

Daniel Daianu

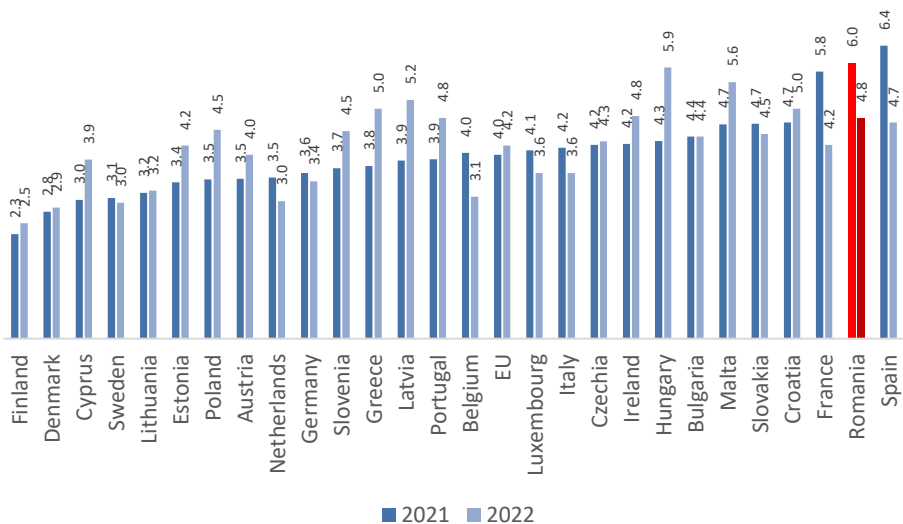
“Iesirea din Pandemie si redresarea economiei”

- Predeal 17 iunie 2021 --

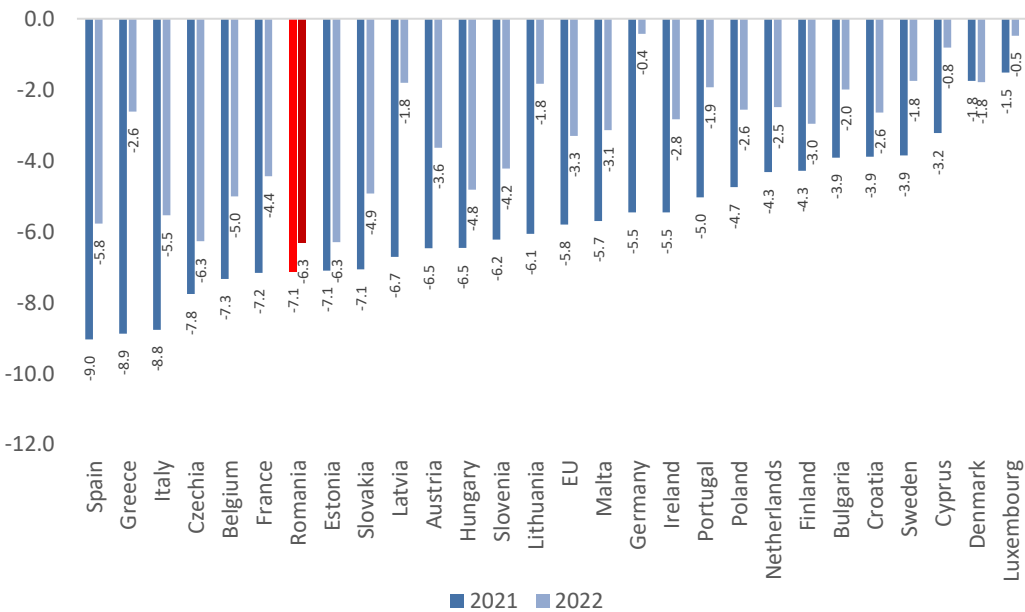
1. Unde suntem in 2021?

- Iesirea din pandemie este vizibila in Europa (UE), in timp ce vaccinarea trebuie sa continue...
- Are loc un **rebound puternic**: economia SUA va creste probabil cu 6-7% in acest an, UE cu peste 4%, Romania posibil cu peste 7% din PIB
- Revizuirii repetate ascendente pentru rebound-ul economic
- Criza a crescut **deficite bugetare si datorii publice**: datoria publica in zona euro la peste 97% din PIB in 2020 (cca. 86% in 2019), la peste 90% in UE (de la cca. 80% in 2019), in SUA la cca 130% din PIB; in Romania 47,3% din PIB in 2020 (fata de 35% in 2019)
- Interventii masive ale guvernelor si bancilor centrale (CB) pentru salvarea economiilor; CBs au intrat si pe piata de capital (ca imprumutator de ultima instanta/ LoLR in SUA)
- **Presiuni inflationiste** tot mai mari pe fondul Rebound-ului economic puternic, avantajul preturilor la produse de baza, frictiuni in lanturi de aprovizionare
- **Relatia transatlantica, a democratiei, se intareste. “America is back”**. Teme la G-7: climate change ca amenintare existentiala, atacurile informatice, combaterea evaziunii fiscale/tax avoidance (a paradisurilor fiscale) si a coruptiei, apararea democratiei
- **Are loc o schimbare de paradigma (un nou “New Deal” in SUA)**

