

România – mediul internațional, provocări actuale și soluții

Disertație

cu ocazia decernării titlului de *Doctor Honoris Causa*
al Școlii Naționale de Studii Politice și Administrative

Prof. univ. dr. Florin Georgescu
Prim-viceguvernatorul Băncii Naționale a României

București, 21 noiembrie 2013

CUPRINS

I.	Politicile și ciclul economic	3
II.	Lecții post-criză	13
III.	România – evoluții economice în contextul internațional	26
IV.	Remarci finale	46

I. Politicile și ciclul economic

I. Politicile și ciclul economic

1. **Cauzele** crizei economice actuale
2. **Provocările** politicilor economice
3. **Politicile anticiclice** – instrument de atenuare a fluctuațiilor ciclului economic
4. Momente marcante în procesul: **reglementare versus dereglementare**
5. **Dereglementarea și fragilitatea financiară**
6. **Efectele crizelor bancare**

I.1. Cauzele crizei economice actuale

- Este o criză a actualului sistem economic prin extinderea și severitatea sa ➡ se manifestă în toate statele dezvoltate și în întreaga lume
- Criza își are originea în sectorul financiar și a contaminat rapid economia în plan mondial
- Criza economică actuală nu are o singură cauză ci este rezultatul unei combinații de factori acționând concomitent (*the perfect storm*):
 - A. acumularea unor dezechilibre ale balanțelor de plăți în multe țări (deficite/surplusuri cronice) precum și
 - B. suprafinanciarizarea economiilor ➡ volumul global de credite excesiv în raport cu dinamica economiei reale, fenomen realizat prin relaxarea masivă a standardelor de bonitate ale debitorilor ...
 - ... ca efect al dereglementării piețelor financiare ...
 - ... totul amplificat de comportamentul inadecvat al operatorilor din economia financiară – dorința de profit mult și rapid, cu capital investit cât mai mic

1.2. Provocările politicilor economice

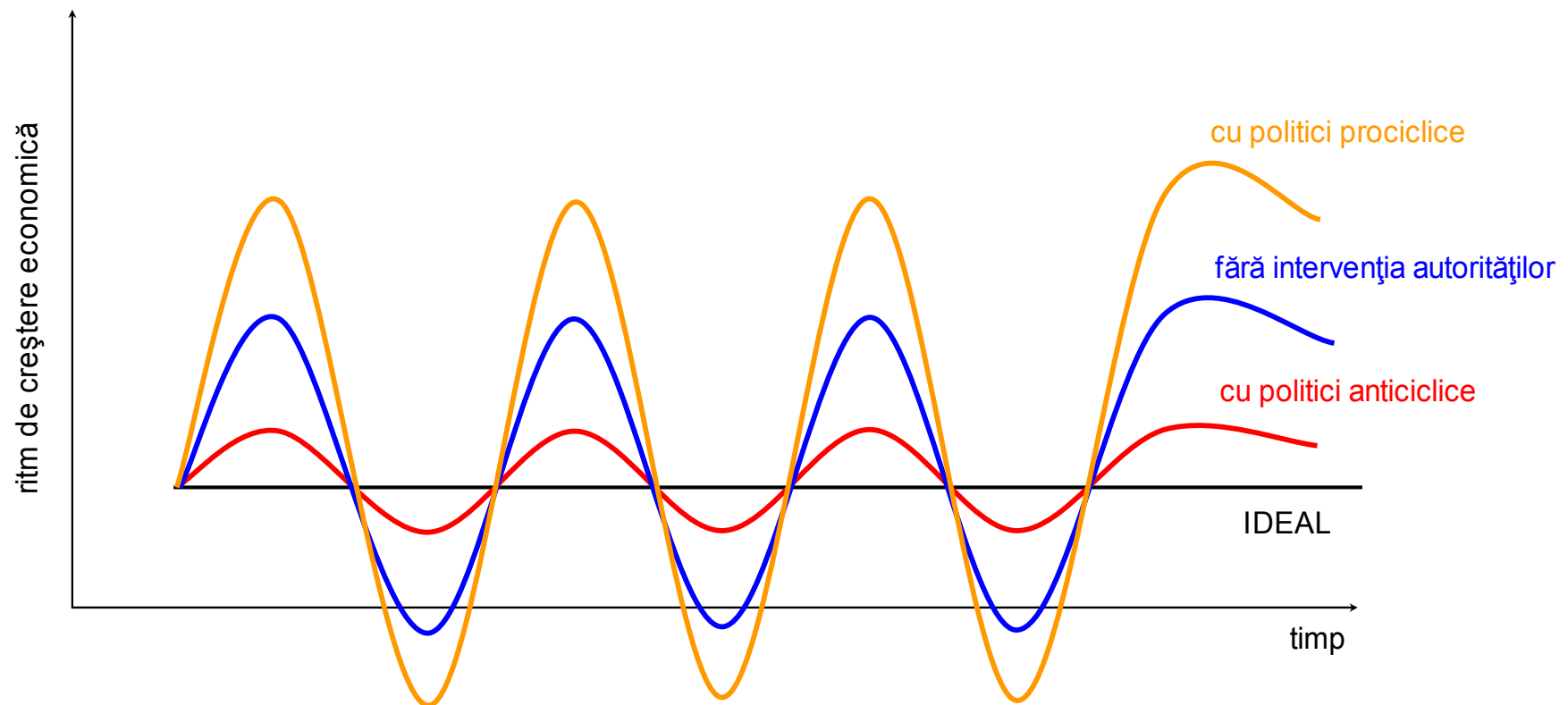
➤ **Piețele, agenții economici, prin natura lor, au un comportament prociclic**

- Înclinația ființei umane de a oscila între **euforie și teamă** pare să fie permanentă. Experiența a generații întregi nu pare să fi temperat acest comportament (Greenspan, 2008)
- În perioadele de boom, piețele dau dovadă, uneori, de „**exuberanță irațională**” (Shiller, 2000)
 - În perioadele de declin piețele dau dovadă uneori de teamă exagerată
- Educația financiară și accesul la informație diferite (**asimetria informațională**) favorizează apariția comportamentelor distorsionate ale actorilor pieței (**hazardul moral**), care afectează **eficiența pieței financiare** (Bernanke & Gertler, 1989)



➤ **Baloane speculative ➔ Crize ➔ Atitudine deosebit de precaută a investitorilor și inițiative inhibate ale antreprenorilor (“wait and see”)**

1.3. Politicile ant Ciclice – instrument de atenuare a fluctuațiilor ciclului economic

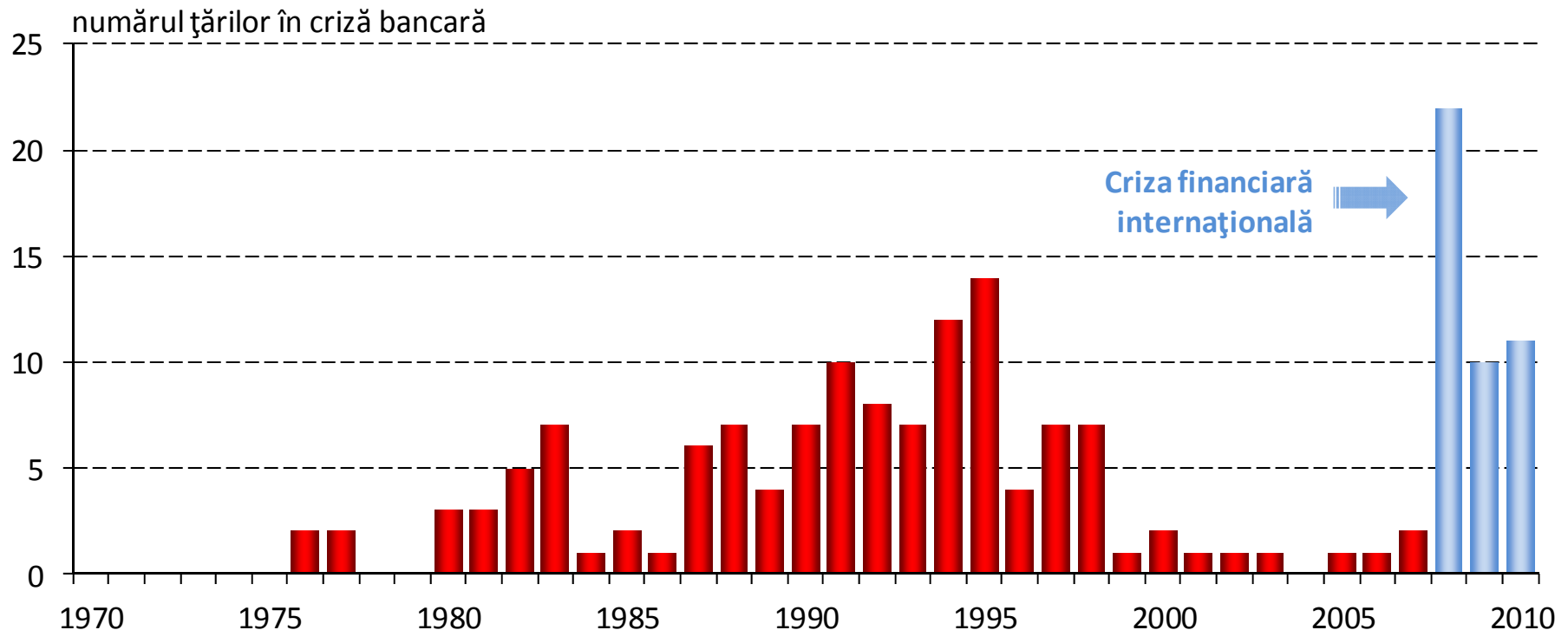


Sursa: Mugur Isărescu, 2013

- Este necesară o abordare simetrică în fazele ciclului:
- **Evitarea supraîncălzirii** economiei în perioada de **expansiune** și **atenuarea recesiunii** în faza de **declin economic**

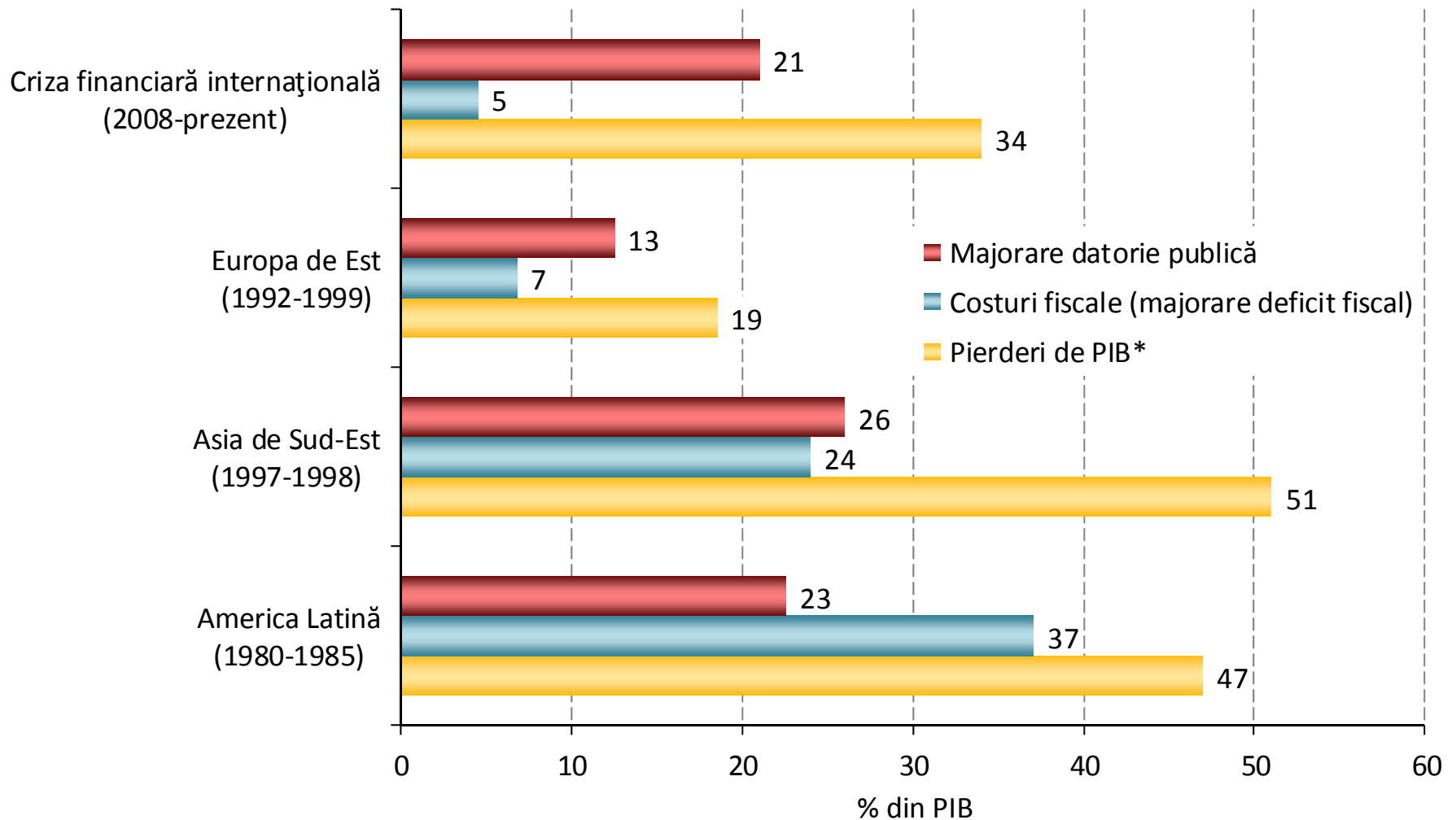
I.4. Dereglementarea și fragilitatea financiară

- Funcționarea **sistemului financiar** pendulează între **robustețe și fragilitate** (ipoteza instabilității financiare – Minsky, 1992), iar aceste variații reprezintă o parte integrantă a procesului care generează **ciclurile de afaceri** (expansiune – punct de maxim – declin)



Sursa: FMI (Laeven & Valencia, 2012), BCE (Behn et al., 2013)

I.5. Efectele crizelor bancare



Sursa: FMI (Laeven & Valencia, 2012)

* deviația de la trendul ultimilor trei ani înainte de criză

I.6. Momente marcante în procesul: reglementare versus dereglementare (1)

Reglementare

Marea Criză

1929

1933

Adoptarea Glass-Steagall Act (SUA)

- **Separarea** activităților de tip **bancar** de activitatea de **investiții** pe piața de capital
- Înființarea **fondurilor de garantare a depozitelor**

