



Reforma Guvernantei Economice in UE. Se trece Rubiconul?

Daniel Daianu

2-14 Decembrie 2010

Aspecte tratate



- Radacini ale crizei in UE si implicatii pentru politica economica
- Raspunsul UE pe planul politicilor economice; reforma guvernantei economice
- Probleme asupra carora este de meditat
- concluzii

1. Radacini ale crizei in UE (UME): un sistem financiar defect (I)



- Structura de functionare a intermedierei financiare in economiile avansate are vicii majore
- Redescoperirea riscurilor sistemice, a complexitatii si interconectivitatii (black Swan vs. white Swan/tail risks); rolul retelelor (networks (A.Haldane: “Deregulation swept aside banking segregation and, with it, decomposability of the financial network. The upshot was a predictable lack of network robustness”))
- Abuzul de securitizare si “sectorul bancar secundar” au accentuat “fragilitatea” sistemelor financiare (Lamfalussy);
- Opacizarea pietelor
- Nu oricare inovatie financiara este buna (CDOs);
- Modele de risc inadecvate
- Sector financiar supradimensionat; “rent seeking” si “policy capture”(Simon Johnson)
- pericolele speculatiilor (leverage excesiv);
- criza a integrarii financiare de adancime; aceasta se vede cel mai bine in UME (aproape ca nu mai distingem ce este datorie suverana si ce privata in industria financiara...): un imens “moral hazard”

1. Radacini: suboptimalitatea UME si aranjamente institutionale n-best (II)



- *Structura*: chiar si economii cu politici prudente (Cehia, Polonia) au avut de suferit
- UME nu este un “optimal currency area” (flexibilitatea pe piata muncii; integrarea comerciala; sincronizarea ciclurilor de afaceri; mobilitatea factorilor de productie; aranjamentele fiscale): aceasta conduce la discrepante....
- Integrare financiara de adancime: the Single Market (fluxuri libere de capital)
- Dar prerogative nationale sunt puternice (fiscalitate, reglementare, etc)
- Politica monetara unica (one size fits all monetary policy) a incurajat cicluri de avant si prabusire (alocare defectuoasa a resurselor)
- Operatiuni cross-frontaliere masive, care au creat expuneri mutuale periculoase (riscuri sistemice); efecte de contagiune (Cailloux: 2000 miliarde euro expunere pe cei patru din Sud)
- “Too big to fail” vs “too big to be saved”
- Prerogativele nationale in reglementare si supraveghere; relatia intre autoritati gazda si cele din tara mama (pietele bancare din NMSs- figura 1)
- Lipsa aranjamentelor de impartire a poverii (burden-sharing)

Radacini ale crizei: redistributia puterii economice (III, IV)



- Cresterea economica din Asia (noi puteri globale);
- Jocuri cu suma nula in spatiul global;
- Dificultati de adaptare/ajustare in UE: Agenda Lisabona....strategia UE2020
- Politici nationale conteaza; dar si cele la nivelul UE au un rol (de aici importanta guvernantei economice)
- Dezechilibre globale: economiile UE pot fi victime colaterale ale “razboiului valutelor”; impact asupra comertului international (protectionism)

1. Lectii ale Crizei (V)



- Stabilitatea preturilor nu securizeaza stabilitatea financiara
- Nu orice problema are o origine fiscala (Irlanda, Spania, etc)
- Nereglementarea si supravegherea pietelor financiare creeaza riscuri sistemice majore, mai ales unde integrarea financiara este adanca (UME/UE);este nevoie de R&S la nivelul UE!!!
- Integrarea financiara de adancime intra in coliziune cu realitatea prerogativelor nationale (fiscalitate)
- Indatorarea excesiva a sectorului privat (a bancilor) creeaza riscuri sistemice (“too big to fail”)
- Avem si cazul lui “too big to be saved”, cand incercarea de salvare a unor entitati private complexe bugetul public (Irlanda) si avem criza suverana...

