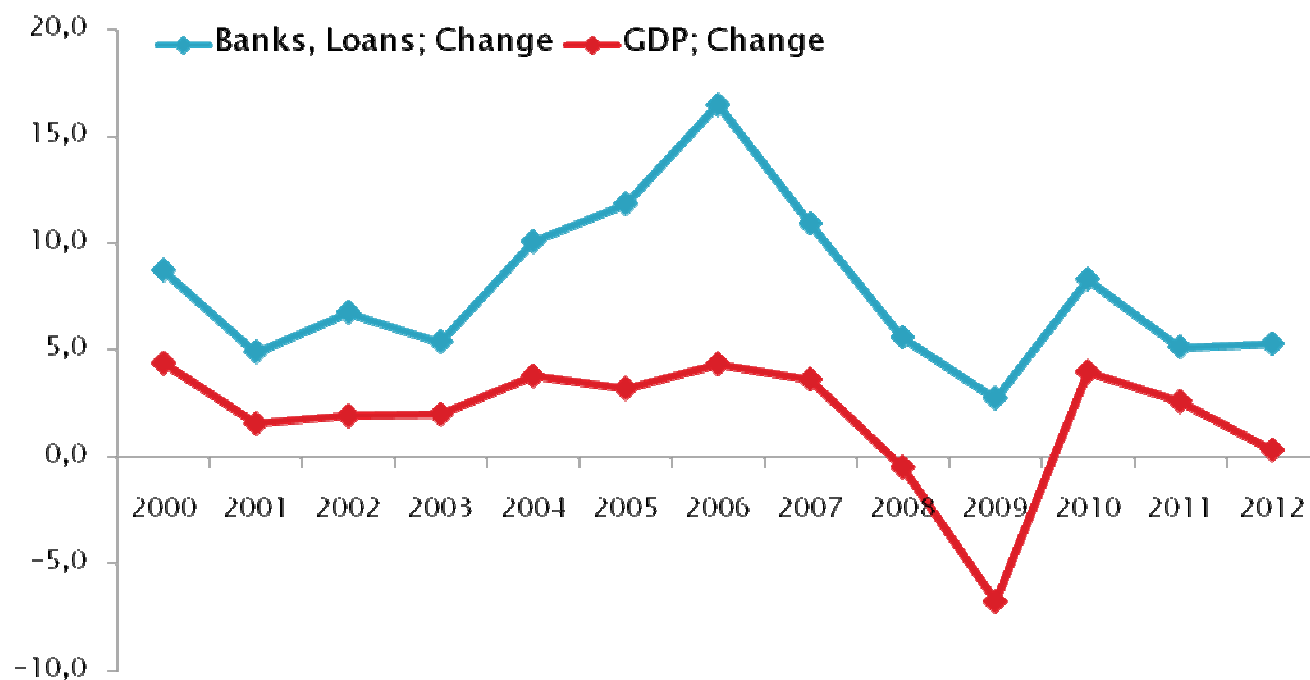
*Sursa: Eurostat, European sector accounts (Central bank; other monetary financial institutions), own calculations*



# 1. Îndatorare și mersul creditării

Grafic nr. 4:

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

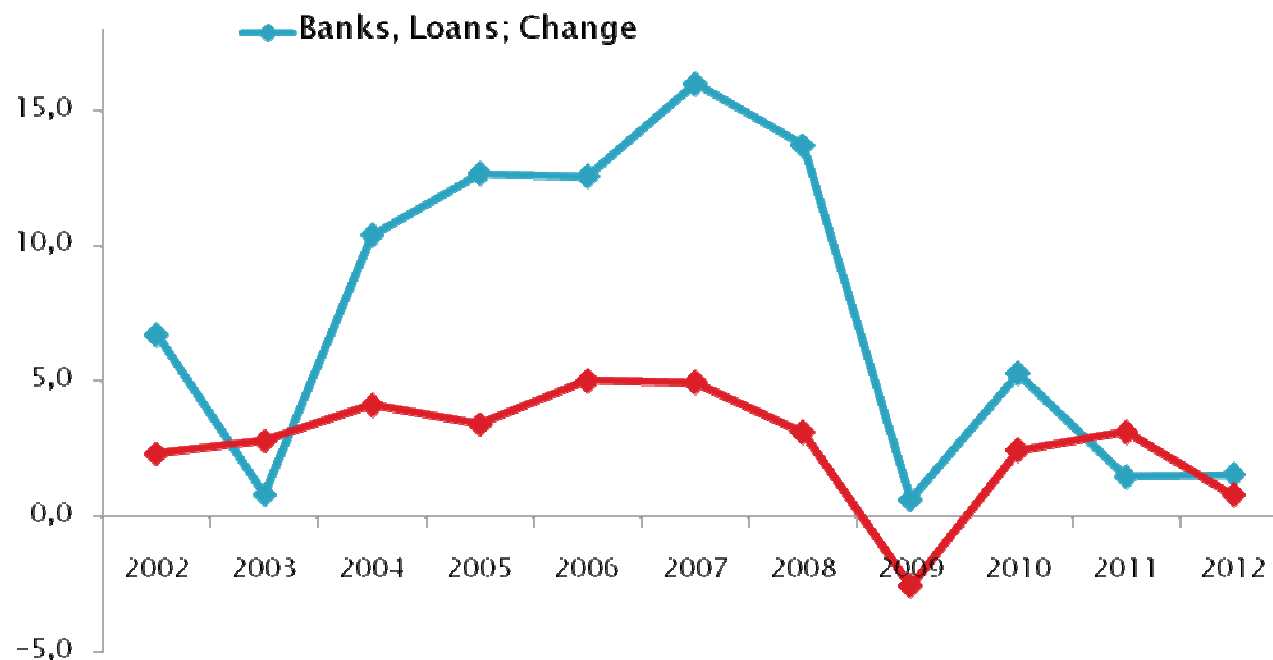


*Sursa: Eurostat, European sector accounts (Central bank; other monetary financial institutions), own calculations*

# 1. Îndatorare și mersul creditării

Grafic nr. 5:

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

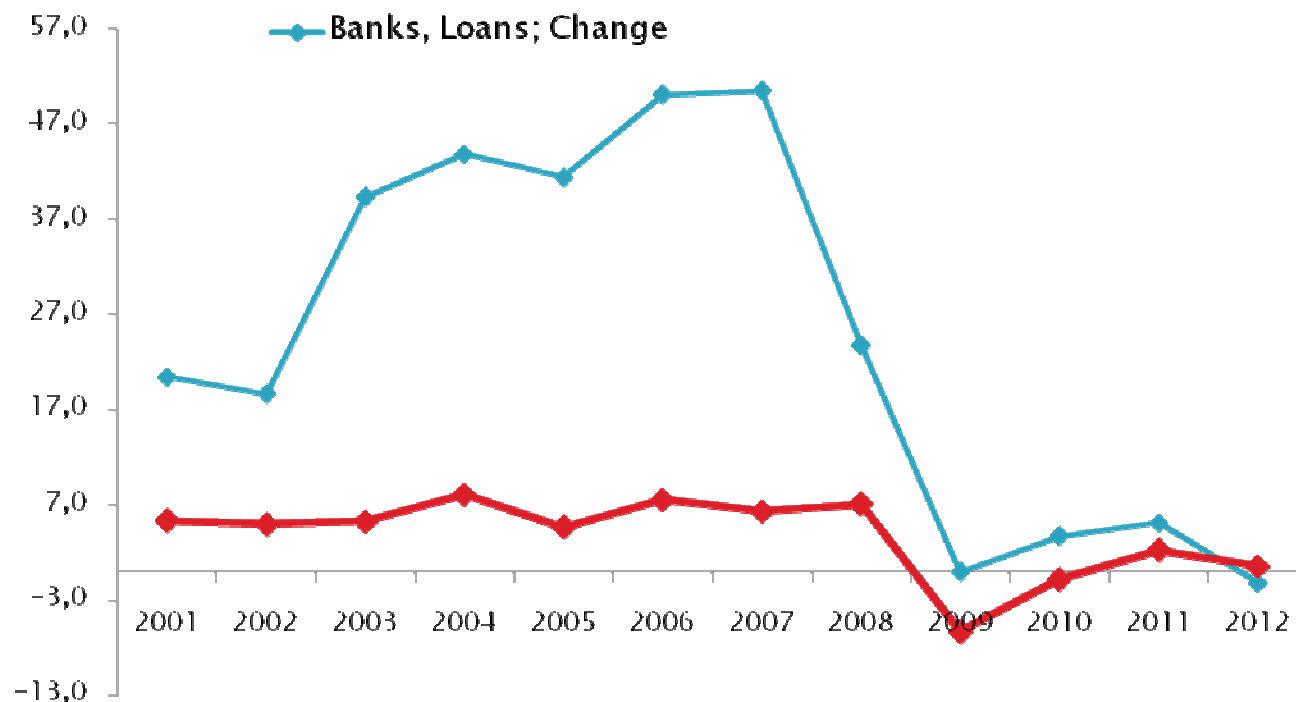


*Sursa: Eurostat, European sector accounts (Central bank; other monetary financial institutions), own calculations*

# 1. Îndatorare și mersul creditării

Grafic nr. 6:

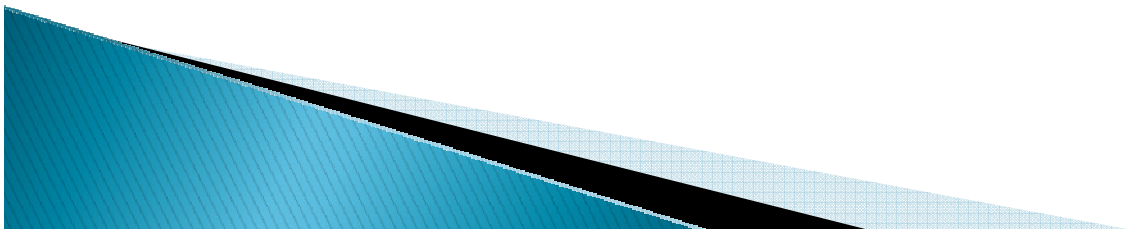
Eastern Europe (Bulgaria, Romania)



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

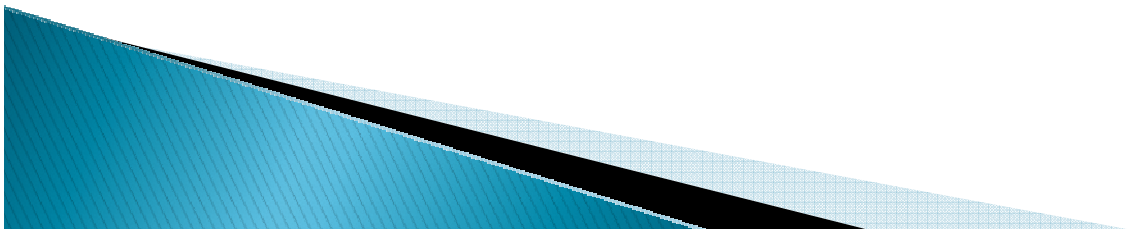
# 1.2 Indatorare si crestere

- ▶ 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%.
- ▶ o distinctie notabila este 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 din ultimele decenii mai tarziu.
- ▶ Dar de ce creditarea nu merge in CEE?



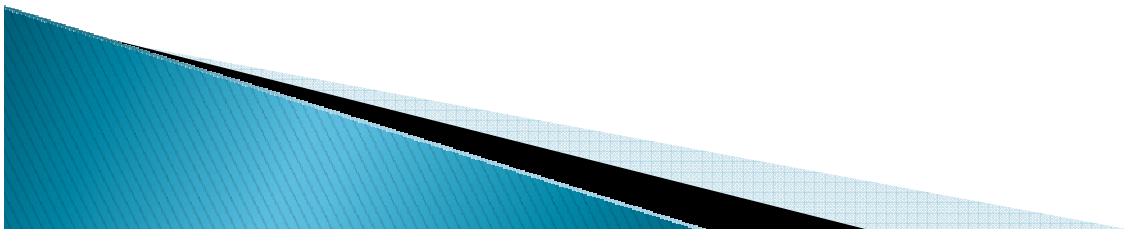
# 1.3 Indatorare si crestere (1)

- ▶ **Bulele speculative:** caderea economica ar fi, in nu putine situatii, o corectie inevitabila a anilor de consum si imprumut in exces.
- ▶ In nu putine tari **alocarea resurselor prin intrari masive de capital a fost defectuoasa**, orientata cu precadere catre non-tradables). Aceasta alocare a resurselor se vede in volumul de credite neperformante (NPL). In 2012, de pilda, conform FMI (financial soundness indicators), NPL in total credite a fost de 16,6% in Bulgaria, 15,8% in Ungaria, 14,8% in Lituania, 18,2% in Romania -in comparatie cu, de exemplu, 4,3% in Franta, 2,9% in Germania, 3,1% in Olanda, 3,7% in Marea Britanie. Insa provizionarea era indeobste mai mare in tarile nou intrate in UE Romania fiind cap de serie cu 86,26% (in Polonia, 68,23%; Ungaria, 49,12; Bulgaria, 63%; Marea Britanie, 39,76; Franta, 56,89, etc):
- ▶ **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) si perspectiva la nivelul economiei europene contand mai putin nevoi locale; firmele care depind mult de nevoi (cererea) locale sunt handicapate de atitudinea generala a institutiilor de credit, cu aversiune lor la risc mult accentuata;



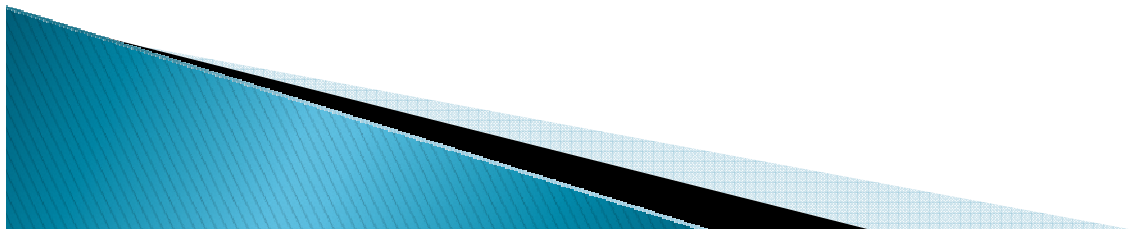
# 1.3 Indatorare si crestere (2)

- ▶ **Bancile au inasprit conditiile de creditare, care inseamna costuri invizibile vizibile suplimentare; revenirea bancilor la un “due dilligece” mai complex ( conform unui banking traditional), cu care firme autohtone nu prea sunt obisnuite;**
- ▶ **Multe companii sunt mai putin interesate de credit pentru investitii, vor mai degraba capital circulant; nu sunt increzatoare in viitorul de business astfel incat sa se angajeze in proiecte investitionale importante. Bancile sunt tematoare in a se angaja pe termen mediu si mai lung preferand finantari cu recuperare rapida si colatera indestulator.**
- ▶ **Exista multa incertitudine pe piete (inclusiv riscuri geopolitice);**