Acordul de la Bretton Woods

1944

1970

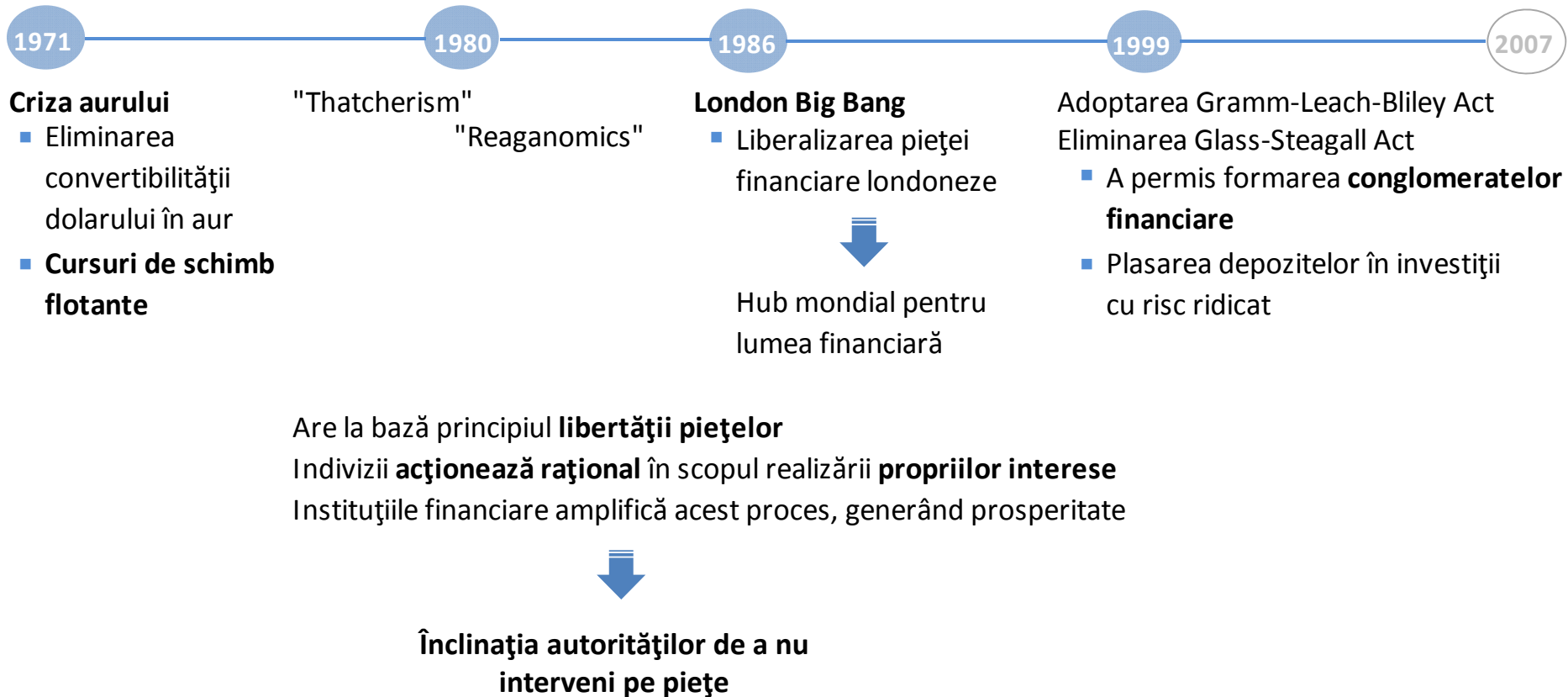
Formarea FMI

Stabilirea ratelor de schimb fixe

I.6. Momente marcante în procesul: reglementare versus dereglementare (2)

Dereglementare

Renunțarea la etalonul aur-dolar



I.6. Momente marcante în procesul: reglementare versus dereglementare (3)

Re-reglementare

Criza financiară internațională



Adoptarea **Dodd-Frank Act** și **Regulile Volcker (SUA)**

- Revenirea la interzicerea folosirii depozitelor pentru investiții riscante
- Reglementare mai strictă a pieței produselor derivate
- Înființarea Consiliului de Supraveghere a Stabilității Financiare (FSOC)

Raportul **Larosiere** (UE)

Raportul **Vickers** (UK)

Raportul **Liikanen** (UE)

- Creșterea gradului de acoperire cu capital reglementat a riscului
- Introducerea unor rezerve de capital în scop macroprudențial
- Separarea tranzacțiilor în nume propriu
- Utilizarea recapitalizării interne (bail-in) ca instrument de rezoluție
- Schimbarea filozofiei de remunerare

Pornește de la **imperfecțiunea piețelor financiare**



Se impune o **abordare proactivă a autorităților** pentru diminuarea riscului de formare a baloanelor speculative

II. Lecții post-criză

II. Lecții post-criză

1. **Ignorarea dezechilibrelor sectoriale a fost o eroare**
2. **Capacitatea politicii monetare de a soluționa crizele financiare a fost supraestimată**
3. **Gestionarea riscului sistemic presupune adoptarea unei strategii active**
4. **Se dezvoltă instrumente pentru prevenirea vulnerabilităților sistemice**
5. **Se conturează indicatorii de avertizare timpurie a crizelor financiare**
6. **Spațiul de acțiune al politicii fiscale în cursul recesiunii este condiționat de caracterul acesteia în perioada pre-criză**
7. **Noul cadru de guvernanță economică a UE**

II.1. Ignorarea dezechilibrelor sectoriale a fost o eroare

- **Dezechilibrele sectoriale (ex. domeniul imobiliar) au proliferat sub calmul** macroeconomic al perioadei “*Great moderation*” (1985-2006) ➔ **politici predictibile, rate reduse ale inflației și fluctuații moderate ale activității economice** (Blanchard, Dell’Ariccia, Mauro, 2013)
- **Lipsa de acuratețe a previziunilor economice** nu s-a manifestat doar în legătură cu **anticiparea crizei financiare internaționale**, ci și în ceea ce privește **lentoarea și dificultățile revenirii economice** (Turner, 2013)
 - Așteptările legate de o evoluție în formă de V a activității economice s-au dovedit **nerealiste** ➔ **rezultatul este între V și L** ()

II.2. Capacitatea politicii monetare de a soluționa crizele financiare a fost supraestimată

- Ultimii cinci ani au arătat cât de mult au fost **subestimate riscurile sistemice** și cât de mult a fost **supraestimată capacitatea politicii monetare de a le trata** (Lagarde, 2013)
 - Ipoteza strategiei de „curățare” (eng. “*mopping-up*”) a efectelor crizei prin relaxarea politicii monetare ➡ impactul efectului negativ de avuție (reducerea prețurilor activelor) asupra economiei reale **este contracarat prin injecție de lichiditate la costuri reduse ➡ instrument insuficient pentru relansarea creșterii economice** deoarece:
 - Mecanismul de transmisie a politicii monetare este afectat de **neîncrederea actorilor pieței**
 - Alocarea resurselor prin injecțiile de lichiditate poate fi defectuoasă ➡ **acestea pot ajunge la alte destinații (piața de capital) decât cele intenționate (economia reală)**
 - Chiar dacă strategia de „curățare” a consecințelor crizelor, conform abordării anterioare, poate funcționa într-o primă fază, **caracterul său asimetric (acțiune numai în criză) poate genera următorul balon speculativ** (Issing, 2008)

II.3. Gestionarea riscului sistemic

presupune adoptarea unei strategii active

- **Inacțiunea este mai costisitoare decât intervenția timpurie** a autorităților în perioada ante-criză pentru limitarea sau corectarea dezechilibrelor (Stiglitz, 2010)
- Avem nevoie de **reinstaurarea mecanismelor de protecție** care ne-au ferit **timp de câteva generații** de panici bancare majore (Krugman, 2012)
- **Eliminarea efectelor crizelor financiare este extrem de dificil de realizat și de dureroasă**; este, desigur, mult mai bine, în principiu, să prevenim crizele, însă **structurarea unei strategii în acest sens nu reprezintă un lucru facil** (Lagarde, 2013)
 - **Identificarea timpurie** a baloanelor speculative este **dificil de realizat** cu instrumentarul disponibil (Yellen, 2009), mai ales atunci când creșterea prețurilor activelor se suprapune cu procesul de adâncire financiară ➡ **dilema creditare excesivă – convergență a intermediarii bancare**

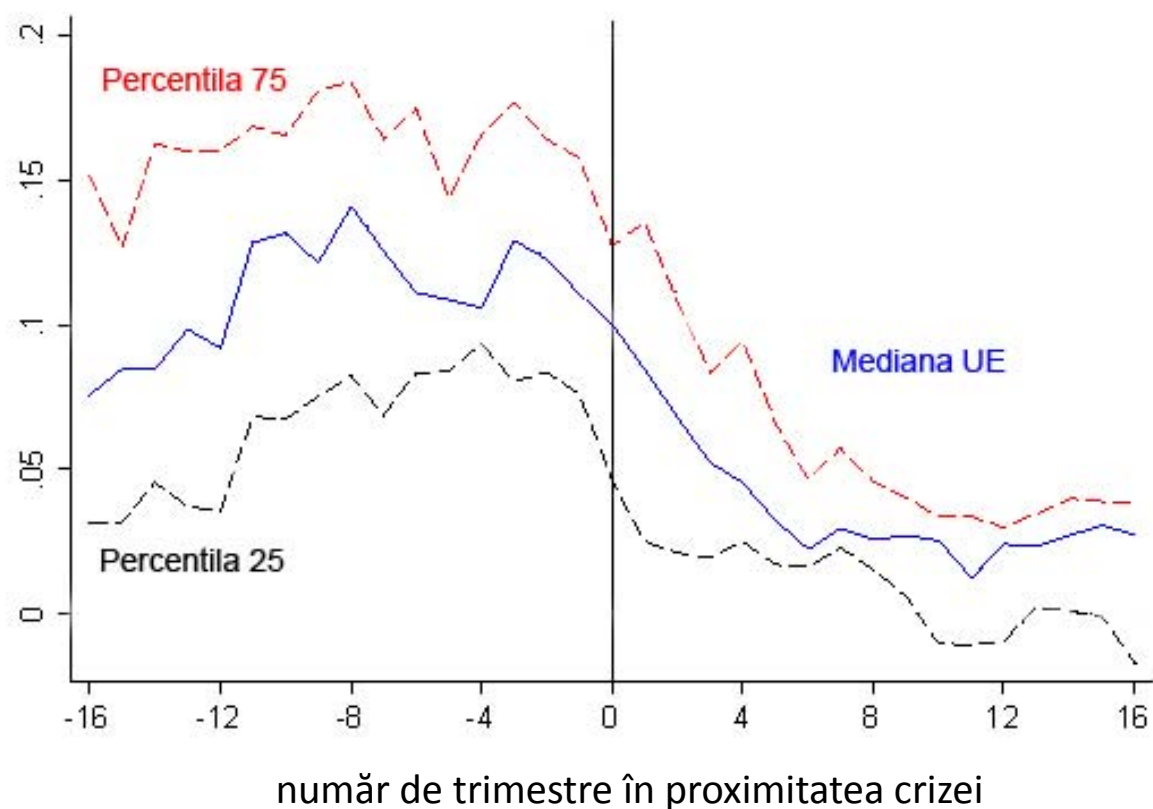
II.4. Se dezvoltă instrumente pentru prevenirea vulnerabilităților sistemice

- Stabilitatea financiară într-o nouă abordare ➡ **prevenirea vulnerabilităților sistemice** nu se mai realizează exclusiv prin temporizarea acumulării de riscuri prin intermediul cerințelor de capital ➡ se acționează inclusiv asupra limitării **amplitudinii ciclului de risc financiar**
 - Se consolidează **rolul anticiclic al politicii macroprudențiale** (rezerve suplimentare de capital), inclusiv prin **acțiuni proactive pentru temperarea cererii de credite prin moderarea gradului de îndatorare** (ex. LTV și DTI)
 - **Rezervele de capital acumulate în perioadele de expansiune vor fi eliberate ca stimuli în perioadele de declin economic**

II.5. Se conturează indicatorii de avertizare timpurie a crizelor financiare (1)

Ciclul creditării și ...

Ritmul creditării



Înregistrarea unui
**ritm anual de
creștere a creditării
de cca. 15-20 la sută**



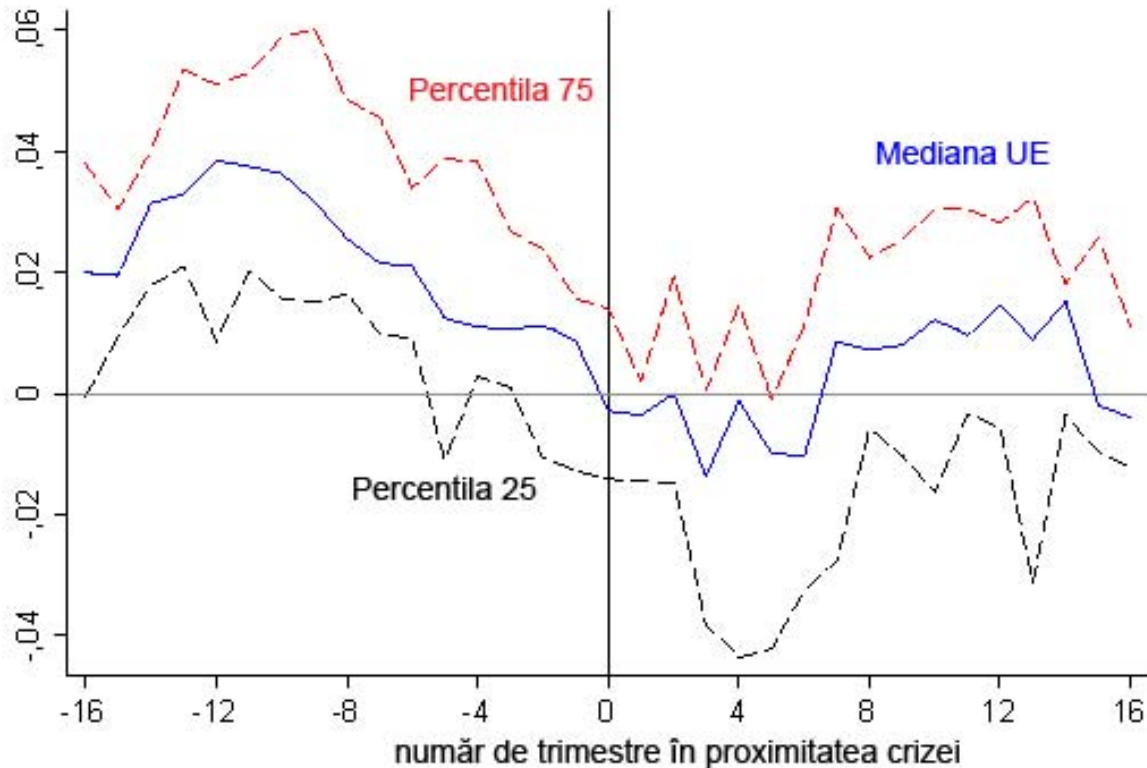
**Semnal privind o
posibilă criză
financiară peste
doi ani**

Sursa: BCE (Behn, M., Detken, C., Peltonen, T., & Schudel, W., 2013).

II.5. Se conturează indicatorii de avertizare timpurie a crizelor financiare (2)

... **cel al prețurilor activelor** reprezintă nu doar un element, ci **caracteristica centrală a ciclului financiar** (Borio, 2013)

Dinamica prețurilor imobiliare



Creștere anuală a
prețurilor imobiliare
de cca. **4-6 la sută**

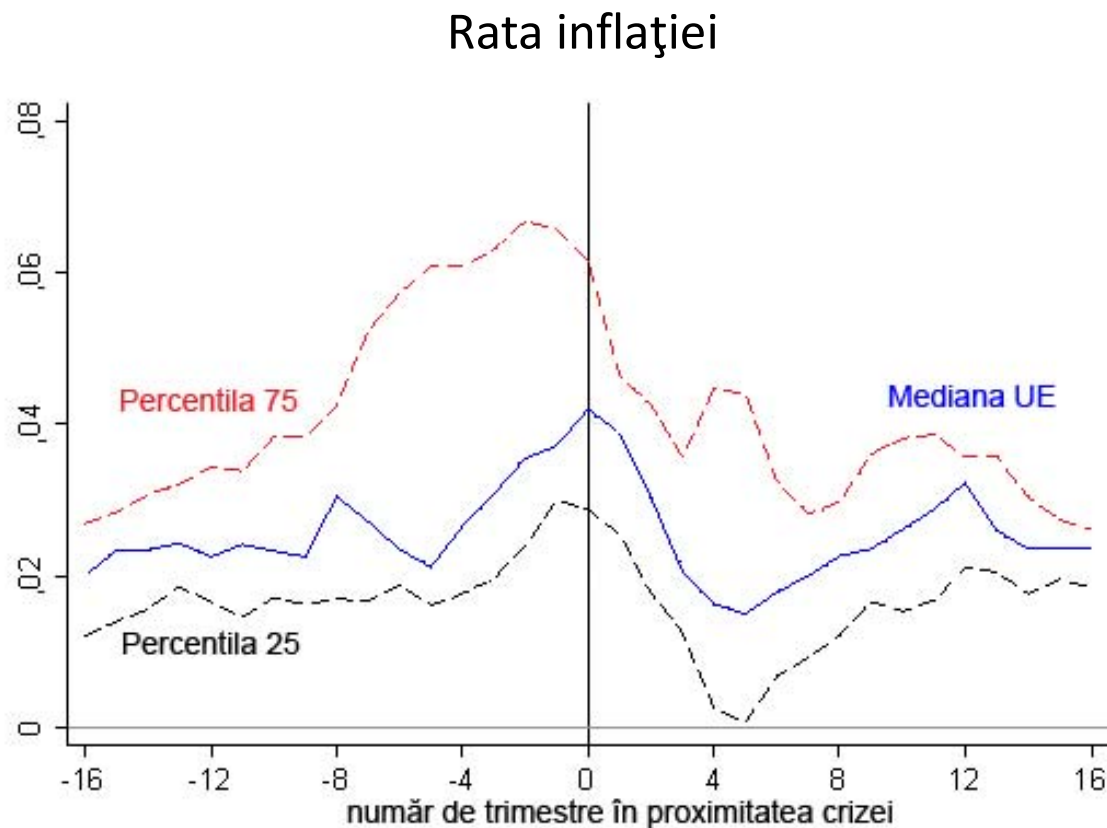


**Alertă privind o
posibilă criză
financiară peste
trei ani**

Sursa: BCE (Behn, M., Detken, C., Peltonen, T., & Schudel, W., 2013).

