

Gheorghe DOLGU

---

*Criza. Serviciile financiare\**

---

\* Extras din volumul *Criza - Finanțe - Teorii. Studii alese*, Centrul Român de Economie Comparată și Consens, 2009.

# CUPRINS

## Criza. Serviciile financiare

1. Reflecții cu privire la criza financiară și explozia ei din toamna 2008 .....	3
1. Detonatorul din imobiliar.....	5
2. De ce și cum s-a ajuns aici?.....	9
3. Planuri și măsuri anticriză.....	20
4. Expunerea la criză a altor regiuni.....	28
5. Schimbări posibile .....	34
6. Relansarea marilor dezbateri .....	38
Bibliografie selectivă .....	60
2. Inovația financiară mondială .....	52
1. Transformarea sistemelor financiare .....	56
2. Tendințe pe piețele de tranzacționare și posttranzacționare .....	71
3. Internetizarea .....	76
4. Extinderea normelor și practicilor de guvernare societară .....	81
5. Tendințe în planul structurilor de reglementare financiară .....	93
Bibliografie selectivă .....	104

# 1. Reflecții cu privire la criza financiară și explozia ei din toamna 2008

Prezentul material conține reflecțiile supuse atenției la 2 octombrie 2008 la Sesiunea „Tranziția de la leu la euro pe fundalul crizei financiare mondiale”<sup>1</sup>.

Subliniam atunci că scopul urmărit, la acel moment exploziv al crizei, era să ofere o **grilă de lectură** a mecanismelor implicate, să schițeze unele elemente de scenarii ale desfășurării în continuare a crizei, precum și repere privind dezbaterile, marile dezbateri – teoretice și politice – care se vor relansa și care ne vor însoți în perioada următoare.

La 2 octombrie, criza mai era încă doar o criză financiară, încă nu și economică, a sectorului „real” al economiei, și încă circumscrisă la giganticul spațiu american. Ea era deja apreciată drept criza cea mai gravă de la Marea Depresiune din 1929-1933.

Și pe drept cuvânt. Ajunseseră în preajma colapsului și ieșeau din scenă ca **instituții independente** toate cele cinci mari **bănci de investiții** emblematice pentru Wall Street. Lehman Brothers fusese lăsată să dea faliment<sup>2</sup>, Bear Stearns și Merrill Lynch au fost înghițite de bănci comerciale, iar Goldman Sachs și Morgan Stanley s-au transformat în bănci comerciale, intrând sub umbrela reglementară a Fed. Dispariția acestor cinci giganți ca instituții independente de **investment banking**, caracterizate printr-un grad înalt de îndatorare și finanțare cu ridicata, schimba peste noapte peisajul centrului

---

1 Sesiunea, sub auspiciile Secției de Științe Economice, Juridice și Sociologie a Academiei Române și a Comitetului Național Român „Grupul de Reflecție ESEN”, a avut loc la Banca Națională a României, fiind prezidată de acad. Mugur Isărescu, președintele Secției, guvernatorul BNR. Au fost prezenți președintele Academiei Române, Ionel Haiduc, membri ai secției și alți membri ai Academiei, cadre din Banca Națională și ASE București.

2 Cam pripit, pentru că și ea era o instituție „too big to fail” și avea să dea un semnal prost pieței financiare, anume că statul nu se va implica, ceea ce avea să se dovedească inexact.

finanțelor americane. Ajunseseră în pragul colapsului cei doi giganți cu statut de **întreprinderi patronate de stat** (GSE – Government Sponsored Enterprises), respectiv Fannie Mae și Freddie Mac, cu rol uriaș în finanțarea (mai ales prin derivate ipotecare) pieței imobiliare pentru americanii cu venituri modeste și garantarea creditelor respective. Ele erau naționalizate de către Fed și Treasury (ministerul de finanțe american).

Ajunsesese, de asemenea, în preajma colapsului cea mai mare firmă de asigurări din America și din lume, respectiv AIG (American International Group), care a fost preluată de stat, ca și cele două GSE.

Se prăbușise cea mai mare firmă din categoria caselor de economii, așa-numitele Savings and Loans, respectiv WaMu (Washington Mutual), instituții implicate masiv în acordarea de credite ipotecare.

Se prăbușise una dintre cele mai mari bănci comerciale (a patra ca mărime), respectiv Wachovia, și se înregistraseră cele mai mari scăderi (de la 1987 încôace) pe piețele bursiere.

Amploarea și violența acestor mișcări seismice determinau pe analiști să recurgă la metafore ca „un 11 septembrie în domeniul financiar”, cu aluzie la prăbușirea turnurilor gemene de la World Trade Center, sau „un Pearl Harbour financiar” (expresie aparținând legendarului investitor și bogătaş Warren Buffet).

Un cuvânt foarte des utilizat în comentariile de presă era „**subprime**”, faimoasele ipoteci substandard, și „**active toxice**”, adică toate acele instrumente financiare legate de asemenea ipoteci și care prezentau un risc major de neonorare. Omenirea urmărea cu sufletul la gură drama care se desfășura în Congresul american în legătură cu faimosul plan Paulson de „salvare a Wall-Street-ului”, care inițial a căzut în Camera reprezentanților și avea să treacă în Senat, iar luni, 6 octombrie, și în Cameră.

Criza încă nu trecuse oceanul în Europa, unde oameni politici și analiști se mai legănau cu iluzia că „la noi e altfel”, „la noi băncile sunt solide”, „la noi nu sunt active toxice”, în Europa se aplică norme prudențiale mai stricte, pe scurt că excesele sunt americane, iar America plătește pentru excesele ei. În presa americană, unde aceste comentarii nu treceau neobservate, se sublinia că ele oglindeau „un malin plaisir”, un sentiment de **Schadenfreude**, adică faptul că francezii și nemții „se bucurau de răul altuia”. Bucuria avea să fie de foarte scurtă durată. Pentru că în Benelux, Germania, Anglia, Franța, mari bănci cădeau, iar Europa începea și ea seria unor dramatice întâlniri „în 4”, „în 15+1”, „în 27” etc. și a unor ample măsuri de intervenție statală și naționalizări, inclusiv de intervenție din partea Băncii Centrale Europene. Criza financiară

devenea rapid mondială. Vechiul continent ezita între măsuri solidare și măsuri naționale, iar unele țări, ca Islanda, nu ezitau să apeleze la măsuri neconcertate, de disperare, dar și de concurență neloială. Guvernul laburist al Angliei, în contradicție cu virajul său spre dreapta, pe care de peste un deceniu îl desfășura sub stindardul „New Labour” și „a treia cale”, revenea la programe inspirate de tradițiile fabiene și de etatismul keynesian.

Europa, sub președinție franceză, cu sprijinul din partea lui Gordon Brown, dar și al Angelei Merkel, precum și al lui Jose Manuel Barroso (Comisia Europeană) și al lui Jean Claude Trichet (Banca Centrală Europeană), a reușit să convingă SUA de necesitatea unui summit (sau a unor summit-uri) și că acesta să se desfășoare nu în 7 sau 8, ci în 20, astfel că, alături de cele 7 mari țări industrializate, să fie și toți reprezentanții grupului BRIC (Brazilia, Rusia, India, China) și alte țări (din Golf, în special) capabile să pună la bătaie importantele lor resurse (cca 2 trilioane de dolari) din râvnitele, dar și temutele fonduri suverane (Sovereign Wealth Funds). În 20, Europa se simte suficient de puternică pentru a impune nu numai convenirea unei declarații de intenție, a unor principii generale, ci și a unor măsuri concrete de reformă a sistemului financiar global, ba chiar de „refundare a capitalismului”, cum ultraambitios clama la Toulon Nicholas Sarkozy.

## 1. Detonatorul din imobiliar

Detonatorul crizei financiare actuale a fost spargerea faimosului „housing bubble”, adică a balonului speculativ din sectorul imobiliar al Americii.

Acest balon a fost alimentat, în primul rând, de **cel mai puternic boom al creditului** din istoria Americii și care se explică prin întreaga dezvoltare internă postbelică a SUA, care a favorizat, prin apelul crescând la credit și îndatorare, formarea societății de consum, transformarea cheltuielilor de consum în principalul motor al creșterii americane. El a fost alimentat, în al doilea rând, de schimbările tectonice\* petrecute în economia mondială odată cu ascensiunea unor țări emergente, care a permis atât contracararea inflației, cât și valul de creștere a prețurilor la petrol și alte resurse energetice, pe fondul general al globalizării. Surplusul de capital apărut în aceste țări și incapacitatea lor

---

\* Ca și „exuberanța irațională” a piețelor bursiere, această fericită expresie îi aparține, după știința mea, lui Allan Greenspan. Am întâlnit-o în recenta sa carte, *The Age of Turbulence*.

economică de a-l folosi pe plan intern au dus la fluxul net de resurse financiare din aceste țări spre țările dezvoltate, în special spre SUA, țară care, prin dimensiunea și sofisticarea piețelor și prin posesia celei mai importante valute de rezervă, este cea mai în măsură să absoarbă fluxuri enorme de capital. În această privință, ultimii 10 ani au reprezentat o perioadă cu totul aparte, atât prin explozia instrumentelor financiare și în general a piețelor de capital, după abrogarea, în 1998, a legii Glass-Steagal (care obliga la o separație netă între activitățile de **commercial banking** și cele de **investment banking**), cât și prin creșterea prețurilor la resurse energetice.

Desigur, în această discuție, poate fi evocat, așa cum face Franța și președintele Sarkozy, și rolul politicii chineze de a menține un curs subevaluat al monedei naționale, dar costurile de muncă atât de reduse din China pot explica singure, alături de politica ei de deschidere, climatul deosebit de propice promovării exporturilor ei.

Credite abundente înseamnă *ipso facto* și credite ieftine. În SUA, ieftinitatea creditelor a fost suplimentar stimulată de politica Fed, care, prin dobânzi reduse, a vrut să contracareze efectele declinului bursier provocat în 2001 de spargerea balonului speculativ al valorilor tehnologice. O politică de înțeles, dar care a durat prea mult și care a contribuit la umflarea balonului speculativ din imobiliar.

În sfârșit, ultimul factor pe care aș sori să-l evoc este politica statală de a sprijini accesul la proprietatea rezidențială a cât mai multor americani, în dorința de a-i câștiga pentru politicile conservatoare în materie de taxe și impozite și de restrângere a măsurilor de welfare.

În acest context au apărut și s-au dezvoltat pe scară largă faimoasele credite ipotecare **subprime**. Se constituie, în acest sector, o **buyer's market**, o piață a cumpărătorului în care acesta era îmbiat să ia credit de către un broker interesat în obținerea comisionului său. Nu i se cerea niciun avans și nu se interesa nimeni de bonitatea clientului, pentru că brokerul doar intermedia creditul în numele unei case de economii, care, la rândul său, îl „vindea” unei instituții emitente de **mortgage backed securities**, adică de obligații ipotecare. Riscul se deplasa de la instituția emitentă de credite ipotecare spre cea emitentă de obligații ipotecare și de la aceasta – în cele patru vânturi – spre alte instituții – de credit, de investiții financiare – fonduri mutuale, **hedge funds**, fonduri suverane etc.

Că nu interesa bonitatea beneficiarului de ipotecă, că nu i se cerea niciun fel de acte doveditoare o certifică și faptul că acestor credite subprime li se mai spunea și „credite bazate pe mărturii mincinoase” (**liar's credit**).

Atâta vreme cât boom-ul imobiliar continua (la fel ca într-o schemă piramidală – Ponzi, Caritas, nu contează care), totul mergea ca pe roate sau într-o veselie, cum s-ar spune astăzi. Prețurile caselor creșteau, promotorii imobiliari obțineau fără probleme credite imobiliare și demarau noi și noi proiecte, proprietarii de case deveneau mai bogați și se comportau ca atare (potrivit faimosului **Wealth effect** – efectul de patrimoniu, de bogăție). Ei luau credite ipotecare avantajoase pentru a-și finanța cheltuielile de consum și refinanțau aceste credite prin alte împrumuturi și mai avantajoase sau își dobândeau o a doua sau o a treia casă ca un plasament. Efectul de patrimoniu asigură creșterea consumului, chiar și atunci când veniturile publicului larg erau afectate de un declin bursier, cum a fost cel din 2001. Pe întregul lanț creanțier se încasau comisioane, dobânzi etc., iar America își păstra leadership-ul în ceea ce privește ponderea proprietarilor de case în totalul familiilor.

Când prețul locuințelor începe însă a se reduce, cum s-a întâmplat din august 2007 (de când au scăzut cu o cincime), spirala virtuoasă se transformă într-o spirală vicioasă. Tot mai mulți beneficiari își ratează scadențele de plată. Mulți dintre ei sunt evacuați. Alții își abandonează locuințele în momentul în care valoarea acestora coboară sub nivelul obligațiilor restante. Oferta pe piața imobiliară crește, ceea ce accentuează tendința de scădere a prețurilor. Promotorii își reduc proiectele. Activitatea de construcții se contractă. Pe lanțul instituțiilor și instrumentelor de credit se propagă șocurile. Spirala ascendentă devine un maelstrom. Apare o criză de lichiditate pe acest lanț care face victime: la nivelul instituțiilor direct creditoare, al caselor de economii (vezi WaMu), la nivelul instituțiilor de finanțare și garantare a creditului ipotecar (Fannie Mae și Freddie Mac), la nivelul băncilor de investiții (cele 5 „mari” de pe Wall Street), la nivelul băncilor comerciale cu active grevate de asemenea valori „toxice”.

FMI estima că pierderile provocate de criza creditelor ipotecare din SUA s-ar cifra pe glob la aproximativ 1300 miliarde de dolari, dar astăzi estimările evocă cifre de 3000-4000 miliarde. Băncile și alte instituții financiare și-au scos deja din active circa 760 miliarde de dolari.

Treptat, și alte instrumente și titluri de credit devin „toxice”, creditele pentru achiziții de mașini, cardurile de credit, creditele de studii etc. Ele se regăsesc în întregul sistem bancar și în „umbra” acestuia (**the shadow banking system**). Ele se regăsesc, de asemenea, în swap-urile pe risc de credit (**credit default swaps** – CDS) și în CDOs (**collateralized debt obligations**), obligații care au apărut și au cunoscut o ascensiune fulminantă în ultimii câțiva ani. Valorile subiacente acoperite de aceste titluri s-ar cifra la aproape 600 trilioane

de dolari, dar **numai** la vreo 6 trilioane, dacă e vorba numai de titlurile creanțiere respective.

În comunitatea de afaceri se răspândește conștiința că această piramidă de „active toxice” pe care o reprezintă diversele produse derivate amenință să se prăvale, antrenându-i în căderea ei. Se răspândește astfel **criza de încredere**, care înseamnă totodată neîncrederea în partenerul de afaceri, aversiunea față de risc (**risk aversion**) și **preferința pentru lichiditate**.

Criza de încredere duce la blocarea sistemului bancar. Ea duce la înghețarea **pieței interbancare** și, implicit, la blocarea întregului sistem de credit. Criza de încredere poate cuprinde și populația, generând panică și o năvală (run) asupra unor bănci pentru retragerea de depuneri, asupra unor fonduri mutuale și **hedge-funds** pentru efectuarea de răscumpărări. Criza de încredere se transformă astfel în **criza de lichiditate** sau chiar într-o **criză de solvabilitate**.

Cele mai expuse la aceste crize sunt băncile de investiții independente, fondurile mutuale și alte instituții similare care nu beneficiază de perna amortizoare a depozitelor de care dispun băncile comerciale.

Nevoia de lichidități împinge o serie de actori să arunce pe piață „în catastrofă” volume imense de active, ceea ce generează căderi importante de cursuri și febrilitate pe piețele bursiere. Diminuarea peste noapte a capitalizării, obligația de a ajusta în permanență activele la cursul pieței (**mark to market**) și efortul permanent de a rămâne în limitele dictate de normele de capitaluri proprii minime (**capital adequacy**) înseamnă că noi și noi pachete de titluri trebuie aruncate pe piață, ceea ce atrage deprecierea lor ș.a.m.d.

Din sectorul financiar (bancar și nebancar), criza de încredere trece inevitabil în **sectorul real**, atât prin contagiune de umoare, deci prin trecerea la o dispoziție pesimistă și comportamente adecvate în materie de consum și de investiții, cât și prin **contractia creditului** (credit crunch, reserrement du crédit). În medie, recesiunea urmează la 12-16 luni. Acum ea pare că se instalează mult mai repede. În luna februarie 2009, ea era o realitate în mai toate țările dezvoltate și continua să se extindă.

La nivel interregional, mecanismul contagiunii este similar. Schimbarea de dispoziție (mood) este cea mai rapidă. Ea este asociată cu pierderea de încredere în parteneri despre care nu poți ști cât de expuși sunt la „active toxice”. Refluxul capitalurilor speculative și mișcările centrifuge determinate în sucursale și filiale de convulsiile firmelor-mamă accentuează și ele fenomenul de contagiune.



Așadar, un blocaj undeva pe fluxul resurselor financiare, revelația existenței unor active toxice (acum derivatele, în anii '80 așa-numitele **junk bonds**, care au împins la faliment sute și sute de case de economii din SUA), criza de încredere, criza de lichiditate, criza de solvabilitate, acestea sunt verigile din lanțul crizelor financiare, elementele spiralei descendente care nu se oprește decât când piața a atins punctul cel mai de jos, la care se poate realiza un nou echilibru.

O manifestare și un rezultat al crizei financiare este restrângerea, contractia creditului, rezultată în special din extincția băncilor de investiții și din procesul de **deleverging** (dezîndatorare în curs la nivelul hedge-fund-urilor și al altor componente ale sistemului financiar-umbră). După cum apreciază FMI, băncile din SUA și Europa își vor reduce activele cu 10 trilioane de dolari, respectiv cu 14,5%.

Oricât de dramatice ar fi evoluțiile de pe piețele bursiere, cu scăderi de circa 20% înregistrate într-o singură săptămână, punctul nevralgic continuă să-l reprezinte **piețele de credit**, respectiv blocajele și dobânzile mari de pe piețele interbancare, faptul că societățile nefinanciare nu-și găsesc plasamente pentru emisiunile lor de efecte de comerț (commercial paper)<sup>3</sup>, întrucât fondurile (mutuale) monetare evită orice alte active în afară de cele mai sigure, iar economia reală suferă în plus de pe urma contractiei creditului de consum și a faptului că potențialii cumpărători de automobile nu mai găsesc credite.

Contractia creditului, alături de alți factori, se va repercuta asupra economiei reale. În SUA, în trimestrul IV, PIB a scăzut în termeni anuali cu 6,4%, iar semnele de recesiune se înmulțesc. Declinul producției e vizibil și în Anglia, Franța, Germania și Japonia. Această contracție ar avea însă dimensiuni mult mai mari (7,3% în SUA, 6,3% în Anglia și 4,5% în restul Europei) dacă în SUA și Europa nu s-ar fi adoptat măsurile de intervenție cunoscute, la care ne vom referi mai departe în acest studiu.

## 2. De ce și cum s-a ajuns aici?

Întotdeauna după o catastrofă se caută cauze și responsabili, mai ales responsabili care să fie țintuiți la stâlpul infamiei. Așa este și în cazul crizelor financiare. Mai ales acum, când este vorba de „moralizarea capitalismului” și se

---

<sup>3</sup> La începutul lunii octombrie 2008, decizia Fed de a cumpăra efecte de comerț înseamnă că Banca Centrală Americană acordă direct împrumuturi întreprinderilor.

cunosc și salariile mirobolante și „parașutele aurite” prevăzute în contractele cu diverși șefi de firme. Asemenea discuții au, desigur, rostul lor. Dar ele, atunci când nu poartă tenta unui populism ieftin, comportă riscul deturnării atenției de la ceva cu mult mai important, anume de la a identifica procesele și fenomenele care au dus la o anumită situație pentru a imagina **măsuri care să prevină repetarea lor în viitor.**

Sigur, se poate sublinia și cu temei, și cu folos că mișcarea ciclică și baloanele speculative sunt proprii capitalismului. Cu temei, pentru că, în condițiile unei economii de piață generalizată, așa cum spunea Keynes, valorile de optimism alternează inevitabil cu valorile de pesimism, acestea fiind la rândul lor amplificate de rolul creditului și, am adăuga noi, actualizându-l pe Keynes, mai ales în condițiile exploziei derivatelor și a globalizării financiare. În ceea ce privește mecanismul transferului crizei de la sectorul financiar la sectorul real, rămâne valabilă descrierea făcută în anii '30 ai secolului trecut de către Irving Fisher, marele economist american (cel mai mare după părerea lui Tobin).

L-am mai putea completa pe Keynes cu Schumpeter și aminti de acea „**creative destruction**”, cu funcție ecologică a crizelor, de a curăța pădurea de uscături. După cum am putea evoca și faptul că, după spargerea lor, unele baloane speculative au lăsat după ele urme durabile și salutare, ca, de pildă, în secolul al 19-lea în SUA, o rețea de căi ferate, care avea să contribuie substanțial la integrarea economică a țării, iar în 2001, după faimosul **dotcom bubble** – o rețea de magistrale internet.

Sublinierea perenității ciclului este bună pentru a fi contrapusă celor care în perioada de glorie a sintagmei „noua economic”, adică acum vreo 10 ani, afirmau că „ciclul e mort” sau care, ca Gordon Brown, acum nu mai mult de un an, afirma că a apus vremea alternanței perioadelor de boom cu cele de criză. Dar ea ecranează faptul că fiecare ciclu are specificitățile lui, iar atunci când e vorba de **cicluri excepționale**, ca cel care ia dramatic sfârșit acum, ele trebuie studiate pentru a trage învățămintele cuvenite.

Or, acum avem de a face și cu cel mai prelungit și mai puternic boom din istoria americană, și cu, probabil, cea mai puternică criză financiară. Criza, prin duritatea ei, este un corolar firesc al boom-ului. Ea parcă dă dreptate celor care susțin că aici lucrurile se petrec ca în viață: „cu cât e mai de pomână chiolhanul, cu atât mai cumplită și mai lungă e mahmureala”.

Deci ce particularități ale modelului american scoate la iveală actuala degradingoladă financiară?

**1. Supraextindere în materie de credit și îndatorare.** Am mai menționat această caracteristică, pe care o regăsim la toate nivelurile: al consumatorilor, al firmelor, al sectorului public. În acest moment, criza financiară e legată mai ales de îndatorarea familiilor și a firmelor din sectorul financiar.

Cât de mare e această îndatorare? Să judecăm în lumina cifrelor. Datoria familiilor/gospodăriilor americane a crescut de la aproximativ 50% din PIB în 1980 la 100% în 2006, când a fost atins nivelul maxim. Așadar, datoria acestor entități a crescut de două ori în decurs de un sfert de veac și ajunsese echivalentă cu întregul produs intern brut al Americii, de circa 13 trilioane, adică 13 000 de miliarde de dolari.

La nivelul firmelor din sistemul financiar, datoria a crescut de la 21% în 1980 la 116% din PIB în 2007, deci nu de două, ci de peste cinci ori în același interval de timp.

Această creștere fabuloasă e legată de particularități interne ale evoluției americane, îndeosebi de financiarizarea crescândă a economiei, și de tot ceea ce comportă aceasta la nivelul instrumentelor financiare și al sistemului financiar american, dar și de factori externi, într-o lume a globalizării în primul rând financiare. Căci îndatorarea americană a fost alimentată de un flux extraordinar de capitaluri din afară, bazat pe un **enorm surplus al economisirii** (saving surplus) în economiile emergente. Acest surplus se manifestă, *inter alia*, în faptul că, între 2005 și momentul de față, rezervele băncilor centrale din această zonă au crescut de cinci ori, ajungând la aproximativ 5 trilioane, deci 5000 de miliarde de dolari. Analistii pun această creștere fabuloasă pe seama unor factori de natură diversă, între care: prăbușirea sectorului investițiilor după crizele financiare de la sfârșitul ultimului deceniu al secolului trecut, creșterea prețurilor la petrol în ultimii câțiva ani (până pe la mijlocul anului 2008), creșterea mai rapidă între 2004 și 2007 a surplusului chinez, legat în parte de subevaluarea monedei acestei țări.

Pe un plan mai larg, era vorba de contextul legat de colapsul economiei centralizate în Uniunea Sovietică și țările din Europa Centrală și de Est, de progresul Chinei pe calea reformei și a economiei de piață și de faptul că în India și alte țări în curs de dezvoltare aceste evenimente au provocat abandonul metodelor de comandă, al mizei pe sectorul de stat și planificare și reorientarea, deschiderea „spre economia de piață, comerțul liber și proprietatea privată”<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Într-un substanțial capitol din cartea sa *The Age of Turbulence*, apărută în 2007, Allan Greenspan se ocupă de acest paradox (conundrum) pe care îl constituie scăderea randamentului obligațiilor de stat pe 10 ani, în condiții când Fed trecea la majorări de

Abundența creditului a dus, prin intermediul concurenței, la intensificarea goanei după clienți, la reducerea exigenței în materie de solvabilitate a acestora, la ieftinirea continuă a creditului și asumarea de riscuri tot mai mari.

Supraextinderea în materie de credit este oarecum asemănătoare cu fenomenul politic pe care îl identifică Paul Kennedy când vorbește de **supraextinderea** imperiilor la un anumit punct din existența lor, când începe declinul acestora (vezi „The Rise and Fall of the Empires”). Acest lucru îl constată și Ben Bernanke, președintele Fed, evocând criza financiară și rolul de detonator pe care l-a avut „sfârșitul boom-ului imobiliar din SUA”, remarcând: „Totuși, așa cum au arătat evenimentele ulterioare, problema era mult mai amplă decât creditele **subprime**. Marile valori de capital care pătrundeau în SUA și alte state au stimulat o goană după randamente, o subevaluare a riscului, o îndatorare excesivă și dezvoltarea de instrumente financiare complexe și opace, care păreau să se comporte bine la vreme de boom, dar care în condiții de stres se dovedeau fragile”<sup>5</sup>. În această frază este, cred, spus tot ceea ce este esențial și în legătură cu contextul, și în legătură cu derivatele, de care ne vom ocupa în continuare.

**2. Derivatele, piesă centrală a crizei.** Aceste cuvinte, aparținând unui „academic” de la Universitatea din San Diego<sup>6</sup>, surprind ceea ce crede și semnatarul acestor rânduri despre rolul acestor instrumente financiare în desfășurarea crizei. Ele completează conținutul frazei de mai sus a președintelui Fed.

Dar ce sunt derivatele și cum au contribuit ele la fragilizarea sistemului financiar american?

Însuși termenul de **derivate** nu este în uz decât de pe la începutul anilor '90. Mai înainte se foloseau expresii ca „instrumente extrabilanțiere”, „produse financiare”, „instrumente de *risk management*” sau „inginerie financiară”.

**Derivatele** sunt produse financiare negociabile a căror valoare depinde de sau derivă din valoarea altor active (proprietăți, obligații, acțiuni) sau

---

„prime rate”. El îl trece în categoria enigmelor, ca și crahul bursier din 1987. Îl plasează în contextul globalizării și al efectelor ei puternic resimțite de la mijlocul anilor '80, dar când e vorba de boom-ul imobiliar, exprimă doar „speranța” că majorările de prime rate operate (prea târziu!) după 2004 vor reuși „să tempereze” acest boom, care „încă de pe atunci făcea valori nedorite” (pp. 377-378 și următoarele).