Creșterea economică în țările UE în 2021 și 2022

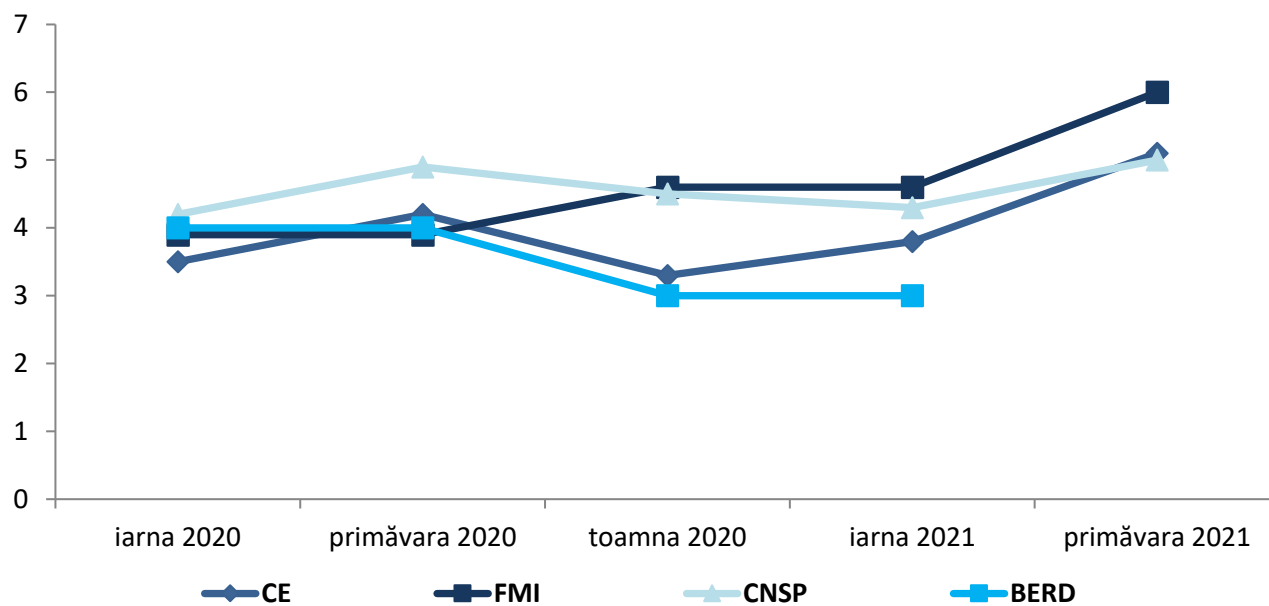


Soldul bugetar în țările UE în 2021 și 2022



Surse: IMF, Wold Economic Outlook, April 2021

Evoluția prognozelor de creștere economică în România pentru 2021



Sursa: CE, FMI, CNSP, BERD

2. Presiuni inflationiste...numai un spike?

- Inflația headline la probabil 3,5% în SUA, 3% în Germania, peste 4-5% în Ungaria, Polonia în acest an; peste 4% în România la finele anului
- **Multe incertitudini privind evoluția inflației**; măsurarea întâmpină dificultăți...
- Presiunile inflationiste pot influența **expectații inflationiste**...aici este o mare imponderabilă;
- Este creșterea inflației un spike (tranzitorie), sau semnalează o revenire de durată a inflației și la ce nivel...
- Sunt de judecat: a/ impactul rebound-ului puternic; b/ rigidități în supply-chains; c/ globalizare vs. de-globalizare (*Marea Fractura*). De distins între condiții structurale și conjuncturale...

- In Romania dereglementarea pe piata energiei intr-un moment nefericit...nici nu ajuta conduita unor companii –Consiliul Concurentei si Ministerul Energiei sa intervina mai ferm
- Impactul inflatiei este diferit pentru diverse segmente ale populatiei (depinde de cosul de produse si servicii consumate)

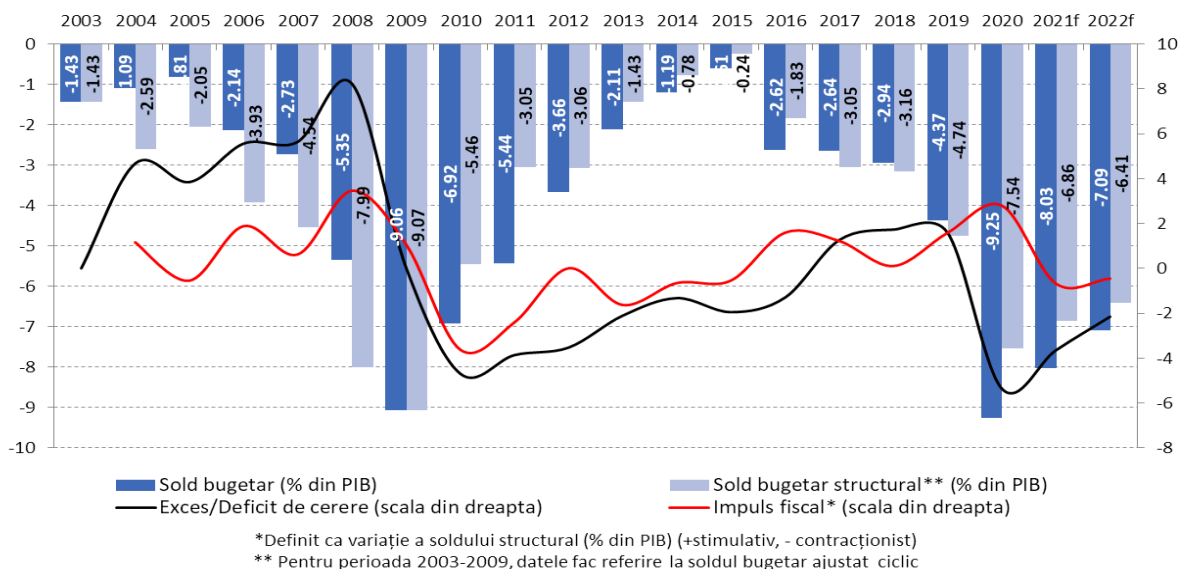
3. Economii emergente amenintate de **inasprire de facto a conditiilor monetare pe piete**, care se poate produce nu numai prin actiuni ale bancilor centrale...rolul expectatiilor inflationiste
- Totodata, Fed este asteptat sa anunte o reducere a achizitiilor de active in toamna...BCE va mai intarzia probabil (probleme in zona euro) si programul de redresare...
 - Taper tantrum (ca episodul din august 2018) va afecta economiile emergente...miscari de capital
 - **Avantaj al tarilor ale caror banci centrale au aranjamente cu Fed, BCE (swap-uri), sau care beneficiaza de resurse europene (fonduri UE)**
 - **Fundamentalele conteaza (deficite interne si externe)**
 - **De aceea este esentiala corectia macroeconomica, care trebuie sa fie credibila pentru a permite finantare usoara a deficitelor**
 - **Romania nu isi permite (nici nu ar putea) un competitive devaluation pentru a echilibra balanta comerciala...am intra intr-un necaz mai mare**