1. Lectii ale crizei (V)



- Interventiile de salvare si consolidarea in industria financiara maresc “hazardul moral”
- Incompletitudinea regimului de guvernanta in UE (lipsa unui mecanism de gestionare a crizei in UME)
- Deficit de coordonare in politici economice (tin cont “cei mari” (Franta, Germania) de interesele celorlalti, de EMU/EU ca “public goods”? Chestiunea externalitatilor in economia globala --SUA);
- Importanta increderii (trustworthiness)
- Politicile nationale pot face diferente...(tarile scandinave);
- Incertitudinea (mediul stohastic) scade eficacitatea politicilor; nevoia de “rezerve” (fiscal space)

2. Raspunsul la Criza



- Management de criza: limitarea declinului economic + evitarea unui colaps (meltdown) financiar
- Criza financiara are rezilienta (nu este precum o recesiune simpla)...(Reinhart si Rogoff: criza datoriilor suverane)
- Reforma guvernantei economice (propuneri ale Consiliului, ale Comisiei, raportul grupului de Larosiere, raportul Monti, etc): chestiunea fiscala (GSP); dezechilibre “interne” (in UME); R&S pietelor financiare; coordonarea de politici (“semestrul economic”); institutii mai puternice; un mecanism de gestionare a crizelor; dialogul global (G20, reforma IFIs).
- Incertitudini rivind programele de corectie in tari din UME; poate fi evitata restructurarea datoriilor suverane? Avem nevoie de o politica macro la nivel UE?

2.1 Controlul dezechilibrelor: disciplina financiara (bugetara)



- Problema “sustenabilitatii fiscale”: accentul crescut pe relatia intre datoria publica si socuri intr-un mediu “stochastic” (nevoia de “spatiu fiscal”)
- Chestiunea datelor (monitorizarea de catre institutii europene si rolul unor entitati de analiza locale independente: ex, consiliile fiscale)
- Sanctiuni financiare si reputationale pentru limitarea derapajelor: componenta preventiva (regula de crestere a cheltuielilor ...dar care este o politica bugetara prudenta?) + componenta corectiva (1/20 din excesul peste 60% in...) _ recomandari facute de catre Consiliu (“reverse majority voting”)
- Relatia intre datoria publica si deficit
- Vor fi sanctiunile automate? Cum si cine va decide?
- Resposabilitatea pentru un program de ajustare: cu cat institutiile europene vor fi mai implicate cu atat este mai probabil sa avem zone vagi in asumarea responsabilitatii...(problema de legitimitate)

2.1.1 Disciplina financiara (bugetara)



- Relatia intre datorie si deficit: gestionarea crizei (cand deficiturile cresc din cauza stabilizatorilor automati si salvarii unor entitati financiare) vs. perioade normale;
- Cazul deficitelor structurale ascunse;
- Criza si pierdere de PIB + diminuare de rata de crestere potentiala: deficit primar mare care, reclama consolidare fiscala;
- NMSs au avantajul fondurilor UE pentru a evita prociclicitatea in politicile bugetare

2.1.1 Disciplina financiara: cazul deficitelor structurale mari



- Deficitul bugetar structural al Romaniei era de in jur de 5% din PIB in anii premergatori izbucnirii crizei internationale;
- Datoria publica nu a crescut intrucat am avut incasari bugetare umflate de cresterea economica (nesustenabila) in timp ce dobanzile au fost in scadere pe fondul dezinflatiei si in contextul international specific
- Serviciul datoriei publice creste rapid (a ajuns la cca 1,6% din PIB in 2010 de la 0,8% in 2008 si 1,2% in 2009); datoria publica a crescut de la cca 22% la finele lui 2008 la probabil in jur de 35-36% in 2010.
- Deficitul primar era de -1,9% in 2007, -4,6% in 2008 (!!), -7,1% in 2009 si probabil -6,4% in 2010;
- Avem, probabil, pierdere permanenta de productie (spargerea bulei) si diminuare a ritmului de crestere potentiala la in jur de 3% din PIB;
- Pentru a stabili datoria publica avem nevoie de deficite primare care sa fie inferioare diferentei intre cresterea PIB-ului si rata dobanzii (ex: 2012: crestere nominala (include inflatia) PIB, 7%; dobanda medie, 5%; deficit bugetar operational sub 3,5)
- A intarzia consolidarea fiscala este foarte riscanta in mediul international de acum;
- Rolul fondurilor UE pentru evitarea efectelor pro-ciclice ale consolidarii fiscale