II.5. Se conturează indicatorii de avertizare timpurie a crizelor financiare (3)

Supraîncălzirea economiei ...



Înregistrarea unei rate
a inflației de cca.
4-6 la sută



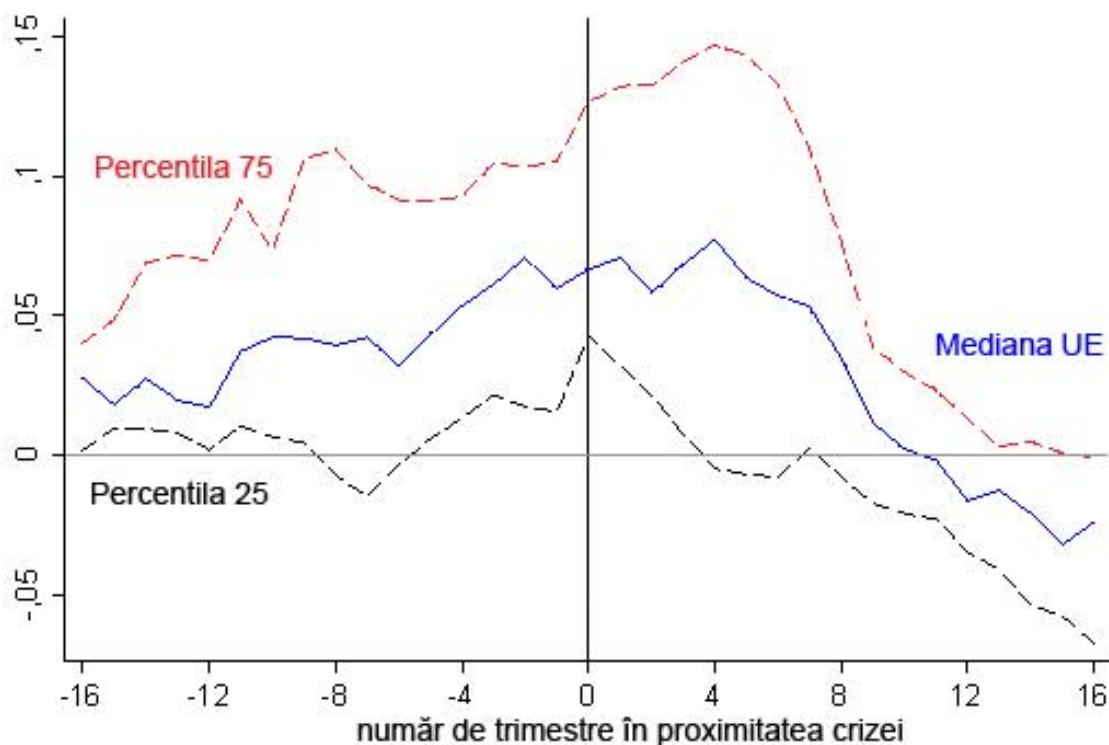
**Avertizare privind
declanșarea unei crize
financiare peste cel
mult un an**

Sursa: BCE (Behn, M., Detken, C., Peltonen, T., & Schudel, W., 2013).

II.5. Se conturează indicatorii de avertizare timpurie a crizelor financiare (4)

... pe fondul **majorării deviației gradului de intermediere** de la tendința sa pe termen lung amplifică vulnerabilitățile sistemice

Deviația gradului de intermediere



Înregistrarea unei deviații (de la ritmul normal) a **gradului de intermediere** de cca. **5-10 pp**



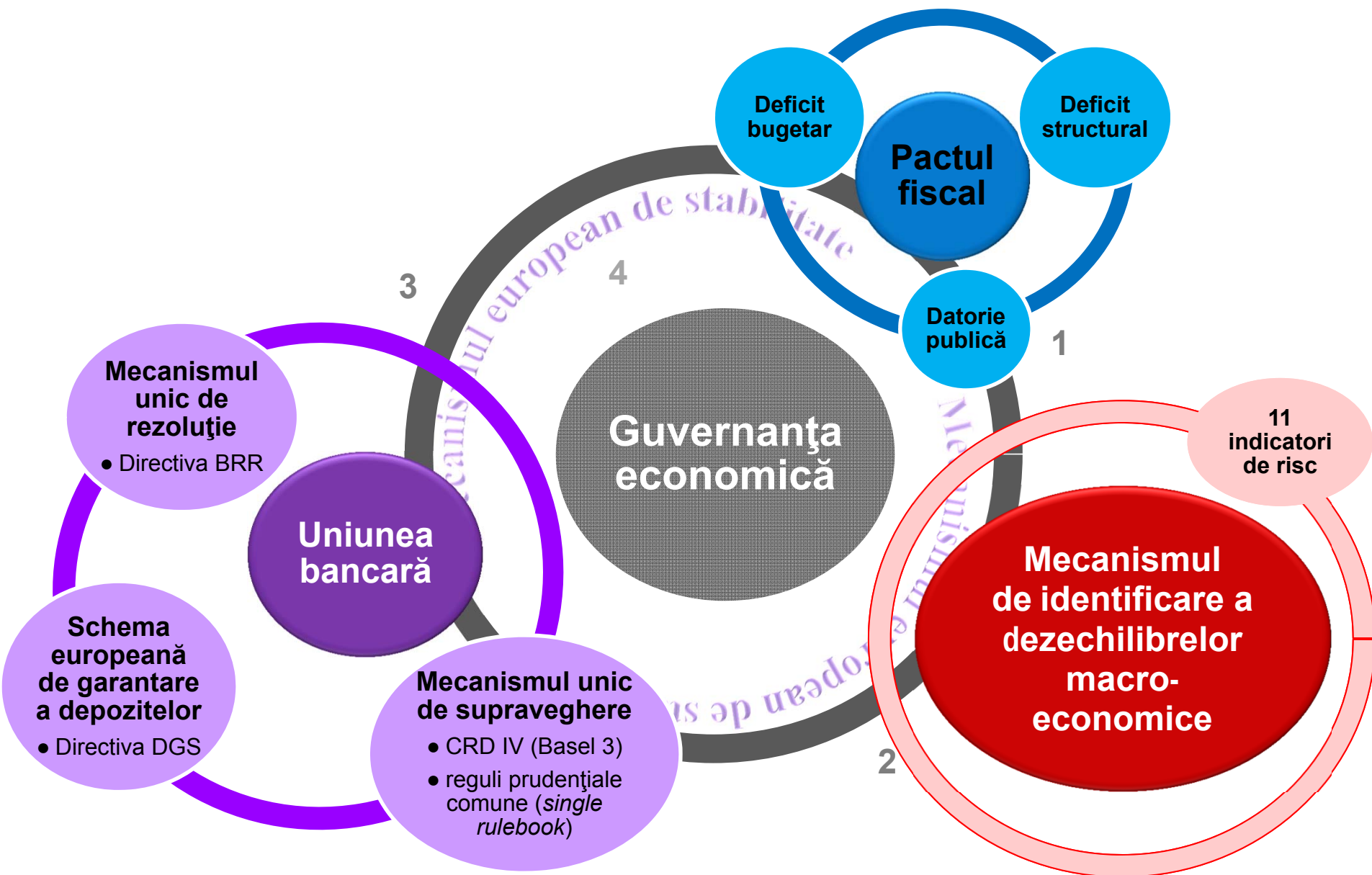
Declanșarea unei **crize financiare peste cel mult un an**

Sursa: BCE (Behn, M., Detken, C., Peltonen, T., & Schudel, W., 2013).

II.6. Spațiul de acțiune al politicii fiscale în cursul recesiunii este condiționat de caracterul acesteia în perioada pre-criză

- Criza euro ne-a forțat **să regândim fundamentele funcționării politicii fiscale** (Lagarde, 2013)
 - Ceea ce consideram a fi niveluri sigure ale datoriei publice înainte de criză, de fapt, **nu erau lipsite de riscuri**
 - **Datoriile potențiale** (eng. “*contingent liabilities*”), respectiv garanțiile, reprezintă un risc
 - **Veniturile bugetare temporare (ciclice)** nu trebuie să alimenteze **cheltuieli permanente**
- Experiența ultimilor cinci ani a ocazionat **revizuirea consensului** premergător crizei potrivit căruia **politica fiscală prezintă un rol anticiclic limitat** (Blanchard, 2013)
 - Multiplicatorii fiscali acționează diferențiat pe parcursul ciclului economic, respectiv **mai puternic în faza de recesiune** față de cea de expansiune ➡ **importanța creării de spațiu fiscal în perioada de avânt economic**

II.7. Noul cadru de guvernanță economică a UE (1)



II.7. Noul cadru de guvernare economică a UE (2)

		Soldul contului curent	Poziția investițională internă netă	Cursul de schimb real efectiv pe baza IAPC	Cota de piață a exporturilor de bunuri și servicii	Costul unitar nominal cu forța de muncă	Indicele prețurilor locuințelor	Datoria sectorului privat	Fluxul creditelor acordate sectorului privat	Datoria sectorului public	Rata șomajului	Total pasive sector financiar
		% din PIB, medie pe 3 ani	% din PIB	variație % pe 3 ani	variație % pe 5 ani	variație % pe 3 ani	variație % anuală	% din PIB	% din PIB	% din PIB	%, medie pe 3 ani	variație anuală (%)
		-4%/+6% din PIB	-35% din PIB	±5% (EA) ±11% (non-EA)	-6%	+9% (EA) +12% (non-EA)	6%	160% din PIB	+15% din PIB	60% din PIB	10%	16,5%
Bulgaria	2011	-3,4	-85,9	1,9	17,0	21,3	-9,7	133,4	1,8	16,3	9,4	4,9
	2012	-0,9	-79,7	-4,0	4,8	7,4	-5,3	131,8	2,5	18,5	11,3	10,1
Irlanda	2011	0,0	-112,2	-9,7	-12,2	-12,7	-15,4	300,7	15,4	104,1	13,5	-0,7
	2012	2,3	-112,0	-12,2	-16,3	-10,4	-11,7	306,4	-1,6	117,4	14,4	-0,7
Grecia	2011	-10,4	-84,5	1,8	-18,8	4,1	-8,6b	129,2	-3,6	170,3	13,2	-3,4
	2012	-7,5	-108,8	-4,5	-26,7	-8,1	-12,4	129,1	-6,8	156,9	18,2	-3,4
Spania	2011	-4,4	-90,3	-2,6	-7,8	-1,3	-9,9	205,7	-4,7	70,5	19,9	3,7
	2012	-3,1	-91,4	-5,2	-14,6	-5,6	-16,9	194,4	-10,5	86,0	22,3	3,3
Italia	2011	-2,9	-21,7	-3,3	-18,4	4,8	-2,1	125,8	3,0	120,7	8,2	3,9
	2012	-2,3	-26,4	-6,2	-23,8	3,1	-5,4	126,4	-1,0	127,0	9,2	7,1
Cipru	2011	-8,0	-71,7	-3,0	-16,5	7,8	-9,6	286,6	19,9	71,5	6,6	0,1
	2012	-6,7	-82,4	-5,8	-26,6	0,8	-2,2	299,2	10,0	86,6	8,7	-1,9
Ungaria	2011	0,1	-106,9	-4,2	-3,6	4,6	-7,4	147,2	7,8	82,1	10,7	-2,6
	2012	0,6	-103,1	-1,2	-17,8	4,4	-9,2	131,0	-6,1	79,8	11,0	-8,3
Polonia	2011	-4,7	-64,0	-11,6	12,7	4,6	-5,4	76,4	7,1	56,2	9,2	4,3
	2012	-4,6	-66,6	1,3	1,3	4,4b	-5,9	74,7	3,4	55,6	9,8	9,6
Portugalia	2011	-9,5	-104,8	-3,1	-8,8	0,8	-4,1	222,1	-1,6	108,2	11,9	-0,4
	2012	-6,5	-115,4	-4,0	-16,0	-5,3	-8,6	223,7	-5,4	124,1	13,6	-3,6
România	2011	-4,5	-64,2	-3,3	23,2	-6,4	-17,7	74,0	2,3	34,7	7,2	4,4
	2012	-4,4	-67,9	-1,9	5,9	4,8b	-9,2	72,9	0,9	37,9	7,2	5,3
Slovenia	2011	-0,1	-40,8	-1,1	-6,7	8,3	1,0	115,4	0,5	47,1	7,1	-1,3
	2012	1,2	-44,9	-4,5	-19,9	0,4	-8,4	113,6	-2,9	54,4	8,1	-0,8
Slovacia	2011	-3,4	-65,5	3,4	21,5	5,6	-5,2	73,2	2,6	43,4	13,4	1,2
	2012	-1,7	-64,1	-3,2	4,2	0,9	-5,9	73,1	3,2	52,4	14,0	2,6

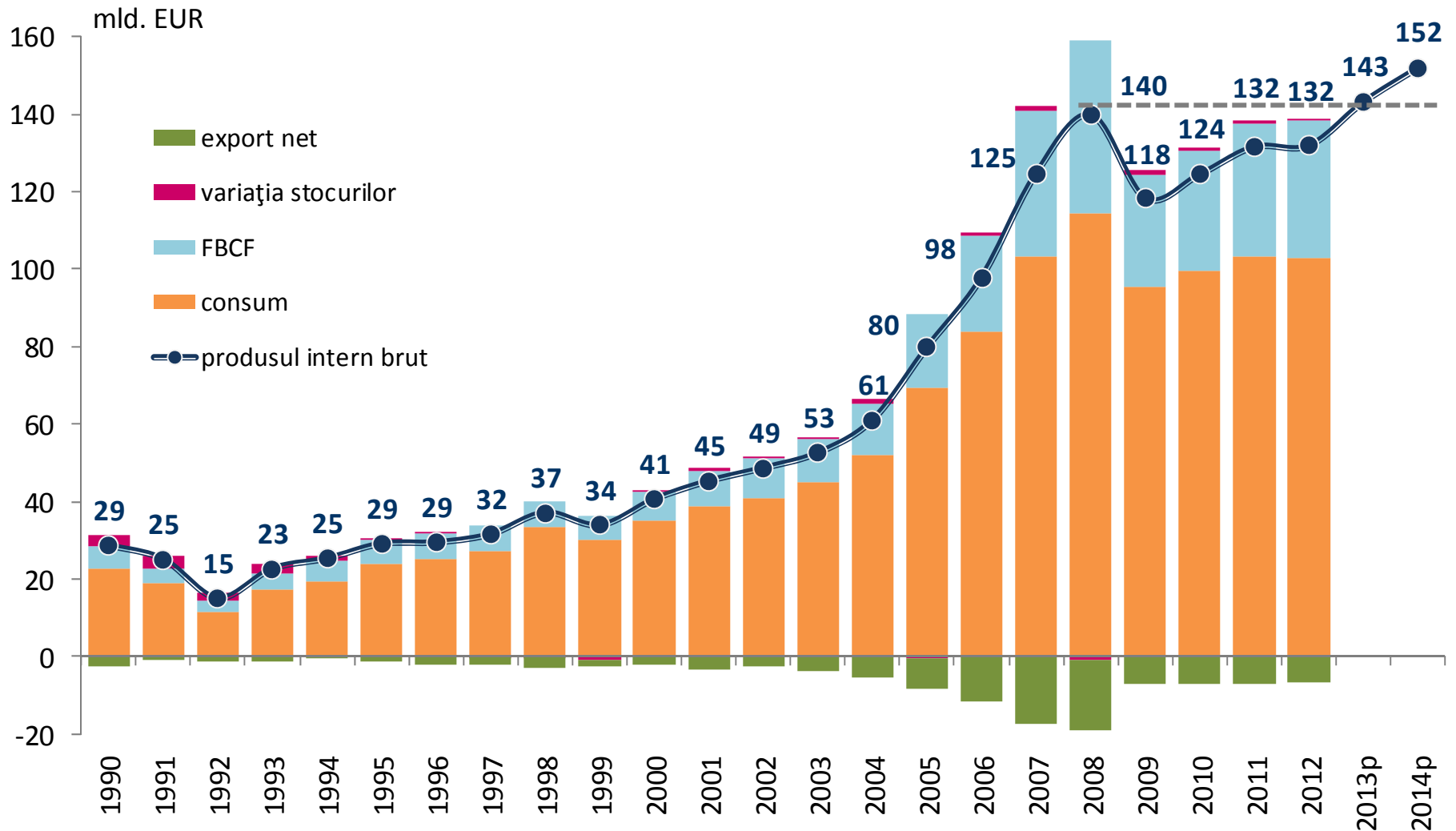
Notă: Date actualizate la 20 noiembrie 2013.