4. Romania are de facut **consolidare bugetara fara sa loveasca in refacerea economiei** (exista un EDP, ceea ce multi omit...)
- Romania a intrat in EDP inainte de izbucnirea Pandemiei (singurul stat din UE la acel moment); regulile fiscale sunt

suspendate in anii 2021-2022, dar redevin “enforceable” din 2023

- **Corectia bugetara/macroeconomica este/va fi graduala:** deficit bugetar catre 3% din PIB (ESA si cash, structural) in 2024 (prognose oficiale), convenit cu CE si prevazut in programarea oficiala a Guvernului
- **Crestere a PIB in jur de 7%, posibil peste in 2021:** rebound economic + investitii publice (5,5% din PIB, fata de 5% in 2020)
- **Economia este mai rezilienta decat se credea:** efervescenta antreprenoriala, diversitate sectoriala, unele ramuri s-au descurcat in pandemie, unele ramuri au luat avant in pandemie (cele legate de tele-munca. IT), etc.
- **Deficit bugetar cash probabil sub 7% din PIB in 2021...**(executia bugetara pe primele 4 luni); MFP a avut o abordare conservatoare in prognoza veniturilor fiscale
- Bancile pot sprijini mai mult sectoare vitale; ex: agrobusiness, unde finantarea a vizat mai mult nevoi de lichiditate si nu investitii, in anii recenti.
- Bursa poate ajuta mai mult economia; au loc listari noi, cu firme autohtone, ceea este de salutat
- Este nevoie de o Banca de Dezvoltare

Deficitul structural, impusul fiscal si excesul de cerere



- Surse: AMECI, calcule CF

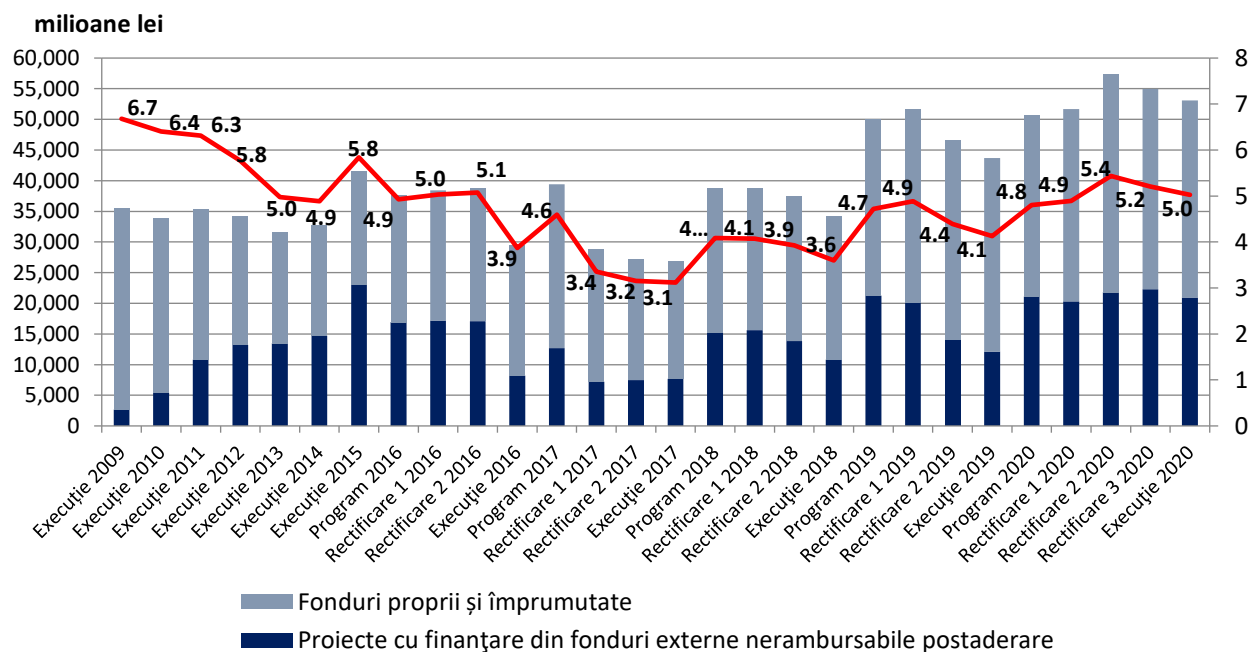
5. PNRR sprijina cresterea economica si ajuta transformarea...

- PNRR poate duce investitiile publice la peste 7% din PIB si poate “sustine” cresterea PIB cu 0,5-1% din PIB anual
- daca resurse din PNRR vor finanta investitii ce ar fi finantate prin imprumuturi pe pietele externe, cresterea investitiilor publice nu ar mai depasi 7% din PIB...
- PNRR inseamna cumulat 12-13% din PIB (Planul european inseamna cumulat cca. 5% din PIB-ul UE)
- Adica 1,8-2% anual resurse “tari” injectate in economie pe partea ofertei (supply), prin investitii si reforme
- Aceste resurse ajuta finantarea balantei externe –este un aspect ignorat in discutia publica (Romania are o problema de competitivitate ilustrata de deficitul balantei comerciale, de contul current, care are avut un dezechilibru in jur de 5% din PIB in 2020. Deficitul de cont curent este in crestere (cum arata datele din 2021); poate trece de 5,5% in acest an (Polonia are

surplus de cont current, Ungaria are balanta mult mai echilibrata...)