5 Ben Bernanke: *Stabilizing the Financial Markets and the Economy*, Expunere la Clubul Economic din New York, N.Y., 15 octombrie 2008.

6 *New York Times* din 9 octombrie 2008.

combinații de active sau instrumente financiare<sup>7</sup>. Din această categorie fac parte: contractele la termen (futures), forward, opțiuni și swap-uri, ca și produsele titrării (obligații ipotecare sau bazate pe alte tipuri de creanțe). Ele s-au dezvoltat în contextul unui șir de procese și măsuri care s-au înlănțuit, printre care decizia din 1971 a administrației Nixon de a trece la regimul cursurilor flotante, biruirea inflației din anii '70, excedentele de dolari apărute la unele state din Orientul Mijlociu și alte zone în urma celor două șocuri petroliere, iar în ultimii 10-15 ani, în urma globalizării și mai ales a măsurilor de dereglementare, în contextul cărora băncile comerciale au putut să atragă resurse nu numai prin procesul lent și costisitor al constituirii de depozite, dar și prin apel la piața de capital, după abrogarea în 1998 a legii Glass-Steagal, care le interzicea să se ocupe de investiții în instrumente financiare sau în alte activități ținând de *investment banking*. Ele au permis și o sustragere de la rigorile acordului de la Basel referitor la rezervele minime de capital prin ajustarea activelor în funcție de gradul de risc (*capital adequacy*).

Derivatele au cunoscut o veritabilă explozie în decurs de numai 10-15 ani și au constituit unul dintre componentele **de bază** ale **financiarizării** economiei în SUA și Anglia și, într-o măsură mai redusă, dar totuși considerabilă, în Europa „celor 15” (Euroland) și alte zone din lumea industrializată.

Derivatele care se află cel mai mult în atenția analiștilor sunt cele bazate pe credite ipotecare (Mortgage Backed Securities), respectiv **obligațiile ipotecare**, și cele bazate pe colateralizarea acestor obligații și creanțe ipotecare (Collateralized Mortgage Obligation), precum și așa-numitele CDOs (Collateralized Debt Obligations) similare ca structură cu CMOs, dar care, cel mai adesea, se bazează pe obligații și creanțe neipotecare. De asemenea, în atenție sunt swap-urile pe risc de credit (Credit Default Swaps). Colapsul unor mari giganți financiari ca Fannie Mae, Freddie Mac, AIG (American International Group), WaMu și a celor cinci bănci de investiții independente este legat de deținerile imense de asemenea instrumente în portofoliile lor de active.

Piața derivatelor reprezintă astăzi o valoare de circa 531 trilioane de dolari (după alți analiști, 600 de trilioane) față de 106 trilioane în 2002 și doar vreo 30 de trilioane în 1995.

Că reprezintă o lamă cu două tăișuri se știe de mult. „O derivată, consemna la 4 martie 1995 **Financial Times**, este ca o lamă de ras. O poți folosi

---

<sup>7</sup> Pentru că „derivă din” li se spune **derivate**, în engleză **derivatives**. Dacă în română li se spune **derivative**, ca în engleză, înțelesul intrinsec al termenului se pierde. Să spunem, așadar, **derivate**, și nu **derivative**.

pentru a te rade cu ea și a te face atractiv pentru iubita ta. Poți să-i tai acesteia gâtul cu ea. Sau o poți folosi pentru a te sinucide”<sup>8</sup>.

Warren Buffet, Soros, ca să nu ratăm șansa de a-i menționa pe acești doi investitori de geniu, dar și savanți ca Joseph Stiglitz și Paul Krugman se numără printre numeroși critici ai acestor instrumente, denumite de unul dintre ei „arme financiare de distrugere în masă”.

Ele sunt excesiv de complexe și opace, astfel încât cel mai adesea sunt cumpărate fără a fi înțelese de cumpărători, ba chiar și de către instituțiile emitente, cum rezultă din faptul că giganți ai pieței au căzut pradă crizei pentru că au fost surprinși de criză cu mari dețineri de asemenea titluri.

Derivatele au fost create spre a diminua sau compensa pierderile din investiții financiare (de exemplu, din deținerea de obligații ipotecare). Într-o mult mai mare măsură, ele sunt folosite însă de prestatorii de servicii financiare sau de societăți nefinanciare pentru a-și asuma riscuri mai ample și mai complexe decât și-ar asuma în absența lor.

Poate însă că, în această privință, reproșul de bază care li se poate face este că rup total asumarea riscului de urmările lui. Emitenții de credite ipotecare transferă orice riscuri asupra emitenților de produse ipotecare titrizate, iar aceștia – asupra investitorilor – bănci, fonduri mutuale, fonduri de pensii, hedge funds, fonduri suverane etc.

Complexitatea și opacitatea acestor instrumente le fac greu de urmărit pe fluxurile financiare; la vremuri de tensiune, deci de criză, ele sporesc lipsa de încredere, cu toate implicațiile ei pentru înlănțuirea descendentă a evenimentelor, în primul rând, prin percepția unui mult mai mare **risc de contrapartidă**. Această slăbiciune inerentă este amplificată de faptul că tranzacțiile cu asemenea instrumente (realizată *over-the-counter*, de gré à gré, și nu într-o piață ordonată și organizată) au fost lipsite de o infrastructură corespunzătoare pentru **decontare** și **compensare**.

În sfârșit, derivatele se pretează într-o măsură mult mai mare decât instrumentele de credit utilizate de băncile comerciale la comportamente **proclive**, respectiv la accelerare și fugă înainte în perioada de boom și la

---

<sup>8</sup> Am auzit multe asemenea formulări în 1997, la Conferința Internațională asupra Derivatelor de la Montreal (Canada). După discuțiile pe care le avusesem la Chicago cu specialiști pe această temă, inclusiv de origine română, a fost un extraordinar prilej de a pătrunde în lumea extrem de complexă a acestor instrumente, de o tehnicitate amețitoare. Acolo, la recepția finală oferită de primarul din Montreal în holurile Muzeului de Artă, aveam să beneficiez de o reîntâlnire cu Magritt, prilejuită de o extraordinară expoziție itinerantă, cuprinzând zeci și zeci de pânze faimoase ale maestrului, care nu încetează să mă încânte.

accentuarea declinului în faza de criză. Ele permit întreprinderilor de servicii financiare și societăților nefinanciare să-și asume riscuri mai mari și mai complexe, pe care altfel le-ar evita, de exemplu, acordând mai multe credite ipotecare și emițând mai multe titluri din categoria obligațiilor emise de societăți pe acțiuni (corporate debt).

Derivatele amplifică volumul și efectele creditului. Alături de acțiuni și obligațiuni, ele contribuie la mobilizarea economiilor populației și firmelor și la orientarea rapidă a resurselor financiare spre domeniile în care se desfășoară inovațiile tehnice și economice. Avansul tehnologic și dinamismul de care s-a bucurat până nu de mult economia americană se datorează, într-o anumită măsură, faptului că sistemul financiar american s-a sprijinit prioritar pe activitatea de investiții financiare, pe finanțarea prin piețele de capital, că el, cu alte cuvinte, a fost un **market-based**, și nu un **bank-based financial system** (un sistem financiar bazat pe piețele de capital, și nu pe creditul bancar).

Reversul medaliei sistemului bazat pe piețe îl constituie cortegiul de fenomene care au dus la blocarea circuitelor financiare și criza financiară prin care trece economia americană și mondială. Căci, vorba lui Milton Friedman: **„there is no such thing as a free lunch”**. Până mai ieri, rachete propulsoare ale economiei americane spre orbite tot mai înalte de performanțe tehnice și economice, derivatele au devenit dintr-o dată un teribil handicap, o sursă inepuizabilă de **active toxice**, pietre de moară care afundă tot mai mult economia în maelstrom-ul crizei.

Ele sunt greu de evaluat corect, chiar și de către cele mai competente și mai corecte agenții de rating.

**3. O concentrare excesivă.** Fragilitatea unui sistem financiar bazat pe finanțarea prin piețe de capital este cu atât mai mare cu cât **concentrarea** a atins un grad înalt în rândul instituțiilor financiare. Bănci de investiții, precum Goldman Sachs sau oricare alta din faimoasa chintă de asemenea instituții de pe Wall Street, fonduri speculative ca LTCM, instituții de asigurare ca AIG sau cei doi gemeni cu rol-cheie în finanțarea sectorului imobiliar – Fannie Mae și Freddie Mac – au ajuns atât de mari, cu un rol atât de mare în osatura sistemului financiar, încât colapsul oricăreia dintre ele poate să determine colapsul întregului sistem, o catastrofă americană și mondială. Ele au devenit prea mari pentru a se prăbuși fără urmări catastrofale, deci, cum spun americanii, **to big to fail**. Tocmai de aceea, lăsând pe un plan secund orice considerente de risc moral (**moral hazard**), atât în America, cât și în Europa, statul a sărit în ajutorul lor pentru a le salva de la dezastru, chiar și prin măsuri atât de „odioase” pentru

dreapta conservatoare (din America), cum ar fi preluarea integrală sau parțială de către stat. Tocmai de aceea, în ajunul „**summit-ului** celor 20” de la Washington, din 15 noiembrie, președintele SUA, George Bush, avea să sublinieze că el este „a free market guy”, cineva care crede în piața liberă, dar care nu ezită la momente de cumpănă să recurgă la rolul statului. El a subliniat acest lucru în dramatica sa intervenție de la Manhattan Institute din New York, în care s-a ridicat în apărarea capitalismului și a valorilor pieței libere.

**4. Practici contabile discutabile.** Fragilitatea sistemului financiar bazat pe piețe de capital a fost accentuată, de asemenea, de o practică de contabilitate ok la vremuri bune, dar cu rol de accelerator al prăbușirii în hău la vremuri de restriște. Este vorba de actualizarea permanentă conform prețurilor pieței, deci a cursului acțiunilor și a valorii de piață a unei firme (capitalizarea sa) sau a unui portofoliu, așa-numita **marking to market**. Declinul de pe piețele bursiere modifică mereu raportul între diverse componente ale activelor firmei de investiții financiare, hedge-fund-ului etc., raportul între fondurile proprii și fondurile atrase, accentuând criza de lichiditate și de solvabilitate. Nu e de mirare că, în diversele proiecte de reformă a sistemelor financiare, revizuirea normelor contabile se regăsește aproape invariabil.

**5. Excesele dereglementării.** Ajung, astfel, la o problemă de principiu, cu rol-cheie în declanșarea și desfășurarea crizei financiare actuale, **problema reglementării**.

După cum se știe, dacă ar fi să izolăm un singur proces care a marcat determinant evoluția capitalismului în ultimele trei decenii, acesta este dereglementarea. Acest proces a demarat în anii administrației democratice a lui Jimmy Carter, la sfârșitul anilor '70. Fără niciun **parti pris** ideologic, s-a trecut atunci la o regândire a regulilor de joc din anumite sectoare pornindu-se de la considerente foarte pragmatice, pe baza analizei costurilor și beneficiilor. În anii Reagan, dereglementarea a devenit **sistematică**, ea izvorând din convingeri doctrinare, trasabile până la Friedman și mai departe în timp, până la Hayek și chiar la A. Smith. E vorba de filonul libertarian al gândirii liberale, după care piețele tind spre echilibru, se autocorectează, iar prețurile oglindesc toată informația disponibilă. În ceea ce privește statul, acesta, cum îi plăcea lui Ronald Reagan să sublinieze, este nu parte a soluției, ci parte a problemei, iar prezența și intervenția lui trebuie reduse la dimensiuni minime. Filosofia regulilor de joc dominantă de la sfârșitul secolului al 19-lea, după care obiectivul reglementării trebuie să fie diminuarea efectelor nocive ale



concretenței sălbatice și deci disciplinarea intrării pe piață, funcționării pe piață și ieșirii de pe piață, această filosofie s-a schimbat radical. Regulile, în măsura în care se mai păstrau, erau chemate să garanteze intrarea și ieșirea liberă pe și de pe piață, eliminarea oricăror obstacole în calea concurenței. În SUA, ultimul mare asemenea obstacol a fost doborât în 1998, în cursul administrației Clinton, prin abrogarea legii Glass-Steagall, care statua separarea instituțională a activității de **commercial banking** de cea de **investment banking**.

Desigur, dereglementarea putea să apară ca un fel de perfecționare a „relațiilor de producție” spre a le pune în concordanță cu „forțele de producție” ale unei „noi economii”, forțe de producție reprezentate în modul cel mai caracteristic de informatică, telecomunicații și internet. Dereglementarea, privită la nivel global și reprezentată de deschiderea piețelor pentru bunuri și servicii, mai ales financiare, apărea drept condiție *sine qua non* (mai ales dacă o privim și prin prisma efortului de construcție a piețelor financiare, cu instrumentele lor și elementele lor de infrastructură) a globalizării. Și fără doar și poate că în America, dar și în Europa, în China și India, în fosta Uniune Sovietică și în țările din Europa Centrală și de Est, în Asia, ca și în America Latină, piețele libere și concurența au contribuit la o dinamică amintind de cea din primele decenii postbelice, perioadă denumită atât de plastic de francezi „les trente glorieuses”. Iar filosofia centrală a pieței unice nu gravitează ea în jurul ideii de **level playing field**, de condiții egale de joc, în jocul concurenței?

Dar dereglementarea, făcută adesea în pripă și fără a se lua în calcul toate principalele efecte posibile, a cunoscut, ca în cazul pieței energiei, și rateuri, iar exceptarea de la reglementare a unor instrumente ca derivatele avea să contribuie în măsură importantă la peripețiile și dezastrele provocate de actuala criză financiară.

Nu se pot invoca în această privință circumstanțe atenuante. Căci semnalele pieței n-au lipsit. E de ajuns să ne referim la episodul din toamna anului 1998, când un mare **hedge fund**, Long Term Capital Management (LTCM), lansat și condus de doi laureați Nobel pentru economie, a ajuns în preajma prăbușirii ca urmare, *inter alia*, a supraexpunerii la o serie de derivate<sup>9</sup>.

După cum n-au lipsit inițiative semnificative în Congres pentru a aduce derivatele în perimetrul reglementării. Este vorba de demersul amorsat în 1997 de unul dintre organismele de reglementare financiară, și anume Commodity Futures Trading Commission și președinta sa de atunci, Brooksley E. Born.

---

9 LTCM fiind considerat **to big to fail**, a fost salvat în extremis prin efortul conjugat al unui număr de bănci care au investit 3,6 miliarde de dolari, în cadrul unei acțiuni patronate de Fed și Treasury.

Demersurile acesteia au fost blocate cu succes de președintele Fed, Allan Greenspan, și de capii ministerului de finanțe din administrația democratică a lui Clinton – e vorba de Bob Rubin și Larry Summers, ca și de șefii altor agenții de reglementare, printre care cel al Comisiei de Valori Mobiliare (SEC), Arthur Lewit. Demersul d-nei Born nu numai că nu a avut succes, dar comisia pe care aceasta o conducea a fost lipsită de orice competență de reglementare în domeniul derivatelor. Au cântărit enorm de greu argumentele lui A. Greenspan privind pericolul știrbirii reputației acestor instrumente noi (derivatele) și riscul de a vedea tranzacțiile cu acestea migrând spre alte piețe financiare sau chiar riscul unei crize financiare. În cartea sa **The Age of Turbulence**, apărută în 2007, în care un întreg capitol este dedicat „globalizării și reglementării”, el, declarându-se libertarian, subliniază că, în materie de reglementare, a adoptat un **low profile** și a lăsat pe alții să se pronunțe, pentru ca decizia sa să nu fie influențată de convingerile sale libertariene. El face aici o caldă pledoarie pentru derivatele legate de credit, deci derivatele creanțiere, contracte futures pe petrol etc. și rolul lor în „funcționarea mai eficientă a sistemului comercial mondial”. El crede că „hedge-fund-urile și fondurile extrabursiere (private equity funds) par să reprezinte finanțele viitorului”. El își exprimă încrederea în forța disciplinantă a „supravegherii de contrapartidă” și convingerea că „plapuma reglementării ar fi nu numai costisitoare, dar și de natură să înăbușe entuziasmul manifest în cursa pentru profituri de nișă”, proprie fondurilor sus citate, și speranța că „ele vor rămâne în afara reglementării statale”. Aceeași pledoarie caldă o rezervă swap-urilor pe risc de credit (credit default swaps). În deпоzițiile sale în cadrul Congresului, el nu înceta să sublinieze că „riscurile de pe piețele financiare, inclusiv piețele de derivate, sunt reglementate de segmentele private” și că „nimic intrinsec reglementării federale nu o face superioară reglementării de către piață”. Întrebat dacă nu e îngrijorat de imensa și crescândă concentrare din sectorul financiar, A.G. avea să răspundă: „Nu, nu sunt. Pentru că această creștere generală a ponderii marilor instituții are loc în contextul unor asemenea structuri subiacente de piață încât riscurile mari sunt, cred eu, dramatic și integral acoperite”. În urma pledoariilor lui Greenspan, Camera Reprezentanților a adoptat o lege prin care derivatele erau exonerate de supravegherea organismului de stat corespunzător (adică, în acest caz, CFTC)<sup>10</sup>. Or, nu mai târziu decât în vara-toamna lui 2008, dezastrul s-a abătut asupra băncilor de investiții Bear Stearns, Lehman Brothers și asupra leaderului

---

<sup>10</sup> În *New York Times*, din 9 octombrie, un articol intitulat *Taking a Hard New Look at a Greenspan Legacy*, semnat de Peter S. Goodman, se ocupă pe larg de tema enunțată în titlu.

mondial al pieței de asigurări AIG (American International Group), tocmai din cauză că, *inter alia*, aceste instituții și clienții lor erau legați între ei prin derivate.

Evident, excesele dereglementării și ale fundamentalismului de piață (cum numesc “laissez-faire”-ul de astăzi atât Joseph Stiglitz, cât și George Soros) au contribuit la acumularea dezechilibrelor care au condus la criza financiară actuală.

Reglementatorii, înainte de toate Fed, dar și SEC (Security and Exchange Commission) sub conducerea lui Arthur Lewit<sup>11</sup>, și alte instituții de reglementare și supraveghere nu și-au făcut datoria.

**6. Culpa agențiilor de rating.** Agențiile de rating, ca și în împrejurări anterioare, nu au reușit să evalueze corect situația diverselor instrumente și instituții financiare și nu și-au adus contribuția la diminuarea opacității derivatelor și semnalarea la timp a unor primejdii crescânde.

**7. Legislativul și executivul american** nu au fost nici ele la înălțimea situației. Ele s-au lăsat adormite de prejudecăți ideologice despre perfecțiunea piețelor și omnisciența lor. Cuvântul lui Greenspan nu a fost niciodată pus la îndoială, după cum niciodată acesta nu a fost întrebat ce înțelege prin anumite afirmații.

**8. Amețit de perspectiva câștigurilor ușoare și rapide, nici publicul american** nu a învățat din rateurile trecute ale pieței și nu a ajuns să asocieze câștigurile mari cu riscurile pe măsură.

**9. Ruptura de economia reală.** Dincolo de formarea și plesnirea baloanelor speculative și rolul instituțiilor de reglementare într-un moment sau altul, dincolo de greșelile presupuse sau reale ale politicii monetare sau fiscale, rămâne faptul esențial că ciclul ne-a amintit încă o dată că n-a fost și nu poate fi suprimat, oricât de rafinate ar fi instrumentele financiare și stabilizatorii implicați. Ciclul n-ar putea fi suprimat decât într-o lume de îngeri, nu într-o lume mișcată de setea de câștig, de câștiguri cât mai mari, deci într-o lume de oameni. Acest lucru este valabil pentru orice economie de piață, dezvoltată sau mai puțin dezvoltată. Într-o economie dezvoltată sau superdezvoltată, sectorul

---

<sup>11</sup> Pe care în 1995 am avut prilejul să-l întâlnesc la Washington.

financiar se dezvoltă în mod inevitabil mai rapid decât economia reală și la un anumit moment intervine **ruptura**, incapacitatea lui de a mai reflecta fundamentele lumii reale. Fundamentele pot rămâne bune, cum s-a întâmplat în țările din Asia de Est în timpul crizei din 1997 sau cum clama bietul McCain înainte de recente alegeri prezidențiale din SUA. Dacă însă economia financiară a luat-o razna, dezastrul nu mai e decât o chestiune de timp. Să fie baloanele speculative imprevizibile, cum susținea Allan Greenspan? Să fie ele chiar total incontrolabile? Refuz să cred. Ar însemna să nu ne credem ochilor! Să nu credem în realitățile oglindite de imensele decalaje de nivel între economia reală și economia financiară, așa cum rezultă, de pildă, din datele publicate de FMI, Banca Mondială și alte respectabile instituții, din care rezultă că dimensiunile sectorului nominal întrec de 5-6 ori dimensiunile economiei reale<sup>12</sup>.

În termenii săi neutri, ba chiar cenușii, comunicatul Summit-ului G 20 din 16 noiembrie 2008 surprinde destul de precis ingredientele crizei financiare actuale: „During a period of strong global growth, growing capital flows, and prolonged stability earlier this decade, market participants sought higher yields without an adequate appreciation of the risks and failed to exercise proper due dilligence. At the same time, weak underwriting standards, unsound risk management practices, increasing complex and opaque financial products, and consequent excessive leverage combined to create vulnerabilities in the system. Policy makers, regulators and supervisors, in some advanced countries, did not adequately appreciate and address the risks building up in financial markets, keep pace with financial innovation, or take into account the systemic ramifications of domestic regulatory actions”<sup>13</sup>.

### 3. Planuri și măsuri anticriză

Să recunoaștem și să dăm Cezarului ce-i al Cezarului: guvernul american (în sensul american al termenului) a acționat rapid. Lăsând la o parte unele prejudecăți ideologice (dar nu toate), executivul, cu sprijinul expert al Fed și al președintelui acestuia, a autorizat planul Paulson, denumit apoi TARP, de salvare a sistemului financiar. Destul de subțirel inițial, planul a fost substanțial fundamentat și dezvoltat în Congres.

---

<sup>12</sup> *Le Monde Diplomatique*, novembre 2008.

<sup>13</sup> *The Independent*, 17.11.2008.

El comporta inițial alocarea unei sume de 700 miliarde de dolari, destinați, în esență, asanării sistemului financiar. Ideea de bază era preluarea de către stat a unui important volum de „active toxice”, respectiv de derivate imobiliare, pe baza unui sistem de licitație inversă care să suplinească mecanismul de „**price discovery**” și să atragă astfel și investitori privați la achiziția unor astfel de active.

În plan, din inițiativă democrată, s-a introdus ideea măririi substanțiale a plafonului de garantare a depozitelor bancare, o deschidere spre „Main Street”, adică spre America profundă, dar și menită să prevină o năpustire, o năvală (run) a deponenților spre ghișeele bancare, fenomen la care nici cele mai bune instituții nu pot rezista.

„The bail-out plan” a fost primit cu mare rezervă atât de republicani, cât și de democrați. De republicani, care nu puteau privi cu ochi buni o asemenea masivă intervenție în domeniul sacrosanct al pieței, presupuse omnisciente și omnipotente, o asemenea măsură care, în buna tradiție a lui Hayeck și Friedman, echivala cu o măsură „socialistă”, supremul sacrilegiu în ochii lor. De democrați, pentru că ea apărea ca încă o măsură în favoarea celor bogați și a unui sistem financiar nesățios și vinovat de excesele atât de puternic puse în lumină de criză și pentru că nu oferea ceva și pentru salvarea economiei reale. Planul a trecut însă prin legislativ și, dincolo de orice considerente ideologice sau economice, el reprezenta o **demonstrație masivă și rapidă** a dorinței și hotărârii statale de a se opune hotărât crizei, spre deosebire de Marea Depresiune, când măsurile cunoscute sub numele de New Deal aveau să fie inițiate abia după trei ani de la declanșarea crizei.

La rândul ei, rezerva federală crea pentru bănci și apoi și pentru instituții nebankare facilități de alte sute de miliarde de dolari. Colosul american se mobiliza și se puna în mișcare, reușind **să prevină panica** și să dea un prim exemplu lumii dezvoltate asupra dacă nu a drumului de urmat, cel puțin asupra necesității de reacție.

Idei noi aveau să vină de peste ocean, din bătrâna noastră Europă. Europa care, scurtă vreme, credea că, fiindcă a cedat mai puțin la vraja ultraliberalismului, e mai puțin expusă la criză. Când aceasta s-a declanșat, președintele în exercițiu al UE, hiperactivul Nicholas Sarkozy, a venit cu mai multe idei, pentru care, s-o recunoaștem, s-a bătut ca nimeni altul, respectiv: răspunsul concertat din partea Europei celor 27; necesitatea unei reacții globale la criza financiară cu caracter global; necesitatea unui summit global, la care să participe și principalele țări emergente, de fapt summit-ul G 20, care avea să se țină la invitația președintelui G.W. Bush la Washington pe 15-16 noiembrie

2008, reunind atât principalele țări industrializate, dar și toate cele patru țări cunoscute sub sigla BRIC (Brazilia, Rusia, India, China).

La rândul său, premierul britanic Gordon Brown, cel care, alături de predecesorul său Tony Blair, fusese campionul aplicării ideilor ultraliberale în țara sa, s-a dovedit capabil de un puternic pragmatism. El n-a ezitat să recurgă, la vreme de criză, la rețete keynesiene și să contribuie la ceea ce în Franța se numește „le retour de l'État”. Lui Gordon Brown, guvernului și Parlamentului britanic le-au aparținut ideea de a debloca piața interbancară prin garantarea împrumuturilor respective, precum și ideea infuziei de lichiditate și capital prin participări ale statului, acesta urmând să primească acțiuni preferențiale. Ambele idei au fost preluate în arsenalul intervenționist european și american.

Între altele, în SUA, s-a renunțat în mod explicit la achiziția de active toxice, iar infuzia de capital la City Group contra acțiuni privilegiate la 24 noiembrie 2008 marca ralierea administrației Bush la ideea, eretică pentru republicani, a „naționalizării” parțiale.

Între timp, băncile centrale, în primul rând Fed, Banca Centrală Europeană și Banca Angliei, dar și alte asemenea instituții, precum Banca Chinei, au trecut la acțiuni concertate de reducere a dobânzii de politică monetară, iar Fed a convenit și a început să deruleze acorduri de swap valutar cu alte bănci centrale.

De asemenea, la inițiativa președintelui ales, Barack Obama, în Congres s-a dezbătut ideea unui plan de urgență pentru salvarea a trei mari firme producătoare de automobile, respectiv General Motors, Chrysler și Ford. Propunerea nu a trecut, ea fiind respinsă pe 5 noiembrie, în camera încă nereînnoită („lame duck chamber”). Motivul a fost **ideologic**. Dacă președintele ales dorea să salveze industria de automobile, pornind de la rolul imens pe care ea îl joacă în crearea PIB și în ocuparea forței de muncă, republicanii nu voiau să se intervină în jocul forțelor de piață, în asanarea unei industrii care suferă de importante deficiențe și se dovedește neadaptată la cerințele de azi ale pieței. Ei cred că societățile respective trebuie lăsate să dea faliment. Avem aici o înfruntare de principii, cum vom mai cunoaște în lunile și anii care vin și de care ne vom ocupa mai în detaliu în capitolul referitor la relansarea marilor dezbateri.