■ indicatorii nu se încadrează în nivelurile de referință; b) discontinuitate în seria de date

Sursa: Eurostat, BNR

III. România – evoluții economice în contextul internațional

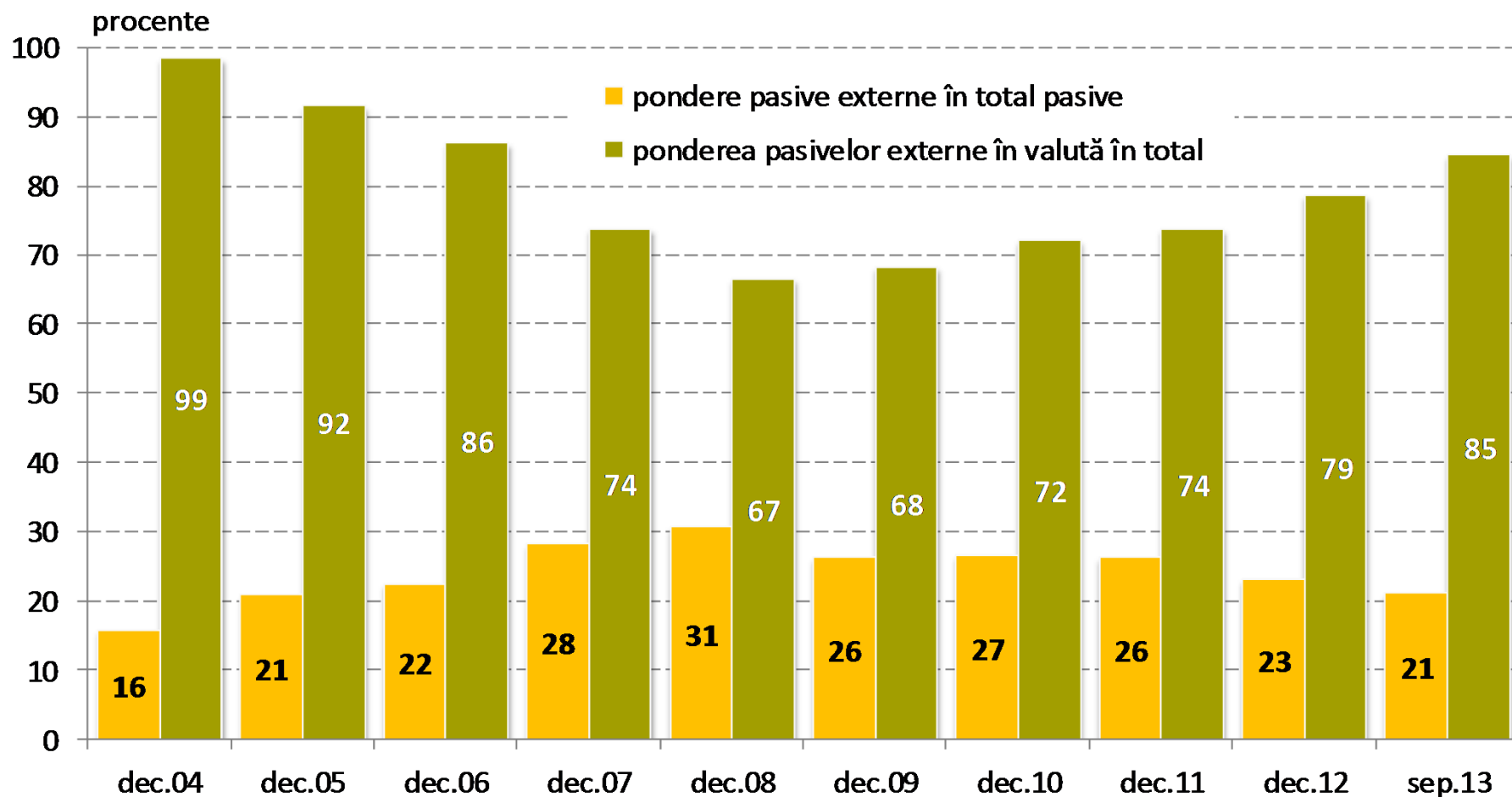
III.1. PIB – creștere sustenabilă, ajustare, revenire



Sursa: INS, prognoza de toamnă a CE

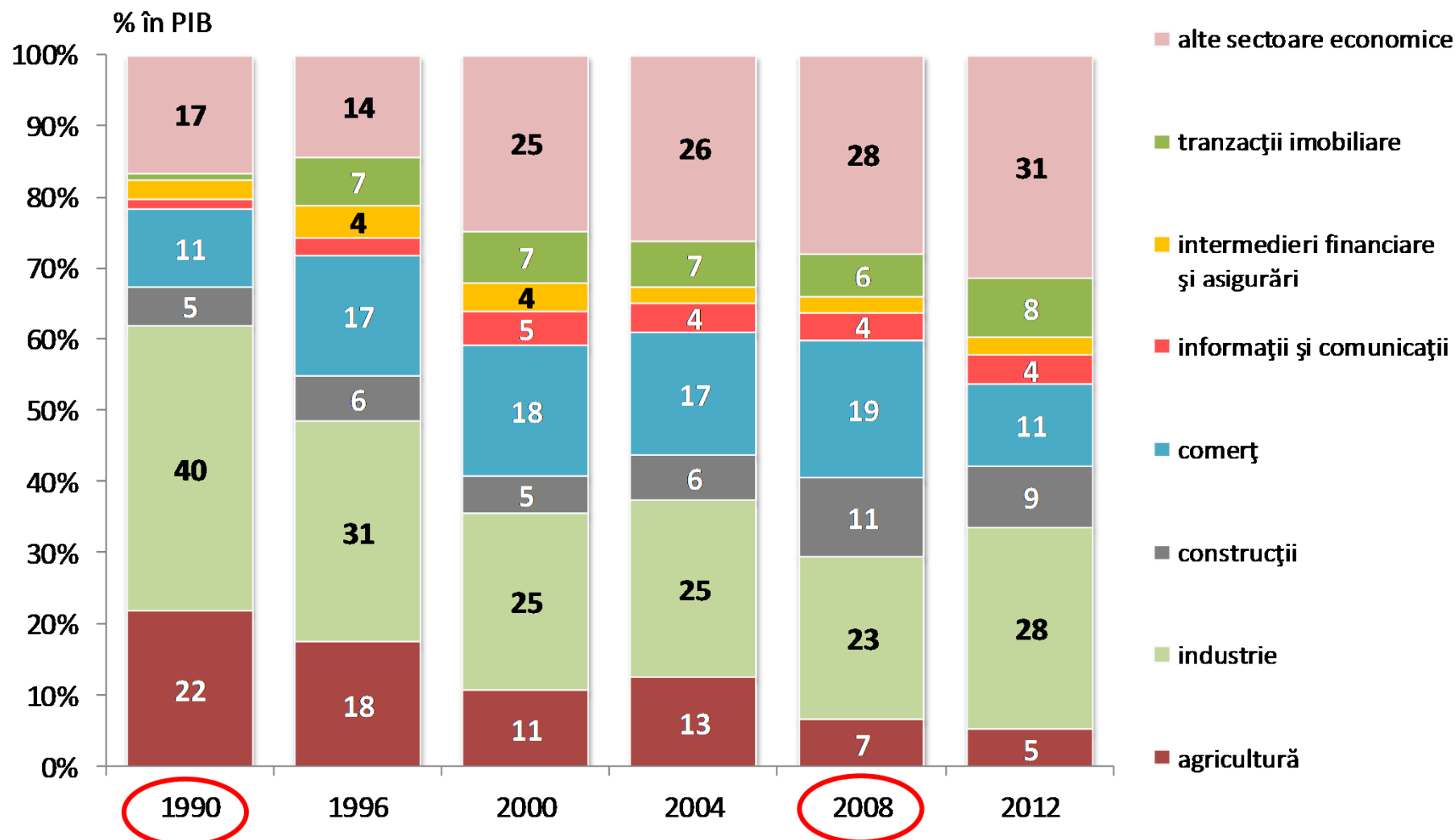
III.2. Capitalul extern – sursă de creștere și factor de ajustare (*deleveraging*)

Pasivele instituțiilor de credit



Sursa: BNR

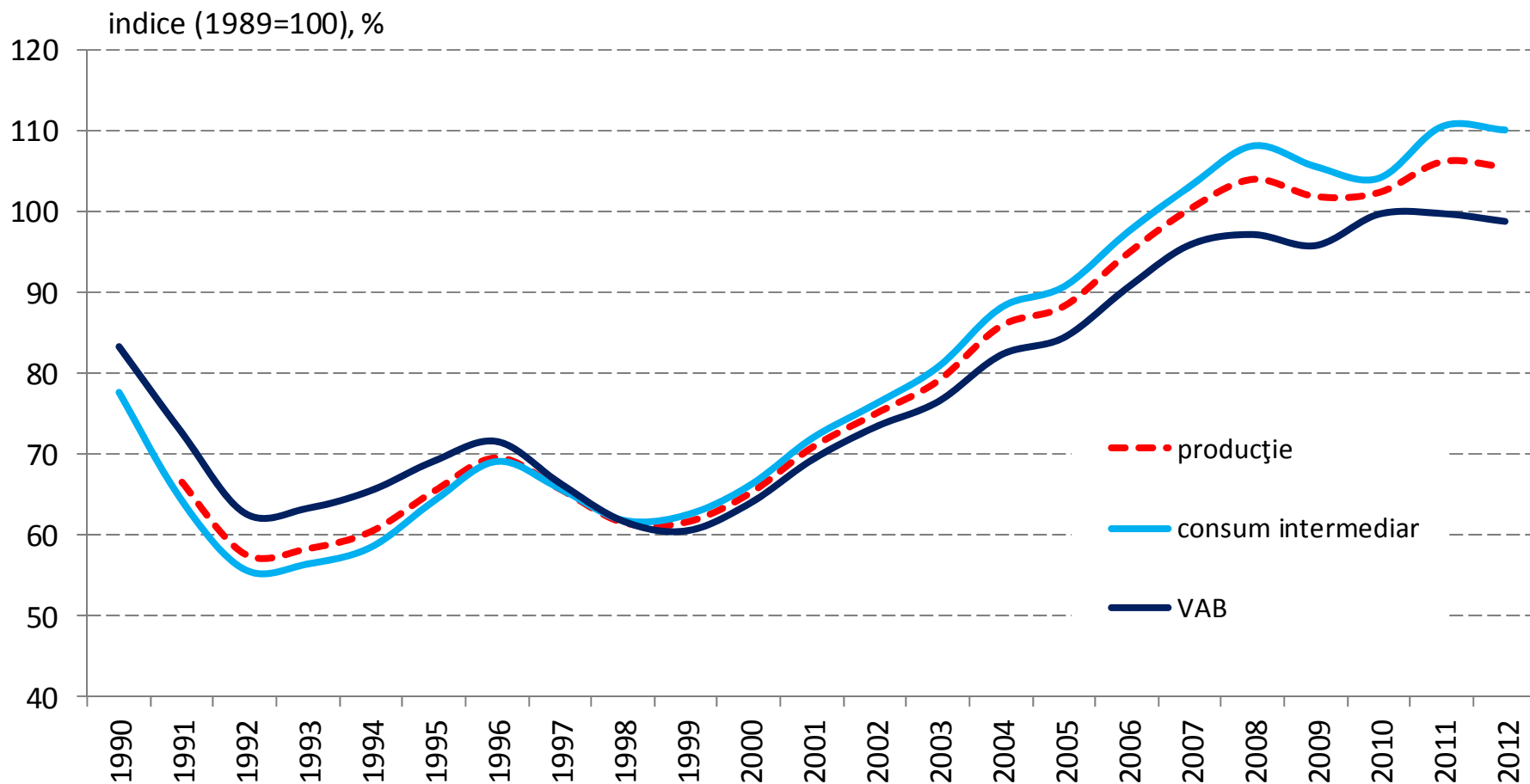
III.3. Mutații structurale importante în formarea PIB