- PNRR trebuie judecat impreuna cu fondurile structural si de coeziune. Trebuie sa existe o viziune integratoare privind prioritati, investitii, reforme si care ar fi tinte de atins in urmatoorii ani.

Cheltuielile cu investitii publice (% in PIB)



6. Evolutia datoriei publice (evaluare CF)

Pe baza proiecției CNSP/MF (Programului de Convergență 2021-2024) sunt prezentate mai jos câteva scenarii posibile de evoluție a datoriei publice:

a/ o reducere anuală medie mai mică a deficitului bugetar față de cea prognozată în Programului de Convergență: 1% pe an (apropiată de estimare CE) față de 1,6% scenariul de bază (al MF), care vede o datorie publică de 53% din PIB în 2024.

Cu o reducere anuală mai mică a deficitului bugetar, ponderea datoriei publice ar ajunge la circa 58% în 2024

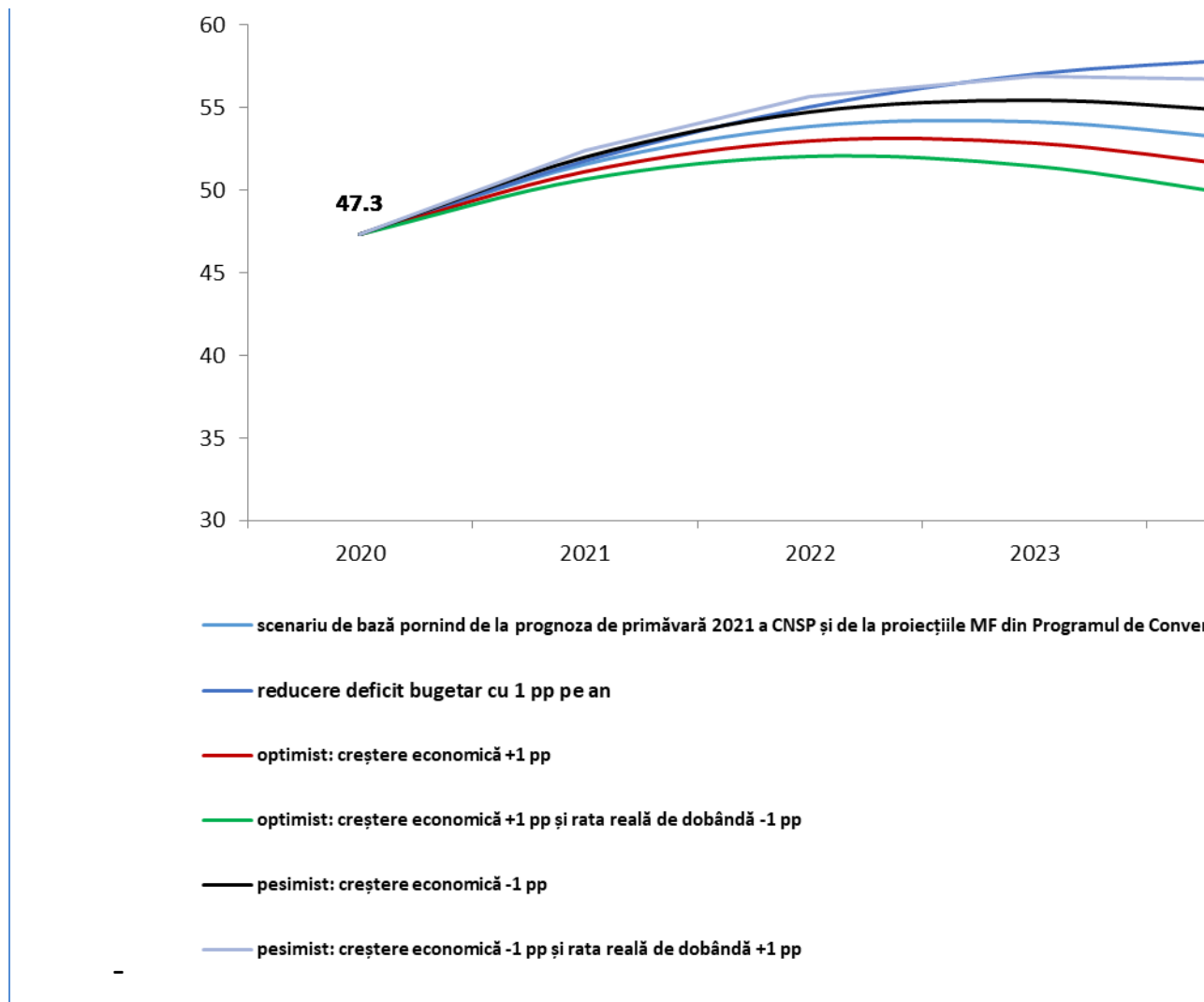
Corecția nu s-ar realiza până în 2024 inclusiv

b/ două scenarii optimiste, unul cu rata reală de creștere a PIB mai mare cu 1% față de scenariul de bază, iar celălalt adăugând o scădere cu 1% a ratelor reale ale dobânzii.

Ambele scenarii continuă să anticipeze o creștere a datoriei publice: la final 2024 fiind atins un nivel de 51,3% din PIB în primul scenariu, 49,5% din PIB în al doilea scenariu (după plafonare între 2022-2023);

c/ două scenarii pesimiste, unul caracterizat de o rată reală de creștere a PIB mai redusă cu 1%, iar celălalt adăugând o creștere cu 1% a ratelor reale ale dobânzii. La final 2024 ar fi atins un nivel de 54,7% în primul scenariu, 56,7% în al doilea scenariu.