În planul combaterii crizei din sectorul real, este de remarcat în Europa noua inițiativă a lui Gordon Brown de a reduce TVA cu două puncte și jumătate, de la 17,5% la 15%, inițiativă care a fost extrem de bine primită de piețele bursiere europene, indicii relevanți înregistrând în ziua de 24 noiembrie 2008 creșteri record situate în jur de 10%.

În aceeași zi însă, în întâlnirea lor de la palatul Elysée, Angela Merkel, cancelarul german, nu a venit în întâmpinarea propunerii președintelui francez N. Sarkozy de a adopta o măsură similară în cadrul unui plan de relansare europeană concertată. A. Merkel pare să împărtășească rezervele neoconservatorilor americani în materie de intervenție statală. Creștin-democrații germani nu vor să cheltuiască bani publici pentru măsuri care ar servi la finanțarea unor sectoare negermane și nici nu vor să se asocieze la măsuri care ar putea afecta stabilitatea monetară în zona euro. Nemții sunt partizanii unei concertări europene la nivelul scopurilor. Mijloacele intervenției ar rămâne la discreția guvernelor, în funcție de particularitățile fiecărei economii naționale. Planul european de relansare urmează să fie dezbătut și aprobat la Summit-ul din 12 decembrie al Uniunii Europene.

Tot pe 24 noiembrie, președintele ales al SUA și-a anunțat opțiunile pentru postul de secretar al Trezoreriei, în persoana lui Timmothy Geithner, fost președinte al rezervei federale din statul New York, unul dintre participanții la elaborarea planului Paulson de salvare a sectorului financiar, și Larry Summers, fost secretar adjunct și secretar al Trezoreriei în administrația Clinton, unul din artizanii măsurilor de dereglementare financiară din anii '90, pentru postul de consilier al președintelui pentru probleme de economie și finanțe. Președintele ales s-a referit, de asemenea, la planul său de relansare economică, un al doilea New Deal, comportând ample cheltuieli publice pentru infrastructură și educație, pentru sprijinirea contractanților de credite imobiliare „subprime”, precum și pentru dezvoltarea surselor alternative de energie, plan care, după analiști, s-ar putea ridica la 500-700 miliarde de dolari, adică 5% din PIB.

La 4 decembrie, președintele francez Nicholas Sarkozy și-a prezentat planul său de relansare economică în valoare de 25 miliarde de euro, respectiv 1,3% din PIB. Planul pune accent pe lucrări publice pentru dezvoltarea și modernizarea infrastructurii rutiere, feroviare, de sănătate etc., pe salvarea industriei de automobile din Franța (care asigură 10% din locurile de muncă) în contrapartidă cu obligația de a nu mai delocaliza și de a produce în Franța motoarele noilor automobile (electrice), măsuri pentru relansarea construcției de locuințe (credite ipotecare cu dobânda zero), dezvoltarea construcției de locuințe sociale. Planul conține unele măsuri în sprijinul municipalităților, al șomerilor, al familiilor celor mai sărace (o alocație de 200 euro, vărsată o singură dată), dar nu conține măsuri de relansare a consumului (de pildă, reducerea de TVA) pe considerentul că acestea nu ar servi firmelor din Franța, ci din străinătate, întrucât peste 60% din produsele de consum provin din import.

În aceeași zi de 4 decembrie, Jean Claude Trichet, președintele Băncii Centrale Europene, a anunțat reducerea ratei dobânzii de politică monetară cu 75 de puncte procentuale, pe considerentul că scăderea prețurilor la energie și materii prime a îndepărtat pericolul inflației.

Tot în aceeași zi, primul-ministru rus Vladimir Putin sublinia, în amplul său dialog cu publicul, că generosul sprijin acordat băncilor nu va fi folosit pentru naționalizarea sau etatizarea de durată a acestui sector și că statul se va retrage în condiții neoneroase, odată misiunea sa împlinită.

În cadrul eforturilor de restabilire a încrederii și de mai bună funcționare a piețelor financiare se înscrie și summit-ul G 20 de la 11 noiembrie.

Comunicatul și planul de acțiune al G 20 reprezintă un frumos exercițiu de echilibristică între pledoaria pentru piețele libere și capitalismul financiar din cuvântarea lui George Bush la Manhattan Institute și diatriba de la Toulon împotriva exceselor capitalismului financiar a lui Nicholas Sarkozy. În aceste documente se împacă toate caprele cu toate verzele.

De cea mai mare importanță este faptul că summit-ul a avut loc și el este în sine o expresie a dorinței de cooperare internațională în formularea unor politici de răspuns la criza sau crizele în curs.

La fel de importantă este poate formula de G 20 în care s-a ținut summit-ul și care consfințește poate ireversibil prezența în cercul „celor 8”, adică țările puternic industrializate plus Rusia, a tuturor celorlalte țări din „grupul BRIC”, respectiv Brazilia, India și, mai ales, China, actori foarte importanți în economia și finanțele lumii contemporane, și a altor țări emergente și în curs de dezvoltare, ca să nu mai vorbim, evident, de Uniunea Europeană. În precedenta discuție despre o nouă ordine economică internațională (din anii '70, respectiv 1974), inițiatori și promotori erau țări în curs de dezvoltare care aveau de partea lor o covârșitoare majoritate în Adunarea Generală a ONU, în forumul de reflecție pe care îl reprezenta UNCTAD, care se bucurau de coeziunea relativă, dar totuși coeziunea pe care o conferea mișcarea țărilor nealiniat și „grupul celor 77”, dar nu aveau forță politică efectivă și nici forță financiară, comercială sau tehnologică. Petrolul n-a putut fi aruncat în balanță decât o scurtă perioadă. El nu a reprezentat o forță federatoare netă. Conceptul subiacent era prea etatist și antiimperialist pentru a câștiga concursul țărilor dezvoltate. Acum BRIC și alte țări emergente dispun de mari rezerve de devize, sunt deschise spre economia globală, legate puternic de economia SUA, precum China (țară care finanțează o treime din deficitul american din balanța conturilor curente) și oscilând între un ultraliberalism autoritar ca Rusia și capitalism de stat autoritar precum China. Globalizarea este de neconceput fără



ele și nu numai ca factor pasiv, ci și, mai ales, ca factor activ. Aceste țări nu pot fi ținute la o parte pentru că fără ele nu se poate construi o nouă ordine, dacă o asemenea ordine este să se nască.

Dar este ea să se nască? Planul de acțiune conține un inventar aproape exhaustiv de măsuri. Pe baza lui se poate avansa departe (nu chiar foarte departe) în amendarea capitalismului (nu până la „refondarea” lui, cum ar fi vrut președintele Franței) sau se poate realiza foarte puțin, ca după criza din 1997, care a lovit țările emergente. Paradoxal, dacă această criză va fi mai grea și mai lungă, șansele de reformare profundă sunt mai mari.

**Franchement**, cum ar spune francezii, ce poți aștepta de la o reuniune pregătită practic într-o lună, având la Casa Albă de la Washington un președinte sortant, cu recorduri de impopularitate, și un președinte ales, purtat de valul entuziasmului popular, e drept, mai înclinat prin tradițiile partidului său pe intervenție statală, reglementare și simpatie pentru **Main Street**, dar care e firesc să se ocupe mai întâi de montarea administrației sale și să aibă un răgaz măcar de câteva luni până la formularea unei „poziții americane” strategice.

Revenind asupra naturii măsurilor deja anunțate, constatăm, pe plan financiar, o serie de **ținte comune**.

**Restabilirea încrederii.** Odată declanșată criza în sectorul imobiliar din SUA și identificată existența unui mare volum de „**active toxice**” în bilanțul instituțiilor financiar-bancare și nebankare, cotate („public firms”) sau necotate la bursă („private”), a dispărut subit încrederea în parteneri (respectiv în **contrapartidă**, cum se spune în jargon economic). Creditul a secăt bruscat la nivelul pieței interbancare, imobiliare și al altor piețe (de consum, auto). Restabilirea încrederii pe piețele financiare a devenit obiectivul principal al intervenției băncilor centrale și al guvernelor. Instrumentele sunt variate. Ele sunt adresate atât băncilor însele (măsuri de salvare ca cea în favoarea lui City Group, infuzii de capital, garantarea creditelor acordate reciproc etc.), depozitelor (garantarea integrală sau în cadrul unor plafoane majorate ale depozitelor), investitorilor, cât și oricăror altor participanți la piață.

Cooperarea între băncile centrale și guverne la nivel național, precum și cooperarea între bănci centrale și guverne la nivel regional (UE) și mondial, concertarea acțiunilor și mizarea pe efectul de anunțare reprezintă un factor de restabilire a încrederii.

**Asanarea.** Curățirea instituțiilor financiare de activele lor toxice\* este un **must**, o condiție *sine qua non* a deblocării creditului, întrucât aceste active sunt sursa **principală** a neîncrederii și deci a blocajului și faimosului **credit crunch**.

Americanii făcuseră din achiziția de active toxice un element central, la care ulterior au renunțat (greșit, după părerea noastră), al planului lor de relansare financiară. Suedezii, a căror experiență din anii '90 reprezintă o incontestabilă referință, din multe puncte de vedere, au procedat la izolarea acestor active în cadrul unor entități speciale (bad banks) ale băncilor salvate.

Asanarea, așa cum arată exemplul Japoniei, ori este făcută radical și repede, ori este târăgănată, cu riscul cufundării economiei într-o depresiune de durată.

**Injecția de lichidități și capital.** La criza de lichiditate și chiar de solvabilitate care afectează unele instituții financiare nu se poate răspunde decât printr-o recapitalizare efectuată cu mari infuzii, mai ales din fonduri publice. Naționalizarea totală sau parțială este corolarul inevitabil al acestei intervenții.

În ceea ce privește măsurile anticriză din sectorul real, aici se împletesc, de regulă, măsurile **keynesiene** de **relansare a cererii** cu măsurile **neoliberale** de relansare a ofertei. Și aici, problema este dacă aceste măsuri se fac concertat sau competitiv. Acțiunile nesincronizate, de tip **beggar thy neighbour**, riscă să raviveze reflexele protecționiste. Acestea reprezintă un pericol, atât pentru euro, construcția economică și construcția europeană, cât și pentru acquis-urile liberalizării pe plan mondial, deci pentru procesul de globalizare.

Față de măsurile preconizate, convenite și unele în curs de aplicare, ce se poate anticipa în legătură cu desfășurarea ulterioară a crizei?

Așa cum am subliniat pe 2 octombrie 2008 la Banca Națională, constatăm că guvernele conservatoare dau dovadă de un extraordinar pragmatism.

Până la un punct, ele nu ezită să folosească instrumente politice keynesiene, angajând în combaterea crizei resurse extrem de importante, mergând până la câteva procente din PIB. Pragmatismul lor merge până la infuzia de fonduri publice în capitalul băncilor în suferință, în contrapartidă cu acțiuni și cu anumite condiții (de continuare a finanțării economiei și de plafonare a retribuției și primelor cadrelor de conducere). Statul, care revine în forță, devine astfel **cel mai mare acționar** din sistemul bancar.

Mare în termeni absoluți, suma fondurilor publice angrenate este mică în raport cu sutele sau miile de trilioane de dolari vehiculate prin sectorul

---

\* Cuantumul acestora este estimat la două trilioane de dolari.

financiar. Dar această angajare care survine relativ repede în cronologia crizei este însoțită de acțiuni concertate ale băncilor centrale și de eforturi spre o acțiune concertată la nivel regional și mondial.

În categoria factorilor pozitivi trebuie plasat și faptul că în țările emergente mari creșterea continuă, deși în ritmuri mai lente, și că aceste țări dispun de rezerve de câteva trilioane de dolari, din care se poate asigura finanțarea programelor de relansare.

În categoria factorilor negativi putem cita: împletirea crizei financiare fără precedent în perioada postbelică cu criza imobiliară și recesiunea, deci cu criza întregii economii reale; globalizarea, în contextul căreia se produce această primă criză cu epicentrul în lumea dezvoltată; gradul mare de îndatorare a băncilor, societăților nefinanciare și populației și efectul dur al procesului de dezîndatorare (deleveredging).

În acest cadru, am crezut că pot avansa – așa cum am făcut la 2 octombrie – ipoteza că **o prăbușire** a sistemului financiar în ansamblul său **va putea fi evitată**. În schimb, așa cum arată lucrurile în ianuarie 2009, **neîncrederea** persistă, iar sistemul bancar nu și-a reluat operațiile de creditare, care constituie însăși rațiunea lui de a fi. Economia reală este lipsită astfel de motorul său principal. Fabricile sunt nevoite să-și reducă producția sau chiar să-și închidă porțile. Porturile gem de mărfuri neexpediate din lipsa creditelor pentru finanțarea transporturilor. Creditul de consum are izvoarele secate, ceea ce antrenează diminuarea desfacerilor prin rețeaua de retail.

Criza economică este globală și ea își are sursa nu atât în dezechilibrele economiei reale, ci în paralizia sistemului de credit, din cauza lipsei de încredere. Nu degeaba la Forumul economic de la Davos un demnitar japonez sublinia că actuala criză este mai mult decât o criză financiară și decât o criză economică: ea este o criză de încredere. El inversează lucrurile, dar, făcând acest lucru, pune mai bine în lumină fenomenul. De aici recentrarea interesului pe problemele de asanare, deci de debarasare de „activele toxice”, și, ca atare, pe metodele de asanare a instituțiilor financiare, cum ar fi crearea de entități speciale (bad banks), ca în SUA în anii '80 sau în Suedia în anii '90 ai secolului trecut.

În schimb, ipoteza unor analiști că la mijlocul lui 2009 creșterea ar putea fi reluată mi se pare excesiv de optimistă. Recesiunea va fi cred **profundă** și îndelungată, cu atât mai mult cu cât până acum, de jumătate de secol, crizele au fost blânde și nu au jucat până la capăt rolul lor de asanare, de „distrugere creatoare” schumpeteriană, de înlăturare a dezechilibrelor. Nu poate fi exclusă,

gândesc eu, **o perioadă îndelungată de marasm**, ca cea de un deceniu, din istoria recentă a Japoniei.

În această perioadă de tensiuni, China, care rămâne, deocamdată, principala locomotivă mondială a creșterii, are **posibilitatea și resursele** să se reorienteze spre o creștere bazată nu pe export, ci spre piața internă, respectiv să se doteze cu un sistem mai adecvat de asigurări sociale, să stimuleze consumul populației și să lanseze ample programe de infrastructură. Toate acestea cer însă timp, iar timpul lipsește.

În țările dezvoltate, ani de zile de acum încolo comportamentele și modelele de producție vor fi substanțial diferite.

Preferința pentru lichidități va înlocui fuga de cash.

Externalizările, degajarea de activități secundare, aprovizionarea de la furnizori pe principiul JIT (just in time) se vor tempera în cazurile în care considerentele de solvabilitate nu vor împinge spre vânzarea de active.

Statele (în SUA) și municipalitățile vor cunoaște mari dificultăți de finanțare și, în absența unui sprijin federal substanțial, vor fi nevoite să suspende sau abandoneze o serie de proiecte și să reducă cheltuielile de funcționare și de personal, ceea ce va accentua spirala descendentă a crizei financiare și economice.

#### 4. Expunerea la criză a altor regiuni

Globalizarea, în special financiară, înseamnă un mediu foarte prielnic pentru difuzarea fenomenelor de criză, fie prin legături de determinare nemijlocită, fie prin difuzarea fenomenelor de neîncredere și nesiguranță. Cu toate acestea, există diferențe sensibile între regiuni.

##### **Euroland**

Europa continentală dezvoltată are unele **atuuri**.

Ea dispune de o monedă unică, euro, care îi conferă o însemnată protecție împotriva atacurilor speculative, după cum dispune de un pact de stabilitate financiară, care reprezintă o barieră în calea derapajelor bugetare.

La rândul său, piața unică este o garanție antiprotecționistă subregională și un factor de oarecare rezistență la criză.

Având un grad de îndatorare mai redus decât SUA, este mai puțin expusă la efectele restrictive ale spiralei coborâtoare reprezentate de **deleveredging**.

Corolarul acestei situații este o rată de economisire (15%) considerabil mai mare decât în SUA.

Europa continentală este mai puțin expusă la finanțarea prin piețele de capital. În cadrul ei nu s-a recurs la sistemul ultralax de creanțe ipotecare **subprime** și nici la titrizatele aferente. În general, sistemul de titrizate e mai puțin avansat. După cum sistemul de bănci universale, care îi e propriu, a scutit Europa continentală de unele excese caracteristice băncilor de investiții independente.

Zona euro și în general Europa Occidentală dispune de o legislație mai adecvată în materie prudentială și a normelor de contabilitate, iar sistemul de garantare a depozitelor a fost ameliorat în toamna lui 2008.

Autoritățile europene manifestă un anumit pragmatism în ceea ce privește regulile de concurență, ceea ce înlesnește adoptarea unor măsuri comportând subvenții și etatizări parțiale.

Europa continentală are însă și o serie de **vulnerabilități**.

Principala vulnerabilitate rezultă din faptul că ea nu dispune de o politică fiscală comună și nici de o politică a pieței muncii comune, precum și din faptul că Europa politică a rămas considerabil în urmă; ea nu dispune de capacitatea de decizie unică, necesară mai mult ca oricând, și nici de posibilitatea SUA de a vorbi într-un singur glas. Degajarea unui numitor comun la nivelul a 27 de țări rămâne un exercițiu dificil și cronofag.

Europa nu dispune nici de o autoritate comună de supraveghere financiară și nici de vreo inițiativă națională în această privință, nici pentru lărgirea atribuțiilor Băncii Centrale Europene, nici pentru constituirea unui organism european separat.

Dacă Europa va reuși să revigoreze cooperarea franco-germană și să armonizeze pozițiile naționale în materie de fiscalitate, inflație, subvenții etc., ea are șanse să facă mai eficientă rețeaua de măsuri anticriză. Ea nu trebuie să lase să dispară elanul imprimat de președinția franceză, care s-a încheiat la sfârșitul lui decembrie 2008.

### **Japonia**

Atuurile principale ale Japoniei decurg din faptul că ea și-a asanat sistemul bancar și a extras valoroase învățăminte din experiența luptei sale cu criza din anii '90.

În al doilea rând, Japonia dispune, atât la nivelul statului, cât și al instituțiilor financiare și nefinanciare, de importante resurse în devize. Pe lângă

marja de manevră mai mare, ea poate achiziționa în condiții foarte convenabile participări la firme din SUA și alte regiuni din lume.

Din păcate, ea știe, de asemenea, că resursele financiare nu sunt totul. Mai ales dacă ele sunt folosite necorespunzător, **recte** pentru asigurarea supraviețuirii unor firme-zombi, neeficiente, nerestructurate. Recesiunea în care a intrat la sfârșitul anului 2008 va reprezenta un nou examen pentru capacitatea Japoniei de a imagina soluții cu efecte nu numai pe termen scurt, ci și pe termen mediu și lung.

Principala vulnerabilitate a Japoniei în aceste vremuri de criză este dependența ei de exporturi și mai slabă ei marjă de manevră în relansarea consumului populației.

În două împrejurări – în anii '60 ai secolului al 19-lea și după al doilea război mondial – japonezii au demonstrat că au resurse pentru a lansa valori puternice și profunde de modernizare. De fiecare dată, ei s-au bazat pe sistemul lor tradițional de valori și, mai ales, pe cuplul tenko-kokutai, un patriotism înflăcărat și, respectiv, o disponibilitate de supunere și chiar de cooperare loială față de și cu un adversar cu mult superior.

Acum Japonia se află în fața unui nou mare val de modernizare. Puterea, care în anii '70-'80 ai secolului trecut părea de neoprit în cursa pentru depășirea Americii, are nevoie de un nou suflu. Va ști ea să profite de tensiunile actuale?

**Tigrii asiatici** au ieșit cu rezerve valutare importante din criza care i-a afectat în 1997-'98 și cu o neîncredere puternică în Fondul Monetar și rețetele lui. Țările respective sunt foarte dependente de export, iar criza creditului le afectează puternic încă din start. Docurile lor gem de mărfuri neexpediate. Unele dintre ele au un nivel scăzut de îndatorare a firmelor și menajelor. O excepție o constituie Coreea de Sud, a cărei datorie internă totală (publică sau privată) o depășește pe cea a SUA, care în 2007 a fost de 251% față de PIB (media pentru economiile emergente fiind de 143%). Cu o pondere mare a exporturilor (100% față de PIB), Malaezia este foarte expusă la recesiunea mondială. Taiwanul este deja în recesiune. Indonezia este o țară afectată de cursul descendent al materiilor prime. Thailanda are rezerve de patru ori mai mari decât datoria externă pe termen scurt, dar ea va fi, probabil, serios afectată de instabilitatea politică. Singapore va înregistra o creștere pozitivă ne semnificativă în acest an, urmare a faptului că exporturile sale, ca și ale Taiwanului au scăzut. Pe ansamblu, țările din Asia de Est vor înregistra, după unele estimări, o creștere de 7% în 2008 și de 5,6% în 2009, rezultat cu mult mai bun decât în timpul colapsului firmelor de telecomunicații (dotcom) din 2001 și din 1998 (+2%).

China are o serie de vulnerabilități, decurgând din dependența sa de exporturi în special spre piețele americane și europene și din necesitatea de a întreține un ritm înalt de creștere, pentru a absorbi surplusul său enorm de forță de muncă. Ea a fost deja afectată de recesiunea mondială, iar investițiile în active toxice americane i-au redus întrucâtva volumul resurselor de devize.

Aceste resurse sunt considerabile, ele situând-o pe primul loc în lume. Acesta este principalul atu al Chinei. Alte atuuri le reprezintă controlul de stat asupra sistemului bancar și asupra cursului valutar. Chinezii par să nu ezite în fața devalorizării în continuare a valutei lor pentru a-și menține și întări competitivitatea exporturilor.

Ei au anunțat importante alocări de fonduri pentru combaterea recesiunii. Din păcate, strategia lor economică de până acum îi avantajează mai puțin, în măsura în care au avut o creștere nu job-intensivă, ci capital-intensivă. Nevoile lor în materie de infrastructură sunt însă imense, iar China va folosi, probabil, din plin această resursă antirecesivă de tip keynesian, pe care are și posibilitatea de a o susține financiar.

Scăderea prețurilor la produse energetice și alimentare pe piețele mondiale va înlesni pe termen scurt și mediu eforturile chineze.

Marele pariu al Chinei va fi să păstreze un ritm de creștere superior lui 8% sau chiar peste 9% (9,5% fiind nivelul de creștere potențială, calculat de Banca Mondială), adică nivelul necesar pentru a ține constantă rata șomajului.

**Rusia** intră în această recesiune cu handicapul scăderii masive a prețurilor la petrol și gaze și al angajării **à fond** pe linia modelului financiar american, de finanțare prioritară prin piețele de capital. Ea a înregistrat mari refluxuri de capitaluri străine, în special speculative, și masive căderi pe piețele bursiere. Creșterea antirecesivă cu 40% a cheltuielilor a determinat o supraîncălzire a economiei, inflația atingând un nivel de 15% în vara anului 2008.

Principalul atu al Rusiei rămân uriașele resurse de petrol și gaze. Din 1998 până în 2007, producția de petrol a crescut de la sub 300 milioane de tone la peste 450 milioane de tone.

În ultimii 7-8 ani, în Rusia s-a produs o puternică recentralizare a puterii politice, iar configurația proprietății asupra resurselor energetice nu încetează să se schimbe. În anii Elțin, oligarhii finanțau puterea contra accesului la prețuri scăzute la active energetice, acum puterea folosește conjunctura pentru a prelua la prețuri scăzute asemenea active în contrapartidă cu infuzia de capital

în această industrie. După unii analiști ruși, citați de revista britanică *The Economist*<sup>14</sup>, așa-numiții **siloviki** (adică oameni legați de ministerele și organismele de autoritate) revin în forță. Rezultatul ar fi un sistem cu un grad înalt de monopolizare, bazat pe un parteneriat *sui generis* între stat și sectorul privat, în care profiturile sunt privatizate de prieteni ai Kremlinului, iar datoriile sunt naționalizate. Rusia nu ar redeveni o economie condusă centralizat de stat, dar ea ar aluneca mai departe spre un stat corporatist.

Guvernul a alocat un total de 200 miliarde de dolari pentru diverse măsuri anticriză, din care 50 de milioane pentru deblocarea sistemului bancar și 50 de miliarde pentru salvarea unor companii „strategice”.

La sfârșit de februarie, la cinci luni după explozia crizei financiare, ce putem constata?

Colapsul sistemului bancar a fost evitat. Victimele au fost numeroase și importante. Singura țară dezvoltată care până acum n-a cunoscut niciun caz de faliment bancar sau de nevoie de a apela la măsuri de salvare este Canada, țară care și-a păstrat un sistem de reglementare „de modă veche” și în care băncile s-au deschis cu prudență spre inovațiile financiare, iar aplicarea legilor și reglementărilor a fost mai strictă. Dar creditul rămâne în continuare blocat.

În Statele Unite, noua administrație a trecut la treabă. Secretarul Trezoreriei, Tim Geithner, a anunțat un nou plan, a cărui idee de bază este folosirea fondurilor publice pentru atragerea fondurilor private în operațiile de asanare a sistemului bancar. *The Economist* îl consideră însă timid, incomplet și lipsit de detalii esențiale. Și în ceea ce privește modul de tratare a „activelor toxice”, și în ceea ce privește atragerea fondurilor private. El refuză să accepte ideea „naționalizării” băncilor, ca și ideea construirii de „bad banks”. Dacă este să devină acționar, statul ar putea dobândi acțiuni preferențiale, fără drept de vot, deși opinia publică devine tot mai critică la adresa principiului naționalizării pierderilor și lăsării profiturilor în mâini private. Insuficiente sunt considerate de mulți analiști măsurile pentru ranfluarea sectorului imobiliar.

Planul de Stabilitate Financiară (Financial Stability Plan – FSP), cum este denumit acum planul Paulson (sau TARP, în denumirea lui oficială), se bucură însă și de beneficiul îndoielii. Paul Krugman, noul laureat Nobel, a spus despre el: „Poate că e un cal troian, care introduce tiptil în cetate o politică adecvată”.

Criza sectorului real s-a instalat și ea brutal. În ultimele trei luni, producția industrială a scăzut, pe o bază anualizată: în SUA cu 13,8%, iar în

---

14 November 29th – December 5th 2008.



Anglia cu 16,4%. Și mai mult a scăzut producția industrială în țări în care aceasta e propulsată de exporturi, ca Germania, Japonia, Taiwan. În Japonia, în 2009, se anticipează o scădere a PIB de 4%, de două ori mai mare decât în SUA și Europa. În 2008, profiturile **firmelor** au scăzut cu 89%, iar producția marilor firme industriale a scăzut cu 20-40%. În Sudul Chinei, mii de fabrici s-au închis. Puternic afectată este industria în Europa de Est, Brazilia, Malaezia și Turcia. Sugestiv, coperta numărului din 21-27 februarie al săptămânalului britanic *The Economist* înfățișează un lacăt pe poarta unei uzine, iar titlul anunțat este **The collapse of manufacturing** (Prăbușirea producției industriale). În SUA, de la instalarea crizei s-au pierdut 3,6 milioane de locuri de muncă, din care aproape 600 de mii numai în luna ianuarie 2009. Vorbind de planul său de refacere și reinvestire (Recovery and Reinvest Plan), menit să prezeve sau să creeze peste 3,5 milioane de locuri de muncă și să asigure o creștere și o prosperitate durabilă, președintele Barack Obama l-a invocat pe Roosevelt și experiența acumulată atunci. În context, el a precizat: „Nu am cedat în fața ideologiilor care negau sau persiflau rolul statului, nici a celor care negau rolul pieței”.