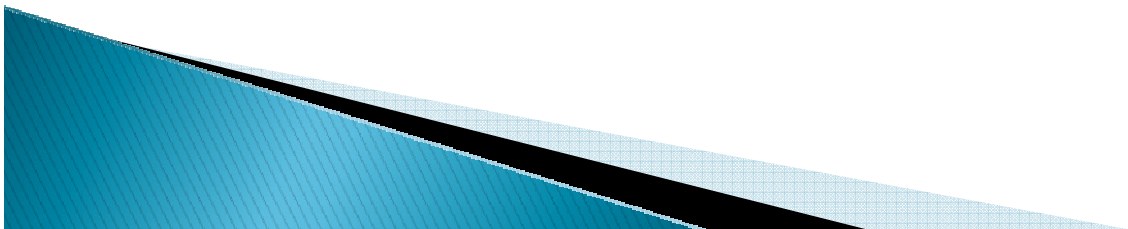
# 1.3 Indatorare si crestere (3)

- ▶ Indatorarea gospodariilor de judecat in raport cu veniturile si avutia cetatenilor. Creditarea tine cont de venituri (oameni si firme)
- ▶ Salariile in UE15 (tarile mai bogate din Uniune) au avut in 2012 ca medie o pondere de peste 50% din PIB fata de cca 33% in Romania (in Germania, 51,6%; Finlanda, 52%; Suedia, 54%; Franta, 53%; Ungaria, 45%; Bulgaria, 38,6%.
- ▶ Ponderea profiturilor (remunerarea capitalului sub diverse forme) a fost in UE15 de 38,4% in 2012 in timp ce s-a ridicat la 54,5% in Romania (si 48,4% in Bulgaria si cca 40% in Ungaria).
- ▶ Ponderea veniturilor din salarii in Romania este una dintre cele mai scazute in UE, populatia din mediul rural este f.saraca, veniturile din activitati liberale sunt limitate (de amintit si ponderea pensionarilor)
- ▶ Ca venit/loc in Romania a depasit 50% din media UE este mai putin relevant in conditiile in care ponderea salariilor este atat de scazuta in PIB si actionariatul strain controleaza distributia profitului in sectoare largi din economie (ce si unde se reinvesteste, preturi de transfer care diminueaza veniturile bugetului public)



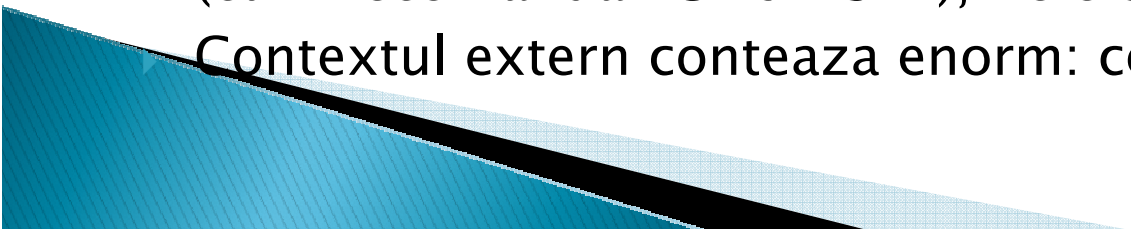
# 1.4 Indatorare si crestere

- ▶ De salutat creditarea mai mare in lei care reduce riscul valutar si cel sistemic.
- ▶ **Cat se poate miza pe faptul ca economiile emergente din UE au indatorare publica si privata mult inferioara celei din economiile avansate din Europa –ca premiza pentru relansare -- este de discutat**
- ▶ Desi bancile locale se bazeaza acum mai mult pe depozite, economisirea locala este mica si legaturile cu bancile mama ca si conditiile de ansamblu din Europa probabil vor tine in chingi mersul creditarii.
- ▶ Un puternic **efect de scara**, deoarece economiile emergente din UE sunt relativ mici. Dinamica lor depinde in mod covarsitor de ce se intampla in nucleul UE, al zonei euro (Germania, Franta, Italia). Nu intamplator Romania tinteste alaturarea la UB
  
- ▶ **Daca zona euro va creste foarte lent situatia noastra economica va fi defavorizata**
- ▶ Economia europeana depinde enorm de finantarea bancara (3/4 din total fata de 1/4 in SUA) si **este nevoie de dezvoltarea finantarii non-bancare**; de aceea se vorbeste insistent despre “securitizare buna” (pentru a fi deosebita de cea “toxica”), care priveste transformarea de imprumuturi acordate unor firme in hartii de valoare plasate investitorilor prin piata de capital (ultimele fecizii ale ECB)





# 1.5 Ce este de facut, chiar daca depindem enorm de context?

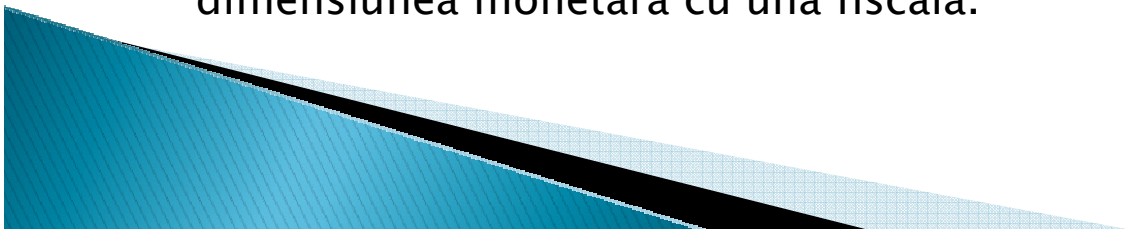
- ▶ Sa valorificam rezerve interne de eficienta
  - ▶ Sa dezvoltam componenta autohtona (CEC are nevoie de capitalizare sporita; constituirea unei banci pentru dezvoltare; Banca Transilavia (Volksbank)
  - ▶ Creditul rural (folosind si fonduri europene),
  - ▶ Fondurile europene,
  - ▶ Investitii straine in sectoare tradables,
  - ▶ Sa dezvoltam pietele de capital pentru a atrage mai ales “capital statornic” (patient capital)
  - ▶ Relatii de afaceri cu tari din afara UE si care au dezvoltare economica viguroasa, etc.
  - ▶ Bule speculative: aplicarea de instrumente macroprudentiale (cum recomanda ECB si ESRB), fie ele nu indeajuns testate.
- Contextul extern conteaza enorm: ce crestere au partenerii!
- 

## 2. Cand apare *supra-indatorare*?

- ▶ Ultimele doua decenii (The Great Moderation): **cresterea datoriilor publice si private** in numeroase tari din lumea dezvoltata, o situatie in mod dramatic accentuata de Criza (stoc de indatorare peste 250% din PIB)
- ▶ **Politica economica este dominata de nevoia de corectare a unor datorii tot mai greu de finantat si refinantat**; in sectorul public proeminenta este *chestiunea fiscala*
- ▶ Insa istoria economica a lumii inseamna si credit. Tari si companii, gospodarii, cauta sa isi suplimenteze resurse proprii fie pentru a se dezvolta, fie pentru a trece de perioade dificile
- ▶ **Integrarea financiara internationala a marit importanta indatorarii externe**
- ▶ **Indatorarea este fara precedent pentru lumea occidentala in ultimele deceni: povara mare (BIS report)**  
Debt vs. equity: finantare prin equity (Miller-Modigliani)

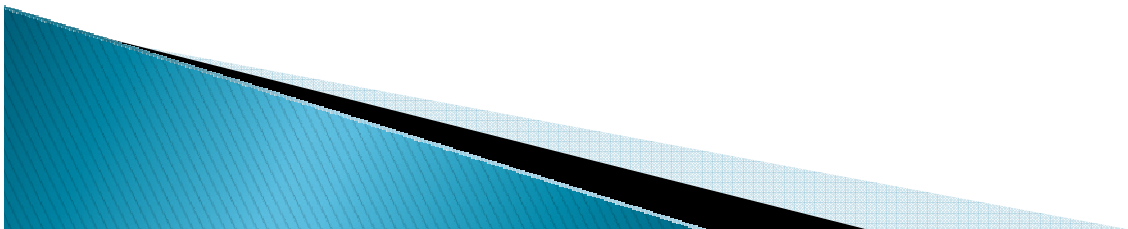
## 2.1 Cand apare supra-indatorarea?