2.1.2 Controlul dezechilibrelor



- Nu toate problemele din UME au o origine fiscala;
- Decalaje de competitivitate= dezechilibre in conturile externe: procedura “Excessive Imbalance Procedure” (EIP)...analog cu EDP
- Care indicatori vor fi urmariti...
- Cum vor opera corectiile? Se vor aplica si tarilor cu surplus in contul curent? Care va fi situatia NMSs, care depind de importurile de capital?
- Ce instrumente vor utiliza guvernele pentru a corecta dezechilibre interne? Este controlul salariilor suficient? Este posibil? Putem avea si aici a “race to the bottom” ...
- Cat de suportabile sunt corectiile prin “devalorizare interna” (atunci cand nu exista crestere economica)? Poate fi evitata restructurarea datoriilor publice?
- Corectarea deficitelor externe nu ar insemna limitarea circulatiei total libere a capitalului?

2.1.3 ‘Semestrul economic’ (coordonarea politicilor)



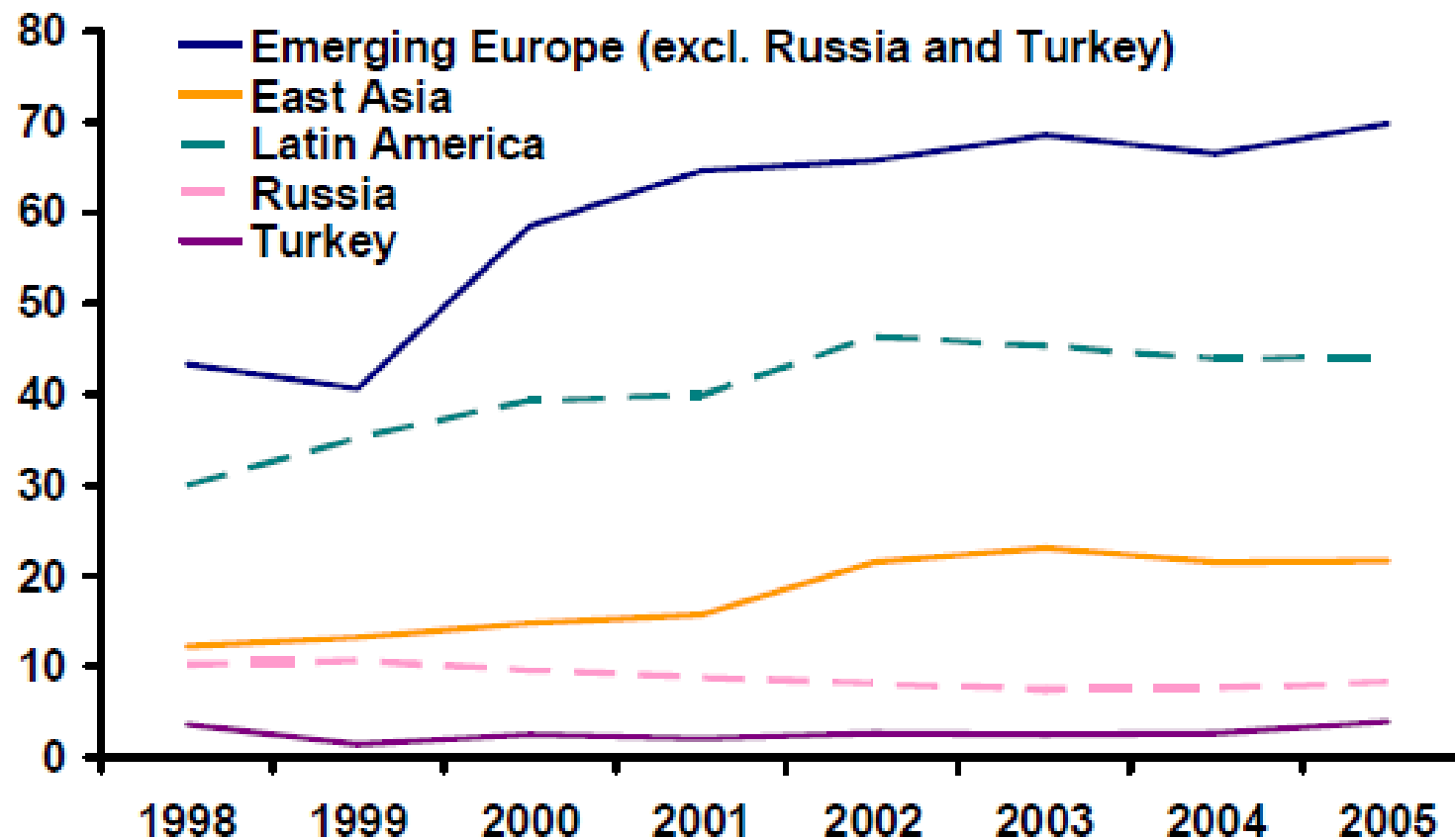
- Instrument de coordonare si internalizare a prioritatilor UE in bugete nationale (Ecofin din 7 septembrie 2010)
- Vor fi avute in vedere aspecte macroeconomice si de stabilitate financiara (ESRB)
- “Programele de stabilitate si convergenta” si “programele nationale de reforma” vor fi inaintate de catre statele membre Comisiei, primavara
- Cadrul national bugetar: transparenta si predictibilitate; programare multi-anuala; compatibilitate cu noile reguli ale SGP
- O chestiune cheie este: cum sa se realizeze asumarea nationala fara echivoc a recomandarilor Comisiei si Consiliului....evitarea unei noi fatete a “deficitului democratic”;
- in tarile unde institutiile locale sunt mai slabe acest nou tip de coordonare poate fi un avantaj. Dar este nevoie de un “consens” al fortelor politice privind obiective strategice, care sa fie reflectate de programarea bugetara multi-anuala; problema “ownership-ului” programelor economice