Acum problema care frământă lumea este pe ce principii trebuie așezate planurile de relansare pentru ca acestea să dea efecte rapide și puternice, în stare să inverseze tendința. În ceea ce mă privește, mă raliez părerilor acelor care susțin că pe prim-plan trebuie pusă relansarea cererii, și nu pe o bază sectorială, ci „across the board”. Șocul monetar presupune un timp de difuzare a efectelor mult prea lung, iar în unele cazuri, ca SUA, marja de manevră a autorității monetare este practic inexistentă.

La fel stau lucrurile și cu măsurile pe partea ofertei. Articulația proiectelor, amendarea lor și demararea lucrărilor cer mult timp, așa că ele pot fi concepute ca măsuri de linia a doua. În plus, dacă la baza căderii economiei reale stau secătuiră creditului (comercial), dar mai ales scăderea dramatică a cererii, la ce ar servi sprijinirea producătorilor, dacă nu există cerere. Așadar, stimularea prin măsuri fiscale a cererii, precum și prin alte măsuri – injecții de fonduri în instituții de creditare sau chiar distribuirea de vouchere și bonuri, ca în Taiwan - trebuie să se bucure de prioritate.

Un alt principiu ar fi masivitatea, astfel ca măsurile respective să provoace, cum spune Martin Wolf, cunoscutul editorialist de la *Financial Times*, „șoc și stupeoare”.

În sfârșit, ele ar trebui să nu conțină elemente protecționiste, ca cele de „Buy American”, încă prezente în planul lui Obama sau în planul de relansare al lui Sarkozy (renunțarea la delocalizări), în sfârșit, care să nu încurajeze și

promoveze naționalismul economic și populismul sindical îndreptat împotriva muncitorilor migranți, cu atât mai mult cu cât asemenea măsuri sunt considerate de unii ca ingrediente indispensabile. După cum nu trebuie încurajată „deglobalizarea”, fie că e vorba de fluxurile de mărfuri și servicii, fluxurile de capital sau de persoane.

Concertarea și coordonarea trebuie asigurate cel puțin la nivelul principiilor în cazul programelor naționale.

## 5. Schimbări posibile

Dacă ne-am lua după intervențiile emoționale înregistrate în lunile septembrie-octombrie 2008 de o parte și de alta a Atlanticului, am fi tentați să spunem că această criză marchează sfârșitul unei ere, o reformă în profunzime a capitalismului, care îl va disciplina și moraliza, va pune capăt erei **speculatorilor** și va inaugura revenirea în prim-plan a **întreprinzătorilor**. Acest prim deceniu al unui nou secol și mileniu ar încheia astfel în el o piatră de hotar: **înainte și după** criza financiară.

Personal, sunt înclinat spre pronosticuri mai prudente.

Ceea ce e sigur, este că, în materie de politici economice, se încheie un alt ciclu.

Imediat după al doilea război, aceste politici au stat sub semnul prezenței statale, drept pentru care regimul dominant a fost bine exprimat de sintagma **conomie mixtă**. S-au făcut naționalizări, sectorul public s-a extins, reglementările s-au înmulțit, activismul statal era puternic, planificarea „indicativă” arăta drumul de urmat, politicile sectoriale și de ansamblu, politici selective, sprijineau dezvoltarea sectoarelor noi și promițătoare. În industrie, transporturi, comerț, servicii, în relațiile economice internaționale, statul era actor, arbitru, pionier. Ritmurile de creștere erau înalte, inflația era acceptabilă. Era era masificării. Consumul a devenit de masă, transporturile au devenit de masă, comerțul de detaliu cu bunuri standardizate a devenit de masă, învățământul secundar și mai ales superior au devenit de masă.

Anii '70, cu șocurile petroliere, războiul din Vietnam și acumularea exceselor politicilor intervenționiste, au marcat sfârșitul acestei ere.

A urmat un ciclu de trei decenii, marcat de „revoluția conservatoare”, ca să folosim o expresie conținând o contradicție în termeni, revoluție care a debutat cu Margaret Thatcher în Anglia și cu Ronald Reagan în Statele Unite.

Ea a reprezentat o schimbare de paradigmă în ceea ce privește raportul dintre piață și stat, viziunea despre rolul concurenței pe plan intern și extern, despre motoarele creșterii, despre fiscalitate. Această „revoluție” a continuat în anii administrațiilor democratice și s-a intensificat în anii administrațiilor republicane ale lui George Walker Bush. Modelul anglo-saxon s-a răspândit în întreaga lume, grație continuării „reformei” în China, colapsului regimurilor socio-economico-politice din Uniunea Sovietică și Europa Centrală și de Est și adoptării acestui model în tranziția la economia de piață, grație proceselor de construcție din Uniunea Europeană, convertirii social-democrației la principiile noului liberalism, dar și grație faptului că principiile acestuia, consacrate în „Consensul de la Washington”, au fost preluate în filosofia economică a instituțiilor financiare mondiale – FMI și Grupul Băncii Mondiale – și răspândite în țările din lumea a treia din Asia și America Latină. Au fost trei decenii de inovații tehnice, de dinamism economic, de afirmare a globalizării ca spațiu economic esențial, dar și de instabilitate economică și politică, mai ales în ultimii zece ani. În lume există multă incertitudine și o atmosferă de „fin de regne”.

Acest ciclu de 30 de ani se încheie cu actuala mare criză financiar-economică.

Următorul ciclu nu va repeta, cred eu, nici pe cel dintâi, nici pe cel de al doilea. El nu va marca nici revenirea la economia mixtă, nici revenirea la capitalismul ultraliberal. El va oglindi condițiile prevalente astăzi în lume, foarte diferite și de cele din primele trei decenii, și de cele din ultimii 10-15 ani. Principalele elemente sunt următoarele:

**O nouă situație în domeniul energiei, materiilor prime și capitalurilor.** Aici s-au produs într-adevăr schimbări tectonice și e posibil ca era energiei ieftine, a materiilor prime ieftine și a capitalurilor ieftine să fi luat sfârșit, deși ne putem întreba în continuare dacă mișcările fabuloase de prețuri în sus și în jos la care am asistat în 2007-2008 au oglindit schimbările de această natură sau au fost (și) rezultatul unor manipulări cu scopuri strategice.

**Destinul globalizării.** Pe de o parte, produsele industriale și serviciile ieftine originare din China, India și alte țări emergente vor deveni mai puțin ieftine pe măsura ridicării nivelurilor de dezvoltare economică a acestor țări și scumpirii forței de muncă. Pe de altă parte, scumpirea energiei și deci a transporturilor va influența fluxurile intercontinentale de mărfuri. În sfârșit, e de văzut dacă interesele pe termen lung ale statelor vor reuși să prevaleze asupra presiunilor și reflexelor protecționiste, inevitabile la momente de criză. De la „Buy American” în SUA și finanțarea unor industrii naționale, ele se regăsesc

într-o măsură crescândă în planurile de relansare. Nu vor deveni ele tot mai puternice?

**Noi factori de creștere.** Dacă omenirea se va orienta spre noi modele energetice, nevoile de reconstrucție industrială și infrastructurală vor fi imense și ar fi suficiente spre a determina o nouă fază ascendentă de lungă durată și necesitatea creșterii rolului statului ca agent economic.

**Situația politică în lume.** Implozia regimurilor comuniste și sfârșitul războiului rece au însemnat sfârșitul unui anumit tip de confruntări ideologice. Este acest lucru suficient pentru a evita o nouă spirală a cursei înarmărilor între Occident și Rusia, între Occident și China? Se pare că nu, judecând cel puțin după momentele de tensiune înregistrate în 2008 legat de criza din Caucaz, de posibilitatea extinderii NATO, de amplasarea unor elemente de scut antirachetă. Dar interesele pe termen lung ale marilor puteri militare ale prezentului pot fi armonizate, după cum probabil există șanse de rezolvare a conflictului dintre Israel și palestinieni, dintre Israel și arabi, precum și de asigurare a stabilității în zona extinsă a Orientului Mijlociu. Reușita procesului de modernizare în lumea arabo-musulmană este probabil perfect posibilă, dacă, între altele, se renunță la proiectele care identifică modernizarea cu occidentalizarea.

Stabilitatea, cooperarea și progresul în lume depind și de reușita intențiilor și obiectivele de creare a unei noi arhitecturi instituționale de guvernare economică și politică globală și regională. O nouă ordine globală se impune pentru a pune de acord arhitectura globală cu schimbările petrecute în lume în ultimele șase decenii, mai ales cu imperatiile globalizării și cu modificarea peisajului actorilor internaționali – statali și nestatali.

În ceea ce privește **sistemul financiar**, cred că măsurile de reformă cuprinse în „Declarația asupra piețelor financiare și economiei mondiale” adoptată de summit-ul de la Washington din 15 noiembrie 2008 reprezintă un inventar aproape complet și exhaustiv. Cred că dacă ele vor fi traduse în viață coerent și eficient, respectiv în condiții în care cadrul legal este completat de un cadru instituțional corespunzător, există și șansa să vedem apărând un regim mai stabil, mai transparent și mai sigur.

Acest regim se va caracteriza printr-un grad de îndatorare rezonabil, considerabil sub cel prevalent în prezent în Statele Unite.

El va trebui să comporte norme și mecanisme de natură să prevină concentrarea excesivă și apariția de instituții financiare „too big to fail”, adică prezentând un grad ridicat de risc sistemic.

Reglementarea viitoare va trebui să fie în același timp **cuprinzătoare**, adică extinsă asupra tuturor instrumentelor și actorilor, fără excepție, ceea ce nu

era cazul până acum, cât și **inteligentă** și eficace. Nu foarte complexă și severă, ca să nu frâneze sau să ucidă inovația, dar nici foarte permisivă și laxă. În fond, în această privință, echilibrul poate fi stabilit între două puncte extreme: un sistem financiar cât se poate de stabil, dar cu mari bariere în calea inovației, sau un sistem financiar susceptibil de inovație, dar instabil. În orice caz, soluțiile care vor fi găsite nu pot pretinde, chiar dacă sunt foarte adecvate, valabilitate perpetuă. Economia evoluează și, odată cu ea, nevoile de finanțare. Piața va veni cu răspunsurile ei la aceste nevoi, răspunsuri care pot fi în acord, în conflict cu normele sau care reprezintă o conturnare, o ocolire a normelor.

În orice caz, echipa de economiști pe care se va sprijini Obama, cu T. Geithner ca secretar la finanțe, cu Larry Summers<sup>15</sup> și Paul Volker în echipa de consilieri economici, sugerează nu numai faptul că președintele se înconjoară cu persoane de competență recunoscută, dar și faptul că președintele este un centrist și că în materie de economie și finanțe este probabil că va merge pe linia continuității (cu administrația Clinton), și nu pe cea a rupturii.

Reglementarea și mai ales supravegherea vor trebui să fie integrate, pentru că integrate sunt și activitățile financiare, atât cele din sectorul de activitate bancară comercială, cât și cele din sectorul de investiții financiare. Am susținut de mai mulți ani această idee și cred că modelul de referință îl poate constitui așa-numita FSA – Financial Services Authority – din Anglia.

Întărirea cooperării internaționale la nivelul reglementării și supravegherii se impune. Desigur, rolul principal în materie de supraveghere trebuie să revină autorităților naționale. Este însă un loc amplu și pentru forurile de reglementare și supraveghere regionale și globale. Creșterea rolului FMI și a Forumului de Stabilitate Financiară sau constituirea „colegiilor de supraveghere” pentru toate aceste societăți financiare transnaționale ar răspunde unei nevoi reale.

Atât în emisiunea de instrumente financiare, cât și în îmbunătățirea normelor de valorizare (valuation\*) trebuie să se aibă în vedere reducerea pe cât posibil a efectelor **prociclice**. La emisiunea de titrivate, de pildă, o posibilitate de mai bună cântărire a riscurilor ar fi păstrarea în bilanțul instituției emitente a unei părți din quantumul emis de asemenea instrumente. Cât despre o valorizare mai puțin prociclică, ar putea fi vorba de un alt sistem decât cel de „mark-to-market” utilizat în prezent.

---

15 Să conteze oare, în vreun fel, faptul că acesta este nepotul lui Paul Samuelson?

\* Nu **evaluare** și nu **valuare**. **Valuation** este procesul de descoperire a prețului de piață al unui instrument financiar, deci înseamnă valorizare, într-un alt sens, nou, de stabilire a unui preț.

În reducerea caracterului prociclic al unor elemente ale pieței, o problemă care mai trebuie dezbătută este aceea a tranzacțiilor „short”. Este limpede că aceste tranzacții accelerează și formarea de bule speculative, și degingolada piețelor bursiere, ceea ce pledează în favoarea interzicerii lor sau a suspendării lor temporare în situații bine definite. Pe de altă parte însă, ele contribuie la procesul de „descoperire a prețului” (price discovery) și deci, fiind parte integrantă a acțiunii „mâinii invizibile”, ele nu ar trebui eliminate în perioadele de funcționare normală a piețelor.

Un considerent important în proiectarea reformelor viitoare în piețele financiare este lungirea orizontului temporal al deciziilor, prin modificarea corespunzătoare a principiilor de **corporate governance**. Între altele, ar fi vorba de retribuirea cadrelor de vârf nu pe bază de performanță anuală, ci de performanță pe 4-5 ani. Între criteriile de performanță ar putea figura și alte criterii, afară de cel al sporirii valorii pentru acționari, iar în consiliul de administrație s-ar putea avea în vedere sporirea ponderii directorilor independenți. Dimensiunile etice au valoarea lor, dar mult mai importantă este regândirea indicatorilor care oglindesc interesele pe termen lung ale firmei. Poate că, finalmente, un capitalism partenerial (**stakeholder capitalism**) este de preferat capitalismului acționarial (**shareholder capitalism**) dominant în Statele Unite.

## 6. Relansarea marilor dezbateri

În epoci de tranziție, dar și în epoci de tulburări și confuzie, se asistă la o intensificare a marilor dezbateri. Exemple sunt destule. E vorba și de apariția marxismului și dezbaterile între marxiști și nemarxiști, e vorba de *Methodenstreit*, care l-a opus pe Karl Menger, adeptul *teoriei pure* bazate pe presupuziții privind comportamentul și condițiile anterioare, și Gustav Schmoller, adeptul unei științe economice bazate pe date istorice empirice și pe metoda inductivă. *Methodenstreit* este considerată drept una dintre cele mai importante dezbateri metodologice din istoria gândirii economice.

O astfel de dezbateri avea să prilejuiască, în contextul marii crize din 1929–1933, apariția doctrinei lui J.M. Keynes.

În contextul frământărilor de la sfârșitul anilor '60, 1968, o mare dezbateri privea natura schimbărilor survenite în economie și societate, schimbări asupra cărora s-au aplecat Raymond Aron, dar și Herbert Marcuse,

dar și John Kenneth Galbraith<sup>16</sup> sau Kuznets sau Leontief sau Gunnar Myrdal sau Jan Tinbergen, dar și Clubul de la Roma și bineînțeles și marele nostru compatriot Nicholas Georgescu-Roegen.

În 1969 aveam să particip la Geneva la una din așa-numitele RIG (Recontres Internationales de Genève) cu titlul atât de interesant: “Liberté: libérale ou libertaire?” Era la puțină vreme după mai 1968 și tulburările studentești care au zguduit Franța, ducând finalmente la demisia generalului de Gaulle. Capete de afiș la această dezbatere erau Raymond Aron, marele filosof politic de dreapta, Herbert Marcuse, autorul „Omului unidimensional”, filosoful de stânga foarte prizat de studențimea gauchistă din Franța și Germania, Paul Ricoeur și alții. Criza societală era atât de evidentă încât nu o nega nimeni. Întrebarea era cât de cuprinzătoare ajunsese ea. Marcuse socotea că e vorba de o criză generală, Aron, tribunul degajat și elegant, susținea că era vorba de o criză a unor instituții: întreprinderea, biserica și școala. Viața avea să-l justifice pe Aron.

Acum trăim o criză, despre care noul președinte al Americii ne previne, în termeni curchilieni, că este „o permanentă catastrofă”, că va fi lungă și dureroasă; ea repune în chestiune înseși fundamentele doctrinare care au stat la baza politicilor, instituțiilor și practicilor vieții economice interne și internaționale (vezi globalizarea).

Deruta este cu atât mai mare cu cât partidele de centru-stânga, de la laburiștii britanici la socialiștii francezi, se convertiseră la doctrina pieței libere și chiar la dogmele ultraliberale. „Triangulația” era practică nu numai de democrații americani, dar și de laburiștii blairiști sau socialiștii francezi.

Criza a surprins partidele de centru-stânga în plin viraj spre dreapta.

Pe de altă parte, în Franța, Nicholas Sarkozy, președintele adus la putere de centru-dreapta, nu ezită să recurgă la sloganuri și chiar la o retorică de stânga. Astfel, în discursul său faimos de la Toulon din 25.09.2008, el denunță „pervertirea economiei” de către un capitalism financiar care a promovat „o anumită idee de mondializare” și și-a impus logica sa. Niciun neokeynesian sau neomarxist nu putea să-l întrecă în denunțarea dogmei neoliberale: *„L'idée de la toute puissance du marché, qui ne devait être contrariée par aucune règle, par aucune intervention politique, était une idée folle. L'idée que les marchés*

---

16 Cu John Kenneth Galbraith am avut privilegiul să mă întâlnesc în anii când eram rector la ASE, pe Tinbergen l-am întâlnit la Alger la reuniunea Clubului de la Roma în care și-a prezentat cunoscutul raport, cu Leontief m-am întâlnit de mai multe ori la București, în Franța și în SUA, iar cu G. Myrdal aveam să fac parte dintr-un mic grup de reflecție, convocat la Viena în 1969 de directorul executiv al ONUDI.

*ont toujours raison était une idée folle.*” Iar la sfârșitul unei liste de reproșuri, de altfel, cum nu se poate mai îndreptățite, dar care până mai ieri erau literă de evanghelie, inclusiv pentru guvernările din Franța, de stânga, ca și de dreapta, el exclamă: „*C’était une folie dont le prix se paie aujourd’hui.*”. Despre sistemul însuși el preciza: „*ce système a creusé les inégalités, il a démoralisé les classes moyennes et a alimenté la spéculation sur les marchés de l’immobilier, des matières premières et des produits agricoles*”. Și ca să fie clar: „*Ce système, il faut le dire parce que c’est la vérité, ce n’est pas l’économie de marché, ce n’est pas le capitalisme*”. Și urmează o prezentare a capitalismului prin ceea ce este și ceea ce nu este, pentru a putea conchide: „*La crise financière n’est pas la crise du capitalisme. C’est la crise d’un système qui s’est éloigné des valeurs les plus fondamentales du capitalisme, qui a trahit l’esprit du capitalisme*”. În mod logic, dacă sistemul actual „a pervertit” economia și a trădat spiritul capitalismului, „*la crise actuelle doit nous inciter à refonder le capitalisme*”, punându-i la bază un nou „echilibru între libertate și regulă, între responsabilitatea colectivă și responsabilitatea individuală”, „între stat și piață”, „între economie și politică”.

Se reînnoadă astfel cu marile întrebări care erau prezente și altădată, ca la RIG 1969: „Ce libertate: liberală sau libertară?” Numai că președintele francez are certitudini: „*Le laissez-faire, c’est fini. Le marché qui a toujours raison, c’est fini*”. În acest adevărat manifest al unui capitalism liberal și antilibertar, „primatul speculatorilor” ar trebui să lase locul „primatului întreprinzătorilor, recompensării muncii, efortului, inițiativei”, iar „moralizarea capitalismului financiar” ar urma să fie „o prioritate”, pentru a asigura triumful „unei etici a efortului și a muncii”. Statul ar urma să depășească vechile „dogme” (evident, dogma reaganiană după care acesta este parte a problemei, și nu parte a soluției) în materie de intervenție și de concurență („care nu e decât un mijloc, și nu un scop în sine”, cum e acum în Uniunea Europeană). Se impun reforme „care să contribuie la reabilitarea valorii muncii... în perspectiva unui nou echilibru între capital și muncă”.

Și ce chemare mai grăitoare decât: „*Ne pas donner tous les bénéfices aux dirigeants et aux actionnaires, en destiner une part plus grande à ceux qui par leur travail créent la richesse...*”.

Sarkozy cheamă la „o veritabilă transformare a modelului economic și social”.

Ceea ce izbește este nu numai radicalitatea discursului, ci și tonalitatea lui. El este un discurs ale unei stângi de altădată, asemănător discursului antineoliberal și anticapitalist, dar și îndreptat împotriva „globalizării



neoliberale” care a caracterizat și caracterizează linia de gândire social-politică promovată de *Le monde diplomatique*, acest veritabil „maître à penser”, care de decenii este un far al reflexiei critice asupra ideologiei și practicii dominante. Altermondialiștii militează de mult pentru o alternativă la ceea ce ei denumesc „globalizare neoliberală”. Acum, un șef de stat cu economie dezvoltată propune refondarea capitalismului.

Sarkozy și Gordon Brown sunt politicieni pragmatici, care, raliați mai de curând sau mai de mult la doctrinele neoliberale, le-au abandonat cu precipitare în favoarea unui keynesianism, deja experimentat la vremuri de criză și care a inspirat, în Europa și America, politici care au condus la o „affluent society” și la un „welfare state” – faimoasele politici bazate pe „managementul cererii și prezența puternică a statului în economic”. În America, gânditori ca Francis Fukuyama au abandonat nava grav avariata a neoconservatorilor, la fel ca publiciști de succes ca Thomas Friedman, ilustrând tendința unei delimitări între liberali și ultraliberali, între liberali și libertarieni.

Un fenomen interesant este cel reprezentat în Germania de cancelarul Angela Merkel, care încearcă să reziste la tentațiile neokeynesiene, dar care nu poate face abstracție că partidul său se află la guvernare într-o mare coaliție cu social-democrații și că scadența electorală este aproape.

În orice caz, este interesant de văzut ce nouă lectură se va da thatcherismului, inspirat în materie economică de Sir Allen Walters, care a părăsit această lume la sfârșitul lui ianuarie 2009, blairismului și ideologului său, Anthony Giddens, ca și, în Statele Unite, liniei de gândire politică exprimată de „Reaganomics” și inspirată de economiști ca Laffer sau Mundell. Reaganomics, care, după cum se știe, se reducea la câteva idei simple, și anume: reducerea impozitelor, eliberarea de constrângeri a pieței libere, credința că pe aceste două premise tot restul problemelor se rezolvă de la sine. „Small government” era, de asemenea, o parte a mantrei neoliberale, dar, în cursul administrațiilor republicane, cheltuielile publice și deficitul bugetar au crescut dramatic.

Astăzi, în America se observă o reînviere a interesului pentru opera lui John Kenneth Galbraith, cu concepțiile sale despre marile firme, despre „*countervailing power*” și despre rolul statului, dar și pentru iconoclaști ca Joseph Stiglitz, laureatul Nobel din 2001. Cercetările sale din anii '70 și '80 au ca principală concluzie teza că, în condiții de deplină libertate a piețelor, imperfecțiunea și asimetria informației poate duce la disfuncții serioase în alocarea resurselor la transformarea eșecurilor microeconomice în eșecuri macroeconomice, la acutizarea problemelor de agenție. Experiența lui ca

președinte al grupului de consilieri economici din timpul administrației Clinton și de economist-șef la Banca Mondială îl recomandă ca pe un cunoscător și al economiei americane, și al politicilor instituțiilor financiare – Banca Mondială și FMI – cu rol atât de mare în așezarea fundamentelor globalizării. El este cel mai articulat critic al „fundamentalismului de piață”, întruchipat de „consensul de la Washington” și politicile acestor instituții. Cărțile sale „*Globalisation and Its Discontents*”, „*The Roaring Nineties*” sau „*Making Globalisation Work*”, ca și numeroasele sale articole denunță eșecul politicilor ultraliberale, mai ales în ceea ce privește managementul riscurilor și alocarea resurselor.

Așadar, critica stiglitziană este ancorată atât în cunoașterea realităților americane și mondiale, cât și în creația sa teoretică. În acest context, aș evoca și contribuțiile compatriotului nostru de la Nashville, Nicholas Georgescu-Roegen. Și el a denunțat teza atotputerniciei pieței, cu referire specială la problema energiei și, pe un plan mai larg, a entropiei. El a venit, între altele, cu argumentul că piețele nu pot asigura un *arbitraj intergenerațional*, întrucât generațiile viitoare nu pot participa la „licitația” care permite, prin jocul cererii și ofertei, luarea în calcul a costurilor entropice. El propune un nou model de creștere, axat pe minimizarea efectelor entropice ale acesteia, iar demonstrația lui privind limitele modelelor matematice sună și mai convingător astăzi, când se cunosc erorile modelelor puse la punct de Merton Black-Scholes în materie financiară.

Și contribuțiile lui Anghel Rugină, recent dispărut de pe această lume, se constituie într-un argument împotriva tezelor care pornesc de la ideea atotputerniciei pieței. Am în vedere mai ales ideea lui de piațe în echilibru stabil, care implică între altele ideea, de origine euckiană, a necesității prezenței unui factor R, adică a unui anumit cadru instituțional (vezi ideea de Ordnung). De altfel, și pragmatismul actual, când guverne care până mai ieri aplicau rețete ultraliberale aplică azi cu sârg rețete keynesiene, își găsește o explicație analitică la Anghel Rugină, pentru care orice teorie are câmpul ei de valabilitate.

Rugină ne face să ne gândim dacă nu cumva nu numai keynesianismul este astăzi „de retour”, dar și neoliberalismul german, pe al cărui sol teoretic au germinat conceptele de *Sozialmarktwirtschaft*, acel concept care avea să se regăsească – performanță excepțională - atât în programul Partidului Creștin Democrat, cât și al celui Social Democrat și să stea la baza unor politici care au permis miracolul economic vest-german din primele decenii postbelice.

Este interesant cum marii economiști, laureați sau nelaureați Nobel, se raportează atât la originile și natura crizei actuale, cât mai ales la remediile avute în vedere. Astfel, către sfârșitul campaniei prezidențiale din SUA, 100 de

economiști au luat atitudine împotriva unor măsuri anticriză avute în vedere de candidatul Obama. Printre aceștia se aflau laureații Nobel Gary Becker, James Buchanan, Robert Mundell, Edward Prescott și Vernon Smith.

Ei au luat atitudine împotriva ideii de majorare a fiscalității. Robert Mundell, care a fost unul dintre inspiratorii curentului de *supply-side economics* și chiar, cum spune el, al programului economic reaganian – *Reaganomics* – rămâne și astăzi pe asemenea poziții și propune reducerea impozitelor pe profituri la 20% sau chiar la 15%.

Confruntarea între *supply-siders* și adepții școlii keynesiene noi, ca Stiglitz sau Krugman, se manifestă la diverse reuniuni, cum este cea de la Landau (Germania), care a avut loc în luna august a anului 2008, la care au participat 15 laureați Nobel, printre care Robert Solow, Stiglitz, George Akerloff, Robert Mundell și Miron Scholes. Ea va fi prezentă la Forumul economic de la Davos (ianuarie 2009), la Forumul altermondialist din Brazilia și fără doar și poate va fi prezentă la Summit-ul din aprilie 2009.