- ▶ Cand o datorie se reveleaza a fi excesiva, o supra-indatorare?
- ▶ Discutia poate fi raportata la: a/ circumstante exceptionale/ criza financiara de acum, b/ o criza de balanta de plati traditionala, sau c/ relatia intre indatorare si cresterea economica.
- ▶ Carmen Reinhart si Kenneth Rogoff: prag de 90% din PIB de la care indatorarea ar deveni, mai mult sau mai putin, un handicap pentru cresterea economica (2010). Unii au identificat inconsistente privind datele (Th. Herndon, M. Ash, R. Pollin, 2013), dar un mesaj central ramane -ca de la un punct, fie acesta variabil, volumul datoriilor devine un handicap pentru cresterea economica -mai ales cand inflatia este mica (chiar deflation) si non-crestere economica
- ▶ Fara crestere economica este aproape imposibil de asigurat finantarea/refinantarea unei datorii pe termen lung.
- ▶ Daca ne referim la conditiile prezente, de criza, problema, in esenta, este daca politici reflationiste pot ameliora situatia pe termen scurt si termen lung (Fischer, Carney, Draghi)
- ▶ In zona euro lucrurile sunt mai complicate intrucat constructia ei institutionala este defectuoasa, ceea ce face ca datorii "interne" (in interiorul uniunii monetare) sa apara drept crize de balanta de plati. Este si motivul pentru care se incearca formarea unei uniuni bancare, care sa completeze dimensiunea monetara cu una fiscala.



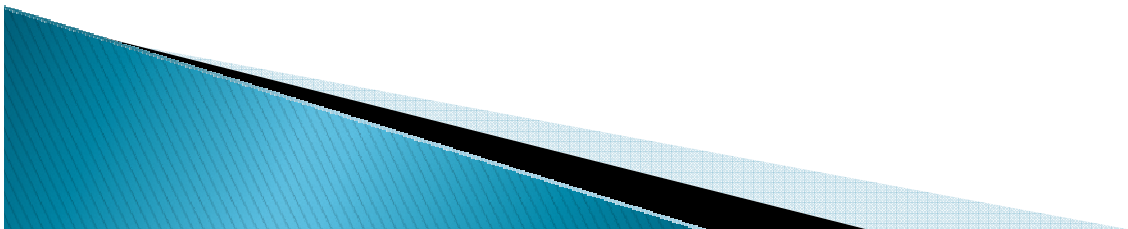
## 2.2 Cand apare supra-indatorarea?

- ▶ O diversitate mare de situatii, in sensul variabilitatii gradului de indatorare externa care a provocat o insolventa
- ▶ Ecuador a refuzat in 2008 sa plateasca, desi putea, si a fost considerata ca fiind in incapacitate de plata. 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. Turcia a cunoscut mai multe episoade de criza de balanta de plati si insolventa, desi datoria sa publica nu era mare (datoria privata fiind insa considerabila).
- ▶ Criza financiara actuala arata ca si tari dezvoltate pot ajunge in insolventa (Islanda, Irlanda,etc), din cauza, in principal, a extravagantelor industriei bancare (financiare), a indatorarii private. Grecia este notorie pentru indatorarea publica.
- ▶ Este o lectie si a acestei crize (criza din Asia de Sud est din 1997–1998 o aratase din plin) ca, la nivelul unei tari, importa atat indatorarea publica cat si cea privata, mai ales cea externa (General external funding requirements/GEFR)