2.2 R&S pietelor financiare



- Continutul noilor reglementari (toate entitatile financiare (HFs si PEFs); limitare leverage; derivative; remunerare; capitalizare (Basel III); standardizare accounting (fair value vs. book value); “too big to fail”; regulatory arbitrage; “short selling” ; protejarea consumatorilor; taxarea industriei financiare)
- Noi institutii in UE: ESRB si cele trei agentii noi, formate din comitetele de supraveghere

Fig.1: Foreign bank ownership, 1998-2005
(Assets owned by foreign banks as a per cent of banking system assets)



Source: Chart 6b from Berglöf et al. (2009)

2.2.1 Stabilitatea Financiara in NMSs

- Deleveraging ia timp; impact asupra activitatii economice
- Ce se poate face?
 - politica macroeconomica;
 - cursul de schimb si euroizarea
 - fonduri UE
- Reguli privind garantarea depozitelor deposit guarantees
- Programe de asistenta financiara sprijinite de IFIs si UE
- Swap lines din partea ECB
- Extinderea gamei de colaterale acceptate de ECB

2.2.2 Prevenirea de bule speculative in viitor

- Cerinte privind capitalul contra-ciclice (inclusiv taxe suplimentare; provisionare dinamica contra pierderi anticipate)
- Limite pe leverage si expansiunea creditarii
- Cerinte de capital similare pentru banci locale si straine
- Masuri de ameliorare a ratiei imprumuturi/depozite
- ingradirea credit outsourcing: a/ la nivel national (taxe; incurajarea economisirii interne); b/ la nivel EU (Colegiile; bilanturi consolidate; ESRB and EFC; monitorizarea bancilor ce prezinta risc sistemic)