Rațiunile recursului la intervenția statală sunt multiple.

În primul rând, în condițiile dispariției *încrederii*, statul este în poziție unică de a putea acționa și în absența ei și de a încerca *ipso facto* restabilirea ei, de exemplu, prin garantarea depozitelor și garantarea creditelor (interbancare sau către instituții nefinanciare).

În al doilea rând, statul este în poziția unică de a mobiliza resurse imposibil altfel de mobilizat, resurse care angajează atât generațiile prezente, cât și viitoare. Deoarece el are o mult mai mare credibilitate decât instituțiile private, el poate să mobilizeze atât resurse ale populației, cât și ale firmelor, atât interne, cât și internaționale (de exemplu, resurse ale forurilor suverane). La vreme de criză, când încrederea a dispărut, statul devine unicul debitor cu bonitate.

În al treilea rând, în condițiile când lipsa de încredere deprimă investițiile private, statul rămâne un *mare investitor potențial* atât pentru asanarea și recapitalizarea sectorului bancar, cât și pentru dezvoltarea și modernizarea infrastructurii, salvarea unor ramuri în dificultate și relansarea economică generală.

Costul economic al intervenției statale implică dezechilibre cu potențial inflaționist, după cum implică suprimarea funcției „ecologice” a distrugerii creatoare schumpeteriene – și deci conservarea unor întreprinderi neviabile și chiar erori în alocarea resurselor, cu efecte negative asupra eficienței economice.

Dezbaterile viitoare vor fi influențate, desigur, de peripețiile actualei crize financiare și economice. Cu cât aceasta va fi mai îndelungată și mai profundă cu atât mai mari vor fi tentațiile spre măsuri chirurgicale extreme. Căci, cum se subliniază în sobrul, dar neoliberalul hebdomadar britanic *The Economist*\*, „mânia și resentimentele la adresa finanțelor moderne vor crește cu siguranță. Există pericolul ca factorul politic să contribuie la sporirea daunelor, nu numai prin exces de reglementare a sectorului financiar, dar și prin atacarea piețelor, pretutindeni în economie.

Aceasta ar reprezenta o amarnică răsturnare după o generație în cursul căreia piețele au fost descătușate, iar economiile naționale s-au deschis și au prosperat. Într-un moment când în lume se reconsideră echilibrul între piețe și stat, ar fi tragic ca ingredientele prosperității să fie abandonate pe parcurs”.

Așadar, atenție la victimele colaterale!

Și dacă este adevărat că în numele credinței în atotputernicia pieței s-au comis numeroase și grave excесе, care se cer remediate, dacă reconsiderarea echilibrului dintre stat și piață se impune, să nu uităm și posibilitatea exceselor în sens invers și să încercăm să ne ferim de ele.

De aceea mari dezbateri teoretice, politice, economice, în măsura în care vor fi, trebuie salutate, căci ele sunt nu numai interesante, dar și utile. Ar fi păcat, mare păcat să se sacrifice comerțul liber și să asistăm la revenirea protecționismului sau la demolarea edificiului european sau la reluarea cursei înarmărilor, ca modalitate de ieșire din criză, ca la sfârșitul anilor '30 din secolul trecut.

Viitorul rămâne o mare necunoscută<sup>17</sup>.

Ce e clar e doar că modelul neoliberal sau ultraliberal și-a trăit traiul, că suntem deja într-un regim de economie mixtă, iar câmpul dezbaterilor rămâne infinit deschis. O pâine de mâncat pentru economiști.

Dar „imnul” mondial al zilei este nu *God Bless America*, întrucât „c'est là que le bât blesse”, ci *God save America*, căci fără relansarea ei, nimica nu e, ca să-l parafrazez pe Ecleziasat.

În ultimele luni ale anului 2008 s-au amplificat și ravivat dezbaterile în jurul modelelor matematice care au fost larg utilizate pe piețe financiare pentru măsurarea riscurilor și stabilirea prețului opțiunilor.

---

\* Numărul din 11-17 octombrie, pag. 34.

17 Cum spune Goethe în Egmont: “Ca biciuiți de spirite nevăzute, apleacă bidivii solari ai timpului, trăgând după ei trăsura fragilă a destinului nostru. Încotro se îndreaptă ea? Cine știe! De-abia dacă-și mai amintește de unde a plecat”. Sau Esenin: „Unde ne-or duce sorții evenimentelor?”.

Cică ar fi greșite, deși elaborate de viitorii laureați Nobel, pe care i-am citat într-un alt studiu din această lucrare.

Desigur, suntem în mijlocul unei crize. Unei crize, care a început ca o criză financiară americană, a devenit o criză financiară mondială și care a afectat sectorul real, devenind o criză economică mondială. Două crize sectoriale – a sectorului imobiliar și a sectorului financiar – se împletesc cu o criză a ciclului de afaceri, așa-numitul business-cycle. Dar este oare vorba și de o criză a capitalismului? Iată o problemă de discuție, ca și în 1969 la „Rencontres Internationales de Genève”. Unii vor răspunde afirmativ. E vorba de cei aparținând curentelor neomarxiste. Alții vor susține că e vorba de criza orientărilor neoliberale care au fasonat politica economică în ultimii 30 de ani. Alții, în sfârșit, vor vedea în ceea ce se întâmplă în jur o criză a modelului neoliberal de globalizare.

Un obiect de mari dezbateri îl constituie înseși măsurile de ieșire din criză. Prin relansarea cererii de consum? Prin investiții? Prin reducerea impozitelor? Printr-un mix pragmatic? Ce măsuri au efecte anticriză pe termen scurt? Și ce măsuri sunt lipsite de un asemenea efect? Și, în general, este bine ca statul să se substituie pieței în desfășurarea crizei? Apoi criza din sectorul imobiliar trebuie să fie „uitată” sau, dimpotrivă, tratarea ei să fie inclusă printre priorități?

Să adoptăm modelul suedez cu ideea lui de încartiruire a „activelor toxice” într-o „bancă rea”, idee de care americanii inițial s-au temut, au aplicat-o pe jumătate, au abandonat-o, pentru ca apoi să revină la ea? Să nu cădem în păcatele japonezilor, care n-au acționat decât peste opt ani de la declanșarea crizei financiar-imobiliare? Dar nu este de reținut și lecția lor că, atunci când s-au urnit, cu programele lor masive anticriză, a funcționat?

Să ne bucurăm că în țările occidentale criza nu a atras și șocuri monetare, dar să nu excludem ipoteza, că asemenea șocuri nu-s excluse, cum crede și Soros, în „Noua Europă” sau chiar ca în țări ca Italia și Grecia?

Să plafonăm lăcomia șefilor marilor bănci, cum propun Sarkozy și Obama, să predicăm corporațiilor o nouă Sfântă Treime (ca Sarkozy) în împărțirea valorii nou create: o treime pentru acționari, o treime pentru salariați și o treime pentru investiții? Sau să ne gândim la o nouă schemă de „corporate governance”, implicând alte soluții la „problema agentului”, nivel de stimulente (incentives) sau de parteneriat public-privat care să permită o mai bună alocare a resurselor (inclusiv spre domenii importante) strategice, dar insuficient de lucrative pe termen scurt?

O revalorizare a modelului european, cu mai mult social (welfare) și mai mult „government”? Dar aceasta nu înseamnă și mai puțină creștere și mai puțină libertate de inovație și răsturnări în sistemul de pensii, de sănătate, de finanțare a studiilor?

Sau există și o cale de mijloc între modelul american, „trendy” până mai ieri, și modelul european, până mai ieri cam arhaic și plin de rigidități? Sau un mix, cu elemente și ale modelului japonez?

Aș pune punct acestei suite de întrebări pentru a mă referi în final la câteva idei de dezbateri.

Prima, apărută în *The New Republic*, din 4 februarie 2009, se referă la actualitatea ideilor lui Keynes. Acestea ar fi valabile nu numai la momente de criză și nu numai pentru faze depășite ale capitalismului – era fordistă a producției de masă. „Capitalismul matur” descris de Keynes ar acoperi și realitățile de astăzi.

Ideile lui Keynes ar putea conține răspunsul la problemele prezentului. Și nu numai pentru a scoate lucrurile din punctul mort, ci pentru a asigura o nouă formă de existență a capitalismului. Ele ar trebui însă să fie aplicate în integralitatea lor, atât în ceea ce privește permanența prezenței statului, a binecunoscutelor politici, cât și a unor abordări politice pe care, în 1939, Keynes le-a denumit „socialism liberal”. Articolul subliniază că, nici în anii administrației Roosevelt, nici ulterior, ideile lui Keynes n-au fost aplicate integral. Aceasta ar însemna promovarea concomitentă a reformelor interne, cu reforme externe, monetare și financiare, menite să asigure stabilitatea și echilibrul în mediul internațional.

A doua idee îi aparține lui Immanuel Wallerstein, un autor cunoscut publicului român, în prezent cercetător la New York State University și fost președinte al Asociației Internaționale de Sociologie. Adept al lui Fernand Braudel și unul dintre inspiratorii mișcării altermondialiste, Wallerstein consideră că actuala criză financiară și economică ar marca finalul fazei B a unui ciclu lung „Kondratieff”, dar și „faza terminală” a sistemului capitalist. În sensul braudelian, ne-am afla în faza de tranziție de la un sistem la altul, cum s-a întâmplat, de pildă, în perioada dintre mijlocul secolului al XV-lea și mijlocul secolului al XVI-lea, când s-a produs prăbușirea feudalismului și când „se construiesc, prin tatonări succesive” și în mod inconștient, soluții neașteptate, al căror succes va sfârși prin „a face sistem, întinzându-se încetul cu încetul, sub forma capitalismului”.

Perioada destructivă care încheie faza B a unui ciclu Kondratieff durează 2-5 ani. Perioada de tatonări spre un nou sistem este în curs. În treizeci-

patruzeci de ani, **un nou sistem** va fi apărut. E posibil ca locul actualului sistem să fie luat „de un sistem de exploatare mai violent decât capitalismul” sau „dimpotrivă”, să se instaleze un model de societate mai egalitar și mai redistributiv.

În ceea ce privește deplasarea centrului economiei lumii (ca în trecut de la bazinul mediteranean la coasta Atlanticului și apoi la Statele Unite), Wallerstein consideră că, în timpul lung braudelian, acestuia îi va lua cincizeci de ani spre a se contura, dar acum nu se poate ști care va fi el. După predicția cercetătorului american, „conflictele interne se vor exacerba în Statele Unite, care sunt pe cale să devină țara cea mai instabilă politic”.

O a treia serie de idei îi aparține lui George Soros.

Vorbind de pe pozițiile „societății deschise”, George Soros a furnizat adesea păreri critice la adresa capitalismului global, și nu numai în decursul uraganului financiar și economic recent. Încă acum 10 ani, în 1998, el publica „*The Crisis of Global Capitalism*”. Notez în fugă câteva dintre ideile forță ale acestei cărți:

„Fundamentalismul de piață este astăzi o mai mare amenințare pentru o societate deschisă decât orice ideologie totalitară”.

„Eșecurile în materie de decizie politică sunt mult mai răspândite și mai dăunătoare decât eșecurile mecanismelor de piață”.

„Sistemul capitalist global este o formă distorsionată a societății deschise”.

„Avem o economie globală fără o societate globală”.

„Pentru a stabili și reglementa societatea cu adevărat globală, avem nevoie de un sistem global de decizie politică. A pune capăt existenței statelor nu e nici posibil, nici de dorit; întrucât însă există interese colective care transcend frontierele statelor, suveranitatea statelor trebuie subordonată legii internaționale și instituțiilor internaționale”.

Pentru SUA, Soros identifica acum 10 ani trei teme majore, derivate din conceptul de societate deschisă: contestarea intruziunii valorilor de piață în zone în care acestea sunt inapropiate; tratarea efectelor adverse neintenționate și chiar a unor politici bine intenționate și abordarea inechităților în distribuția veniturilor și a problemei avantajelor sociale, probleme generate de fundamentalismul de piață.

Să mai traducem încă o dată fundamentalismul de piață, precizând că acesta este interpretarea libertariană abuzivă a conceptului de piață liberă?

Într-o viziune braudeliană de „longue durée” se înscrie noua propunere paradigmatică a lui Tudorel Postolache, la care m-am referit foarte succint la centenarul nașterii lui Nicholas Georgescu-Roegen, la simpozionul ce i-a fost dedicat la Academia Română. El, Postolache, Postolache examinează implicațiile epistemologice ale unor elemente în cadrul cărora, „începând cu a doua jumătate a secolului 20 s-au înregistrat simultan veritabile străpungeri”, anume:

- descoperirea legilor psihicului, ale inconștientului uman și aprofundarea continuă a studiilor asupra inconștientului personal, inconștientului colectiv și inconștientului profund sau universalizat;
- descoperirea legilor „calculului computațional” și a ceea ce el numește „triada computațională”;
- transformarea, din planul generațiilor umane, unde succesiunea generațiilor simple e înlocuită cu o succesiune a „generațiilor suprapuse”.

Pornind de la idei formulate de A. Toynbee, de Stephen Wolfram (*A New Kind of Science*), de la cercetări recente în materie de somn, dar și de la alte descoperiri mai vechi (ciclul lung Kondratieff) sau mai noi (decodarea legilor genomului uman) sau de la sugestii culese din diverși gânditori (ca Locke, Spinoza, Eliade) sau vizionari (de ex., Pierre Werner), T. Postolache vine cu propria sa viziune despre „crizele civilizaționale”, perplexitatea instituțională și – într-un sistem noțional propriu – oferă o grilă de lectură pentru discernerea unor **prodromuri**, a unor mlădițe și componente ale noului în lumea unui „ideal practicabil”. Căci, cum spune T. Postolache, nu se poate aștepta să se pună la punct o teorie coerentă a soluțiilor... dar este la îndemâna omenirii să schițeze un sistem de soluții, care fără a fi Soluția, ar fi totuși calea spre o soluție practicabilă.

(Desigur, rămâne de dezbătut dacă **teoria coerentă** a soluțiilor poate să arate drumul sau dacă însăși viața inventează elementele – cum crede Braudel și Wallerstein – care se vor articula într-un nou sistem sau și una și alta).

Prodromurile, embrionii noului concept sistemic, ar fi noua paradigmă a valorii, o producție dominată de factorii imateriali, ca bunurile cu mare intensitate culturală și artistică, dar și – mai ales – o nouă formă de proprietate, inalienabilă aceasta - proprietatea identitară, motorul asigurat de succesiunea generațiilor coexistente și matricea unificatoare reprezentată de „școala universală”, în rolurile ei multiple și mai ales acela de mediator societal.

Noua paradigmă a valorii extrapolează ideea wolframiană de computaționalitate și echivalență computațională, spre a afirma o substanță comună în tot ceea ce există și se produce, respectiv în rezultatele muncii



omului, ale muncii naturii, ale muncii divine. Această cosubstanțialitate asigură comensurabilitatea. Nicholas Georgescu, cu ideea de entropie, a introdus natura în circuitul procesului de producție, idee ignorată de neoclasici. T. Postolache, pe lângă natură, introduce și divinul. Dar el introduce, implicit și explicit, și o nouă categorie de resurse, cele permise de accesul conștientului la oceanul finit, dar fără limite al „muncii naturii” și al „muncii divine” sau de accesul subconștientului personal la oceanul infinit al inconștientului personal colectiv.

Idei de dezbateri pot rezulta și din relectura unor mari gânditori. Astfel, în cazul lui Smith, o astfel de relectură, care ar include nu numai „*The Wealth of Nations*”, dar și „*The Theory of Moral Sentiments*”, ar arăta că el nu absolutiza rolul mecanismului de piață și nici nu considera că motivația profitului ar fi suficientă pentru a rezolva toate problemele economico-sociale. El sublinia explicit rolul unui factor nelegat de piață, cum e încrederea (trust, confidence), și era departe de concluzia reduționistă a unora că teoria lui ar lăsa totul pe seama „mâinii invizibile”. El era și un susținător al unei mâini vizibile, cea a statului, în asigurarea de servicii publice, ca educația sau asistența pentru cei săraci, după cum se arăta profund preocupat de inegalitatea și sărăcia care pot supraviețui într-o economie de piață, chiar prosperă.

La sugestia privind valabilitatea lui Keynes m-am mai referit. O relectură merită și un cunoscut contemporan și rival al lui, anume Arthur Cecil Pigou, pentru accentul pus pe „cauzele psihologice” ale fluctuațiilor economice, pe „erorile ... (legate de) un pesimism nejustificat” și „infectios” și pentru studiul său clasic în materie de „Welfare economics”.

De la Smith și de la Pigou ne vin numeroase intuiții profunde privind importanța unor instituții nelegate de piață și a unor valori diferite de cele legate de profit.

Să reamintim în context că în ianuarie 2009 s-a ținut la Paris un simpozion cu tema „O lume nouă, un nou capitalism”, organizat de Nicholas Sarkozy, președintele Franței, și Tony Blair, fostul prim-ministru britanic. Și să încheiem cu părerea laureatului Nobel Amartya Sen (exprimate la sfârșitul lui februarie 2008), după care n-ar fi nevoie de un capitalism nou, ci de o înțelegere nouă a unor idei vechi, care, din păcate, au fost neglijate. Ideea e să nu reducem totul la piață, să o lăsăm să-și facă treaba acolo unde e locul ei și să vedem cum se poate asigura și o interacțiune între diferite instituții și valori (inclusiv ale statului) și binele public și să vedem cum se poate merge dincolo de soluțiile pe termen scurt spre a contribui la crearea unei lumi mai bune.

Ideile de dezbateri nu lipsesc.

## Bibliografie selectivă

- Allais, Maurice, *La mondialisation: la destruction des emplois et de la crissance*, Editions Clément Juglar, Paris, 1999.
- Dumitriu, Petru, *Sistemul ONU în contextul globalizării*, Curtea Veche, București, 2008.
- Galbraith, James K., *Created Unequal, The Crisis in the American Pay*, The Free Press, New York, 1998.
- Georgescu-Roegen, Nicholas, *Unele elemente de orientare în știința economică*. Editura Academiei Române, București, 2009.
- Greenspan, Allan, *The Age of Turbulence*, The Penguin Press, New York, 2007.
- Kennedy, Paul, *Naissance et déclin des grandes puissances*, Editions Payot, Paris, 1989, 1991.
- Montbrial, Thierry de, *Ațiunea și sistemul lumii*, Academia Română, Fundația Națională pentru Știință și Artă, Editura Expert, București, 2003.
- Nicholas Sakozy, *Discursul de la Toulon din 25.09.08*.
- Postolache, Tudorel, *Vers un idéal praticable*, Editura Academiei Române, 2007.
- Richard, Jean François, *Al doisprezecelea ceas. 20 probleme globale, 20 ani pentru a le rezolva*, Institutul Bancar Român, București, 2004.
- Sen, Amartya, *Capitalism Beyond the Crisis*, The New York Review of Books, feb. 2009.
- Sen, Amartya, *Development as Freedom*, Alfred A. Knopf, New York, 1999.
- Soros, George, *The Crisis of Global Capitalism Public Affairs*, New York, 1998.
- Stiglitz, Joseph E., *Globalization and Its Discontents*, W.W. Norton & Company, New York.
- Stiglitz, Joseph E., *Making Globalization Work*, W. W. Norton & Company, New York, 2006.
- Stiglitz, Joseph E., *The Roaring Nineties*, W.W. Norton & Company, New York, 2003.
- Wanniski, Jude, *The Way the Wold Works*, Regency Publishing, Inc., Washington, D. C. 1978, 1983, 1989, 1998.

Woodward, Bob, *Greenspan's Fed and the American Boom*, Simon & Schuster, New York, 2000.

\*\*\* *Foreign Affairs*, Numere Seleccionate.

\*\*\* *G-20 Summit Communication in full*, *The Independent*, Sunday, 16 november, 2008.

\*\*\* *L'Express*, Numere selectionate.

\*\*\* *Le Monde Diplomatique*, Colectie.

\*\*\* *Le Monde, Sélection Hebdomadaire*, Colectie.

\*\*\* *Le Nouvel Observateur*, Colectie.

\*\*\* *News week*, Colectie.

\*\*\* *The Economist*, Colectie.

\*\*\*, *Rapport de la Commission pour la libération de la croissance française, Sous la présidence de Jacques Attali.*

## 2. Inovația financiară mondială\*

România se află în fața unui nou mare val de modernizare.

Supportul moral al primului val l-a constituit latinitatea redescoperită a românilor și deci înrudirea cu națiuni avansate economic, politic și cultural ale Occidentului. Cel de-al doilea val a fost stimulat de marea unire de la 1918. Al treilea, soldat în bună parte cu un eșec, a fost demarat în contextul schimbărilor politice și ideologice de după al doilea război mondial.

Acum forța motrice – un nou mit fondator, orientat spre viitor – este apartenența României la Europa și lumea Occidentului, respectiv dorința românilor ca, după o jumătate de secol de evoluție separată, să revină la matca valorilor occidentale și să integreze structurile economice, politice și militare ale Vestului. Mitul fondator recent, materializat în poziția opiniei publice, pozițiile mass-media, atitudinea partidelor politice și a societății civile, va fi,

---

\* Prezentul studiu, elaborat în 2001, urmărea să surprindă tendințele manifestate pe plan financiar în SUA, Europa și în lume și să extragă concluzii pentru România, angajată atunci în efortul ei de tranziție la economia de piață și de aderare la Uniunea Europeană. El poartă marca timpului, este datat. În acești ani, anii care s-au serus excesele s-au înmulțit și agravat, iar, finalmente, tensiunile au explodat, infirmând validitatea modelului american, ce se propaga și în restul lumii. Modelul înceta a fi un „model de urmat”.

Studiul conține puneri în gardă. El subliniază că „ciclul, departe de a fi dispărut, își reafirmă prezența și perenitatea, că evenimentele „pun în lumină excesele și neajunsurile piețelor de capital”, „viziunea pe termen scurt pe care o favorizează, volatilitatea care le caracterizează”, că „aceste piețe tind să se ambaleze ușor și să genereze baloane speculative... (ceea ce) nu poate să nu ducă la corecții uneori foarte dureroase”, că „la formarea baloanelor speculative a contribuit sistemul de recompensare a managerilor”.

Despre derivate, categoria de instrumente financiare care au furnizat grosul contingentului de „active toxice”, în studiu se subliniază că, „în această fază, o maximă prudență față de ele se impune”.

În ceea ce privește accentul excesiv pus pe autoreglementare, poziția din studiu e fără ambiguități pentru România. „Nu este o pistă de urmat”.

În legătură cu agențiile de rating, se arată că, „prin analizele lor, au servit grupuri de interese, manipulând piața și contribuind la „exuberanța ei irațională”, ca să folosim formula devenită celebră a lui Allan Greenspan.

probabil, alimentat de primirea în NATO, ca și de roadele modernizării în planul bunăstării și civilizației și al consolidării statului de drept.

Criteriile de aderare, ca și **acquis-ul** european, structurează și facilitează procesul de modernizare. Europa sugerează nu numai formele, ci și fondul, conținutul (deși nu întotdeauna conștiința fondului este deosebit de puternică). Aceasta deosebește esențial recentul val de modernizare de primul și este de natură să accelereze considerabil progresul economic și social, întrucât acum modernizarea nu mai poate fi selectivă și haotică, ca în cursul primului val. La nivelul obiectivelor și principiilor, al legilor și instituțiilor, în toate diversele domenii, drumul este jalonat, criteriile de evaluare și autoevaluare există.

Efortul național de modernizare poate fi însă irosit în parte, dacă direcția mișcării nu este bine înțeleasă, sau poate fi potențat, dacă se înțelege bine care sunt tendințele de bază ale lumii occidentale și unde ne situăm în contextul mișcării acesteia, spre a decela posibile scurtături istorice și “etape de ars”. O astfel de tradiție s-a creat la INCE din 1990, iar eforturile Academiei, în cadrul proiectelor ESEN, și proiectele naționale Snagov 1 și Snagov 2 pentru definirea strategiei de aderare la Uniunea Europeană au continuat-o și aprofundat-o. Personal, am aplicat această metodică în 1991 și în cadrul proiectelor menționate.

Lucrarea prezentă își propune să degajeze concluzii pentru o strategie pe **termen lung**, de construcție, dezvoltare și modernizare a serviciilor financiare și a economiei de piață în România. Încerc, astfel, să depășesc orizontul temporal și abordarea mai tehnică din comunicarea prezentată în cadrul ESEN 1 și din strategia subsectorială pentru planul de acțiune consensualizat pe care am coordonat-o în cadrul Proiectului național Snagov 2.

Evoluțiile din ultimii câțiva ani, inclusiv în planul cercetării, permit o înțelegere mai clară a resorturilor și frânelor dezvoltării moderne. Aș sintetiza concluziile proprii în această privință în felul următor.

Alături de globalizare, de revoluțiile reprezentate de străpungerile în informatică și internet, precum și de trecerea de la paradigma keynesiană a managementului prin cerere la paradigma economiei ofertei, **financiarizarea** schimbă esențial modalitățile și rezultatele economiei de piață. Ea marchează tranziția la noi forme de finanțare și ridică economia de piață pe o treaptă superioară, sporindu-i potențialul de eficiență.

Sistemele financiare bazate pe finanțarea prin piețe de capital oferă țărilor respective avantaje la nivel micro și macroeconomic, le pune în situația de a avea performanțe mai bune în ceea ce privește productivitatea și creșterea PIB pe locuitor.

Pionier și lider în acest proces sunt Statele Unite. Europa, încă în urmă, avansează rapid în aceeași direcție. În această privință, convergența între modelul american și cel european este crescândă. Japonia se află de un deceniu în pierdere de viteză datorită cantonării în structuri demodate, care până în 1990 fuseseră sursa performanțelor sale excepționale. Ea este încă la ora sistemului financiar bazat pe bănci, a conglomeratelor industrial-financiare, a participărilor încrucișate. Zăbovirea în sisteme financiare bazate pe bănci și alimentarea prin credite bancare a baloanelor speculative din construcții, ca și vulnerabilitatea, în condițiile globalizării, a sistemelor monetare ancorate la dolar se află la originea dificultăților țărilor cu dezvoltare rapidă din Asia de Est și Sud-Est.

Nivelul de dezvoltare a piețelor de capital a devenit un etalon al nivelului de dezvoltare a țărilor mai puțin dezvoltate din lumea a treia și din lumea în tranziție confruntate cu problemele similare ale “deschiderii” și demonopolizării, privatizării, dereglementării și retragerii statului din activități care afectează principiul “terenului de joc egal”. Paralel cu revoluția paradigmatică din SUA, Fondul Monetar și Banca Mondială prin IFC - International Financier (Corporation) - au devenit instrumentul promovării în lumea extra-OCDE a direcțiilor de acțiune pentru construirea unor economii de piață funcționale, inclusiv prin sprijinirea creării de piețe de capital.

Financiarizarea se regăsește într-o serie de procese care se constituie în vectori ai continuării și aprofundării ei și, implicit, ai unei eficiențe sporite la nivel micro și macroeconomic.