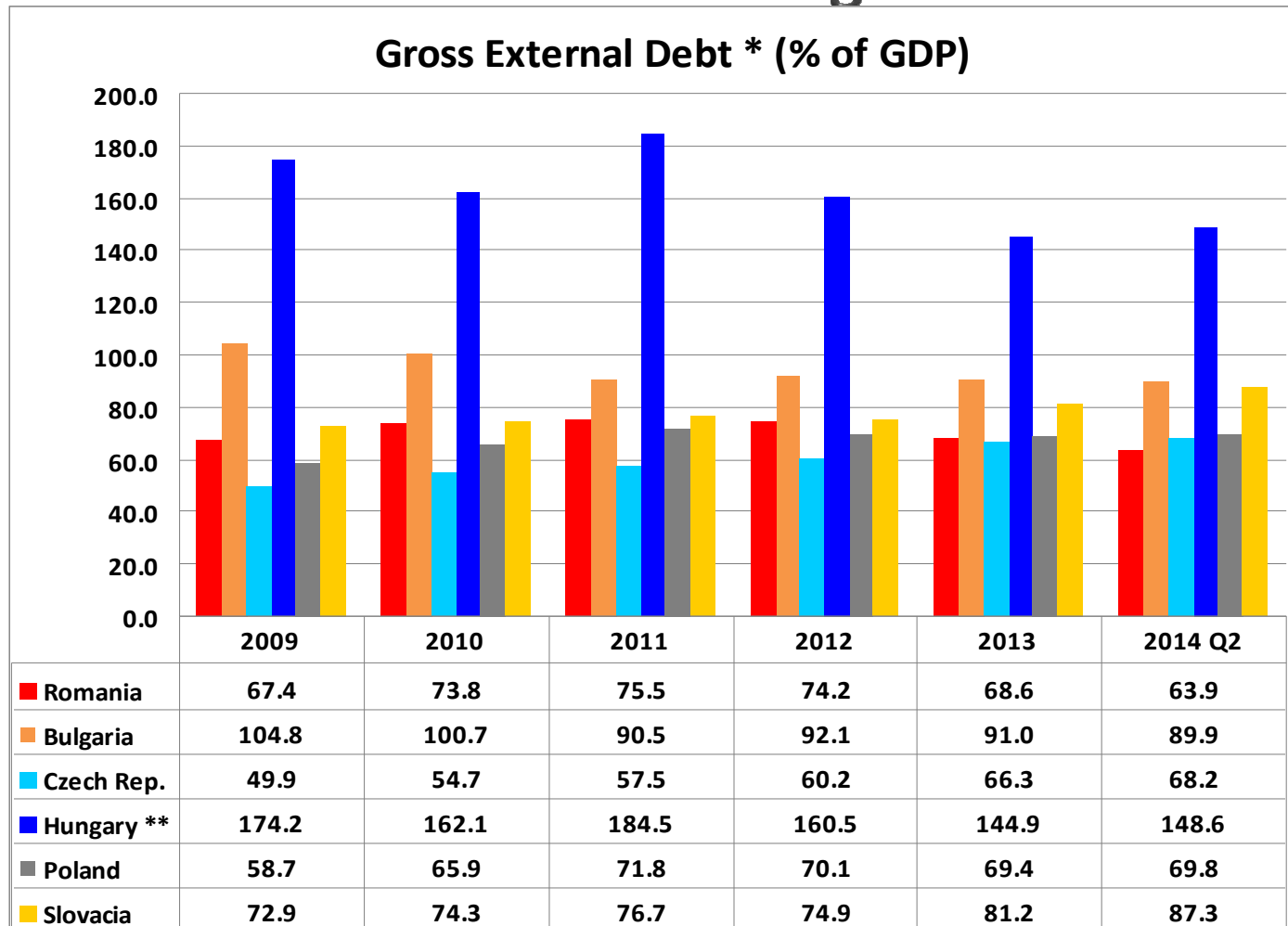


## 2.3 Supra-indatorarea –repere (1)

- ▶ La datorii comparabile, **tarile bogate sunt favorizate** fata de cele sarace;
- ▶ **Structura economica** poate ajuta o economie sa isi suporte indatorarea (tradeables)
- ▶ Este avantajos sa ai 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, se manifesta o foame de dolari si ponderea covarsitoare a datoriei erau detinuta de rezidenti. Aceasta datorie s-a diminuat catre 40% din PIB in urmatoarele decenii si numai din anii 70s a luat-o din nou in sus ajungand din noua peste 100% din PIB in 2014. Dupa WW2 SUA erau o natiune creditoare, acum ea isi finanteaza deficitele externe (bugetare) cu atragere de resurse. SUA raman totusi locul de refugiu preferat in vremuri de restriste.
- ▶ **Contextul global** intra in discutie prin ascensiunea economica formidabila a Asiei, care schimba raporturi de competitivitate in lume;
- ▶ Datoriile totale, publice si private conteaza pentru finantatori externi (GEFR)



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



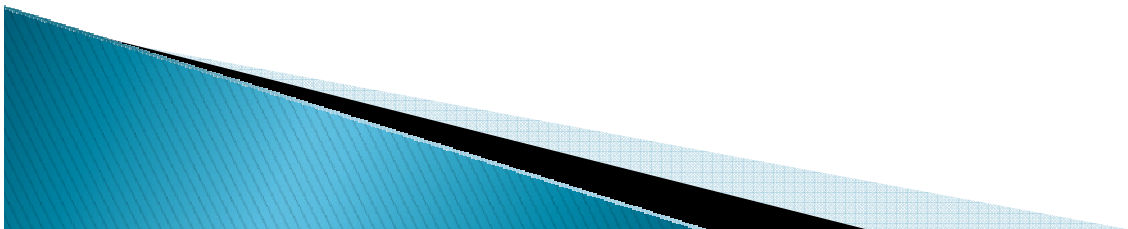
Source: National Central Banks, Own calculations, ESA 2010 methodology

\* Romania (2013-2014), Czech Republic, Hungary, Poland: According to BPM6 Methodology;

\*\* including SPE's

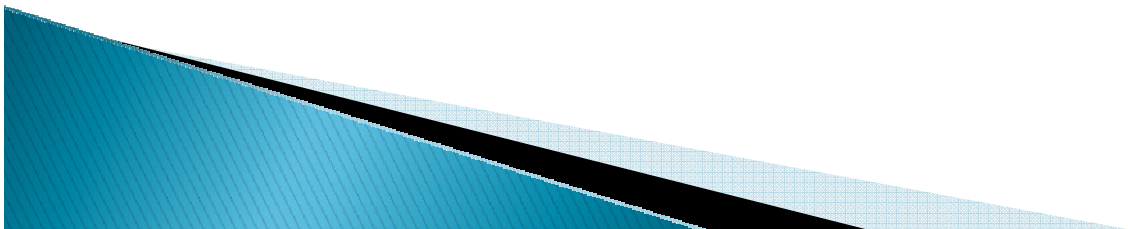
## 2.3 Supra-indatorarea: repere (2)

- ▶ Pentru tarile UE **pactul de guvernanta** prevede o limita/tinta de indatorare suverana de 60% din PIB. Din perspectiva pe termen lung pare a avea sens. Pe de alta parte, ca tinta, ea inseamna o povara teribila pentru tarile care au datorii mari si foarte mari (Grecia cu 170% din PIB acum in pofida restructurarii/haircut ce a avut loc; Italia, cu peste 130% din PIB in 2013 (in zona euro datoria publica medie era de peste 90% din PIB in 2013))
- ▶ 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 38% din PIB, este la mijloc intre tarile CEE.
- ▶ **Euroizarea** (dolarizarea) economiei obliga la constituirea de tampoane (buffere);
- ▶ 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 limitata.
- ▶ **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 (vezi J. Ostry et.al, IMF, 2014; studii OCDE, Emmanuel Saenz, Thomas Piketty in "Capital in the Twenty First Century")



## 2.3 Supra-indatorare: repere (3)

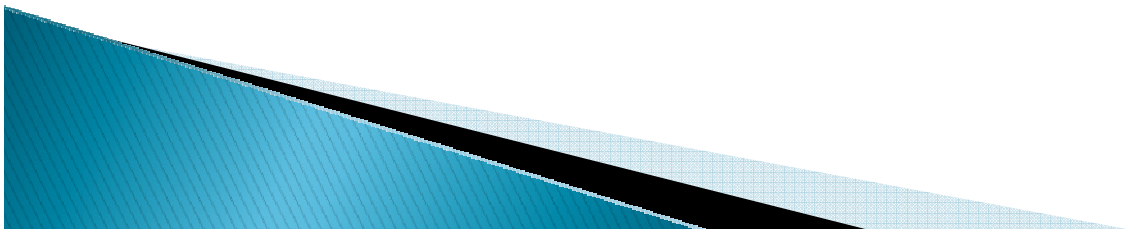
- ▶ aglomerarea datoriilor pe termen scurt maresta sansele ca o criza de lichiditate sa devina una de insolventa. Romania si tarile baltice aveau datorii publice mici in 2008 (sub 20% din PIB) si, totusi, au fost amenintate de intrarea in incapacitate de plata.
- ▶ Trebuie avute in vedere “datorii ascunse” (hidden liabilities), ale guvernelor centrale si administratiilor locale;
- ▶ Dimensiunea unei economii conteaza, uneori in sens pozitiv, alteori in sens negativ.
- ▶ Diversificarea economiei conteaza si ea (economii dependente de cateva produse sunt mai putin robuste)
- ▶ Restructurarea datoriilor si reguli acceptate de creditorii si debitorii deopotriva (rolul FMI, al Clubului de la Londra, al Clubului de la Paris);
- ▶ Episodul Argentina





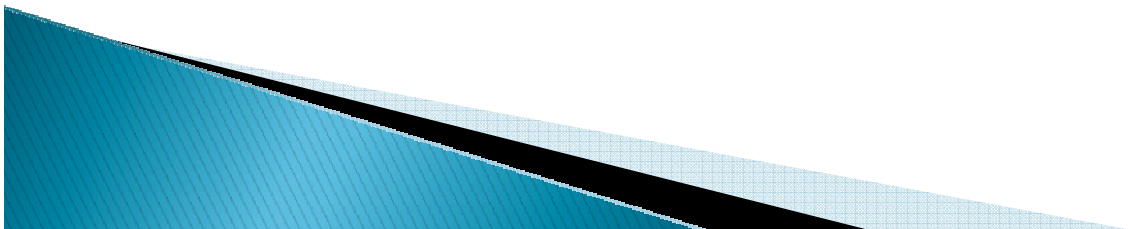
## 2.3 Supra-indatorare: repere de evaluare: Romania (4)

- ▶ 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 2,5% in 2013) si a celui de cont curent (de la 12–13% intre 2007–2008 la 1,1% in 2013). 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 2). 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). Graficul arata si mersul indatorarii externe a Romaniei in anii de criza.