Sursa: INS

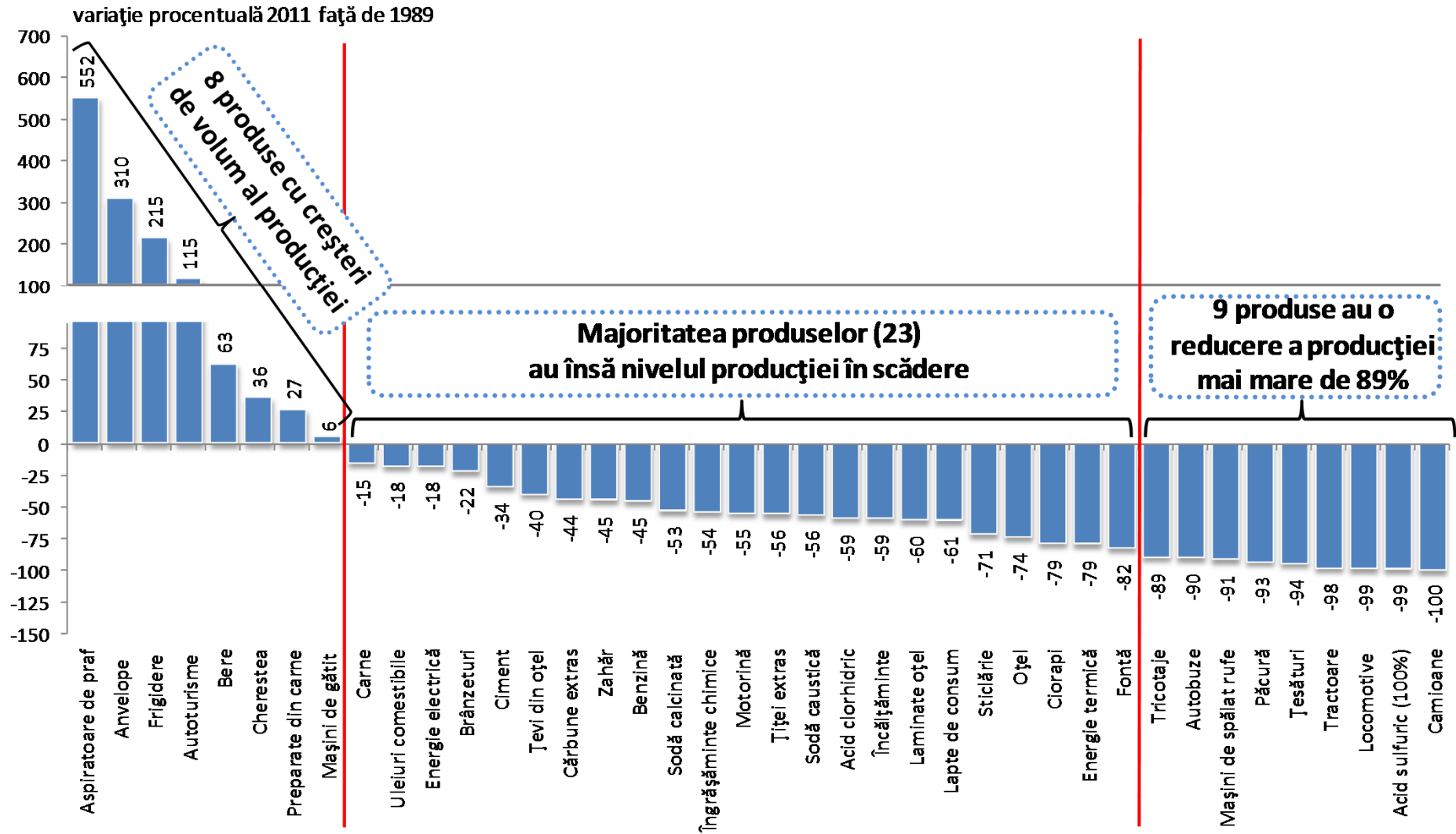
III.4. Industria – declin major, revenire la nivelul din 1989

Indicii anuali de volum ai producției industriale



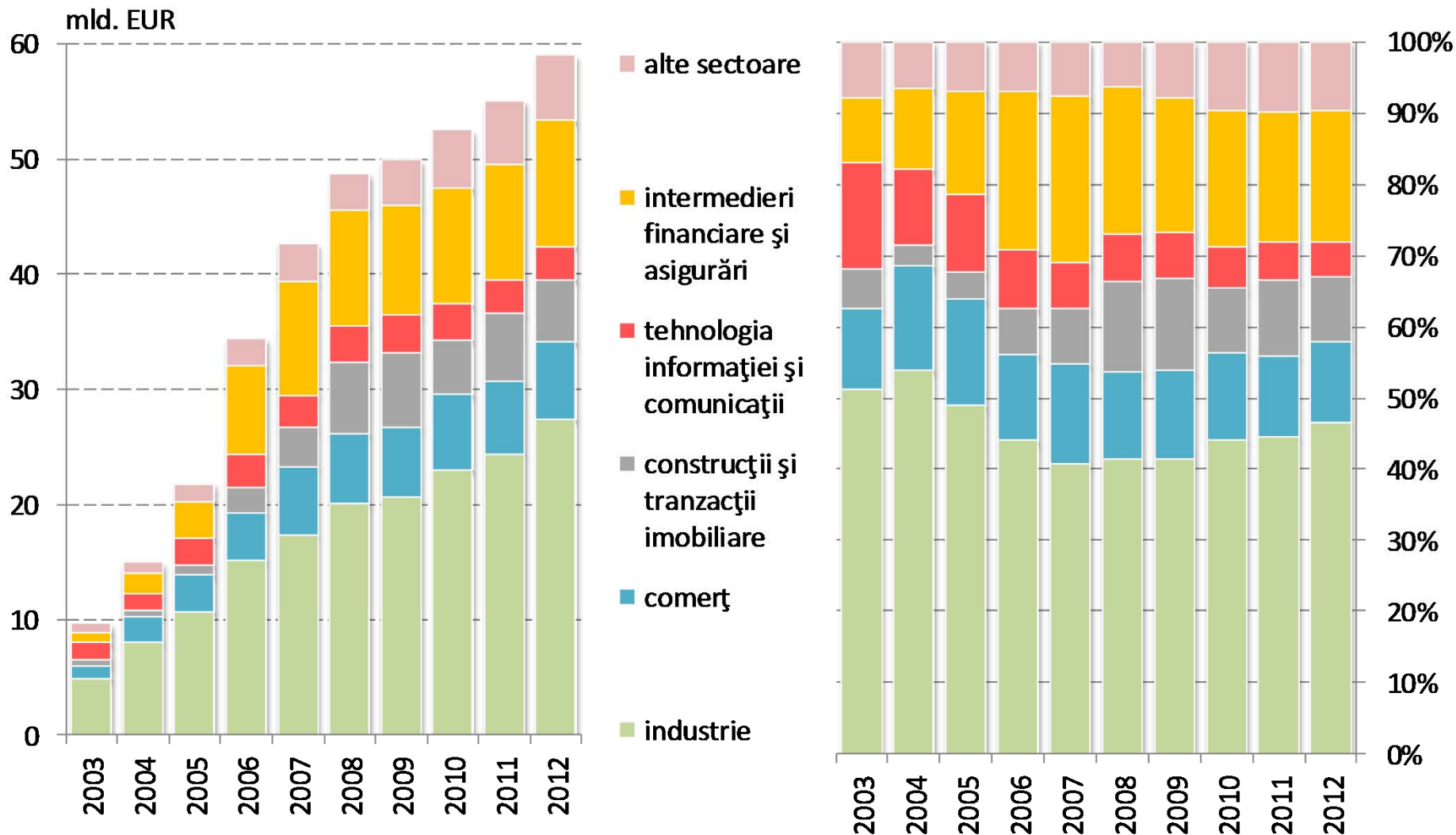
Sursa: INS

III.5. Modificări majore în structura producției industriale



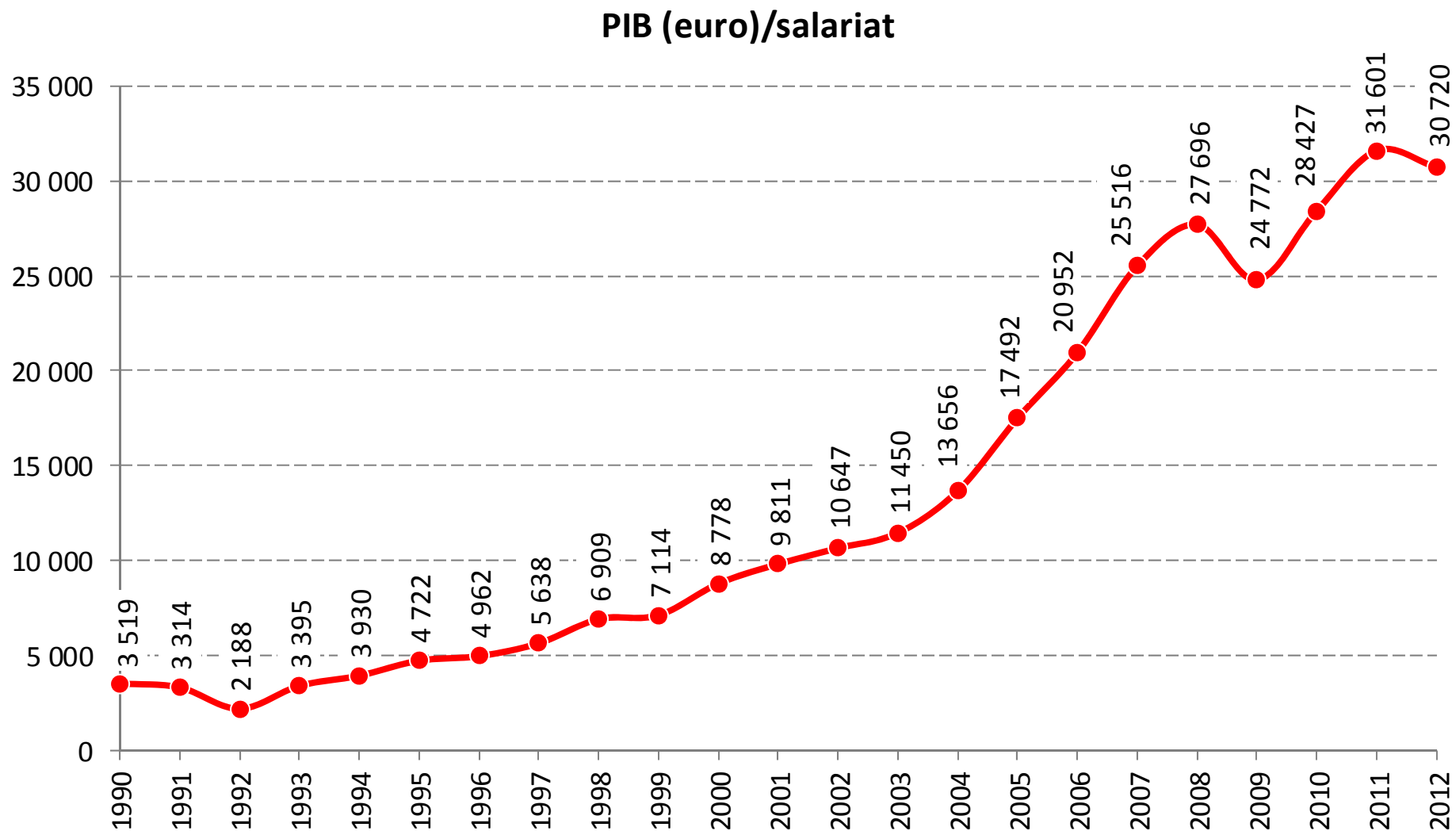
Sursa: INS

III.6. Creșterea și noua structură a PIB → imprimate (pe lângă bănci) și de fluxul ISD



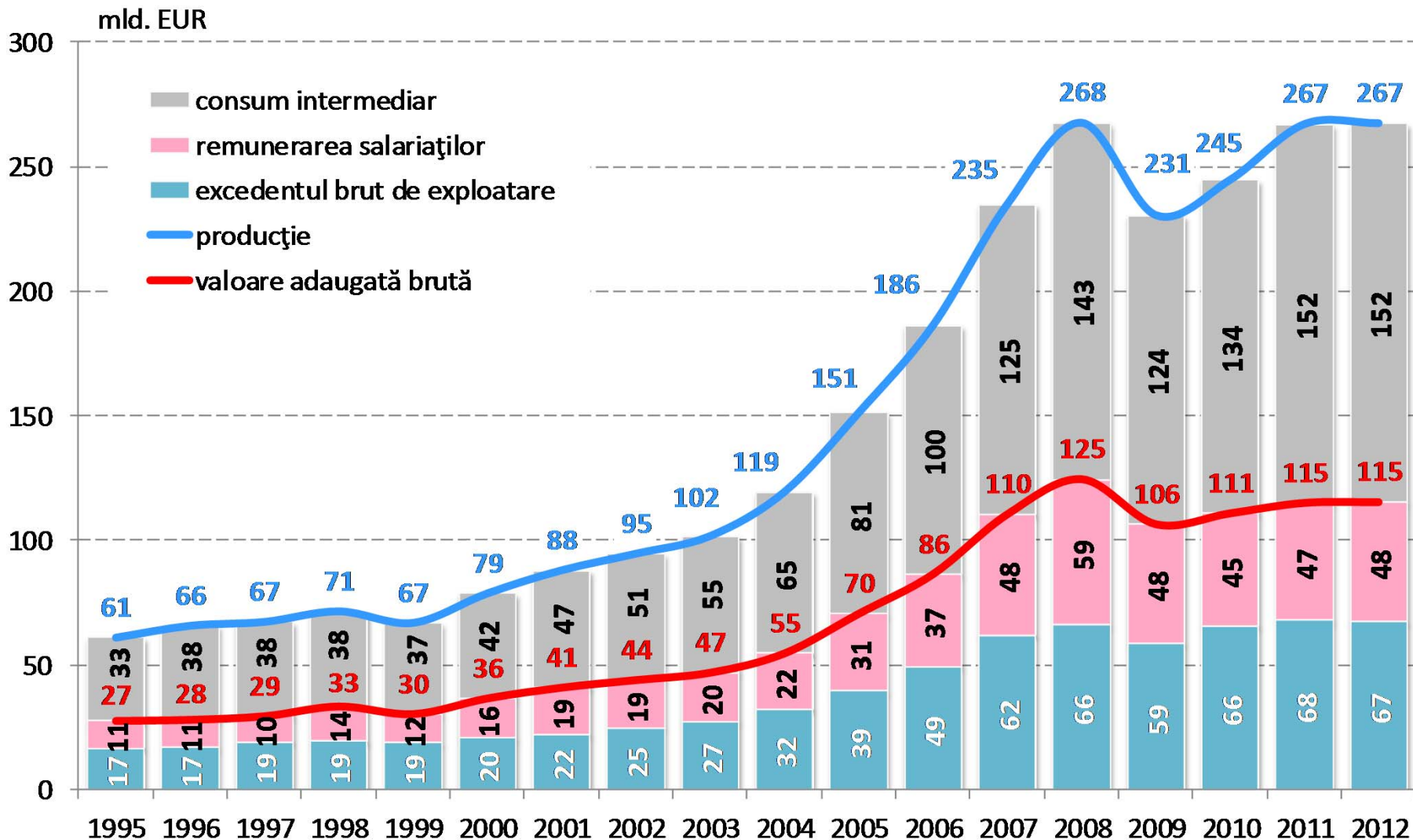
Sursa: INS

III.7. Modernizarea economiei → creșterea productivității muncii...