Granițele dintre instituțiile de credit, băncile de investiții și firmele de asigurări se șterg. Băncile comerciale depășesc sfera creditului bancar, implicându-se în activități de brokeraj cu valori mobiliare, gestiune de active financiare, prestarea de servicii de investiții, vânzarea de servicii de asigurări. Instituțiile financiare își păstrează specializările, dar tind să acționeze ca “supermarketuri financiare” care prestează întreaga gamă de servicii financiare. Simbolul acestei transformări este faptul că în anul 2000, în SUA, legea Glass-Steagal (care în urmă cu peste șase decenii instaurase separarea juridică dintre instituțiile de credit, cele de investiții financiare și firmele de asigurări) a fost în sfârșit abrogată, eliminând o diferență dintre instituțiile financiare americane și cele europene și un obstacol în calea globalizării financiare.

Ascensiunea investitorilor instituționali – fonduri mutuale, fonduri de pensii investite în instrumente financiare, societăți de asigurări – asigură răspândirea privilegiată a produselor piețelor de capital în calitate de instrumente de economisire, de investire, inclusiv de investire în țări străine. O mare parte a fluxului de capitaluri străine sunt plasamente ale investitorilor

instituționali în piețe bursiere din alte state. Dezvoltarea acestor investitori și, respectiv, atragerea celor străini trebuie să devină parte a oricărei strategii naționale pe termen lung de dezvoltare și modernizare a serviciilor financiare, chiar și atunci când accidente naționale (cazurile SAFI, FNI) sugerează atitudini de rezervă. Corolarul și fundamentul dezvoltării investitorilor instituționali este răspândirea indirectă a proprietății asupra capitalului acționarial la nivelul publicului larg. Împreună cu accesul la proprietatea imobiliară, pe care, de asemenea, îl facilitează, și cu schemele de tip ESOP, aceasta ar putea constitui instrumentul de democratizare economică a capitalismului. Primul efect al difuzării directe și indirecte a acționariatului la nivelul publicului larg îl constituie diminuarea rezistenței la schimbare, respectiv la măsurile distructive social, de raționalizare sub impulsul progresului tehnologic și al concurenței.

Deși ascensiunea prestatorilor de servicii de investiții și extinderea internet determină apariția unor sisteme de tranzacționare bursieră alternativă, care interferează cu marile sisteme constituite, tendința în Europa, dar și în SUA este de consolidare a piețelor de tranzacționare și în primul rând a sistemelor de clearing, decontare și depozitare.

La nivelul societăților, afirmarea piețelor de capital ca modalitate de bază de finanțare exterioară și trecerea la paradigma economiei ofertei au drept principală urmare evoluția conceptului și practicii **guvernării societare** de natură să dea o mai bună rezolvare "problemei agentului", asigurând noi posibilități de afirmare a suveranității acționarului.

La nivelul structurilor de reglementare a piețelor financiare în sensul larg, tendința, sub imperiul revoluției financiare, este de regrupare într-o autoritate unică, ca în Anglia, a diferitelor agenții de reglementare și supraveghere.

Pornind de la aceste tendințe mondiale, se pot identifica o serie de elemente ale unei strategii românești pe termen lung de dezvoltare și modernizare a serviciilor financiare:

1. asigurarea preponderenței finanțării prin piața de capital față de finanțarea prin bănci;
2. dezvoltarea investitorilor instituționali, inclusiv a fondurilor de pensii administrate privat;
3. crearea tuturor premiselor pentru dezvoltarea pieței acțiunilor și a capitalismului acționarial, stimularea dezvoltării întregii game de instrumente și servicii de investiții și a serviciilor de rating;
4. fuzionarea Bursei de Valori București cu Rasdaq;

5. dezvoltarea unor norme și practici de guvernare societară, convergente cu tendințele europene și mondiale;
6. instituirea unei autorități unice de reglementare și supraveghere pentru toate cele trei categorii de servicii financiar-bancare, de investiții și de asigurare.

## 1. Transformarea sistemelor financiare

Schimbarea care a avut loc în serviciile financiare în ultimele trei decenii are, prin amploare, viteză și radicalitate, ca și prin urmările la nivel micro și macro asupra economiei, caracterul unei revoluții.

### 1.1. Direcții ale financiarizării

**Globalizarea financiară.** Șocurile petroliere și schimbările pe care ele le-au atras, respectiv acumularea de enorme resurse financiare - “petrodolari” - la băncile private, deficitele bugetare și de balanțe de plăți înregistrate de numeroase țări membre ale OCDE sau în curs de dezvoltare transformă fluxurile internaționale de capital privat dintr-un fenomen periferic într-o componentă dominantă a economiei mondiale. Din necesitatea atragerii resurselor internaționale de capital are loc o deschidere a piețelor financiare naționale spre finanțările private. Fluxurile private devin inima sistemului financiar internațional.

**Explozia instrumentelor financiare.** În planul instrumentelor creanțiere, cât și patrimoniale, modificările sunt profunde. Instrumentele creanțiere cunosc o schimbare fundamentală de peisaj. La nivelul firmelor, apar și capătă o dezvoltare enormă obligațiile cu randament ridicat (*junk bonds*)<sup>1</sup> și diverse alte

---

<sup>1</sup> Aceste obligații, denumite în America obligații de duzină, de mâna a doua, respectiv *junk bonds*, și-au câpătat o reputație dubioasă după ce a avut loc în SUA scandalul caselor de economii (*savings and loan institutions*). În contextul dereglementării din anii 1980, acestora li s-a permis să facă investiții în orice fel de titluri, depozitele făcute la ele beneficiind în continuare de garanție publică. Lansându-se în mari investiții în *junk bonds*, acestea au cunoscut în 1989 o prăbușire de proporții. Statul și contribuabilii americani au suportat pierderi de sute de miliarde de dolari. Manipularea caselor de economii a fost unul dintre capetele de acuzare împotriva lui Michael Milken, care e considerat drept inițiatorul operațiilor cu *junk bonds*. Aceste categorii de obligații au devenit un instrument privilegiat pentru finanțarea “creșterii” și “restructurărilor” corporațiilor emitente, fiind firme ale căror instrumente creanțiere erau notate cu un calificativ mai prost de BBB (în notația lui Standard & Poor’s) Baa3 (în notația lui Moody’s), adică sub nivelul recomandat pentru investiții. În 1989, cam un sfert din valoarea obligațiilor în circulație în SUA îl reprezentau



produse rezultate din utilizarea creanțelor. Prin titrizarea ipotecilor, băncile largesc aria resurselor mobilizate prin creditul ipotecar. Pentru comunitățile locale se pune la punct sistemul obligațiilor municipale. Se dezvoltă gama largă a derivatelor ca instrumente de acoperire a riscurilor și de speculație financiară.

Obligațiile cu randament ridicat (*junk bonds*), produsele rezultate din titrizarea creanțelor (credite ipotecare, credite de consum, credite bancare etc.), obligațiile municipale, derivatele extind considerabil sfera posibilităților de investiții prin piața de capital, așa cum se arată în tabelul 1.

Tabelul 1 - **Titluri acoperite prin credite în SUA**  
(volum în milioane dolari)

	1990	1994	1998	1999
Titluri acoperite prin credite ipotecare (a)	1075,3	1678,1	2421,8	2747,6
Volumul creditelor ipotecare (b)	2646,6	3330,0	4327,5	4759,2
Rata de tritizare (a/b în %)	40,6	50,4	56,0	57,7
Titluri acoperite prin alte active	105,8	256,4	812,0	917,9
din care, prin credite de consum (c)	76,7	146,1	372,4	435,1
Volumul creditelor de consum (d)	805,1	983,9	1331,7	1431,8
Rată de titrizare a creditului de consum (c/d în %)	9,5	14,8	28,6	30,4

Sursa: US Federal Reserve, Flow of Funds.

Se diversifică gama instrumentelor patrimoniale pentru a permite finanțarea crescândă prin emisiunea de acțiuni.

**Ascensiunea investitorilor instituționali.** Fondurile mutuale, de pensii și de asigurări au făcut posibil accesul publicului larg la investiții pe piața de capital. Pe de altă parte, ascensiunea băncilor de investiții a facilitat accesul firmelor la finanțare prin piața de capital.

---

obligațiile de tip “junk”. Emitenții lor erau: 1) “îngeri căzuți”, adică societăți retrogradate de agențiile de rating; 2) societăți noi în căutare de capitaluri pentru dezvoltare; 3) firme ale căror echipe de management erau angajate în operații de răscumpărare (LBO) sau de preluare a altor firme.

Tranzacțiile cu junk bonds comportă două inovații: apelul la economii publice și recursul la plasamentul garantat. Calificativul de “junk” a apărut pe la mijlocul anilor ‘70, în legătură cu starea precară a companiilor emitente. Un echivalent precis pentru “junk” este greu de găsit în limba română. Uneori se recurge la sintagma obligațiuni “murdare”, care nu mi se pare potrivită, fie și pentru faptul că americanii folosesc și sintagma junk food, lucruri de mâncare ieftine și rapide, dar nu “murdare”. Sensul de “junk” în sintagma amintită este mai curând “de duzină”, “nesigure”, “riscante”.

**Transformarea sistemelor de tranzacționare, de clearing, decontare și depozitare.** Automatizarea operațiilor și dematerializarea titlurilor au permis interconectarea simultană a piețelor, tranzacții la distanță. Internetul, la rândul său, înscamnă brokeraj electronic și sisteme alternative de tranzacționare. Piețele câștigă în eficiență, adâncime, lărgime, lichiditate. Costurile de tranzacționare se reduc. Costul capitalului scade. Piețele de capital dezvoltă un avantaj competitiv față de bănci în ceea ce privește costul capitalului. Ne vom ocupa de această problemă într-un paragraf aparte.

**Revoluția concurențială** contribuie la lărgirea acestui avantaj competitiv. **Dereglementarea**, unul dintre procesele-cheie ale tranziției de la paradigma managementului prin cerere la paradigma economiei ofertei, reprezintă deschiderea spre concurență în arbitrajul între reglementare și concurență. Pentru a se facilita circulația internațională a capitalului, se renunță la controlul schimburilor, la măsurile restrictive privind ratele de dobânzi, impozitarea obligațiunilor deținute de străini. Se renunță, de asemenea, la sistemul comisioanelor fixe, la interdicția de a tranzacționa pe alte piețe unele titluri cotate la Bursa de Valori din New York și la regulile care făceau extrem de dificilă delistarea. Prin abrogarea legii Glass-Steagal se suprimă compartimentarea existentă între serviciile bancare, de investiții și de asigurări. Toate acestea largesc posibilitățile de manifestare a concurenței și asigură, implicit, comprimarea costurilor de tranzacție.

Ascensiunea **piețelor de capital** este rezultanta acestor dezvoltări și, totodată, una dintre cele mai importante componente ale financiarizării. Corolarul acestei evoluții este dezintermedierea crescândă a finanțelor și scăderea rolului băncilor comerciale în atragerea de economii și finanțarea firmelor<sup>2</sup>.

### *1.2. Evoluții în Europa*

În Europa, evoluția convergentă cu sistemul financiar american s-a accentuat în ultimul deceniu și mai ales în ultimii 5 ani. Forțele motrice ale acestei mișcări convergente sunt trecerea la euro ca monedă unică și globalizarea. Prin

---

<sup>2</sup> Primul val de dezintermediere în domeniul economisirii îl reprezintă ascensiunea investitorilor instituționali, care determină reculul depozitelor bancare; al doilea val îl reprezintă procesul în cadrul căruia piețele de capital se substituie parțial băncilor în rolul lor de furnizori de capital; al treilea este simplificarea operațiilor de back-office prin introducerea progresului tehnic. În al patrulea val, distribuția produselor bancare este dezintermediarizată. Început cu răspândirea bancomatelor și a bankingului prin telefon și sisteme computerizate de firmă, acest proces este accelerat considerabil de internet. Se întrevede și un al cincilea val, când pe bază de internet și tehnologii conexe va fi posibilă evitarea băncilor ca intermediari de plăți, clearing și decontare.

titrizare și acționizare, firmele europene caută să se poziționeze cât mai bine pentru exploatarea potențialului financiar european și global.

De notat că firmele europene au fost mai dependente de bănci ca surse de finanțare exterioară decât firmele americane. La începutul anilor 1980, peste 80% din finanțarea exterioară a firmelor din Europa continentală se asigura prin bănci, iar efectele de comerț erau inexistente. În prezent, finanțarea prin emisiunea de acțiuni și de obligațiuni depășește creditele bancare.

Cea mai semnificativă creștere – 30% pe an în perioada 1995-1999 – se înregistrează în domeniul emisiunii de acțiuni. La titlurile cu venit fix și îndeosebi la emisiunea de obligațiuni acoperite prin ipoteci și credite ale instituțiilor bancare se observă un progres similar. Valoarea obligațiunilor emise de firme a început să înregistreze și ea o creștere foarte puternică (18% în 1998 și 58% în 1999). Valoarea emisiunii medii de obligațiuni s-a dublat și ea în 1999, ceea ce reflectă mai buna capacitate de absorbție a piețelor.

Noile emisiuni și noile listări reprezintă o componentă semnificativă în dinamica înregistrată de capitalizarea bursieră în Europa. În 1999, capitalizarea bursieră din Europa celor 15 a atins 109 față de PIB (85% pentru grupul euro de 11 țări). Recordmen mondial este Finlanda – cu 272%, urmată de Anglia – 206%, Luxemburg – 192%, Olanda – 176 % și Grecia – 174%, conform tabelului 2.

**Tabelul 2 - Date comparative asupra sistemelor financiare:  
zona Europa și SUA (în % față de PIB, 1999)**

	Zona euro	SUA
Credite bancare către firme	45,2	12,4
Titluri cu venit fix emise de:	98,8	166,2
- firme	7,4	29,0
- instituții financiare	36,4	46,8
- sectorul public	54,9	48,4
Capitalizare bursieră	90,2	179,8

Sursa: Raportul Lamfalussy.

După cum se vede din tabelul 2, procesul de dezintermediere este mult mai avansat în SUA, după cum mult mai avansat în această țară este procesul de acționizare. Direcția este esențialmente aceeași – dezintermedierea, acționizarea. Modelul european continuă să se deosebească de cel american prin accentul pe solidaritate și consens, prin mult mai marea reglementare și elementele de

rigiditate care marchează piața muncii. Mișcarea sistemelor financiare se caracterizează însă prin convergență.

Raportul Lamfalussy constată, semnificativ, că activele administrate de investitorii instituționali reprezintă 10 trilioane de dolari, echivalentul PIB-ului european, că piața euro-obligațiilor este substanțială, depășind cu 40% obligațiile de stat de pe piața americană (care nu mai trebuie să finanțeze deficitele bugetare), deși valoarea obligațiilor de firmă rămâne mult sub cea a pieței obligatare corespunzătoare din SUA. Tranzacțiile pe bursele europene au atins un nivel record în anul 2000, ceea ce reprezintă un alt indice al unei “culturi acționariale emergente în Europa”. Piețele de valori mobiliare nu reprezintă însă decât circa jumătate din dimensiunea celor americane. Raportul identifică în această privință o serie de factori restrictivi, între care mai slaba dezvoltare a fondurilor de pensii, mai slaba dezvoltare a capitalului de risc (al cărui volum nu reprezintă în Europa decât o cincime din volumul capitalului de risc din SUA), cultura antreprenorială mai puțin aptă să genereze inițiative și să ducă la crearea de întreprinderi noi, o insuficientă armonizare de natură să permită aplicarea principiului recunoașterii mutuale și, mai ales, marile deficiențe ale cadrului de reglementare european.

Versiunea inițială a Raportului Lamfalussy reține cinci tendințe care se fac simțite pe piețele de capital europene.

Prima tendință este **creșterea semnificativă a tranzacțiilor cu valori mobiliare și a cererii de acțiuni**, observabilă la nivelul capitalului și al volumului tranzacțiilor și al numărului de persoane adulte care posedă **direct** acțiuni (25,1% în Anglia, 7,1% în Germania, față de 50% în SUA) și o deplasare spre acțiuni în structura portofoliilor fondurilor de investiții (o creștere cu 20% față de 1994, respectiv 40% în prezent, față de 60% în SUA).

A doua tendință este **europenizarea/internaționalizarea piețelor de valori mobiliare**. Orizontul investițional al fondurilor și investitorilor devine treptat mai european. Ponderea titlurilor naționale în portofoliile fondurilor mutuale este în scădere. Volumul tranzacțiilor transfrontaliere crește. Aceleași fonduri de investiții sunt membre la diferite burse și servesc unor clientele naționale multiple. Burse și structuri noi de tranzacționare se concurează transfrontalier. Totuși, în pofida acestor tendințe, preferința pentru instrumentele “naționale” persistă în activitatea primară și secundară de pe piețele de capital europene. Această situație se bazează în parte pe inerția deprinderilor în materie de investire. Se datorează însă și faptului că emisiunea, tranzacționarea și decontarea transfrontaliere sunt afectate de numeroase obstacole de ordin juridic și tehnic. Sunt remarcate însă și anumite bariere la

intrare, o serie de restricții legale de care sunt afectați prestatorii europeni de servicii financiare pe piețe terțe (SUA). Raportul apreciază că această problemă va trebui să fie discutată în cadrul următoarei runde de negociere comerciale multilaterale.

A treia tendință este **concurența și cooperarea între burse și sisteme de tranzacționare**. În legătură cu cele peste 20 de sisteme de tranzacționare alternative care funcționează în Europa, raportul constată că, “în măsura în care aceste noi aranjamente de tranzacționare sunt accesibile public unui mare număr de investitori, ele pot genera unele probleme de reglementare comparabile cu cele care se pun pe piețele de acțiuni”.

A patra tendință este **presiunea crescândă în vederea consolidării activităților de compensare-decontare**.

A cincea tendință este **volatilitatea sporită a prețurilor activelor financiare**.

### 1.3. Reculul piețelor bursiere. Spre o inversare de tendințe?

Puternicul recul al piețelor bursiere din SUA (mai ales pe Nasdaq – unde volumul capitalizării s-a redus cu cca 60%, respectiv cu trei trilioane și jumătate de dolari) și din restul lumii<sup>3</sup> este de natură să provoace anumite reconsiderări și să tempereze dinamica piețelor de valori mobiliare. Cred însă, împreună cu alți analiști, că tendința **nu** va fi și **nu** poate fi inversată.

Evoluția reală a tranșat în disputa dintre cei care susțineau că noua economie schimbă toate datele problemei și determină dispariția crizelor ciclice. Ciclul, departe de a fi dispărut, își reafirmă prezența și perenitatea. În plus, sfârșitul unei piețe ascendente (*bull-market*) care durează de două decenii pune în lumină excesele și neajunsurile piețelor de capital.

Asociate cu inovațiile tehnologice, aceste piețe tind să se ambaleze ușor și să genereze baloane speculative. Creșterea exagerată a cotațiilor bursiere în raport cu profiturile generate de firme nu poate să nu ducă la corecții uneori foarte dureroase.

Este limpede astăzi că la formarea baloanelor speculative au contribuit sistemul de recompensare a managerilor cu opțiuni asupra acțiunilor, sistemul de răscumpărare de acțiuni (*buy-backs*) cu obiectivul de a spori valoarea pentru acționari (*shareholder value*), dar, de fapt, punând acționarii să plătească pentru a asigura beneficii exorbitante managerilor.

---

<sup>3</sup> Pe Neuer Markt, piața din Frankfurt pentru acțiuni “de creștere”, indicele Nemax 50 a scăzut cu 90% față de vârful din martie 2000.

Fuziunile și achizițiile sunt uneori prilejuri de excese și risipă, mai ales prin preluări insuficient chibzuite și uneori în detrimentul firmei preluatoare. Astfel de efecte atrage, de pildă, sistemul *pooling of interest*, în baza căruia, în contabilitate, se surprinde **nu** întregul cost al unei achiziții, ci numai valoarea activelor firmei achiziționate. Așa-numitul *goodwill*, diferența între prețul de achiziție și valoarea activelor, nu se contabilizează. Aceasta deformează dramatic situația reală privind rezultatul achizițiilor și performanțele managementului. Sistemul de *pooling* va fi probabil abrogat, dar el a reușit să alimenteze numeroase și grave excese și distorsiuni.

Capitalul de risc stimulat de profiturile realizate în două decenii de *bull-market* s-a revărsat supraabundent și cu riscuri mult mai mari pentru investitori asupra firmelor solicitante, îndeosebi din tehnologia informației, telecomunicații, mass-media.

Critici foarte dure există la adresa firmelor și compartimentelor de *research*, care, prin analizele lor, au servit grupuri de interese, manipulând piața și contribuind la “exuberanța ei irațională”, ca să folosim expresia devenită celebră a lui Allan Greenspan.

În lumina evoluției din ultimele 18 luni, a dușului realității, crește probabil numărul celor înclinați spre o viziune mai realistă și chiar al celor tentați să vadă în funcționarea piețelor de capital elementele unei “economii de casino” (Keynes). Și totuși, cu toată viziunea pe termen scurt pe care o favorizează, cu toată **volatilitatea** care le caracterizează și comportamentul gregar al investitorilor, piețele de capital au o serie de mari avantaje.

În primul rând, piețele de acțiuni și obligațiuni, care se află într-o permanentă mișcare, surprind imediat orice schimbări în percepțiile despre viitorul economiei, despre încredere sau despre risc. Această permanentă ajustare la evoluția pieței (*marking to market*), prin care se revizuieste valoarea activelor pentru a se ține seama de schimbarea survenită în circumstanțe și percepții, nu are un echivalent în activitatea băncilor. Băncile sunt instituții ideale pentru strângerea de mici depozite și transformarea lor în mari aglomerări de capital, pentru transformarea depozitelor pe termen scurt extrem de lichide în active pe termen lung lipsite de lichiditate, pentru redirecționarea capitalului de la activități cu randament sau risc scăzut spre activități cu randament ridicat și risc ridicat. Ele se pretează la abordări pe termen lung. Dar **crahurile bancare sunt mult mai devastatoare și cu urmări mai persistente** decât crahurile de bursă. O arată experiența americană în anii '30. Băncile nu-și “marchează la piață” activele, sunt mai sensibile la interferențe politice și la psihozele populare. Ele pot genera baloane speculative în sectorul imobiliar și în domeniul investițiilor.

Întrucât valoarea activelor nu se ajustează rapid, semnalele prin prețuri sunt bruiate, iar creditele continuă să meargă în direcții greșite. Așa s-a întâmplat în SUA cu criza din domeniul caselor de economii (*savings and loans institutions*) și criza petrolieră texană din anii '80 sau cu criza imobiliară de la începutul anilor '90. De fapt însă, deosebirea esențială între bănci și piețele de capital se referă nu atât la faptul că băncile ar fi mai susceptibile să genereze baloane speculative și crahuri, ci la faptul că ieșirea din crizele bancare este mai dificilă și cere eforturi mult mai îndelungate. Laureatul Nobel Merton Miller denumea băncile o tehnologie din secolul XIX care este extrem de expusă la dezastru. Băncile au însă rolul și locul lor, iar așa cum subliniază unii analiști, cele mai rodate economii sunt cele care-și diversifică sursele de finanțare și se bazează pe piețe de capital când lucrurile merg bine, dar în stare să se replieze pe bănci atunci când apetitul pentru risc se schimbă.

Acestea sunt rațiunile avute în vedere de Alexander Lamfalussy, președintele Comitetului de *wise men* asupra reglementării piețelor europene de valori mobiliare, care afirmă că sprijinirea mai mare pe piețele de capital este unul dintre factorii care au permis SUA ca în ultimul deceniu să depășească în materie de performanțe Europa și Japonia. În versiunea prezentată în iarna anului 2000 se notează că viteza schimbării pe piețele europene și mondiale este amețitoare și în continuă accelerare. Velocitatea și complexitatea schimbărilor în curs sunt fără egal în istoria piețelor financiare. O serie de forțe își spun aici cuvântul: globalizarea care creează un mediu extrem de competitiv; progresul rapid în tehnologia comunicațiilor și informației, care determină reducerea costurilor de tranzacționare și stimulează inovația în materie de produse financiare, introducerea de produse noi devenind un fenomen zilnic, și trecerea la euro, care, înlăturând riscul de schimb în zona euro, împinge piețele de capital europene spre o tot mai mare integrare. Acest proces schimbă din temelii piețele mobiliare europene, inclusiv bursele de valori și participanții la piață (p. 71).

Alături de construirea economiei informaționale, integrarea serviciilor financiare reprezintă principalul obiectiv economic în următorii câțiva ani al UE, precum și un complement logic și necesar al euro.

În Raportul prezentat în martie 2001, Comitetul condus de Alexander Lamfalussy pune între avantajele integrării europene a piețelor de capital:

- **la nivel micro** – o mai rațională alocare a capitalului, o mai mare lichiditate, care va stimula toate întreprinderile, în special IMM-urile, reducerea costului capitalului, câștiguri nete mult mai mari pentru

consumatori și un mai ieftin proces transfrontalier de clearing și decontare.

- **la nivel macro** – creșterea productivității capitalului și muncii și amplificarea premiselor pentru o creștere mai puternică a PIB și a cererii de muncă. “Aceste avantaje tangibile vor galvaniza voința politică, economică și socială în favoarea reformei și progresului”.

La întrebarea dacă pasiunea pentru piețele bursiere și cultura acționarială va fi afectată de actualele vicisitudini ale piețelor americane și mondiale, **pe termen scurt** răspunsul trebuie să fie afirmativ. Investitorii manifestă deja rețineri, mai ales în America, unde, pentru prima dată în decurs de un deceniu, fondurile mutuale de acțiuni au înregistrat un val de răscumpărări. Aversiunea față de piețele de capital se manifestă și în alte țări, iar un indiciu semnificativ este și faptul că ponderea economiilor emergente în capitalizarea globală a scăzut de la 11% în 1996 la 6,5% în prezent, cu mult sub ponderea lor de aproape 40% în produsul mondial. Declinul piețelor de capital reprezintă însă mai curând o anomalie pasageră decât o inversare a unei tendințe pe termen lung. Chiar după reculurile din anul trecut, volumul pieței acțiunilor este triplu față de 1990. Acțiunile au crescut în valoare mai rapid decât obligațiunile și cu mult mai rapid decât depozitele bancare. Numeroase țări înregistrează o creștere lentă, dar continuă a numărului de acționari.

Schimbarea în favoarea piețelor de capital este evidentă. Un rol mai mare pentru piețele de capital poate să însemne mai multă instabilitate, dar și o mai bună alocare a resurselor și posibilitatea trecerii la sisteme de pensii sustenabile. Răspândirea acționariatului poate contribui la asigurarea unor sisteme viabile de pensii. Mai presus de orice, acționarizarea va consolida sistemul capitalismului de piață însuși, asigurând angajaților o cointeresare mai substanțială și mai directă în succesul firmelor.

#### *1.4. Cercetarea economică și serviciile de investiții*

Una dintre trăsăturile revoluției financiare din ultimele două decenii o constituie faptul că unul dintre pilonii ei l-au constituit străpunerile realizate pe plan teoretic, la care au contribuit numeroși economiști, unii dintre ei distinși cu Premiul Nobel pentru studiile economice.

Diversificarea activelor și reducerea riscului pe măsura creșterii portofoliului sunt legate de contribuțiile lui Harry Markowitz, începând cu teza sa de doctorat din 1952. Pentru aceste contribuții care au revoluționat modalitățile și practicile de gestiune a portofoliilor individuale și instituționale și care au



sprijinit ascensiunea spectaculoasă a investitorilor instituționali, el a fost distins cu Premiul Nobel pentru științe economice pe anul 1990.