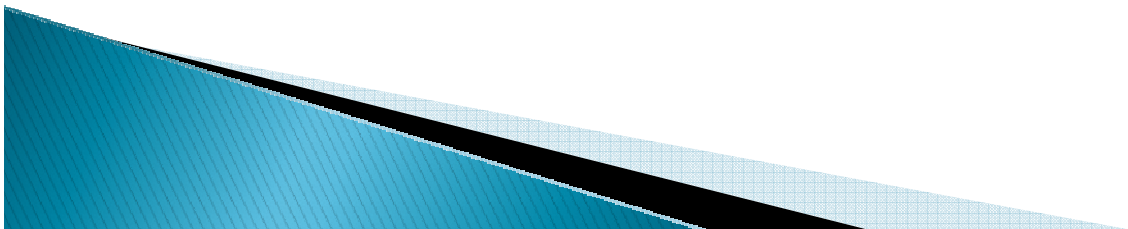
## 2.3 Supra-indatorare: repere de evaluare (5)

- ▶ Elementele descrise mai sus au relevanta dincolo de paradigma imbratisata in analiza
- ▶ Drept este ca: a/ un economist neoclasic (sau neo-austriac) pune mai mare accent pe magnitudinea indatorarii care ar afecta potentialul de crestere, in timp ce b/ un keynesist da atentie problemelor de ajustare imperfecta pe piete si fenomenului de hysteresis (persistenta a somajului).
- ▶ Dar si unii si ceilalti au de ce sa fie ingrijorati daca ceea ce numim « **debt-deflation** » (povara in crestere a datoriei cand veniturile scad) se intampla. Iar in zona euro, acest fenomen nu este o aiureala -Banca Centrala Europeana este mai mult decat preocupata de posibila sa aparitie in tarile sudice (unde somajul este foarte mare. Exista deflatie in Spania si Slovenia



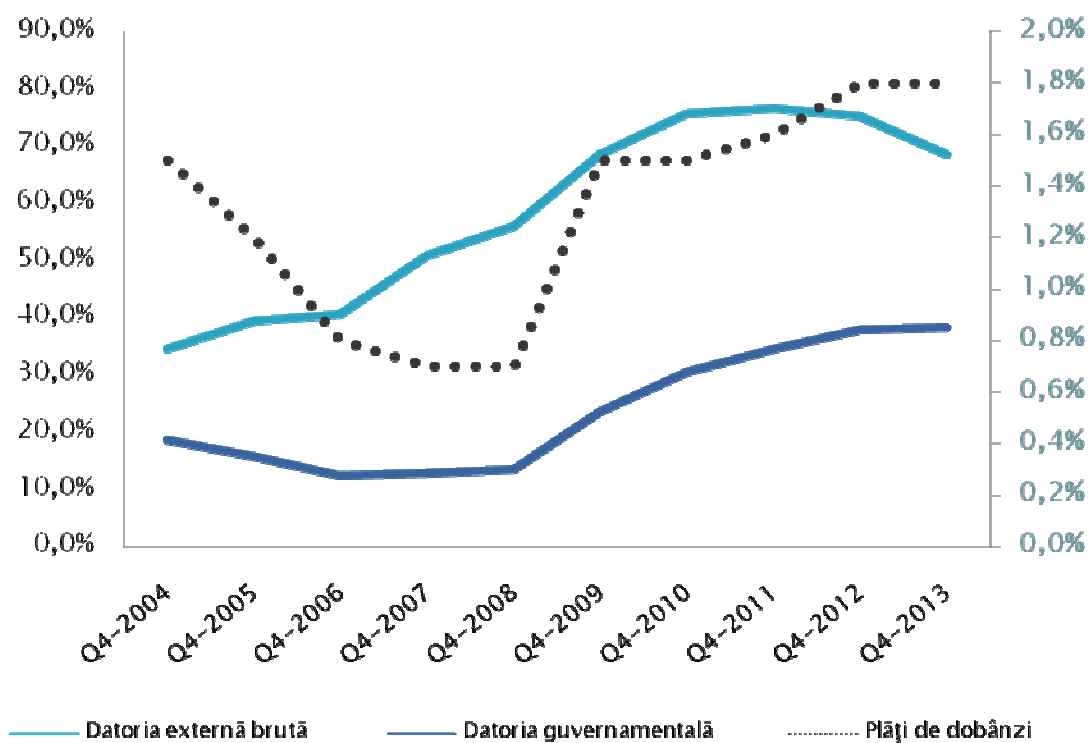
## 2.3 Supra-indatorare: repere de evaluare (6)

- ▶ The bottom line: **daca o economie nu creste, sau are o perspectiva cenusie de a creste, onorarea obligatiilor de plata devina un calvar.**
- ▶ Usor se poate intra intr-un **cerc vicios** in masura in care eforturi de a plati datorii implica reducerea de investitii, de bunuri publice. Investitiile includ sectorul privat.
- ▶ Ceea ce pare o economisire absolut necesara pentru salvarea de insolventa poate lovi in potentialul de crestere economica. Trebuie gandita cu grija strategia de finantare a datoriei, un program de ajustare a dezechilibrelor
- ▶ Dubii privind posibilitatea reluarii cresterii economice cu rate de 2-3% in lumea dezvoltata. Un fel de “pesimism tehnologic”, teama fata de o stagnare economica de lunga durata (vezi Robert Gordon, 2012; Larry Summers, 2014 etc) si-au facut loc, in ciuda marilor progrese ale mijloacelor IT/digitalizare
- ▶ In zona euro pericolul este accentuat de guvernanta defectuoasa



## 2. Când îndatorarea devine supraîndatorare

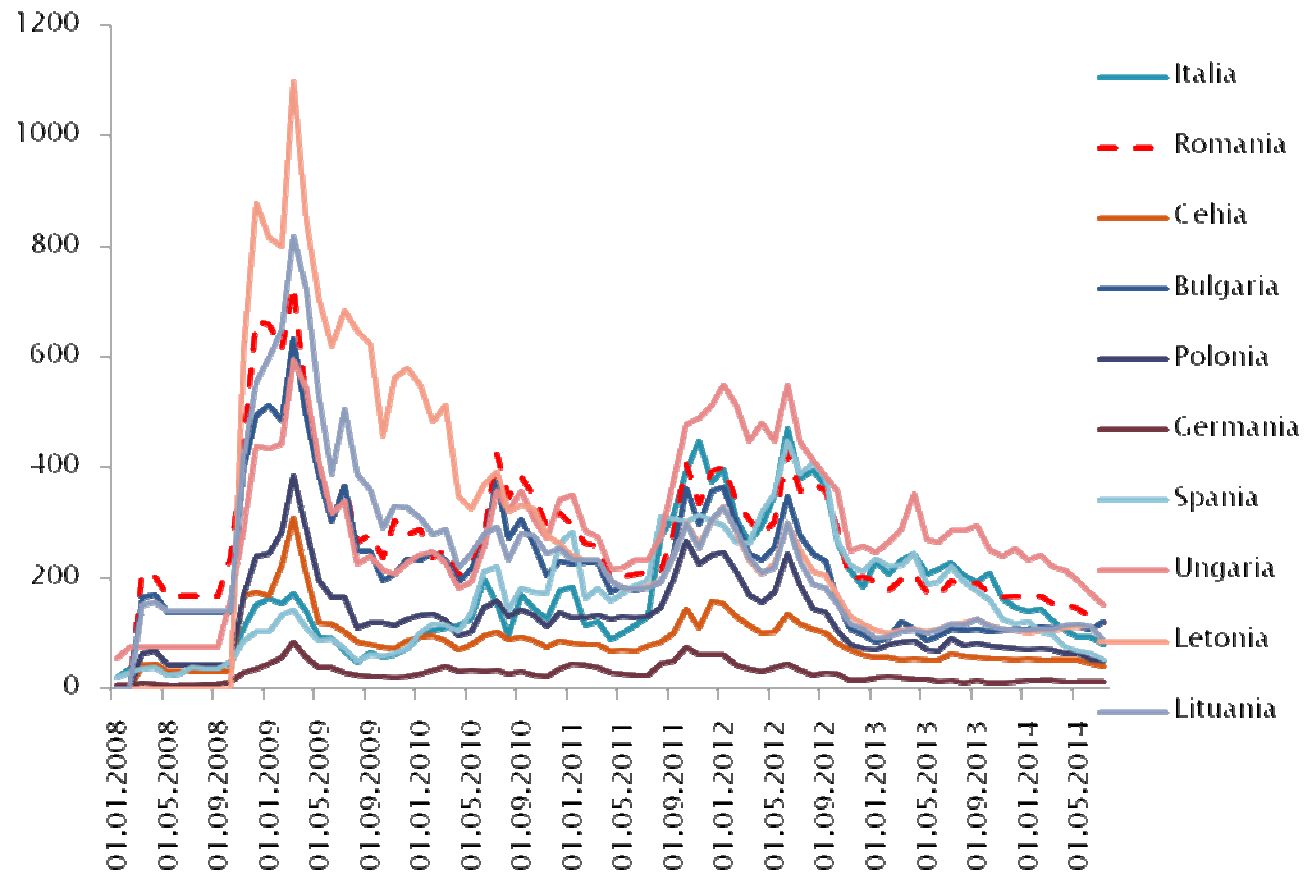
Grafic nr. 7: Datoria publică, plăți cu dobânzi și îndatorarea externă totală (Romania)