Scenarii de evoluție a datoriei publice (% din PIB)



Sursa: CNSP, MF, evaluări Consiliul Fiscal

Indiferent de scenariu, datoria publică a României este proiectată să crească după 2021, depășind nivelul de 50% din PIB chiar și în cazul ipotezelor optimiste; scenariile pesimiste plasează datoria publică în jur de 55% din PIB. **Cel mai nefavorabil scenariu în privința plafonării datoriei publice este cel care reduce pasul de corecție a deficitului bugetar de la 1,6% la 1% anual.**

(La datoria publică 45% din PIB, MF redactează un raport privind justificarea creșterii datoriei; La îndatorare peste 50% din PIB, Guvernul procedează la înghețarea salariilor din sectorul public și, eventual,

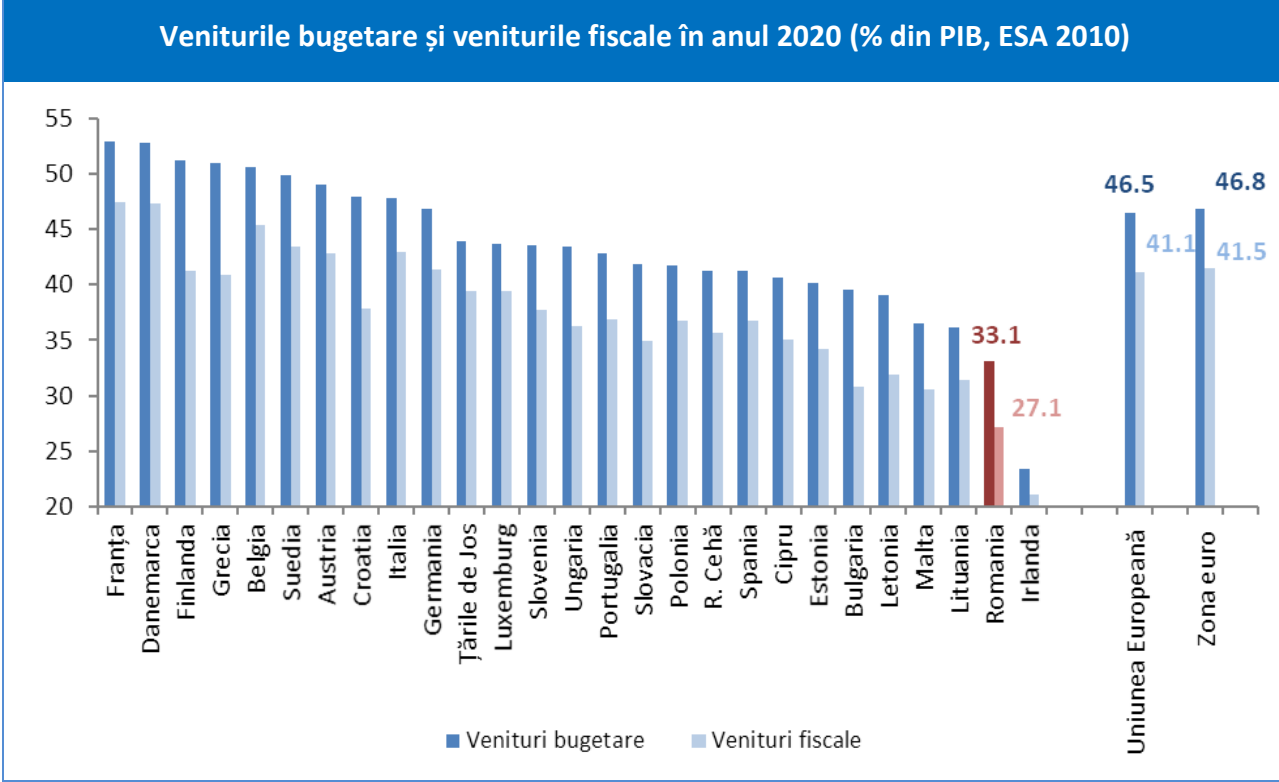
măsuri suplimentare. La nivel peste 55%, se îngheață automat și cheltuielile cu asistența socială din sistemul public). **Pandemia a schimbat contextul de judecare a cifrelor, dar ele nu pierd din relevanta dacă are loc corectia deficitelor.**

Riscuri suplimentare deriva din posibile socuri negative la nivelul cursului de schimb, având în vedere ponderea relativ ridicată a datoriei publice denominate în monede straine și deficitul extern.