2.2.3 Aderarea la zona euro

- De la dorinta de intrare rapida (imediat dupa inghetarea pietelor financiare: criza de lichiditate, risc de insolventa) la circumspectie mare pe fondul crizei datoriilor suverane
- O inconsistenta logica: vrei sa intri intr-un sistem care are vicii importante de functionare;
- Cine nu are o economie competitiva nu merita sa adopte euro;pe de alta parte, tinta de aderare poate intretine cadenta unor reforme...
- Unele dintre criteriile de la Maastricht nu sunt adaptate la “catching-up economies” (efectul Balassa-Samuelson)
- Sunt NMSs care pot face mai bine cerintelor OCA decat actuale tari membre ale UME

2.3 Un mecanism pentru restructurarea datoriilor suverane (I)

- Criza de lichiditate vs. criza de insolventa
- Rolul BCE (lender of last resort to both banks and governments)
- The European Financial Stability Facility Initiative (pana in 2013)
- A Debt Resolution Authority”: propunerea Bruegel de formare a unui European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution (EMSDR) raspunde la o decizie a Consiliului (de a implica “private bond-holders in eventual losses”) –ceea ce este plin de ratiune; se pleaca de la o idee a FMI de acum un deceniu
- Propuneri alternative: sa se utilizeze mecanisme deja existente (Roubini, collective action clauses); crearea unui EMF (Gros si Meyer, de Grauwe)
- ‘Big bang” (liquidity crisis + debt restructuring, Gros) pentru a linisti pietele
- Emisiuni de obligatiuni-UE (Juncker si Tremonti)?
- EMSDC ar accentua dinamici speculative in EMU (de Grauwe)? Poate transforma combinatia imposibila “no bail out, no default, no exit” intr-alta similara: “default, persistent imbalances, lack of fiscal union”(Munchau)

2.3 (II)

- Cat de realiste sunt programele de ajustare fiscala din tarile flancului sudic intr-un mediu extern ostil? Daca nu, pietele reactioneaza nefavorabil...si avem si overshooting (profetii care se implinesc singure).
- Restructurari de datorii suverane par a fi inevitabile: aritmetica sustenabilitatii (dobanda, principal/haircuts, scadenta; ex: Grecia plateste cca 5% in cadrul FESF nevand crestere economica...)
- Nici-una din propuneri nu se ocupa de problema dinamica a alocarii resurselor in UM (optimalitate) si coordonare a politicilor economice care sa evite consolidari fiscale pro-ciclice...(Pisani Ferry, 3 Dec/FT, vorbeste despre “programe de revitalizare”, care sa utilizeze fonduri UE (dar este bugetul UE pregatit?))
- EMSDR nu rezolva riscurile sistemice cauzate de banci (Germania taxeaza bancile pentru a creea un Fond de Risc, care sa degreveze bugetul public; este observatia lui Mirlees and Diamond (1971) privind taxarea pertinenta?);
- avem nevoie de institutii europene (ESRC si cele 3 agentii) cu puteri autentice; ce facem cu “too big to fail”?

3. Teme pentru meditatie (I)

- Cum sa separam datoriile private de cele publice (chestiune devenita acuta in EU)
- Cum sa impacam responsabilitatea statelor pentru propriile datorii cu principiul solidaritatii in Uniune...(sunt programele de ajustare realiste intr-un mediu extern ostil?)
- Deficite primare inalte pot da peste cap datoria publica
- Care sunt indicatori economic relevanti?
- Avem nevoie de noi modele privind riscul (de la VAR la ‘policy at risk’)
- Este “mark to market” normal cand pietele sunt disfunctionale?
- “A deflationary bias” in politicile monetare poate sa apara din dorinta de a sparge bule speculative. Dar mai multa stabilitate poate sa fie buna pentru cresterea durabila
- Cum sa implementam Basel III? Opinia bancilor vs, a multor economisti
- Debt deflation? In SUA este un pericol (Japanization)
- Conteaza marimea unei economii?