Sursa: Ministerul Finantelor Publice

## 2. Când îndatorarea devine supraîndatorare

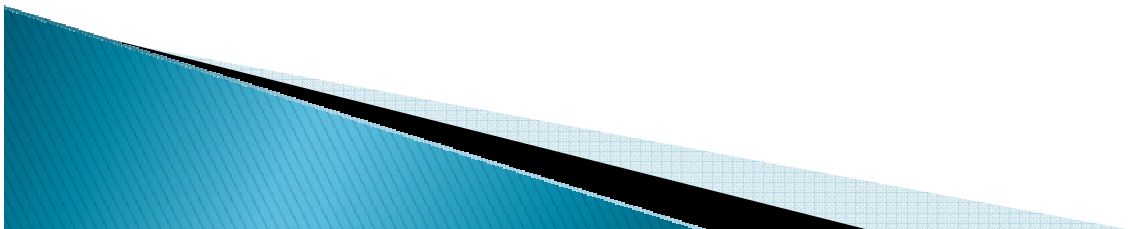
Grafic nr. 8: CDS la 5 ani



Sursa:

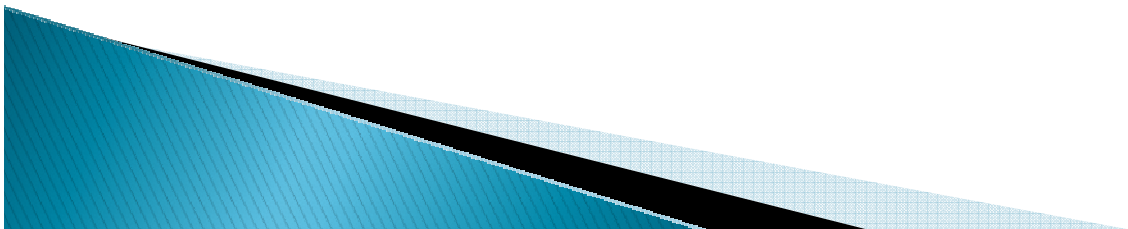
# 3. Exista crestere fara credit?

- ▶ Crestere economica de 3,5% in Romania in 2013, in pofida unei reduceri a volumului creditului bancar care, in valoare nominala, a fost in dec. 2013 sub nivelul din dec. 2012
- ▶ Aceasta evolutie la noi, dar si in alte tari, ar verifica ceea ce arata diverse studii: o rupere in relatia dintre creditul bancar si dinamica economica dupa episoade de criza si stoparea/reducerea accesului la finantare externa --asa numite "creditless recoveries (Guillermo Calvo et.al, "Phoenix miracles in emerging markets" BIS, 2006; Elod Takats si Christian Upper, "Credit and growth after financial crises" BIS, 2013).



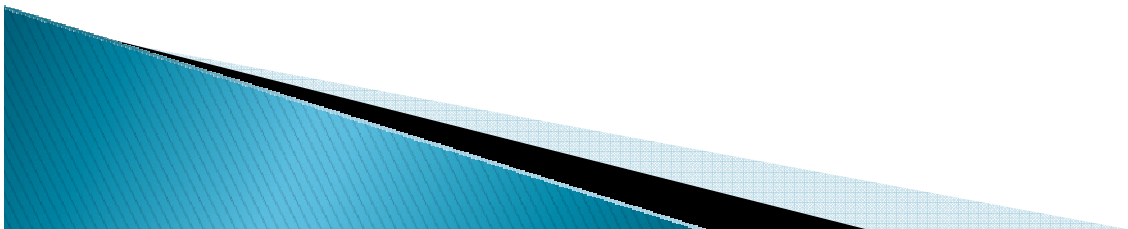
# 3. Exista crestere fara credit? (1)

- ▶ **Este de facut distinctie intre o decuplare intre stocul de credit si productie si intre fluxul de credit si productie.** Stocul de credite poate descreste cand bancile opereaza write-offs (stergeri de active din bilant) semnificative, chiar daca se acorda noi credite. Stocul de credit se ajusteaza in functie de creditele nerecuperabile si aceste ajustari, fie ele graduale, sunt mai intense cu cat mai adanca este criza financiara.
- ▶ **Noi credite conditioneaza viteza relansarii economice** (vezi si Fabrizio Coricelli si Isabelle Roland, "How do credit conditions shape economic recoveries?" CEPR, 2011);
- ▶ **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. Acum, in Europa si in SUA, exista mai multa lichiditate decat in anii pre-criza, dar ea este, in larga masura, "inghetata" ("capcana lichiditatii"). Sunt companii ce stau pe gramezi de bani, dar sunt reticente sa faca investitii. Dar lichiditatea mult umflata (efect al "quantitative easing") este inegal distribuita.
- ▶ **cand lichiditati se "trezesc", resuscitarea economiei se poate face fara cresterea creditului bancar.** Mai ales acolo unde pietele de capital joaca un rol important in finantare;