Tehnica arbitrajului a beneficiat de pe urma puternicelor contribuții ale lui Franco Modigliani și Merton Miller, care au demonstrat că valoarea de piață a unei întreprinderi este independentă de modul în care o întreprindere își finanțează capitalul și decurge în special din fluxul de venit generat de active. O întreprindere cu mari datorii, dar și cu un *cash flow* puternic poate să aibă o valoare de piață mult mai mare decât o întreprindere care manifestă precauții în recursul la resurse externe și datorii.

Modigliani și Miller sunt părinții fondatori ai unei noi discipline – economia financiară – apărută la joncțiunea dintre teoria economică pură și studiul comportamentului financiar al firmelor. În plan practic, contribuțiile lor stau la baza acțiunii firmelor de investiții care urmăresc câștiguri din operațiuni de arbitraj.

Gestiunea pasivă pe bază de indici a portofoliilor se bazează pe teoria eficienței piețelor de capital, care nu pot fi depășite ca performanță printr-o gestiune activă. Gestiunea pe bază de indici a portofoliilor utilizată de investitorii instituționali cu corolarul ei – benchmarking-ul (compararea rezultatelor unei gestiuni active cu un indice de referință) - au la bază contribuțiile teoretice a lui Eugen Farma și Fisher Black și reprezintă ceva nou, inexistent în urmă cu două decenii.

Evaluarea activelor financiare în funcție de gradul lor de risc a devenit posibilă ca urmare a analizelor lui Farma privind eficiența piețelor de capital îmbinate cu rezultatele cercetărilor lui Markowitz și Tobin (Premiul Nobel pentru științe economice pe 1980) privind alegerea portofoliului de către operatori. Tobin, autorul celebrului său indice “q”, definit ca raport între valoarea de piață a unui activ și costul său real de înlocuire, este unul dintre economiștii care, pornind de la programul de cercetare al lui Hicks, a încercat să stabilească o legătură între sectorul financiar și sectorul real al economiei.

Ideile lui Markowitz și Tobin au fost dezvoltate de William Sharpe (laureat Nobel pentru științe economice pe 1990) și Jack Treynor, care au elaborat modelul de echilibru al activelor financiare, cunoscuta formulă CAPM (Capital Asset Pricing Model), care implică estimarea tuturor fluxurilor viitoare de venit și transformarea lor în valoarea prezentă netă, NPV în engleză.

Calculul valorii opțiunilor și al produselor derivate, considerat a fi rezultatul cel mai important al cercetărilor în materie de economie financiară, se bazează pe contribuția unui număr de economiști, având în fruntea plutonului pe Fisher Black, Miron Scholes și Robert Merton, toți trei laureați ai Premiului

Nobel pentru științe economice în 1990. Se consideră că opera lor care datează de la începutul anilor '70 a contribuit foarte mult la dezvoltarea rapidă a piețelor de produse derivate în ultimii 20 de ani.

O relevanță directă pentru înțelegerea piețelor financiare și îmbunătățirea instituțiilor și practicilor lor au lucrările lui Joseph E. Stiglitz, laureat al Premiului Nobel pentru economie pe anul 2001. Aprofundând idei ale multor precursori, inclusiv Alfred Marshall și A. Barle, lucrările lui despre economia informației proiectează o lumină nouă asupra importanței instituțiilor financiare, asupra rolului imens al unei bune guvernări societare în funcționarea corespunzătoare a companiilor, asupra arhitecturii sistemului financiar internațional în condițiile globalizării etc.

Unele lucrări științifice recente subliniază legătura dintre dezvoltarea piețelor de capital și rata de creștere a PIB și PIB/locuitor, reluând teza lui Schumpeter cu privire la influența pozitivă a acestor piețe asupra creșterii pe termen lung.

În anii '90, numeroase lucrări teoretice s-au ocupat de deplasarea accentului de la finanțarea prin bănci la finanțarea prin piețe de capital. Modele referitoare la lichiditate și risc fundamentează concluzia că difuzarea internațională a riscului prin piețe de acțiuni integrate internațional permit substituția portofoliilor sigure, cu randamente scăzute, prin portofolii cu randamente ridicate și deci creșterea accelerată a productivității investițiilor. Până recent însă, suportul empiric al unor asemenea concluzii lipsea.

Ragan and Zingales (1998)<sup>4</sup> se concentrează pe mecanismele prin care dezvoltarea financiară stimulează creșterea economică. Ei testează empiric ideea că în condițiile unor sisteme financiare dezvoltate sunt avantajate firmele și ramurile care depind de finanțarea prin mijloace atrase (firme și ramuri noi). Concluzia lor este că dezvoltarea *ex ante* a piețelor de capital facilitează substanțial creșterea *ex post* a acestor ramuri și firme. În măsura în care acestea sunt o sursă de idei noi, dezvoltarea financiară stimulează inovația și deci și creșterea economică. În particular, este demonstrată importanța pentru creștere a unei dezvoltări a pieței capitalurilor de risc. Așadar, se poate conchide că o puternic dezvoltată piață de capital reprezintă pentru o țară o sursă de avantaj comparativ în ramuri care sunt mai dependente de finanțare exterioară.

Levine și Zervos verifică și ei empiric dacă nivelurile de dezvoltare a piețelor de acțiuni (lichiditate, dimensiune, volatilitate și integrarea cu piețele de

---

4 Raghiran G. Ragan and Luig Zingales, "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, nr. 88, June, 1998.

capital mondiale) sunt corelate cu ratele prezente și viitoare de creștere economică, acumulare de capital, creșteri de productivitate și rate de economisire. Ei analizează date statistice din 47 de țări pentru perioada 1976-1993. Concluziile lor arată că aceste corelații sunt pozitive și semnificative. Factorii financiari apar ca parte integrantă a procesului de creștere.

În anul 2000, un studiu elaborat de trei economiști<sup>5</sup> analizează date din 63 de țări referitoare la perioada 1960-1995, pentru a desprinde influența dezvoltării financiare asupra creșterii economice și asupra surselor ei. Ei urmăresc influența acestei dezvoltări asupra ratelor de economisire, acumulării de capital fizic și creșterii totale de productivitate la nivelul factorilor. Acești autori nu constată o corelație pozitivă puternică cu acumularea de capital fizic sau ratele de economisire private, dar găsesc o asemenea corelație când este vorba de creșterea reală a PIB pe locuitor și creșterea de productivitate la nivelul factorilor.

#### *1.5. Unele concluzii privind o strategie românească pe termen lung de modernizare economică*

Dacă tendințele semnalate mai sus în legătură cu financiarizarea surprind corect realitatea, aceste tendințe ar trebui să se manifeste și în cazul României. Sporirea eficienței – la nivel micro și la nivel macro – a economiei românești reclamează transformarea piețelor de capital în pilonul de bază al serviciilor financiare, respectiv transformarea instrumentelor sale în principala formă de economisire, precum și de finanțare externă a firmelor.

Tabelul 3 arată însă că în prezent ponderea serviciilor de investiții este neesențială în țara noastră. România se află cu zeci de ani în urmă față de țările membre ale UE, iar vecini ca Polonia, Ungaria, Cehia au față de noi un avans considerabil. Între cauzele acestor rămânări în urmă se numără: demararea cu întârziere și inconsecvență a programelor de privatizare și angajarea cu un decalaj de 5-6 ani a procesului de creare a infrastructurilor legale și instituționale ale pieței de capital, accentul pus pe programele de privatizare în masă, instabilitatea politică și socială din unii ani, inflația și stagnarea economică, ratarea primului val de aderare la NATO, Uniunea Europeană, OCDE și, bineînțeles, lipsa culturii acționariale, ca și experiențele nefericite în materie de fonduri mutuale.

---

5 Beck Thorsten, Ross Levine and Norman Loayza, "Finance and the Sources of Growth", *Journal of Financial Economics*, nr. 58, 2000.

**Tabelul 3 - Piețele de capital din România în context zonal  
(date pe anul 2000)**

Țara	Capitalizare (mii USD)	Capitali- zare/PIB	Număr societăți	Volum me- diu zilnic (mii USD)	Pondere ca- pitalizare în total piețe emergente	Primele 10 societăți ca pondere în capitaliza- rea pieței
România	1.572	4,2%	5.580	1,67	0,1%	25,7%
Rep. Cehă	10.565	19,9%	131	15,70	0,4%	26,0%
Ungaria	10.187	20,8%	59	28,20	0,37%	67,1%
Polonia	27.779	19,0%	226	37,90	1,0%	38,0%
Grecia	101.996	90,0%	331	156,30	3,7%	31,1%
Slovenia	2.507	16,1%	40	1,78	0,1%	42,3%
Estonia	1.550	31,0%	19	0,83	0,1%	7,0%
Europa emergentă	239.456			661,20	8,7%	
America Latină	641.444			503,50	23,2%	

Sursa: Emerging Stock Markets Review, January 2001.

O creștere susținută a societăților pe acțiuni, a mobilizării de resurse financiare prin piața de capital și a orientării spre aceste piețe a economiilor interne și mai ales externe reclamă, înainte de toate, un mediu economic, politic și social stabil, cu inflație scăzută, absența șocurilor, guverne omogene și cu viziune prospectivă, syndicate mai cooperante. Mediul economic general trebuie să fie prielnic și să se caracterizeze prin rate de creștere de 5-7% pe termen lung, un sector prosper de întreprinderi mici și mijlocii, cu tot mai multe întreprinderi mari cu performanțe bune și care, în căutare de resurse financiare la un cost cât mai scăzut, să se orienteze în măsură crescândă spre instrumentele patrimoniale și creanțiere ale piețelor de capital.

Politica monetară a BNR și politica de gestiune a datoriei ar trebui să fie astfel concepute încât să minimizeze efectul de evicțiune și să permită dezvoltarea emisiunilor primare de acțiuni și obligațiuni.

Față de investițiile străine de portofoliu trebuie să se manifeste nu teamă, ci o deschidere dublată de prudență. Nu putem dezvolta în ritmuri accelerate piețele de capital fără prezența masivă a investitorilor instituționali străini. În țările vest-europene, aceștia asigură zeci de procente din volumul tranzacțiilor bursiere, implicându-se tot mai activ în problemele de guvernare societară.

Prezența investitorilor străini poate contribui nu numai la expansiunea piețelor de capital, dar și la creșterea eficienței firmelor românești și a economiei în ansamblu. Desigur, piețele de capital nu sunt un instrument al stabilității. Dar falimentele bancare care s-au succedat în salbă nu sunt un semn că sistemul bancar ar promova în mai mare măsură stabilitatea. Capitalismul în general nu excelează prin stabilitate, ci prin dinamism. Dinamismul, atunci când se bazează pe progres tehnic, nu poate să nu fie însoțit de perturbări, de fugă înainte, baloane financiare speculative, suprainvestiții, asumare de riscuri excesive și chiar de fenomene de distrugere, faimoasa distrugere creatoare de care vorbea Schumpeter. Unele țări, ca Taiwan-China, au motive cu totul speciale (teama de China continentală) spre a bara drumul oricăror investiții de portofoliu. Alte țări, precum Chile, pot penaliza refluxurile de capital efectuate mai repede decât durata minimă legală de rămânere în țară. Dar nicio țară care vrea să beneficieze de avantajele globalizării nu se poate izola de fluxurile masive de capital promovate pe glob de investitorii instituționali cu vocație internațională.

O rezervă enormă pentru dezvoltarea piețelor de acțiuni o constituie procesul de privatizare. Indiferent de metoda aleasă, guvernul trebuie să pună pe piață, prin burse, un anumit procent din cota statului, spre a fi distribuită publicului larg, eventual în condiții mai avantajoase. O asemenea idee a fost introdusă anul trecut în **planul de acțiune** consensualizat pentru piețele de capital, la a cărei elaborare au participat zeci de persoane cu poziții-cheie dintre participanții de piață, din autoritatea de reglementare, din parlament, proces în care Academia Română, prin INCE, a avut un rol-cheie în elaborarea materialelor de lucru și găsirea numitorului comun al valoroaselor contribuții prezentate.

Dezvoltarea pieței acțiunilor presupune stimularea dezvoltării investitorilor instituționali. Relansarea fondurilor mutuale va trebui legată de înlăturarea cauzelor actualei anomalii, respectiv faptul că procente infime din activele fondurilor sunt investite în acțiuni cotate. Certificatele de trezorerie sunt instrumente ale pieței monetare, a cărei dezvoltare este un element al oricărei strategii pe termen lung, ca aceea de care ne ocupăm. Această piață nu se poate substitui însă pieței acțiunilor și pieței obligațiunilor. Politica publică și participanții la piață trebuie să aibă în vedere crearea condițiilor legale și instituționale pentru dezvoltarea întregii game de instrumente și servicii financiare, pentru dezvoltarea serviciilor de investiții, pentru participarea tot mai intensă a fondurilor mutuale și a celorlalte categorii de fonduri de investiții la mobilizarea economiilor și la investiții financiare prin instrumente și servicii proprii pieței de capital.

Diversificarea serviciilor și instrumentelor de investiții – obligații societare, obligații acoperite prin credite ipotecare și alte active financiare, obligații municipale, prestare de servicii de plasament, de consultanță în materie de finanțare, de fuziuni și achiziții - trebuie să constituie un prim pas, pentru care acum există mai multe premise favorabile, în direcția dezvoltării piețelor de valori mobiliare. Derivatele sunt necesare ca instrument de arbitraj, dar în această fază o maximă prudență față de ele se impune.

Aflați undeva la intersecția între fonduri mutuale și fonduri de risc, SIF-urile se confruntă cu mari dificultăți în realizarea vocației lor de societăți de investiții. Ele sunt structuri înzestrate cu o mare stabilitate intrinsecă, pe care societățile ar trebui să se poată baza în procesul lor de modernizare. Ca și investitorii instituționali din SUA, SIF-urile ar trebui să devină un vector de introducere a practicilor bune de guvernare societară, de cultură acționarială și de dezvoltare a pieței acțiunilor și, în general, a piețelor de capital.

Dezvoltarea fondurilor de pensii administrate privat ar putea contribui la expansiunea piețelor financiare. Este de înțeles tendința de reținere în această privință a actualei guvernări. Ea are de gestionat urmările unei crize (FNI) declanșate într-un alt context politic, dar cu efecte traumatice persistente. România are însă cea mai gravă situație din lume în materie de finanțare a fondului de pensii pe principiul *pay as you go*, astfel că alternativă la sistemul fondurilor private nu există. La nivelul cetățenilor, soluția cea mai bună ar fi ca aceste fonduri, odată create, să poată investi (și) în străinătate, în primul rând în țări membre ale UE. Randamentele pentru investitorii români ar fi mai mari, iar “efectul de patrimoniu” mai puternic. În Danemarca, peste 60% din activele acestor fonduri sunt investite în valori străine. La urma urmei, dacă România ar fi deja membră a UE, ea ar trebui să asigure libera circulație a capitalului și libertatea prestării transfrontaliere de servicii financiare, făcând totodată amenajările necesare pentru ca fluxurile europene de capital spre România să fie mai mari decât refluxurile. Ar trebui studiată experiența Republicii Chile, vedeta sud-americană a sistemului de pensii bazat pe investiții. Întreaga dezvoltare a piețelor de capital în Chile s-a sprijinit pe introducerea acestui sistem.

În sfârșit, statul și participanții la piață trebuie să creeze condiții prielnice pentru dezvoltarea **culturii acționariale**. Firmele cu capital majoritar de stat și proprietarii care achiziționează pachetul de control de la firmele mari ar trebui încurajate/obligate să facă pregătirile de evidență, auditare și de informare publică ce le fac eligibile pentru înscrierea la cota bursei. Firme vedetă ar putea fi încurajate să se înscrie la cota unei mari burse europene sau americane și să

lanseze emisiuni de acțiuni și obligațiuni pe piețele respective. Firmele care parcurg o asemenea filieră ar putea beneficia de facilități fiscale. Guvernul și participanții la piață ar trebui, totodată, să aibă o atitudine pozitivă față de sistemul emisiunilor de ADR (*American Depository Receipts*), EDR (*European Depository Receipts*), GDR (*Global Depository Receipts*) etc.

Aceste instrumente simplifică și înlesnesc accesul investitorilor străini pe piețele românești, reprezintă forme mai stabile de investiții străine de portofoliu și contribuie într-un mod mai eficace la mai buna cunoaștere a piețelor românești.

Deplasarea centrului de greutate de la instrumentele și serviciile bancare la instrumentele și serviciile piețelor de capital este un proces îndelungat, dar benefic pentru economia României, un joc cu sumă pozitivă din care au de câștigat toate categoriile de instituții financiare, inclusiv instituțiile de credit, atât bancare, cât și nebancare.

## **2. Tendințe pe piețele de tranzacționare și posttranzacționare**

### *2.1. Tendințe în Statele Unite*

În SUA, piețele bursiere rămân dominate de New York Stock Exchange, cea mai mare piață de tranzacționare, cu sistemul ei bazat pe ordine și licitație continuă, și Nasdaq, piața dealerilor, cu sistemul ei bazat pe cotații, mai avantajos, probabil, pentru intermediarii financiari decât pentru investitori și mai susceptibil de acțiuni de coluziune între formatorii de piață. Aceste două piețe, mai ales Nasdaq, se află sub o triplă presiune, care vine de la e-brokeri, de la sisteme intranet alternative capabile să identifice cea mai bună posibilitate pentru un client (vezi secțiunea specială referitoare la internet), precum și din partea băncilor de investiții. Față de acești concurenți care operează cu costuri de tranzacționare scăzute, piețele bursiere tradiționale se bazează pe inerția clienților, pe economiile de scară și pe unele avantaje oferite la limita dintre legalitate și ilegalitate (așa-numitele comisioane soft).

Deși presiunile în acest sens există, perspectiva ca NYSE sau Nasdaq să devină societăți tranzacționate public nu este prea apropiată, după cum, în pofida discuțiilor, nici nu este prea reală perspectiva de fuziune între cei doi giganti, care vor juca un rol de seamă în orice evoluție viitoare la nivel global.

## 2.2. Tendințe în Europa

În țările din Uniunea Europeană există circa 30 de burse de valori și derivate. Și din acest motiv, realizarea pieței unice a serviciilor de produse financiare înregistrează mari întârzieri, iar planul de accelerare a construcției acestei piețe adoptat în anul 2000 la Lisabona riscă să rămână neîndeplinit.

Trei factori sunt la baza numeroaselor tentative de alianțe și fuziuni în care s-au remarcat prin inițiative bursele din Londra, Frankfurt, Paris, Bruxelles, Stockholm și Zürich<sup>6</sup>: concurența pentru atragerea economiilor din țările membre, trecerea la utilizarea efectivă a **euro** care suprimă orice risc de curs de schimb și răspândirea rapidă a culturii acționariale. În ceea ce privește sistemele alternative de tranzacționare, ele nu au reușit străpungeri în domeniul bursei tradiționale ca în SUA, întrucât marja de manevră la sistemele *order driven* dominante în Europa este mult mai mică. Bursa din Londra, care în momentul marilor transformări din 1986 (big bang) adoptase sistemul dealerilor, deci sistemul de cotații utilizat de Nasdaq, a renunțat între timp la el. Discuțiile și tendințele de demutualizare sunt puternice. La Stockholm, bursa a devenit societate pe acțiuni, iar acțiunile ei se tranzacționează. Deutsche Börse este și ea cotate și tranzacționată. Bursa din Londra s-a transformat în societate pe acțiuni, tranzacții limitate cu acțiunile sale au loc, iar un regim de flotare deplină este programat pentru finele anului 2001. Euronext urma și ea să-și floteze acțiunile și să lanseze o ofertă publică inițială în această vară.

Bursele care, de regulă, sunt organizate și administrate ca monopoluri naționale se concurează pentru ordine atât între ele, cât și cu noii concurenți. Noile tehnologii au redus costurile de intrare pe piață, permițând unor piețe virtuale să servească largi zone geografice. Concurența între platformele de tranzacționare poate duce la sporuri de eficiență în execuția ordinelor. Peste 20 de sisteme alternative de tranzacționare (ATS) funcționează în Europa, mai ales în Anglia și Germania, oferind servicii de intermediere specializate pentru participanții profesionali, reprezentând mai curând un complement decât un substitut al aranjamentelor de tranzacționare bazate pe burse clasice. Raportul

---

<sup>6</sup> La sfârșitul lui octombrie 2001, consiliul de direcție al bursei pentru derivate din Londra - Liffe - a acceptat propunerea de fuziune a Euronext din Paris. Această mișcare întărește poziția Londrei ca principal centru financiar al Europei și sporește șansele Euronext de a se afirma ca principala poartă bursieră în Europa. Preferința pentru Londra a piețelor financiare se explică prin factori multipli, între care se numără: încrederea în sistemul și structura de reglementare (bazată pe o autoritate integrată), deschiderea pieței londoneze spre investiții străine și fuziuni prin preluare, faptul că societățile de valori mobiliare și băncile de investiții sunt dominate de capitalul străin.



Lamfalussy apreciază că “ATS-urile pot deveni o importantă forță în peisajul piețelor bursiere europene”.

Toate bursele au făcut investiții masive în tehnologie, astfel că sistemele lor de tranzacționare electronică bazate pe ordine se caracterizează prin eficiență. Sistemul de la Deutsche Börse se folosește și la bursele din Austria, Irlanda și Finlanda, iar sistemul SEATS de la Londra este pe punctul de a fi preluat de Africa de Sud. Competiția între bursele europene se desfășoară mai ales pe teren tehnologic.

### *2.3. Tendințe spre transformarea bursei în societăți pe acțiuni*

Trei argumente pledează pentru schimbarea actualului statut al bursei europene și înscrierea lor la cotă ca societăți deținute public.

În primul rând, flotarea permite trecerea la o altă formă de guvernare, astfel că bursele, în loc să fie conduse potrivit intereselor grupurilor de presiune din interiorul lor, ar fi guvernate potrivit intereselor acționarilor. Aceasta ar fi de natură să elimine și ambiguitatea legată de definițiile care privesc bursele ca instituții de utilitate publică, când, în realitate, ele au un caracter lucrativ.

În al doilea rând, flotarea înlătură suspiciunea că diversele burse sunt prizoniere ale unor interese naționale și că, prin membrii lor, ele se opun concurenței din partea străinilor.

În al treilea rând, flotarea creează premise mai bune (prin oferte ostile de preluare) pentru desfășurarea procesului de consolidare.

În orice caz, idealul și miza le constituie crearea unei burse unice paneuropene gen NYSE care să concentreze tranzacțiile cu acțiuni lichide ale marilor firme.

Raportul Lamfalussy, menționat mai înainte, nu se pronunță în problema unificării bursei europene. El insistă însă asupra necesității consolidării în domeniul instituțiilor de compensare-decontare. Actualele sisteme, care sunt construite pe o bază națională, comportă costuri excesive la operațiile trans-frontaliere de compensare-decontare (în comparație cu SUA), astfel că o unificare a lor, efectuată de sectorul privat, apare ca necesară. În caz de eșec, factorul politic ar urma să intervină, după ce însă, în prealabil, s-a convenit asupra oportunității unui organism unic de compensare-decontare ca în Statele Unite.

În ultimii câțiva ani, în SUA mai ales, își face loc și un alt gen de preocupări și reflecții pe care evenimentele de la 11 septembrie n-au făcut decât să le accentueze. Este vorba de creșterea instabilității legate de globalizare și

dereglementare și de interesul pentru mai multă supraveghere, o mai riguroasă reglementare, standarde etice mai înalte și instituții financiare care să asigure promovarea interesului public. În acest context se subliniază, cu referire la New York Stock Exchange, că în centrul piețelor globale sunt necesare organizații cu ținută și integritate indiscutabile, pe care niciun fel de entități pur comerciale nu le pot garanta. Este, de pildă, punctul de vedere<sup>7</sup> al lui Jeffrey E. Garten, decanul Facultății de Management de la Universitatea Yale. Rolul special al NYSE rezultă din faptul că la această bursă sunt cotate 90% din primele 100 de societăți americane, aproape toate societățile globale din Asia și Europa, că are o capacitate de tranzacționare depășind cu peste 100% volumele de vârf, iar în momentele de criză - crahul bursier din 1987, colapsul lui LTCM în 1998 sau atentatele din 11 septembrie - persoana din fruntea lui deliberează alături de președintele Rezervei federale sau președintele SEC (Comisia Americană a Valorilor Mobiliare). În plus, NYSE, cu puternicul său staff (o treime din personal) angajat în operații de supraveghere, are mai mult decât alte instituții vocația și capacitatea de a veghea la interesul public. Cheltuielile ocazionate de folosirea unui asemenea personal de înaltă calificare, precum și de construcția și întreținerea unor vaste sisteme de *back-up* ar fi mai greu compatibile cu rigorile unei societăți deținute și tranzacționate public, cu vocația și obligația de a produce valoare pentru acționari. Concluzia pe care o trage Jeffrey E. Garten este că NYSE trebuie **nu** să fie transformată într-o societate deținută public, ci să-și dezvolte statutul de **întreprindere privată de interes public** pentru a putea opera după standarde foarte ridicate atât în materie de **autoreglementare**, cât și în ceea ce privește sistemele de contabilitate și de guvernare societară a companiilor admise la cotă. Aceasta ar presupune, la nivelul conducerii, ca jumătate din membrii consiliului de administrare să reprezinte interesul public și să fie aleși de un grup de specialiști desemnați de Congres. Pentru postul de președinte al consiliului, candidații ar urma să satisfacă aceleași cerințe ca și candidații la postul de președinte al Fed sau al SEC, iar alegerea ar fi făcută de membrii independenți ai Consiliului de administrație al NYSE. Guvernul federal ar urma să finanțeze cheltuielile de securitate fizică și pentru asigurarea unui local alternativ în caz de urgențe.

---

<sup>7</sup> Vezi *Business Week*, November 12, 2000.

#### 2.4. Sugestii pentru o strategie românească pe termen lung privind piețele bursiere

Pornind de la tendințele surprinse mai sus și ținând seama de faptul că participarea la piața unică a serviciilor financiare ar putea avea loc într-un viitor nu prea îndepărtat, o serie de lucruri ar trebui să fie avute în vedere.

**În legătură cu piețele bursiere.** În raport cu nivelul capitalizării și volumul tranzacțiilor, pare excesiv să avem două piețe: Bursa de Valori București și Rasdaq. În interesul construirii unei piețe largi, adânci, lichide și eficiente, cele două piețe ar trebui să fie unificate în cadrul Bursei de Valori. În paralel, ar trebui să se procedeze la o **depopulare** a pieței bursiere, prin scoaterea de la tranzacționare a firmelor cu titluri inactive.

De altfel, numai din cauza unor dificultăți de ordin tehnic și procedural, s-a decis la vremea respectivă ca piața secundară pentru acțiunile rezultate din programul de privatizare în masă să fie construită distinct de BVB. Piața Rasdaq creată astfel a jucat oricum rolul ei, mai ales în concentrarea proprietății, deși probabil că nu acesta a fost obiectivul avut în vedere inițial de legiuitor și nici de consultanți americani, care, oricât ar fi de divizați când este vorba de diverse probleme ale pieței de capital americane, pot demonstra la unison că un acționariat dispersat este preferabil unui acționariat concentrat.