Sursa: INS, Eurostat

III.8. ... dar și a indisciplinei și discrepanțelor în crearea și repartizarea VAB totale

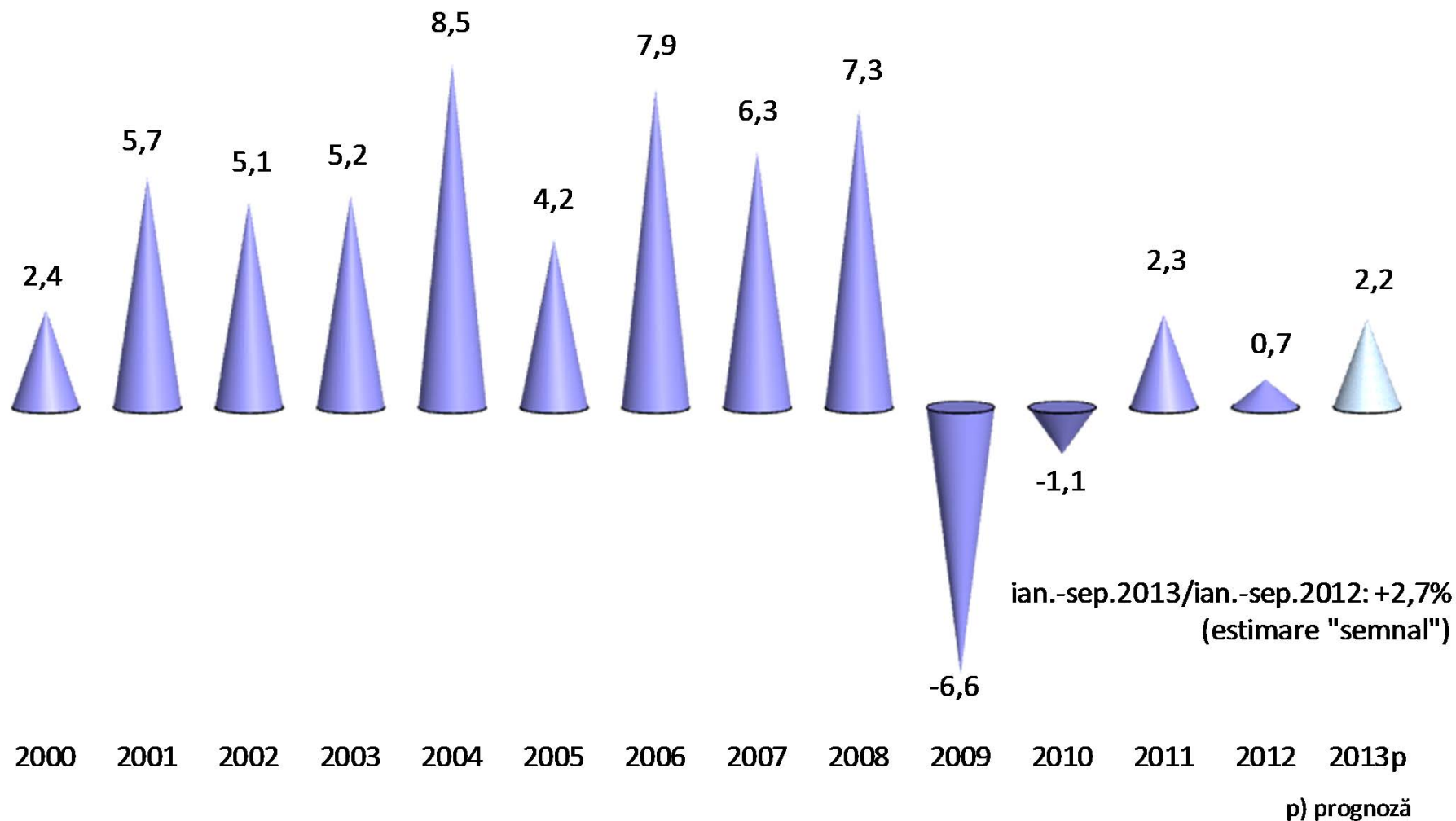


Sursa: INS, Eurostat

III.9. PIB – ritmuri nesustenabile de creștere și ajustări severe ...

PIB real

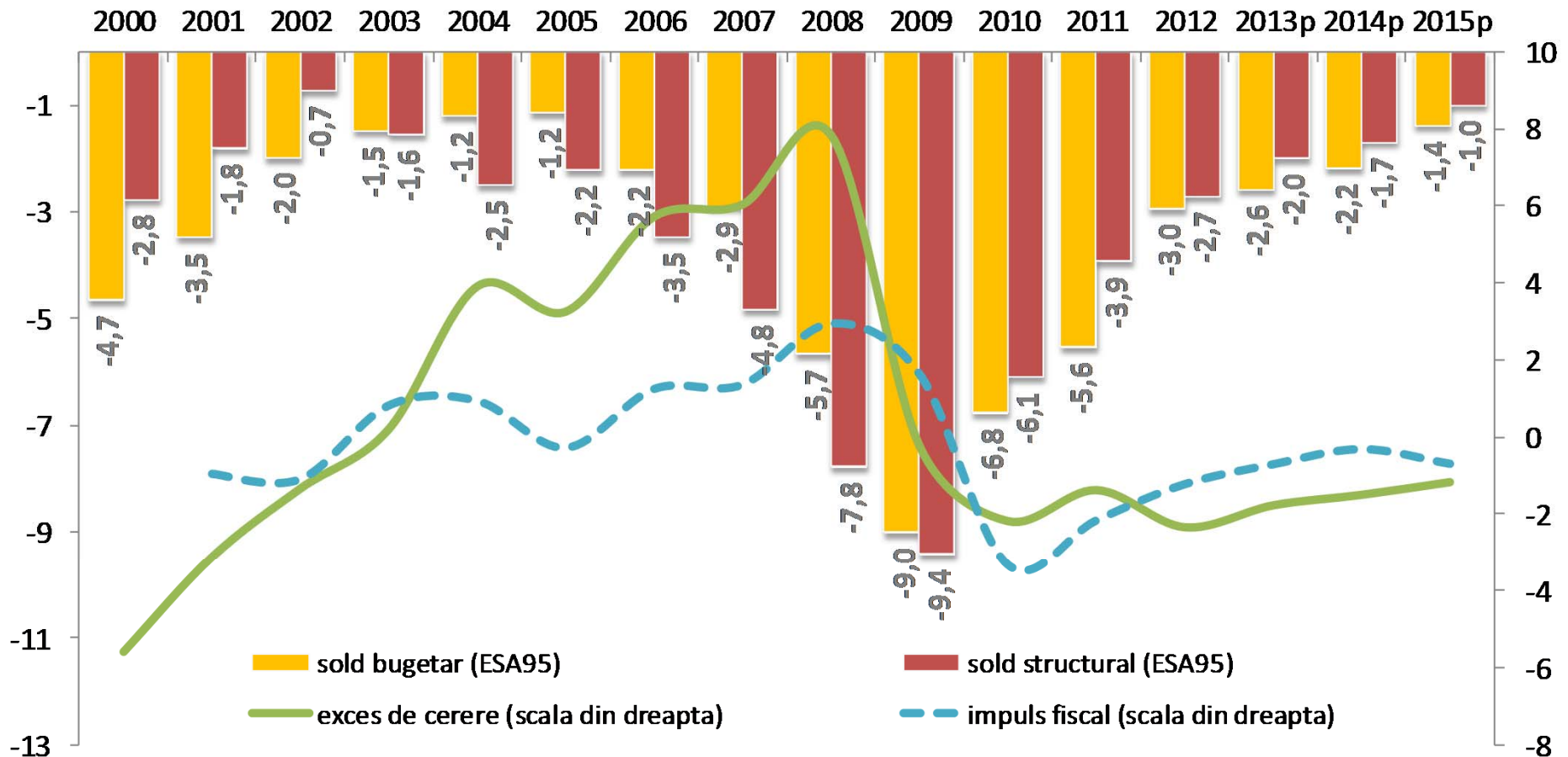
variație procentuală anuală, date brute



Sursa: Institutul Național de Statistică, Banca Națională a României, Comisia Națională de Prognoză

III.10. ... generate și de politica fiscală prociclică ...

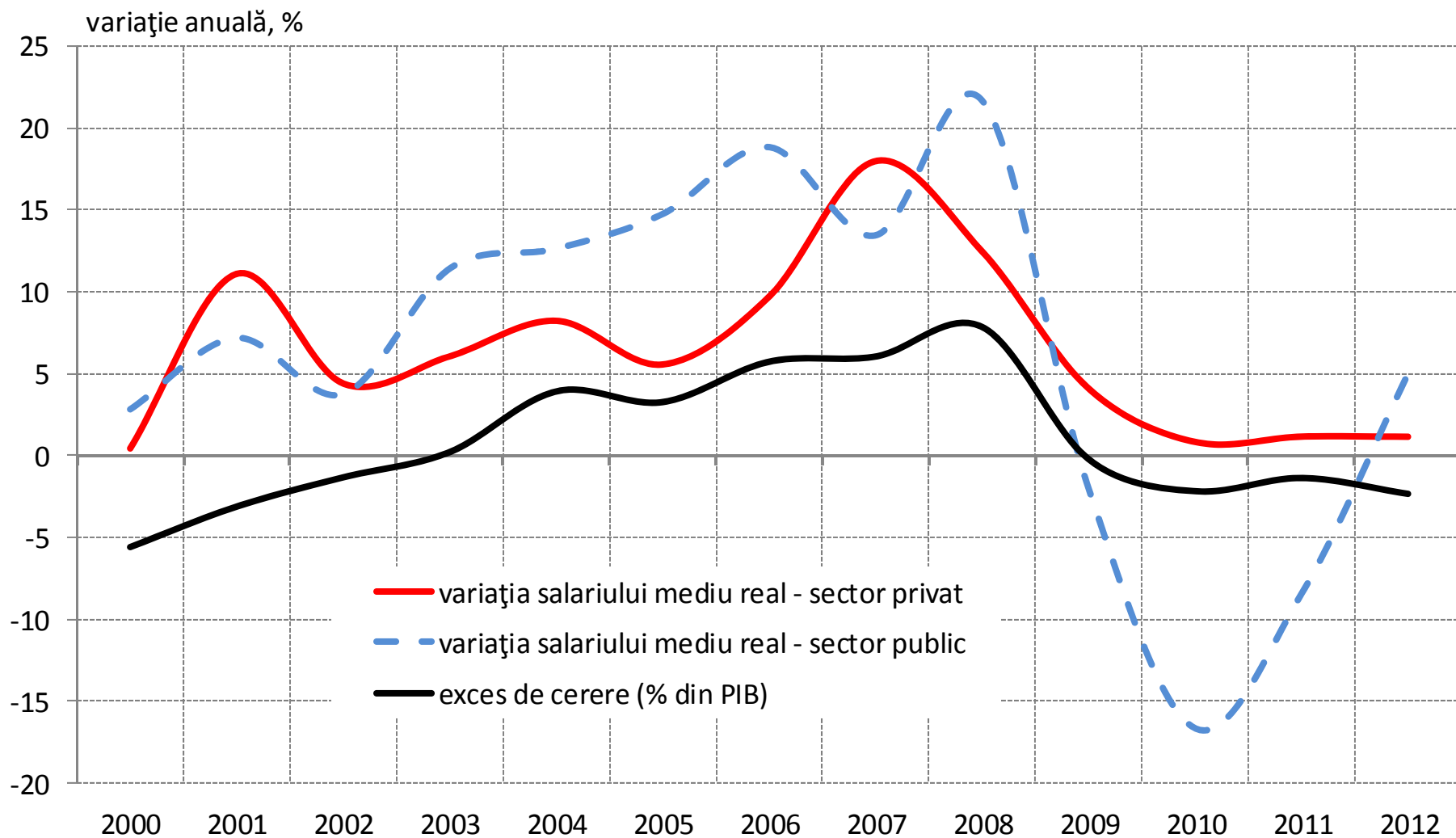
Deficitul fiscal și structural (% în PIB)



Sursa: Comisia Europeană, CNP, MFP (Programul de Convergență al României și Strategia națională fiscal bugetară 2013-2016)

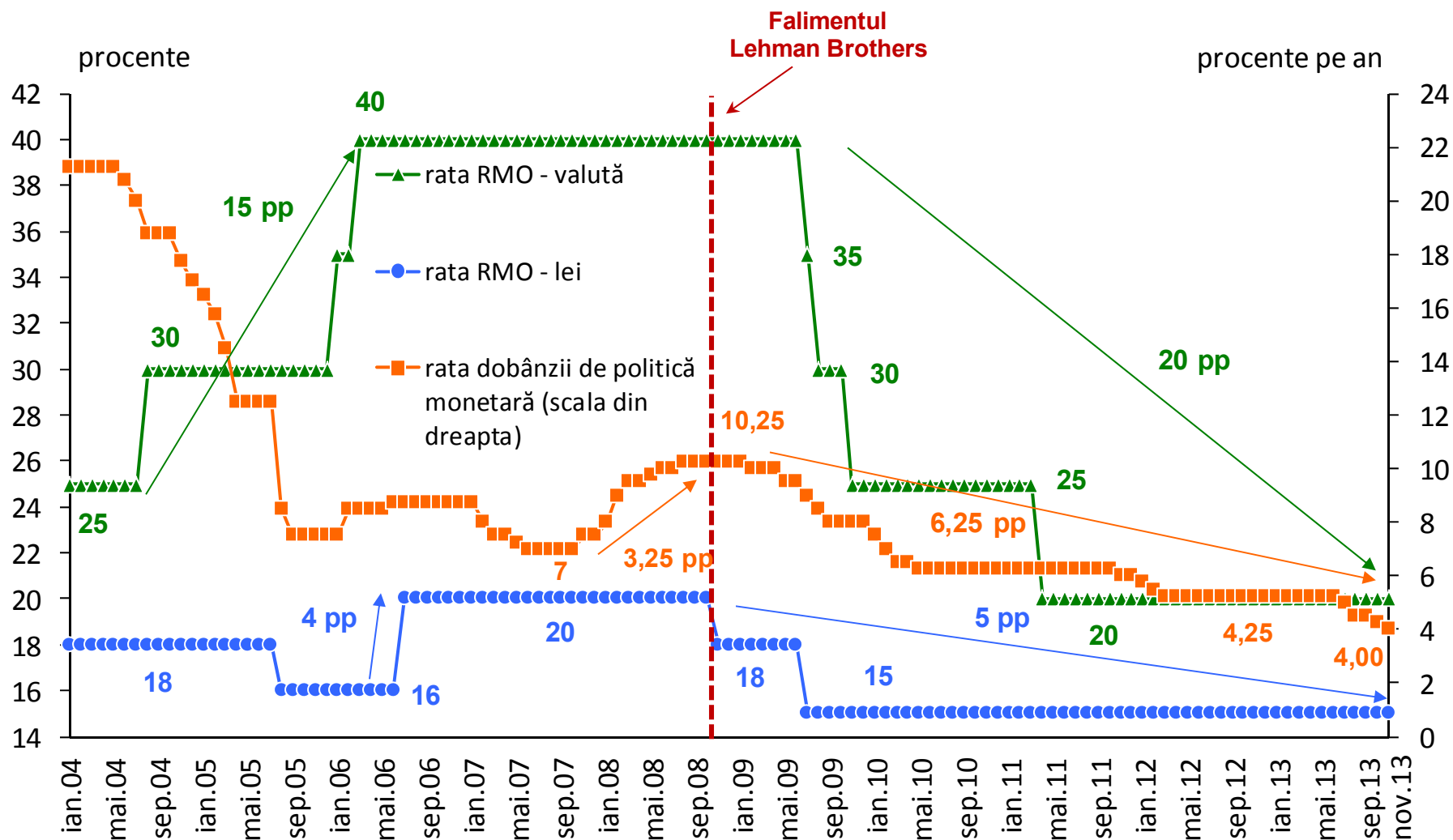
p - prognoză

III.11. ... și de prociclicitatea politicii veniturilor



Sursa: INS, calcule BNR

III.12. Politica monetară – caracter anticiclic consecvent

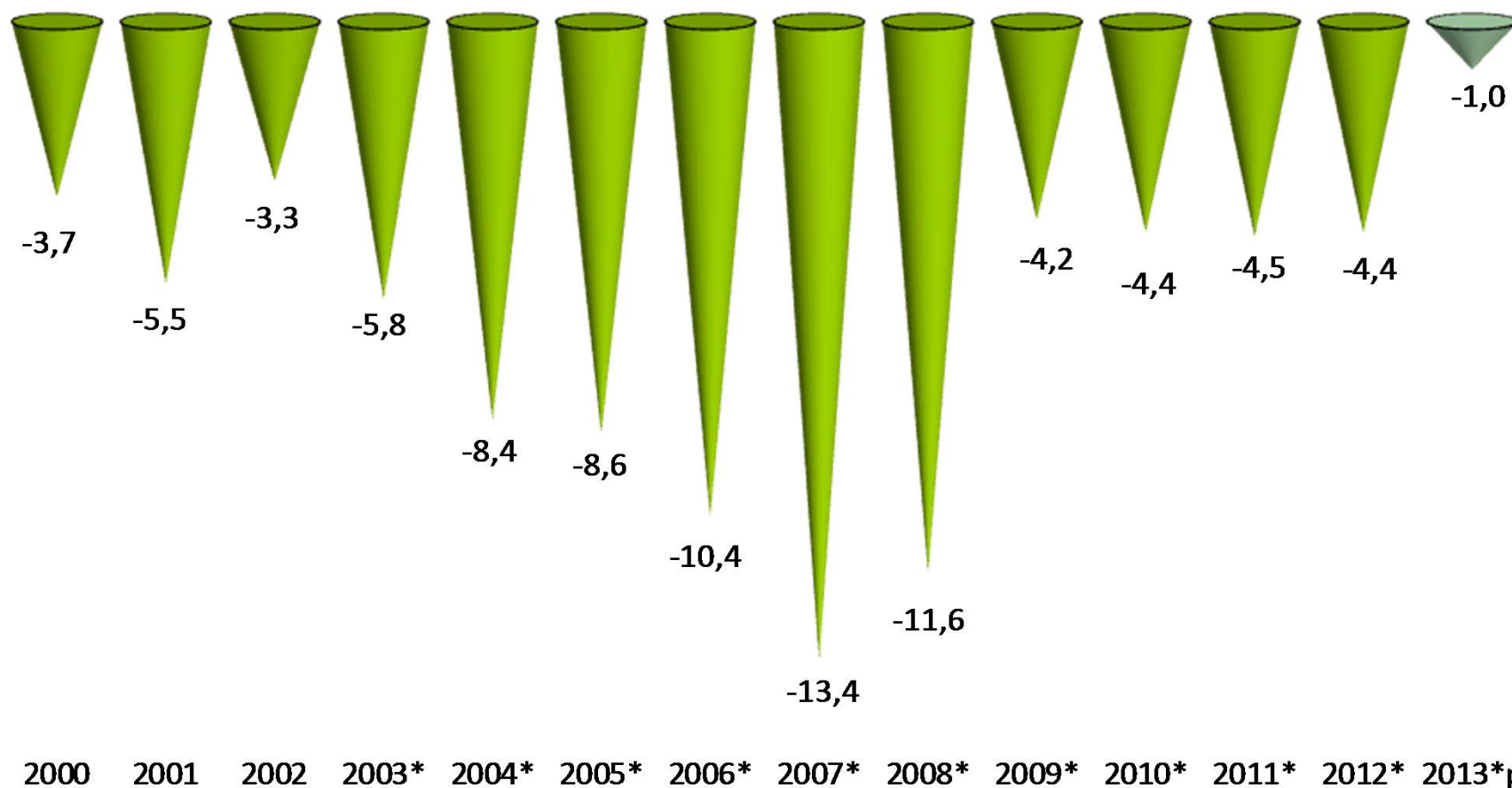


Sursa: Banca Națională a României

III.13. Mixul de politici economice → deficite externe ample și corecții necesare