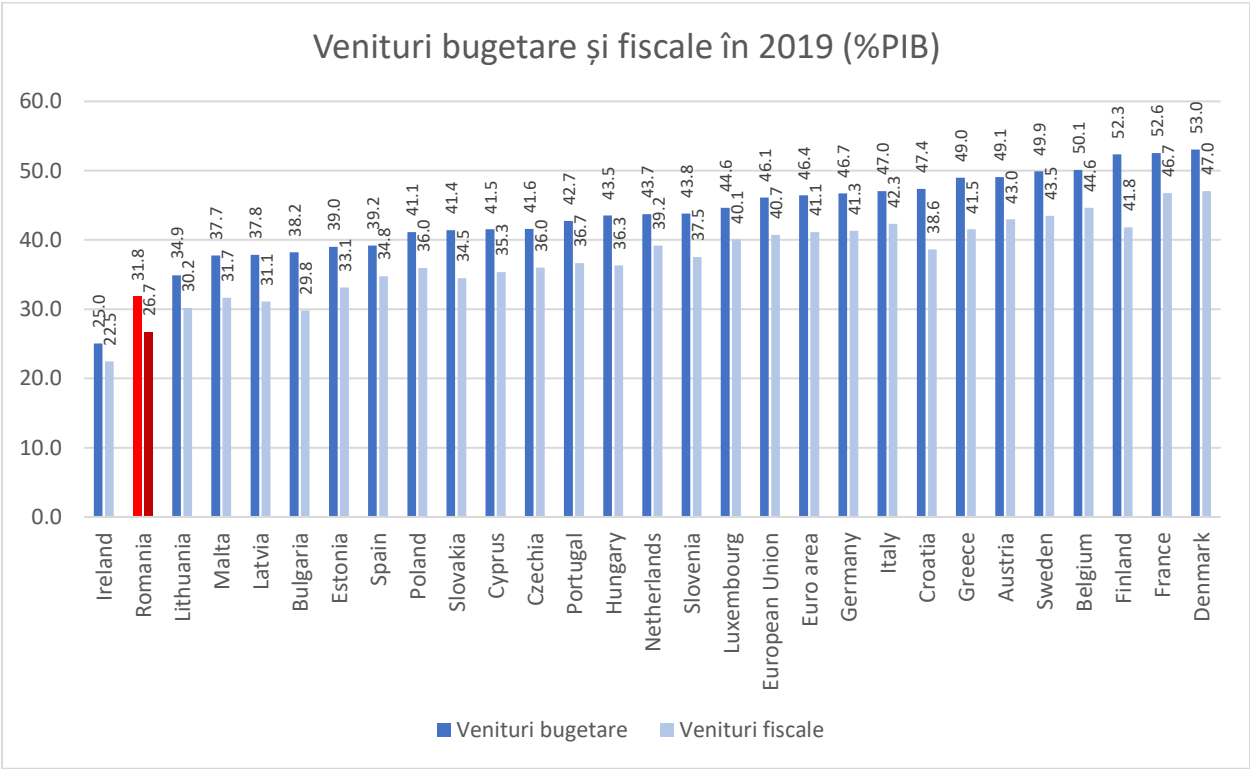
O constrângere suplimentară este data de mărimea înaltă a datoriei publice comparativ cu adâncimea sectorului financiar intern (cca 80%)

7. Trebuie să crească veniturile fiscale(bugetare), ce sunt între cele mai joase din UE; se poate colecta cu 3-4% din PIB mai bine la un orizont de câțiva ani (2023-2024).

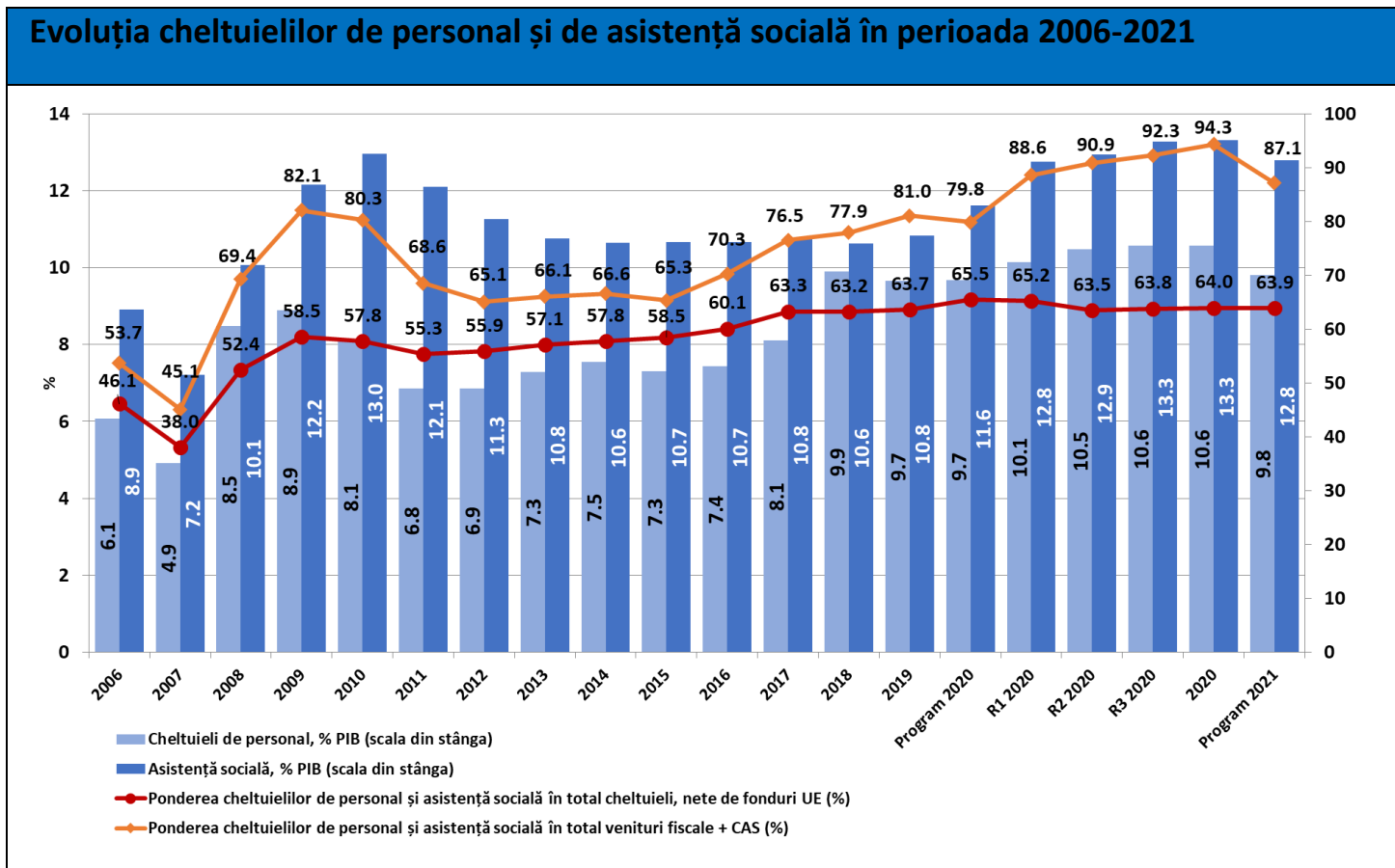
- Venituri fiscale/bugetare superioare ar ajuta consolidarea bugetară –apropo de pasul de corectare necesar (1,6% din PIB)
- De amintit o subfinanțare cronică a educației și sănătății publice (cumulat cu peste 3% din PIB sub media din UE)
- Ponderea veniturilor fiscale (inclusiv contribuții sociale) în PIB pentru România este semnificativ sub cea înregistrată în anul 2020 de țări cu economii similare, precum Ungaria (36,3%), Slovenia (37,7%), Polonia (36,7%) și Republica Cehă (36,1%).
- Comparativ cu Bulgaria, ponderea în PIB a veniturilor bugetare este mai mică cu 6,4%, respectiv, cea a veniturilor fiscale cu 13,7%
- Numai prin limitarea cheltuielilor bugetare este dificil de realizat consolidarea bugetară în perioada 2021-2024 (vezi opinia ultimă a CF)