3. Teme pentru meditatie (II)

- Reducerea dezechilibrelor globale cand jocurile sunt cu suma nula, adesea, in spatiul global zero-sum games are frequent
- Constrangeri geopolitice: in G-20; concurenta bancara, etc etc
- Presiuni demografice si sociale
- Utilizarea noilor tehnologii pentru eludarea regulilor/reglementarilor (ex: high-frequency trading)
- Calamitati naturale
- Incertitudine si complexitate in crestere: cum sa estimam riscuri (risk vs. uncertainty –Knight)
- Resilience (capacitatea de a rezista la socuri)) devine un scop principal al politicilor publice
- Este posibil ca societatile (economii) sa se intoarce spre sine (turn more inward-looking). Care vor fi implicatii pentru sistemul global ? Aceasta se observa si in UE

4. Observatii finale - Romania

- Avem interesul ca UE sa-si trateze slabiciunile; reforma priveste dificultati ale procesului decizional intern.
- 1. disciplina financiara: o datorie publica nu mare, dar ritmul ei de crestere...
- -o consolidare fiscala (prin reforme structurale), care sa permita Romaniei sa nu intre in furtuna declansata de criza datoriilor suverane (contextul extern)
- - beneficiem de regimul de curs flotant, avem o politica monetara autonoma
- 2. “Semestrul economic”: oportunitate
- - de a gandi din timp bugetul public, intr-o perspectiva mai lunga.
- - proiectul nostru de buget va fi examinat, in mod sistematic
- - parlamentarii romani vor avea de judecat recomandari “europene” cu impact concret asupra bugetului national.
- - Programarea bugetara multi-anuala va trebui sa capete fond
- - absorbtia de fonduri europene, care ar fi o sansa a Romaniei de a contracara efectele nefaste ale crizei privind nivelul productiei si ritmul cresterii economice potentiale (diminuat de criza) –evitarea prociclicitatii.
- consolidarea unor institutii, constructia unor entitati independente (precum Consiliul Fiscal).

4. Romania (II)

- Masuri de control al dezechilibrelor in UE au relevanta intrucat semnaleaza nevoia de a regandi cresterea economica, de a economisi mai mult, de a incuraja investitii productive (in sectoare de “tradeables”), de a avea obsesia productivitatii.
- Coordonarea politicilor economice: relatia intre “mari” si “mici”
- Reglementarea si supravegherea grupurilor financiare care opereaza in Romania. Relatia autoritatilor autohtone cu agentiile europene va capata dimensiuni noi.
- Interesul ca activitatea bancilor sa fie orientata catre finantarea productiei, a infrastructurii. De acea trebuie sa sustinem initiative ale Comisiei, ale Consiliului care urmaresc o reforma a intermediarii financiare, ingradirea operatiunilor speculative.
- Intrarea in zona euro are sens daca: a/ probleme mari ale UME sunt depasite; b/ economia noastra este compatibila cu ceea ce presupune o arie monetara optima.
- Criza din UE, criza datoriilor suverane, trebuie sa ne invete sa ne bazam mai mult pe forte proprii, chiar daca facem parte din acest club.

Final

- Chestiunea fiscala ramane esentiala in UE (UME); dar ea nu se reduce la simpla disciplina financiara
- Guvernanta economica in UE are nevoie de politici la nivel UE (simpla coordonare nu cred ca este suficienta...)
- Reforma guvernantei economice in UM (UE) trebuie sa asigure convergenta reala; altminteri pericole...
- Exista empatie intelectuala intre reforme initiate in UE, UK, SUA privind pietele financiare, dar “vested interests” se opun
- Coordonarea in G20 este esentiala
- Exista un *optimal size of openness* (comert si finante), care sa limiteze vulnerabilitati?: A three bloc-based global financial system?
- Revenirea la logica initiala a sistemului Bretton Woods (the impossible trinity)
- Ne orientam catre un sistem global bazat pe trei “subsisteme”?