Soldul contului curent

procente în PIB



*) include profitul reinvestit

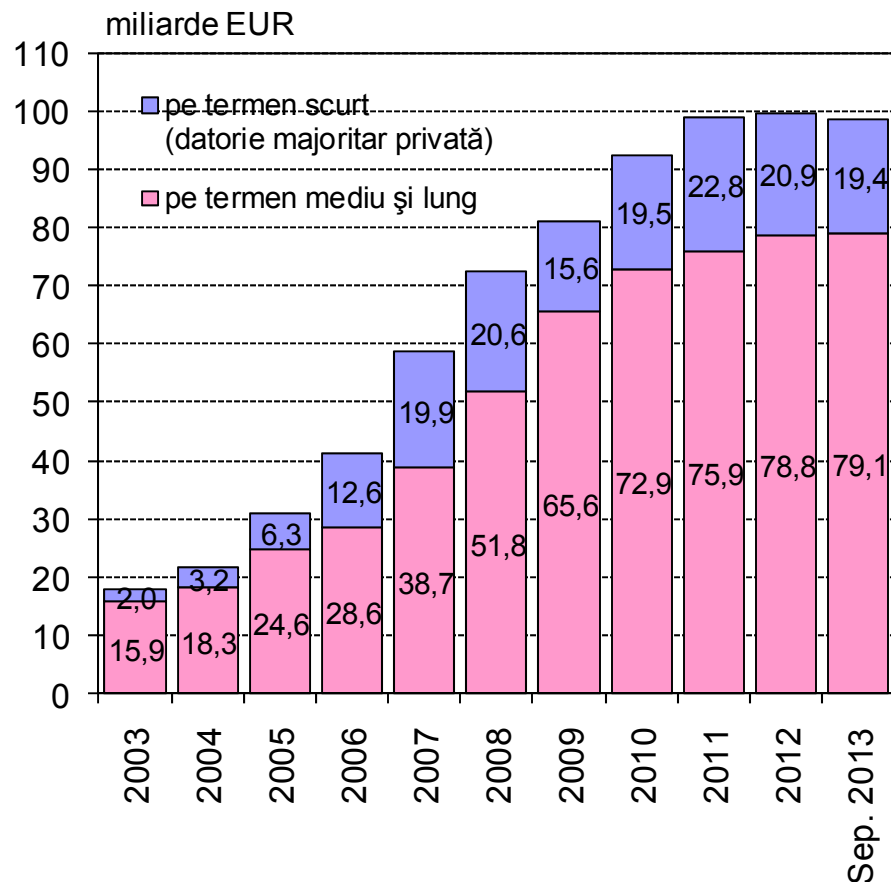
Notă: În perioada ian.-sep. 2013, contul curent a consemnat un deficit de 595,3 milioane EUR comparativ cu un deficit de 4 799,9 milioane EUR în ian.-sep. 2012.

p) prognoză

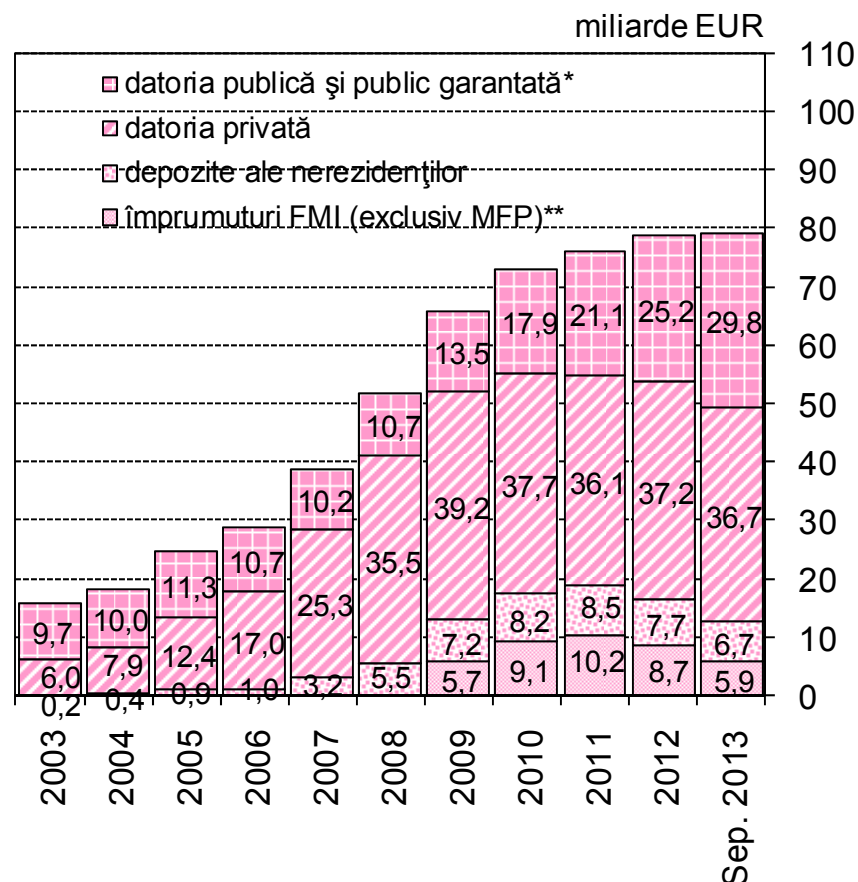
Sursa: Institutul Național de Statistică, Banca Națională a României, Comisia Națională de Prognoză

III.14. Rezultatul dezechilibrelor economice → creștere substanțială a datoriei externe

Datoria externă totală



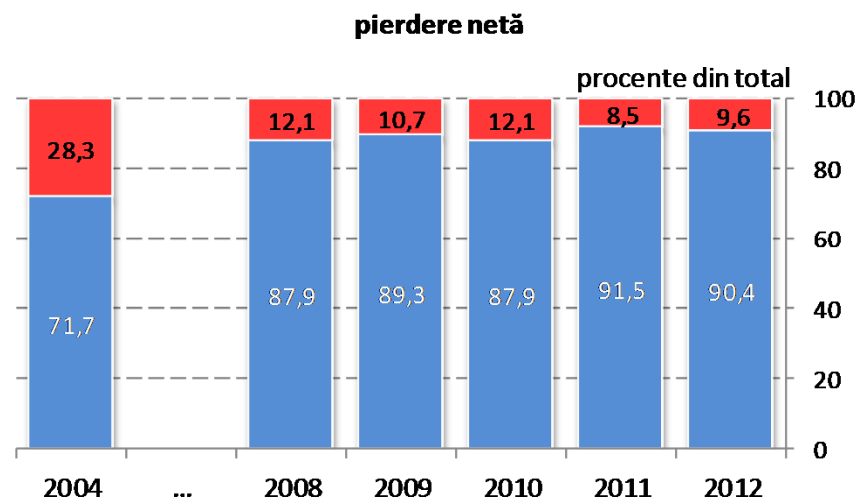
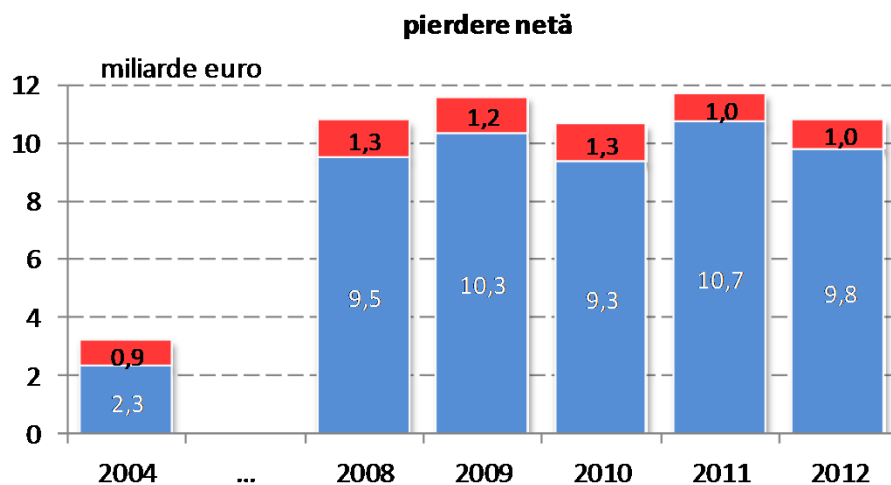
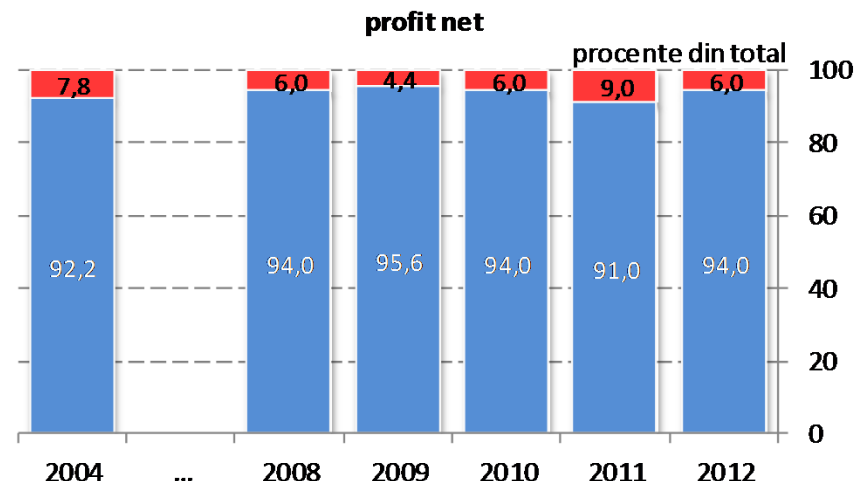
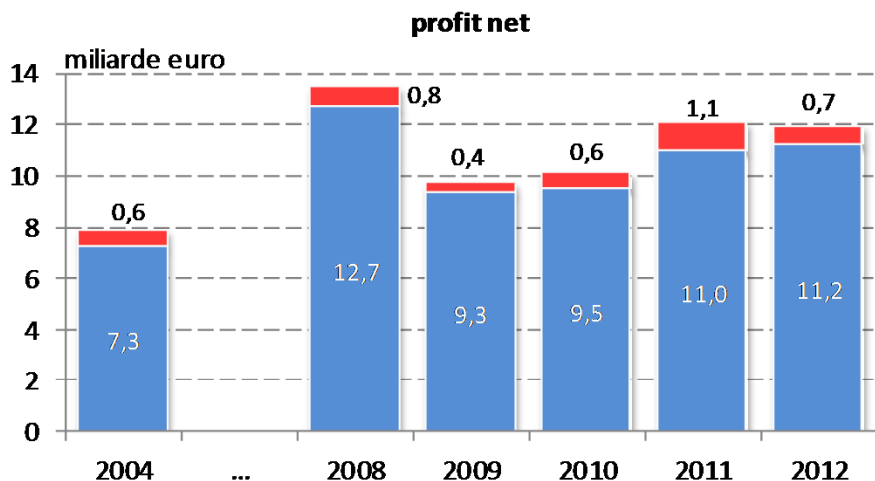
Datoria externă TM&L



*) împrumuturi externe contractate direct/garantate de MFP și autoritățile administrației publice locale în baza legislației privind datoria publică, inclusiv cele conform OUG nr. 99/2009 privind ratificarea Aranjamentului stand-by dintre România și FMI;

**) împrumuturi de la FMI în baza Aranjamentului stand-by cu România, exclusiv suma primită de MFP de la FMI conform OUG nr. 99/2009.