# 3. Exista crestere fara credit? (2)

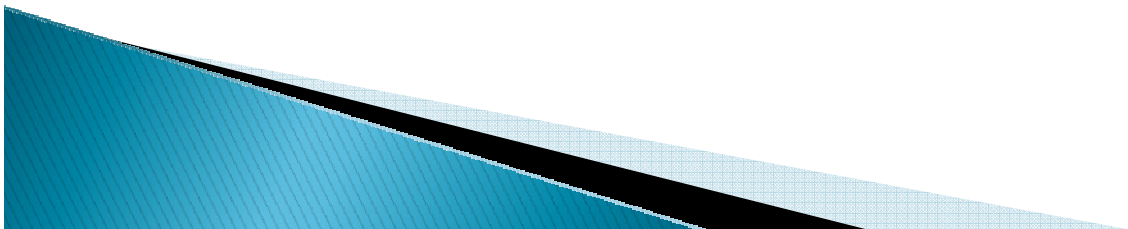
- ▶ **pe pietele financiare europene se observa o fragmentare puternica, intre economii si in cadrul lor. In general, IMM-urile sunt mai vitregite. Lipsa de lichiditati poate conduce la insolvente nemeritate. Fragmentarea se simte si in economia noastra (si arieratele ilustreaza fragmentarea);**
- ▶ **finantarea IMM-urilor (care asigura grosul locurilor de munca) conteaza mult pentru durabilizarea recuperarii economice, transformarea in crestere economica (a se vedea cresterea insolventelor in acesti ani);**
- ▶ **finantarea nu se rezuma la componenta bancara. BCE si alte banci centrale sunt preocupate de stimularea finantarii prin pietele de capital. Bancile comerciale pot juca un rol in acest scop in masura in care s-ar utiliza o "securitizare buna" (cat mai putin toxica); ideea este de a finanta intreprinderi (inclusiv IMM-uri) prin transformarea unor imprumuturi in obligatiuni "securitizate" respectand noi cerinte de transparenta si protejare fata de riscuri. Aceste obligatiuni ar fi vandute apoi unor investitori dispusi sa faca asemenea plasamente;**
- ▶ **exista o economie subterana care foloseste lichiditate ce nu este prinsa in statistica monetara; aceasta lichiditate poate ajuta finantarea economiei.**
- ▶ **recuperarea economica este mai usoara cand beneficiaza de un mediu international neostil.)**
- ▶ **Dar avem si cerere limitata de credite (supraindatorarea).**





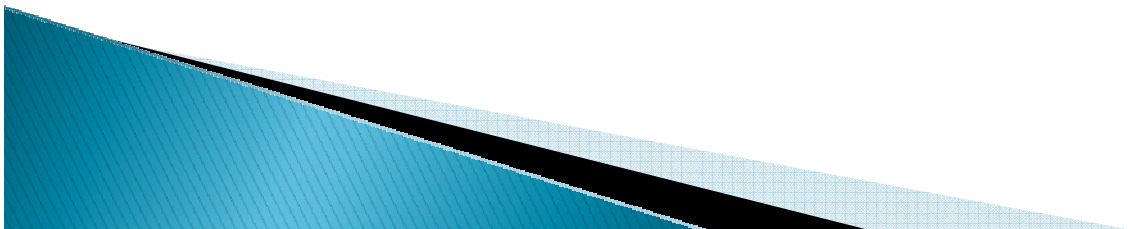
# 3. Exista crestere fara credit? (3)

- ▶ **Trezirea banilor (amortiti) aduce in discutie viteza de circulatie a banilor.** Daca velocitatea creste nu este nevoie ca o banca centrala sa mareasca cantitatea de moneda injectata in economie. Nici nu este necesar ca bancile sa tureze motoarele mai repede si sa suplimenteze creditul. Daca banii circula mai repede si se maresta capitalul circulant pus la lucru (intr-o anumita perioada de timp) se poate inregistra relansare economica.
- ▶ **Dar, este de repetat, nu orice relansare economica inseamna crestere.** In 2014 s-a atins nivelul de PIB din 2008. Bula speculativa de dinainte de 2009 sugereaza ca, in Romania, avem acum o imbinare de recuperare si crestere economica, o constatare ce se bizuie si pe corectarea puternica a deficitului de cont curent (ajuns la 0,6% din PIB in 2014). Si schimbarile in structura productiei sunt de considerat aici.



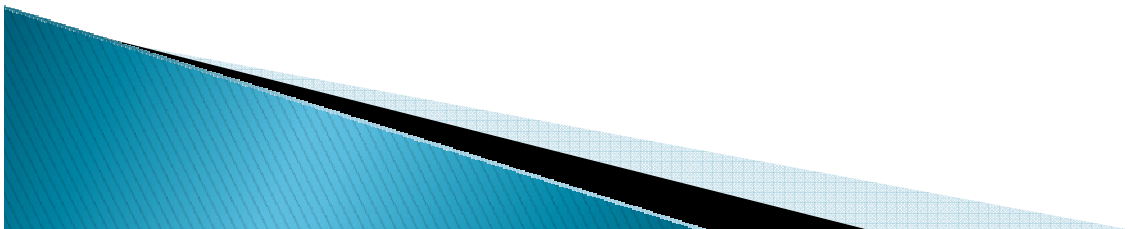
# 3. Exista crestere fara credit? (4)

- ▶ Este totusi posibila crestere economica fara finantare suplimentara, dincolo de eventuala marire a velocitatii banilor?
- ▶ Daca, de pilda, formarea bruta a capitalului ar fi ca volum aceeasi, dar noi investitii ar implica **progres tehnologic incorporat masiv**, ar fi ca si cum s-ar investi mai mult si valoarea adaugata ar fi mai mare. Exporturi mai valoroase ar aduce lichiditati suplimentare in economie. De altfel, creditul comercial, ce finanteaza exporturi (si importuri), poate substitui din creditul bancar.
- ▶ Atragerea de **fonduri europene**, care ar moderniza infrastructura si mari competitivitatea ar aduce si ea lichiditate suplimentara intr-o economie in care banii circula anevoios. Romania are rezerve mari din acest punct de vedere, tot cum are rezerve mari in a a ameliora utilizarea banului public. In anii ce vin acestea ar fi resurse de accelerare a cresterii economice cu intre 1-1,5% anual.
- ▶ Cresterea din perioada 2011-2014 s-a bazat pe **export**, care a fost un canal preferat de a obtine lichiditate (exista o prima pe lichiditate care induce o reorientare de livrari spre export). Si in 2015-2016 se poate inainta pe baza unor capacitati de productie industriala subutilizate -este de gandit ca multinationale exporta mai mult din Romania pentru a folosi costuri inferioare locale.



# 3. Exista crestere fara credit? (5)

- ▶ **Dar 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). Fondurile europene vor conta enorm pentru finantarea economiei daca vor ajunge la sume nete (fara contributia Romaniei la bugetul UE) de peste 2,5-3% din PIB.**
- ▶ **Este posibil ca stocul de credite in economia noastra sa scada in continuare (in anii ultimi expunerea bancara pe economia autohtona s-a redus cu echivalentul a cca 5 miliarde euro). Mai sus s-a facut distinctie intre stoc si flux de creditare. Astfel, in decembrie 2008, conform datelor nationale, stocul de credit bancar in PIB a fost de 43,6%, aproape egal cu cel din decembrie 2013 (varful a fost de cca 54% din PIB in dec 2009, urmat de 51,8 in 2010, pe fondul caderii economiei din acei ani). Ponderea din 2013 exprima si ajustari in raport cu credite neperformante. In alte tari est-europene ajustarea stocului de credite este mai pronuntata: ponderea acestui stoc in PIB a scazut in Letonia de la 115,3% in 2009 la 51,7% in 2012; in Lituania, de la 73,1% in 2009 la 54,2% in 2012; in Estonia, de la 113% in 2009 la 81% in 2012; in Ungaria, de la 79% in 2009 la 63% in 2012 -date Eurostat.**
- ▶ **Esential este ca ajustarea stocului de credite catre un nou nivel de "echilibru" sa nu impiedice credite bancare noi, mai ales intr-o economie in care piata de capital joaca un rol minor. Un punct de inflexiune cheie ar fi cand viteza de write-offs-uri (ca pondere in stoc) ar fi depasita de rata de acordare de noi credite. Atunci stocul de credite ar creste din nou.**
- ▶ **Decuplarea intre finantare si crestere economica poate fi deci numai temporara.**



# 4. Concluzii

- ▶ Politici anti-criză au eficacitate limitată
- ▶ Datoriile sunt o povară (supraindatorare)
- ▶ 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?