Sursa: Eurostat; Veniturile fiscale includ și CAS

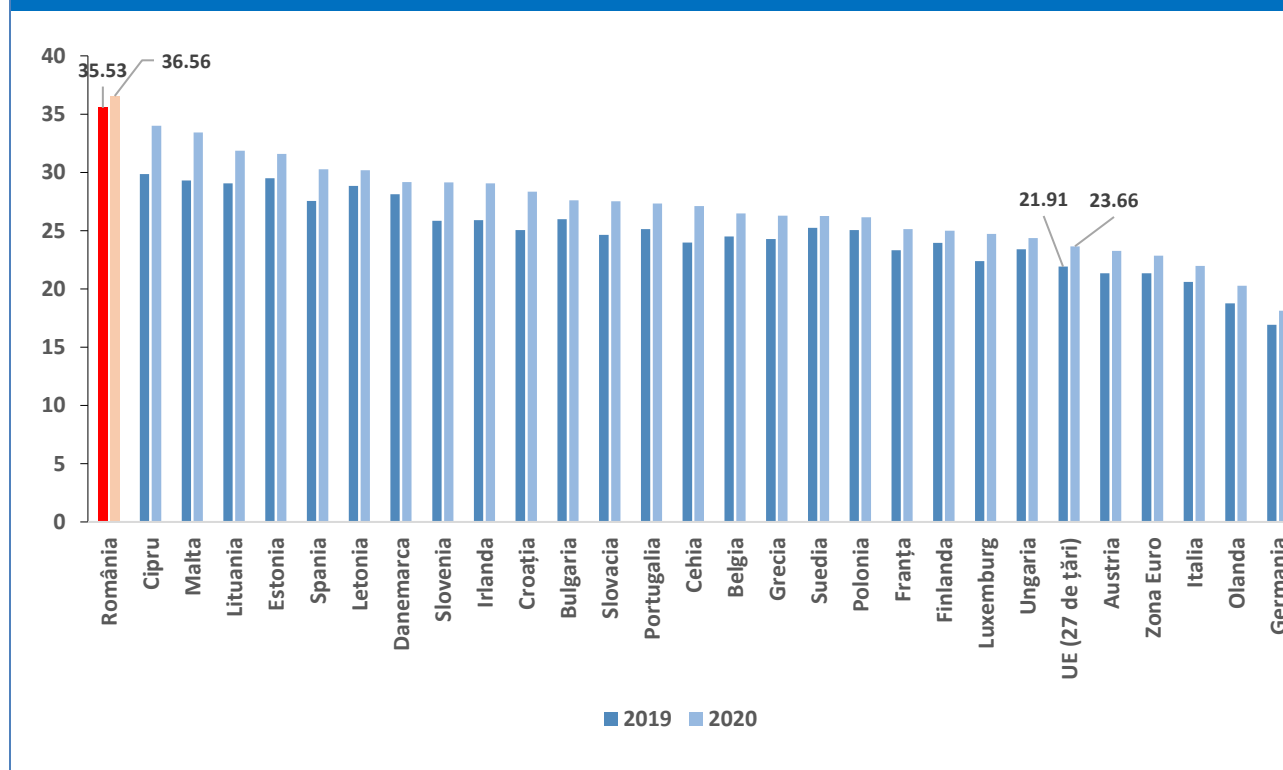


8. Nesustenabilitatea finanțelor publice



Sursa: MFP, calcule CF

Ponderea cheltuielilor cu salariile în total venituri bugetare în țările din UE27



Sursa: Eurostat

9. Controverse privind PNRR

- Ca impune conditii; oare uitam de nevoia de common sense in constructia bugetelor, de deficite structurale excesive, de EDP si nevoia de reforme?
- Un fals: ca numai Romania cere imprumutari/loans. Si alte state solicita imprumutari (Italia: cca 60% din totalul de peste 200 miliarde euro; Grecia, Polonia, etc)
- Ca aduce aduce austeritate...un contrafactual: sa imaginam o corectie macro fara PNRR...ar fi mai usoara? Dimpotriva. PNRR ajuta corectia (ce are impact contractionist) pe doua cai: a/sustinerea ofertei si cererii agregate (PIB-ul potential); b/ reforme ce maresc robustetea
- Ca nu ar fi necesare imprumuturi. **Daca sunt facute pe proiecte bune ajuta redresarea si robustetea economiei (plus costul avantajos).** In plus, loans pot substitui imprumuturi ce ar fi facute pe pietele internationale
- Indatorarea nu este automata...numai cand se face apel la loans se produce indatorare (grosul indatorarii ar fi dupa 2023)
- Si ce nu se spune deloc: PNRR aduce resurse tari (hard currency) in tara, care consolideaza si balanta externa (nu este ca si cum o banca centrala emite moneda proprie/baza monetara in economie
- PNRR va fi examinat la sange de experti ai CE pentru a se respecta menirea sa, accent pe investitii si reforme, evitarea fraudelor. PNRR va fi examinat probabil mai sever decat banii din CFM
- Valoarea adaugata a PNRR depinde de calitatea proiectelor –aici este o mare responsabilitate a celor care l-au construit si il vor aplica.