III.15. Pierderile sectorului privat – un fenomen îngrijorător (1)

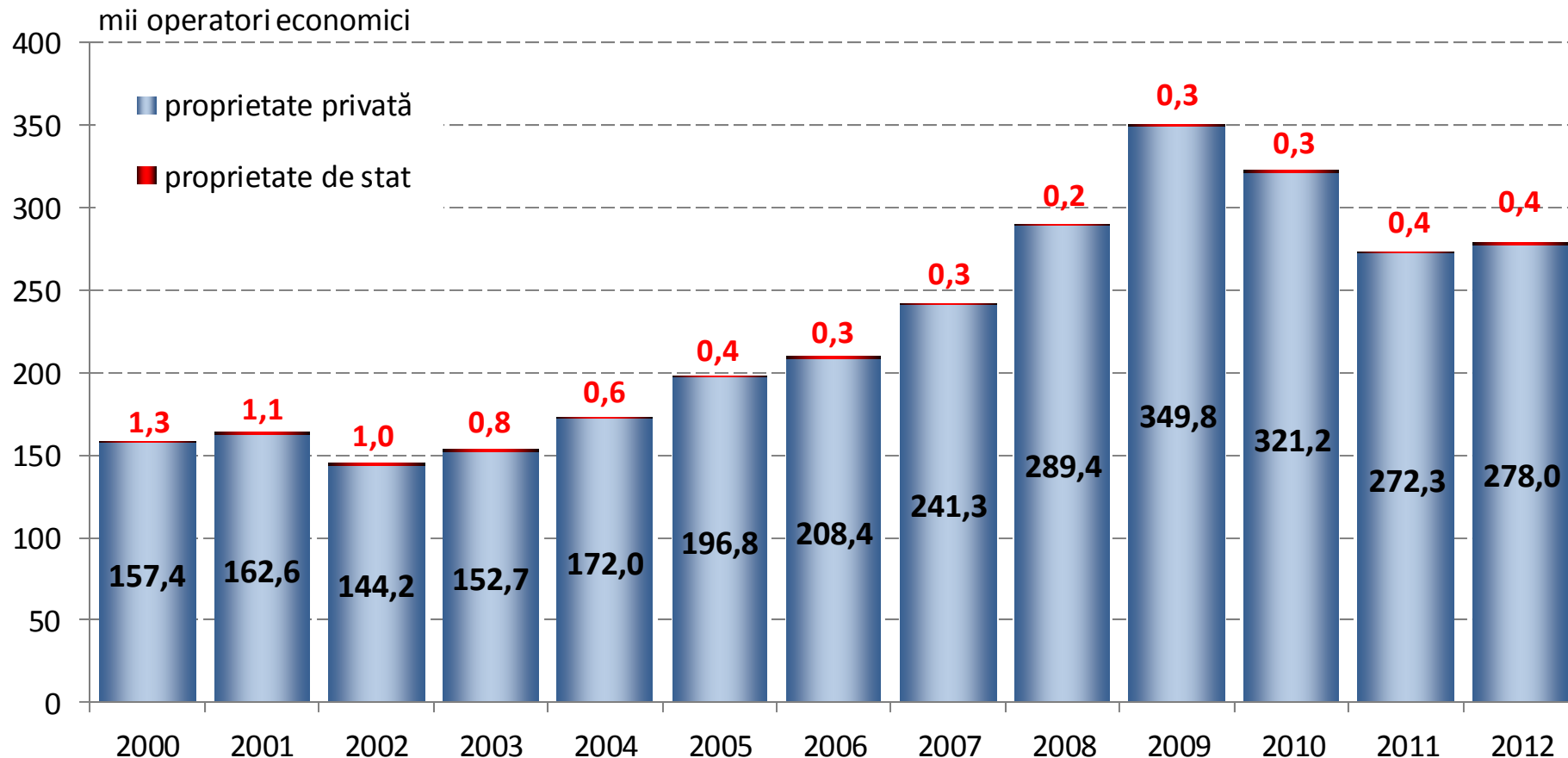


■ proprietate privată ■ proprietate de stat

Sursa: MFP, calcule proprii

III.15. Pierderile sectorului privat – un fenomen îngrijorător (2)

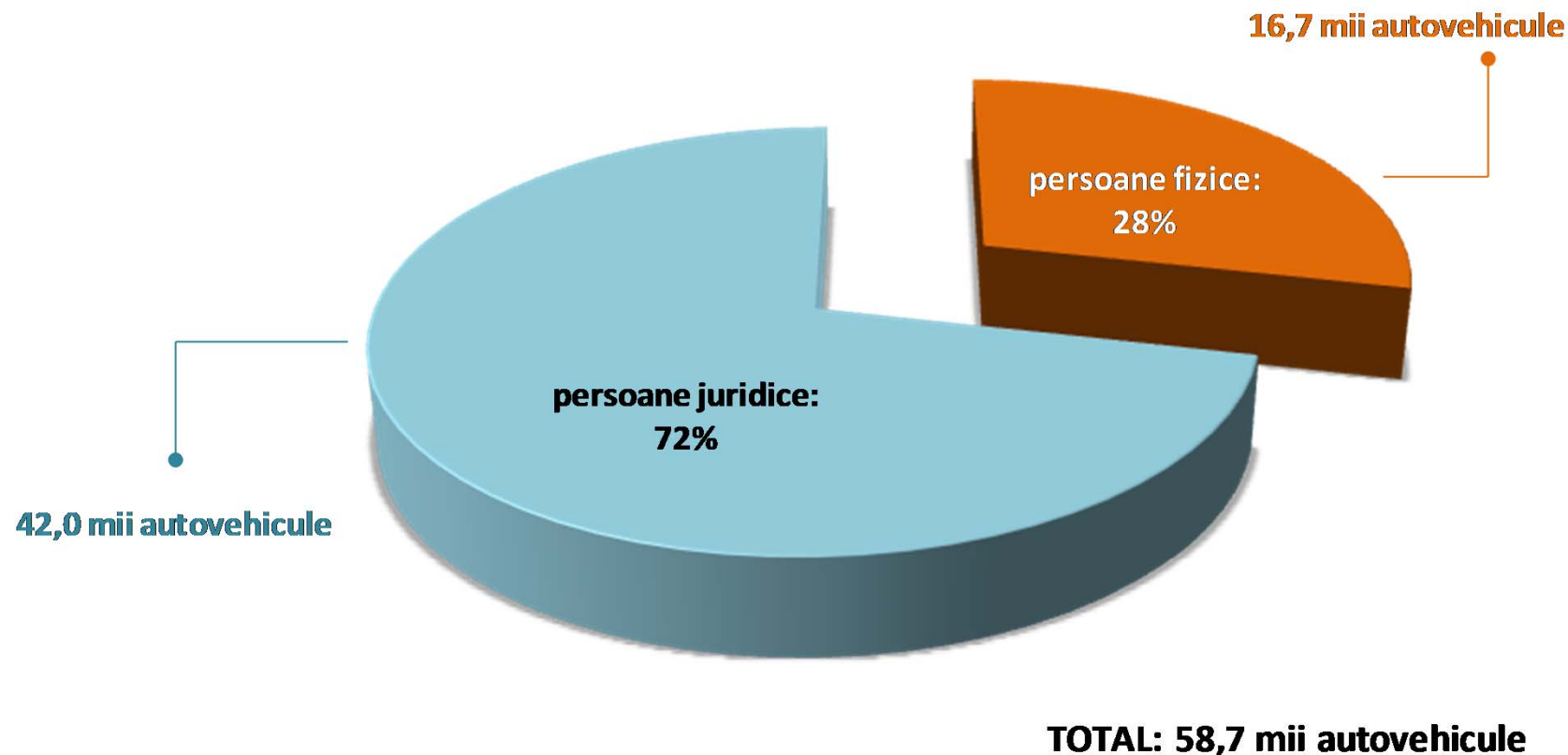
Numărul companiilor din sectorul real care au înregistrat pierderi



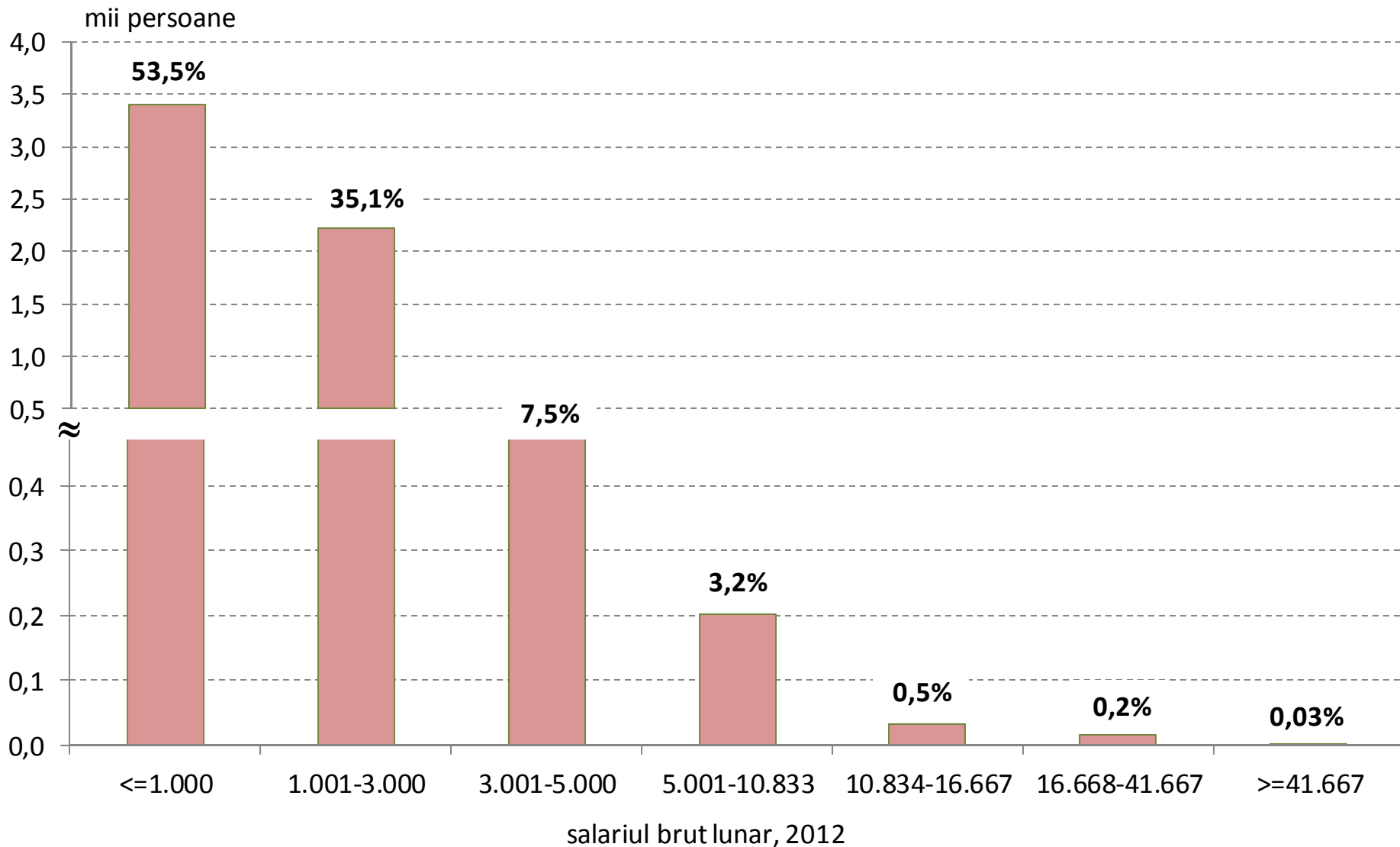
Notă: Proprietatea privată conține și proprietatea mixtă care are capital majoritar privat.
Proprietatea de stat conține și proprietatea mixtă care are capital majoritar de stat.

Sursa: MFP, calcule proprii

III.16. Structura înmatriculărilor de autovehicule noi în anul 2012

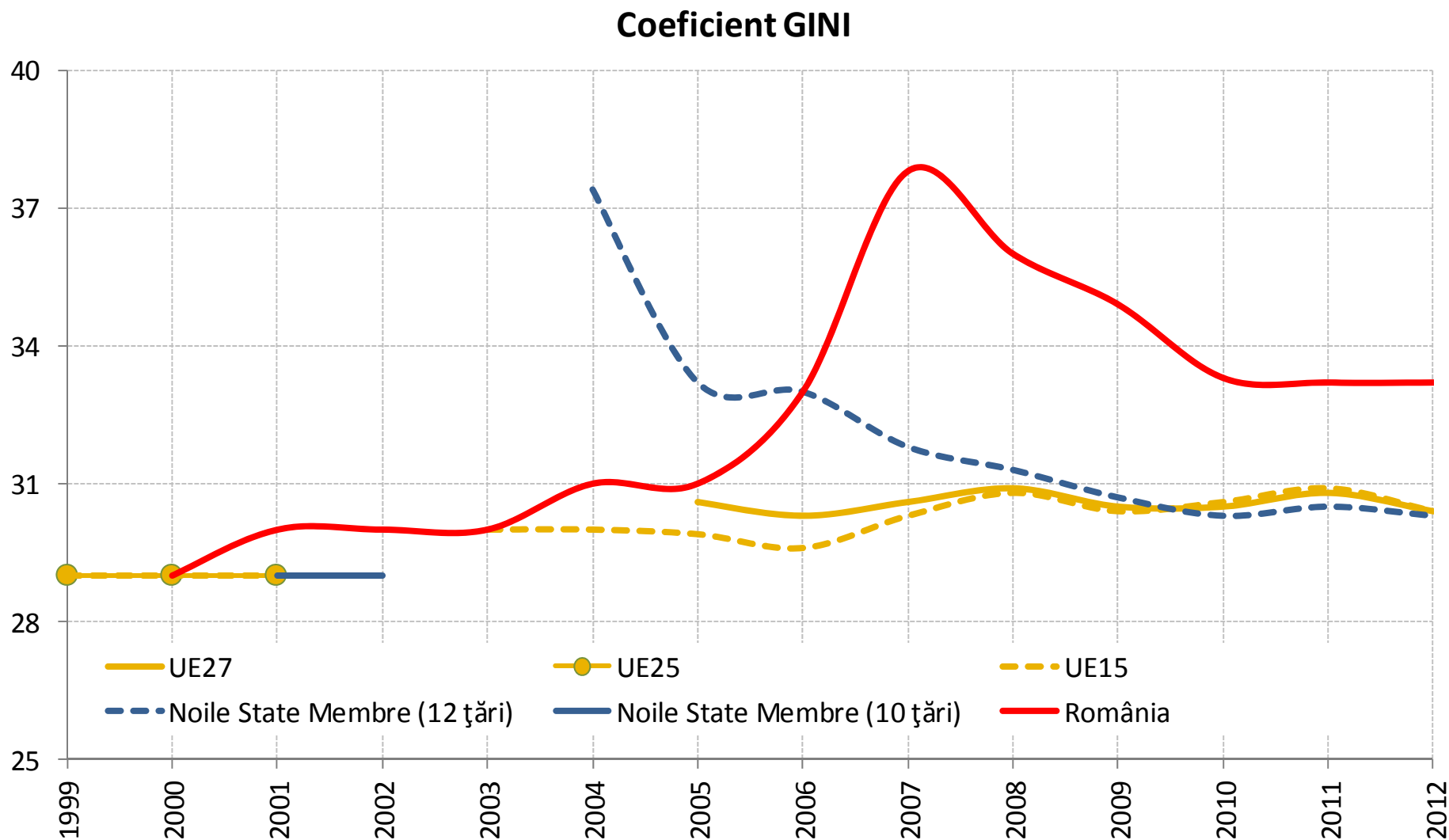


III.17. Concentrarea salariilor la niveluri scăzute



Sursa: INS

III.18. Distribuție accentuat polarizată a venitului disponibil



Sursa: Eurostat

IV. Remerci finale

IV. Obiective și soluții pentru creșterea economică inclusivă, convergență reală și coeziune socială (1)

- Reputatul economist, cu recunoaștere internațională, Mihail Manoilescu aprecia că **„industria nu este doar cheia de boltă a statelor moderne, dar este în același timp marea școală a popoarelor. Nu poate să se ridice spre formule sociale superioare poporul care n-a făcut școala industriei” ... și că „agricultura corespunde pe plan cultural cu școala primară, comerțul cu gimnaziul și industria cu liceul”** (Ioan Scurtu, 2009)

IV. Obiective și soluții pentru creșterea economică inclusivă, convergență reală și coeziune socială (2)

Obiective:

- a) Creșterea economică creatoare de locuri de muncă și de capital național
- b) Recâștigarea pieței interne și menținerea la cote înalte a exporturilor
- c) Repartizarea mai echilibrată a rezultatelor creșterii economice
- d) Corectarea inechităților sociale existente

Soluții:

- a) Fluxuri de capital extern slabe ➡ necesitatea **valorificării potențialului intern**
- b) Mix coerent de politici economice, cu caracter anticiclic consecvent
- c) Utilizarea intensivă a fondurilor europene pentru creșterea competitivității agenților economici și lucrări de infrastructură în transporturi, mediu etc.

IV. Obiective și soluții pentru creșterea economică inclusivă, convergență reală și coeziune socială (3)

Soluții:

- d) Creșterea semnificativă a colectării veniturilor bugetare
- e) Eliminarea ineficienței în cheltuirea banului public
- f) **Îmbunătățirea substanțială și coerentă a legislației comerciale, fiscale și contabile**, prin preluarea celor mai bune practici din țările performante ale Uniunii Europene, în scopul limitării și reglementării problemei pierderilor din sectorul privat și a pierderilor de avuție națională prin practicarea prețurilor de transfer
- g) Stimularea investițiilor străine directe

*

*

*

Etienne Davignon – Președintele Institutului Egmont spunea, recent, că soluția la actuala situație economică internațională o reprezintă disciplina și solidaritatea.

Vă mulțumesc!