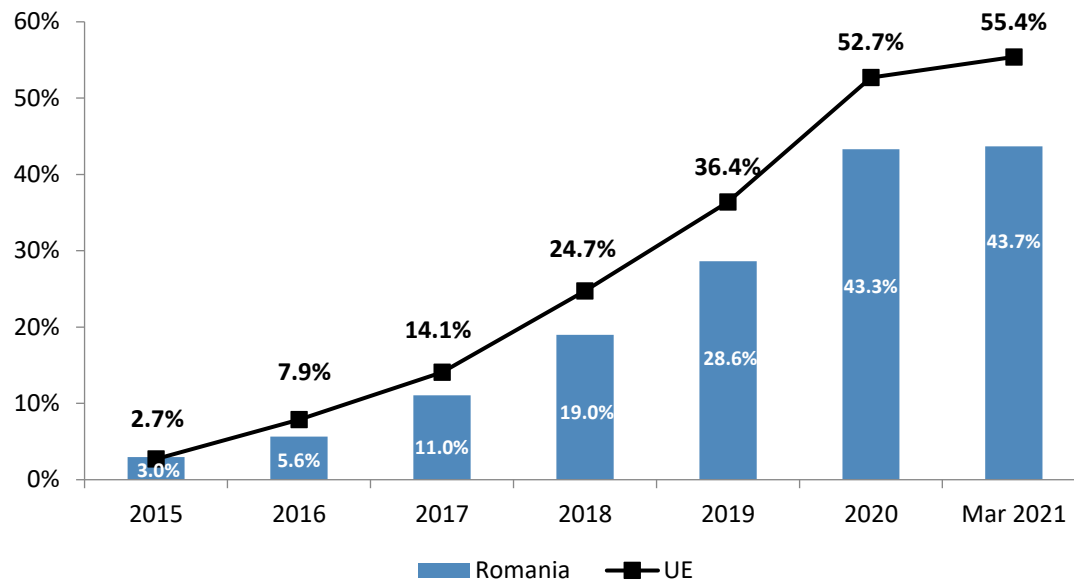
10. Dimensiuni ale PNRR

- este politica industrială “importată” – (NGEU în EU, programul Biden în SUA (New Deal))
- PNRR românesc este un plan “hibrid”
- Ține cont de noi provocări pentru Europa: schimbare de climă, competitivitate, incluziune socială, geopolitică
- Ajută la reducerea decalajelor economice
- Ajută la transformarea economiei

11. Putem absorbi resursele?

- Cât poate absorbi economia autohtonă?
- PNRR este axat pe supply, nu pe demand (este interzisă finanțarea cheltuielilor curente)
- Problema deficitului extern ține în principal de competitivitate
- PNRR ajută să creștem competitivitatea
- Contează însă calitatea proiectelor
- PNRR este de judecat în conjuncție cu fondurile structurale și de coeziune (nu îmi este clar dacă există corelare deplină...)
- Nu va fi simplu să absorbit întregul volum de resurse
- După consolidarea bugetară România poate ajunge la un rating de BBB+, cu intrare în ERM2 în 2025-2026 și în zona euro la orizont 2028-2029

Evoluția ratei de absorbție a fondurilor europene: România versus media UE, 2015 – martie 2021 (exercițiul financiar 2014-2020)



Sursa: CE, calcule Consiliul Fiscal

9. Context European in finante publice

- Revedere a regimurilor fiscale pentru a reveni la sustenabilitatea finantelor publice...exista si impactul schimbarilor climatice, ce reclama bugete publice robuste, venituri mai mari
- In UE reforma regulilor fiscale (EFB): o “capacitate fiscala”(fiscal capacity) europeana (EU budget/NGEU), nivel datorie publica ca ancora, expenditure rule (regula cheltuielilor publice) ca reper operational, mai multa flexibilitate in aplicarea regulilor, protectia investitiilor care ajuta cresterea durabila (ceea ce Mario Monti numea good investment)
- un common minimum corporate tax...pentru reducerea evaziunii fiscale si a arbitrajului fiscal (acordul G-7)

- Guvernele au nevoie de venituri bugetare superioare (robuste)

12. Industria financiara in criza actuala

- A ajutat economia reala, dar si fiindca a avut CBs si guverne in spate (cu diverse facilitati)
- De vazut cum cele doua crize (sanitara si cea economica) se vor vedea in NPL; este bine ca bancile sunt mai bine capitalizate (inclusiv in Romania)
- Industria se modifica profund sub impactul noilor tehnologii (digitalizare) si al noilor actori (non-banci ca banci)
- CB, BIS, examineaza cu atentie impactul digitalizarii (se formeaza innovation hubs")
- Kripto sunt active financiare, nu monede (nu au in spate LoLR..chiar si stable-coins se bazeaza pe monede emise de CBs)...piete paralele ce trebuie sa fie strict reglementate fiindca au impact asupra stabilitatii financiare
- Monede digitale emise de CBs pot modifica peisajul bancar, **dar banking-ul comercial nu poate fi preluat de banci centrale –cashul nu dispare**
- Riscuri sistemice prolifereaza pe pietele non-bancare (MMFs); misconduct (Archegos, Wirecard. Greensill, etc)
- Atacurile informatice sunt riscuri foarte mari
- Climate change este un risk sistemic enorm...Banci centrale, BCE, Fed, au climate change pe matricea riscurilor sistemice
- Bancile comerciale cauta sa isi reduca expunerea pe carbon-intensive industries