**Sistemul tehnic al bursei.** Sistemul tehnic trebuie să răspundă unui număr de urgențe de funcționare, comoditate și eficiență. Se impune introducerea unei tehnologii ultramoderne, optându-se, din rațiuni care țin de poziția noastră în raport cu UE, pentru unul din sistemele utilizate în Europa.

**Caracterul bursei.** Flotarea fiind o tendință pe plan european, transformarea BVB într-o societate pe acțiuni și tranzacționarea acțiunilor ei ar fi de natură să permită debarasarea de interese parohiale și adoptarea unei forme mai eficiente, mai susceptibile să stimuleze inserția în circuitul european. Pe de altă parte, menținerea bursei ca instituție privată de interes public ar fi mai potrivită în această etapă atât pentru disciplinarea pieței, cât și pentru a contribui la introducerea în întreprinderile cotate a unor standarde înalte în materie de conduită în afaceri și guvernare societară.

### 3. Internetizarea

**Internetizarea**, o altă mare tendință în evoluția serviciilor financiare, este cea mai recentă expresie a revoluției financiare. Ea s-a afirmat puternic în ultimii ani de ascensiune a piețelor bursiere și este puternic prezentă în domeniul brokerajului cu acțiuni și obligațiuni în contul investitorilor individuali, al **platformelor alternative de tranzacționare**, care fac concurență sistemelor bursiere “tradiționale”, respectiv NYSE și Nasdaq, în domeniul tranzacțiilor *en detail*. Internetizarea reduce dramatic costurile de tranzacționare (deși firmele care o practică au adesea alte mari capitole de cheltuieli, mai ales pentru câștigarea de noi clienți și deschiderea de noi conturi); ea oferă clienților modalități mai practice și mai confortabile de a-și utiliza finanțele.

Fundamentul tehnic al internetizării serviciilor financiare îl oferă revoluția în domeniul comunicațiilor, tehnologiei informației, creșterea fiabilității și securității comunicațiilor prin internet și extinderea posibilităților de accesare a internetului, atât prin computer personal, cât și prin alte mijloace, fără computer, respectiv prin telefonie mobilă, prin sisteme PDA (asistență digitală personală, un fel de carnet electronic, care, prevăzut cu un modem mobil, poate transmite și recepționa e-mail-uri), prin televizor, prin consolă de jocuri pe computer. Procesul de internetizare financiară începe să se desfășoare după ce telecomunicațiile au atins un anumit nivel, iar penetrația computerelor personale, a telefoniei mobile, inclusiv cu acces la internet, și a sistemelor electronice de plată a depășit o anumită masă critică. O anumită masă critică trebuie să fie depășită, de asemenea, în ceea ce privește acționariatul individual, conturile bancare individuale, răspândirea fondurilor de pensii administrate privat, precum și nivelul de afluență al țării respective.

#### 3.1. Factori de expansiune în SUA

În SUA, care au sistemul financiar cel mai dezvoltat și mai sofisticat și au poziție de lider în ceea ce privește nivelul de dezvoltare în materie de telecomunicații, penetrație a computerelor personale și a internet, factorii specifici cei mai importanți au fost tendința spre inovație tehnică și economică și, în special, financiară foarte puternică la americani, recursul larg al publicului larg la piața de capital în scopul de economisire și investiție prin fonduri mutuale, de pensii și de asigurări, dar mai ales boom-ul prelungit și vigoarea expansiunii pe piețele bursiere. Au contribuit însă, desigur, și disponibilitățile de capital și propensiunea spre investire în valori mobiliare, proprie noii economii, fondurile de risc, ofertele publice inițiale pe Nasdaq, abundența ofertei și disponibilitatea

generațiilor de copii născuți în primii ani de după război (*baby-boomers*) de a se lansa spre această nouă frontieră și spre a-și demonstra abilitățile extraordinare de internauți și jucători de bursă.

La stimularea tranzacțiilor bursiere *on-line* a contribuit succesul unor firme de brokeraj ca Charles Schwab și E. Trade<sup>8</sup>.

Sub impulsul concurenței acestor firme, mai toate casele tradiționale de servicii financiare și-au organizat și ele servicii de e-broking. Merrill Lynch acum oferă și ea servicii *on-line* la un tarif de sub 30 dolari pe tranzacție față de 100-400 dolari; comisionul perceput de brokerii care prestează întreaga gama de servicii Schwab practică însă comisioane de sub 15 dolari pentru clienții care vin la tranzacționare mai mult de 60 de ori pe trimestru. Anul trecut, Charles Schwab și E.Trade își adjudecaseră peste 35% din tranzacțiile cu acțiuni.

### 3.2. Evoluții în Europa

În Europa, de departe în fruntea și, de fapt, în topul mondial, se află Finlanda, Suedia, Norvegia. Aceste țări cu populație mică au rol de lideri în telefonie mobilă (Nokia), un înalt nivel de educație publică, de penetrare a computerelor personale și internet și se disting prin măsuri de politică publică care încurajează firmele să-și echipeze salariații cu PC-uri (la domiciliu).

În Anglia, care posedă cel mai dezvoltat și mai complex sistem de servicii financiare, 10% din tranzacțiile de la London Stock Exchange se fac **on line**.

În Germania (13% din numărul tranzacțiilor față de 16% în SUA), Franța, Italia, privatizările și flotarea de firme familiale, precum și ceilalți factori care stimulează dezvoltarea culturii acționariale au stimulat și dezvoltarea **finanțelor on-line**.

### 3.3. Evoluții în Asia

În Asia, plutonul țărilor fruntașe la tranzacții financiare prin internet este format din Japonia, Coreea de Sud, Taiwan. În Coreea de Sud, unde 30% din volumul tranzacțiilor bursiere se efectuează *on-line*, doi factori au influențat această performanță: răspândirea consolelor de jocuri pe computer și vigoarea

---

<sup>8</sup> Charles Schwab este lider mondial al tranzacțiilor bursiere pe internet și avea în anul 2000 o valoare de piață mai mare decât marea bancă de investiții Merrill Lynch, care administra active ale clienților de trei ori mai mari. Schwab nu este o firmă nouă. Ea este o bancă off-line, care în perioada pre-internet avea și încă mai are 350 de filiale. Dintre cele 7 milioane de conturi directe, mai mult de jumătate sunt on-line, conținând active de peste 700 miliarde de dolari. În ceea ce privește E. Trade, aceasta are 2,6 milioane de conturi ale clienților.

relansării după criza din 1997-1998. Japonia are foarte puternice premise tehnice (penetrare internet și telefonie mobilă, console pentru jocuri pe internet), instituționale (dereglementarea comisioanelor) și, mai ales, economice (populația dispunând de economii însumând 12 trilioane de dolari). Unele piedici instituționale subzistă, în măsura în care reglementările privind cerințele de evidență nu au ținut pasul cu dezvoltările în domeniul finanțelor, iar japonezii sunt reputați a avea aversiune la risc. Totuși, potențialul investibil este enorm, iar atracția spre investiții în piața de capital poate fi mare în condițiile în care dobânzile la depozitele bancare sunt ne semnificative sau chiar negative.

Experiența acestor ani a arătat că brokerajul electronic oferă mari posibilități de fraudă, în special prin difuzarea de informații false și manipularea pieței. Dar oficiul special creat, acum doi ani, în cadrul SEC (Securities and Exchange Commission) - organismul de reglementare și supraveghere a piețelor de capital din SUA - nu a constatat nereguli care ar impune reglementări noi, iar identificarea infractorilor se pare că este mai ușoară.

În ceea ce privește activitatea en gros a băncilor, așa numita B2B, respectiv prestarea de servicii bancare propriu-zise și de servicii de investiții către firme nefinanciare, internetul produce, de asemenea, mutații extraordinare.

Progresul tehnologic a făcut deja posibilă existența unei piețe financiare globale pe care orice titlu sau valută să poată fi tranzacționat oriunde și oricând, iar tranzacțiile să fie decontate instantaneu. În realitate, există însă reglementări și structuri naționale deja foarte automatizate, dar în cadrul unor sisteme proprii. Aceste structuri de tranzacționare funcționează eficient, clienții au încredere în ele și nu pot fi abandonate fără costuri enorme, în cazul trecerii la rețeaua globală pe care o reprezintă internetul.

### *3.4. Gama noilor posibilități*

Internetul deschide posibilități noi de difuzare a informației și produselor financiare, pe care atât noii, cât și vechii actori nu pot să nu le exploateze.

Noii veniți pot intra mai ușor pe piață și contesta oligopolul jucătorilor tradiționali, care însă beneficiază de recunoașterea publică a numelui de firmă, de numărul mare al clienților și de inerția acestora. În aceste condiții, se estompează distincțiile între diversele feluri de instituții – bănci comerciale și bănci de investiții, firme de brokeraj cu valori mobiliare și firme de investiții financiare pe cont propriu, firme de asigurare și administratori de fonduri. Pe baza răspândirii ECN-urilor (rețele de comunicații electronice), unele societăți de investiții se transformă în burse de valori și cer să fie recunoscute ca atare.

Pe aceste baze, devine posibil ca utilizatorii de servicii financiare să poată obține aceste servicii fără a mai recurge la intermediari financiari obișnuiți.

Gama de servicii oferită prin internet de către prestatorii cei mai diverși este largă și în rapidă extindere. Ea include, între altele:

- asigurarea ofertelor publice inițiale unor firme noi, finanțate prin fonduri de risc, și uneori plasamentul unor asemenea emisiuni către investitorii individuali;
- plasamentul la investitorii individuali de obligațiuni ale firmelor, iar în unele cazuri, de certificate de trezorerie și obligațiuni;
- implicarea în activitatea burselor B2B (pe care firmele pot face mari economii la achiziții) prin oferirea de servicii de decontare și chiar de finanțare;
- operarea de platforme pentru tranzacționarea derivatelor pentru credite și instrumente creanțiere;
- operarea de platforme care permit tranzacții directe de instrumente financiare între societăți nefinanciare;
- construirea de către băncile comerciale a unor portaluri pentru servicii de afaceri destinate IMM-urilor, respectiv pentru achiziții de echipamente de birou, în condiții în care se asigură servicii de decontare și - la cerere - și servicii de finanțare;
- angajarea în operațiile legate de finanțarea comerțului, prin scanarea sau procesarea *on-line* a documentelor sau prin oferirea de servicii de plată.

### 3.5. Interesul băncilor și al prestatorilor de servicii internet

În domeniul **serviciilor de investiții** recurg la internet atât prestatorii tradiționali, cât și diverse site-uri și prestatori de servicii internet sau firme nefinanciare. În SUA, prima bancă internet este Security First Network Bank (SFNB) cu sediul la Atlanta, care a fost autorizată încă din 1985 să accepte depozite cu asigurare federală. Unele bănci încearcă să separe activitățile și clienții *off-line* de activitățile și clienții *on-line*. De fapt, în Europa, multe bănci internet sunt filiale ale unor mari instituții financiare *off-line*.

Un mare potențial de implicare în activitățile bancare au unele portaluri ca rețeaua AOL, site-urile Yahoo, site-urile Microsoft. Aceste portaluri nu pot să accepte depozite și să acorde credite, dar ele au un mare număr de vizitatori și o bună reputație de fiabilitate. Pe de altă parte, idealul utilizatorului este să-și poată rezolva toate problemele financiare de pe un singur site, ușor accesibil,

respectiv operațiile cu conturi bancare, portofolii de instrumente financiare, polițe de asigurări. Acest utilizator, care ar beneficia de o parolă universală, oferindu-i acces la toate finanțele sale *on-line*, n-ar fi obligat să părăsească site-ul sau să treacă prin sistemul de măsuri de separare etanșă menite să reducă riscurile delictului de inițiat (măsuri cunoscute sub denumirea de **firewall**). Într-o asemenea direcție se mișcă firme ca Yodlee și Vertical One, cunoscute sub denumirea generică de “agregatori”. Încă de pe acum, firme ca Inswel (pentru asigurări) sau LendingTree (pentru credite ipotecare) oferă informații cu privire la cele mai avantajoase oferte existente pe internet.

Pe de altă parte, firme de servicii nefinanciare, ca, de exemplu, marele lanț de magazine Wal-Mart, caută, prin achiziția de bănci, să pătrundă în domeniul bancar. Așa procedează în Anglia Marks and Spencer, Virgin și o serie de rețele de supermarketuri. În Franța, operații bancare are Carrefour. În Germania, Volkswagen și-a transformat în bancă în urmă cu câțiva ani o societate financiară pe care o deține din 1949. Banca are peste un sfert de milion de clienți. În Japonia, multe bănci municipale oferă servicii *on-line*. Pe de altă parte, lanțul de magazine universale Seven-Eleven a cerut să fie autorizat ca bancă, pentru a putea oferi posibilități de achiziții internet de la domiciliu sau de la terminale din magazinele sale.

Băncile comerciale tradiționale își dezvoltă activitățile *on-line* spre a urma tendința, a preveni amenințările și riscurile din partea multor activități și bănci și a putea concura cu actualii lor rivali *off-line*.

În sfârșit, o direcție distinctă în **finanțele on-line** o reprezintă ATS (Alternative Trade Systems), adică sistemele de tranzacționare alternative, dezvoltate pe bază de ECN-uri (Electronic Communications Networks), adică de site-uri pe internet. Ele folosesc informațiile de preț din sistemul burselor tradiționale, facilitând clienților lor execuția optimă a ordinelor limită. ATS-urile profită de reglementările recente, ca, de pildă, cele adoptate în 1997 de SEC (Securities and Exchange Commission) – Comisia de Valori Mobiliare Americană care obligă pe formatorii de piață de la Nasdaq să afișeze și să execute ordinele-limită ale clienților lor, atunci când prețul este mai bun decât cel oferit de formatorul de piață sau se depășește volumul oferit. Astfel, clientul ajunge să-l concureze pe formatorul de piață, ceea ce poate duce la reducerea spreadurilor dintre prețurile oferite la cumpărare și la vânzare. Pe această bază, sistemele alternative ale ECN-urilor au ajuns ca în anul 2000 să dețină 26,1% din volumul tranzacțiilor pe Nasdaq-Instinet, platforma deținută de Reuters și-a adjudecat 14,2% din volumul acestor tranzacții, Island – 6,4%, iar alte cinci firme – procente în jur de 1%.



Electronizarea și internetizarea intensifică, la nivelul prestatorilor de servicii financiare, o serie de tendințe, printre care:

- ștergerea frontierelor dintre diversele categorii de prestatori pe măsură ce procesul achiziției de produse financiare este dezintermediat electronic;
- continuarea, parțial pe această bază, a procesului de consolidare, paralel cu încercările de evitare a obstacolelor inerente consolidărilor transfrontaliere prin expansiune regională și globală legate de internet;
- afirmarea crescândă a complementarității dintre structurile on-line și cele off-line;
- dezvoltarea serviciilor de **open finance**, respectiv oferta crescândă de produse financiare ale firmelor concurente după principiul supermarket;
- progresul dezintermedierii și ocolirea crescândă a intermediarilor bancari în efectuarea operațiilor de plată, de compensare și de decontare.

Toate aceste tendințe impun unele **concluzii cu caracter strategic pentru sistemul financiar românesc.**

În primul rând, se impune promovarea de politici publice și măsuri care să încurajeze accesul la internet al emitenților (deci al firmelor), dar și al prestatorilor de servicii financiare și utilizarea cât mai largă a posibilităților acestuia. În acest scop, ar trebui să se creeze un grup de reflecție ad-hoc al participanților la piață, care să urmărească tendințele pe plan mondial, să elaboreze rapoarte, să facă propuneri de măsuri și politici.

În al doilea rând, apare rațional să se adopte principiul de a nu se bloca prin norme legale sau administrative concurența din partea firmelor care prestează servicii financiare bazate pe internet.

#### **4. Extinderea normelor și practicilor de guvernare societară**

În țările dezvoltate, atât la nivelul guvernelor, al operatorilor economici, cât și în cadrul organismelor de cooperare economică internațională - de exemplu, OCDE, Banca Mondială -, o atenție tot mai mare se acordă în ultimii 5-10 ani problemelor de **guvernare a societăților pe acțiuni.**

#### 4.1. Evoluții în Statele Unite

Conturarea unor norme de bună guvernare a firmelor s-a impus în legătură cu revoluția financiară și mai ales cu acele componente ale ei care sunt legate de finanțarea preponderent prin piața de capital și, în special, prin emisiunea de acțiuni, precum și de creșterea rolului investitorilor instituționali. Unii dintre acești investitori, în special fondurile de pensii, și-au stabilit obiectivul strategic de a se implica în guvernarea societăților în care au achiziționat acțiuni. În mod similar, au început să procedeze și o serie de fonduri cu capital de risc, deci care finanțează întreprinderi necotate. S-au impus, astfel, un mai bun echilibru între management, consilii de administrație și acționari, precum și forme și metode de a pune pe primul plan interesele acționarilor. Sporirea valorii pentru acționari a devenit obiectivul fundamental declarat al firmelor. S-a dezvoltat astfel ansamblul de principii și reguli care desemnează așa-numita guvernare societară.

#### 4.2. Evoluții în Europa

În Europa continentală, numeroase handicapuri au frânat procesele de modernizare la nivelul firmelor, mai ales în ceea ce privește strategiile de dezvoltare și formele de guvernare. Este vorba de tradiții și de prezența unor puternice structuri industriale și financiare dominate de stat, de numeroasele participații ale băncilor la capitalul pe acțiuni al societăților nefinanciare și, în general, de sistemul participărilor încrucișate, de existența unor categorii multiple de acțiuni și de posibilitatea dobândirii unei puteri de control disproporționat de mari în raport cu acțiunile deținute și, în final, de enorma concentrare acționarială și a puterii de vot față de dispersia acționariatului observată în SUA și țările anglo-saxone<sup>9</sup> și, evident, de dominația structurilor

---

<sup>9</sup> În Anglia și SUA, o îndelungată tradiție a capitalismului acționarial a făcut ca marile întreprinderi să dispună de un acționariat foarte dispersat, marii acționari dispunând rareori de mai mult de 5% din acțiuni. În Europa continentală, dimpotrivă, după cum spun unii analiști, proprietatea asupra acțiunilor și, mai ales, controlul se caracterizau prin concentrarea în mâinile unor clanuri de insideri. În Italia, Germania, Austria, Belgia și Olanda, iar pe o scară mai mică, în Spania și Franța, un acționar sau un grup de acționari controlează 40-50% din drepturile de vot în marile societăți cotate. În Suedia, la Ericsson, se pot emite acțiuni cu o putere de vot de 1000 de ori mai mare decât cea a acțiunilor ordinare. Astfel, cu 2,7% din capital se poate dispune de o putere de vot de 22%. La Royal Dutch/Shell, 40% din acțiuni este posibil să nu dispună decât de 0,0003% din voturi, în timp ce acționari cu “acțiuni prioritare”, reprezentând cinci milionimi din capitalul grupului, pot dispune de imense blocuri de vot.

industriale și de afaceri de tip conglomerat, vizibilă mai ales în peisajul germanic.

Toate acestea au fost de natură să alimenteze structuri și practici de guvernare anacronice, caracterizate prin lipsă de transparență, de deschiderea spre piață și prin atotputernicia echipelor de management.

În ultimii ani însă, ritmul schimbărilor s-a accelerat ca urmare a concurenței dintre partenerii din Uniunea Europeană pentru captarea rezultatelor procesului de economisire pe plan european, dar și pentru acces la fondurile de investiții americane prezente în Europa. La accelerarea schimbării contribuie valul de privatizări (active de peste 200 miliarde de dolari au fost privatizate în cursul deceniului trecut) și de simplificare a reglementărilor.

Expresiile acestor schimbări sunt multiple.

Terenul pentru concurență și practici de guvernare societară corespunzătoare se degajează prin reducerea volumului participărilor încrucișate, al privatizărilor, precum și ca urmare a reformelor fiscale (renunțarea la impozitul asupra câștigurilor de capital). De la aproape 20% din capitalizarea firmelor cotate la bursă în 1996, volumul participărilor încrucișate s-a redus la circa 10% în cursul anului 2000. Comportamentul băncilor față de firmele unde pot exercita prin procură drepturile de vot ale unor investitori individuali începe să fie mai rezervat după experiențele de la mijlocul deceniului trecut, când un număr de societăți dominate de bănci s-au prăbușit sau au ajuns în pragul falimentului. Drept urmare, numărul de acțiuni efectiv negociabile și disponibile pentru investitori din afară (*free float*) a crescut considerabil și s-au împușinat barierele în calea preluărilor inamicale. Rezervele de reducere a volumului participărilor încrucișate sunt încă foarte mari. Numai în Germania, ele se cifrau în 1999 la peste 200 de miliarde de dolari.

Numeroase firme importante, ca Siemens, Thyssen, Krupp, Hoechst, ABB, Fresenius echipamente medicale, Phillips, Daimler-Benz ș.a., au trecut la strategia de **deconglomerare** și focalizare industrială, ceea ce le permite atât sporirea performanțelor, cât și sporirea atractivității lor pe piețele de capital.

Ele se angajează cu o întârziere de 10-15 ani pe drumul parcurs de societățile americane<sup>10</sup>.

---

10 Dacă în anii '70 valul de fuziuni a constituit în SUA un instrument de promovare a conglomeratelor, în ultimii 10-15 ani firmele americane au făcut un drum în sens invers, punând accent pe streamlining, adică pe raționalizare, asuplizare și concentrarea pe activitățile de bază în care sunt capabile de excelență.

În țări ca Franța, unde, din motive clientelare, privatizările din anii '80 promovaseră așa-numitele nuclee dure (*noyaux durs*), participările încrucișate pe care se sprijineau aceste nuclee încep să fie desfăcute.

Prosperitatea economică și dezvoltarea piețelor axate pe acțiuni de creștere, respectiv **Neuer Markt** în Germania și **Nouveau Marché** în Franța, încurajaseră dezvoltarea capitalului de risc. Anul trecut, fonduri cu capital de risc de 10-15 miliarde de dolari erau la dispoziția noilor întreprinderi. Astăzi însă, când pe **Neuer Markt** valoarea acțiunilor tranzacționate este cu 80% mai mică decât vârful din anul trecut, față de pierderea de valoare de 60% de pe Nasdaq, este îndoielnic că ar mai fi rămas fie și vagi urme de entuziasm față de capitalul de risc.

Un alt semn de schimbări revoluționare îl constituie evoluția în planul fuziunilor. Până acum 4-5 ani, ideea preluărilor neamicale era de neconceput, aproape o blasfemie în Europa. În 1999-2000, ele deveniseră o modă, inclusiv și mai ales, în cazurile în care erau implicate firme din țări diferite. În 1999, volumul tranzacțiilor implicând firme europene a totalizat 1500 miliarde de dolari, față de circa 250 de miliarde în 1990. Europa devansa SUA ca pondere a fuziunilor în capitalizarea totală. Valul de fuziuni oglindește tendința, firească în procesul construcției europene, de a depăși, prin consolidarea transfrontalieră, fragmentarea națională și de a asigura avantajele de care se bucură firmele americane pe piața lor internă. Liberalizarea și privatizarea stimulează aceste procese. Jaloane în aceste valuri de privatizare le-au constituit preluarea grupului Mannesman de către Vodaphone, fuziunea între Rhone-Poulenc și Hoechst, firme semnificative din principalele două economii continentale europene. În domeniul apărării se conturează o fuziune între firme franco-germano-spaniole. Sunt puternice presiunile de consolidare transfrontalieră în comerțul de detaliu, producția de automobile și telefonia mobilă. Există motive să se presupună că actuala recesiune nu va face decât să încetinească sau cel mult să stopeze temporar valul de fuziuni, căci pentru construcția Europei ele sunt indispensabile.

Firmele europene sunt însă prinse la mijloc între presiunile pieței, care le împing spre asuplizare și performanță, și presiunile sindicatelor, cu preocupările lor specifice vizând adesea un orizont pe termen scurt. Unele schimbări se înregistrează însă și la nivelul sindicatelor. Astfel, sindicatele suedeze, care și de această dată au rol de pionier, tind să se axeze pe strategii care recunosc inevitabilitatea restructurărilor și faptul că, pe termen lung, ele coincid cu interesul public. De aici, tendința acestor sindicate de a pune un mai mare accent pe programele vizând formarea și perfecționarea, și nu atât pe securitatea locurilor

de muncă. Chiar și în Germania, sindicatele mai combative, ca I.G. Metall, sunt în oarecare pierdere de viteză. Mișcarea sindicală se reorganizează, se regroupează spre a face față progresului serviciilor, tendințelor de efasare a barierelor dintre ocupații și scăderii numărului de membri. Sub o anumită presiune se află și însuși sistemul german de guvernare societară, care rezervă sindicatelor 50% din locuri în consiliile de supraveghere.

În acest context de concurență sporită și de presiuni din partea pieței pentru ca firmele să evolueze, de activism acționarial crescând<sup>11</sup>, structurile și practicile de guvernare societară sunt într-o continuă evoluție. Direcția mișcării este spre transparență, adaptarea de norme de contabilitate americană sau IAS, spre un mai mare echilibru între management, consilii de administrație, acționari. Preocupările profesionale, reglementative și legislative pentru guvernarea societară sunt tot mai intense. Presa arăta anul trecut că în Franța existau două, iar în Belgia trei coduri de guvernare societară.

#### 4.3. Evoluții în țările emergente

În țările cu piețe emergente, principalii promotori ai bunei guvernări a întreprinderilor sunt o serie de fonduri mutuale și alți investitori instituționali din lumea dezvoltată, dar și o instituție din grupul Băncii Mondiale – IFC (International Financial Corporation) – activă și în sprijinirea dezvoltării piețelor de capital. Din motive menționate mai sus, IFC participă de mult timp la activitatea principalelor fonduri care se ocupă cu investiții de dezvoltare (*private equity funds*). Interesul investitorilor instituționali străini este de înțeles. În crizele din Asia de Est și Rusia, ei au pierdut ca urmare a prăbușirii pieței acțiunilor aproape 250 de miliarde de dolari, în parte și datorită standardelor inferioare în materie de guvernare a întreprinderilor. Guvernarea societară este cea mai importantă problemă care stă în fața țărilor în dezvoltare, subliniază Mark Mobius, director (Emeritus) al Templeton Investment Management, managerul unui portofoliu de peste 5 miliarde de dolari și vechi consilier al IFC. Din cauza lacunelor și deficiențelor guvernării societare, țările în dezvoltare nu sunt suficient de atractive pentru capitalurile străine. Într-adevăr, din peste 21 de trilioane de dolari aflați la dispoziția investitorilor instituționali din SUA, Europa și Japonia, doar 233 de miliarde, adică ceva mai mult de 1% ajung în

---

<sup>11</sup> În Franța, în Germania, în Suedia, ca și în Italia, acționarii minoritari, sprijinindu-se pe media și pe asociații naționale de apărare a intereselor lor, angajează și uneori câștigă bătălii în urma cărora se aleg cu locuri în consiliile de administrație sau cu promovarea propunerilor pe care le susțin. Activismul acționarial din Europa nu se ridică la nivelul vigurii demersului fondului de pensii Calpers din Statele Unite, dar are totuși un rol semnificativ.

țările în dezvoltare. De altfel, tot după Mobius, fără o bună guvernare societară și fără protecția drepturilor acționarilor, investițiile nu vor fi eficiente pe termen lung.

Vederi similare susține James D. Wolfensohn, președintele Băncii Mondiale. Răspunderea societăților față de proprietarii lor reprezintă un element vital într-o democrație modernă, iar o bună guvernare societară contează foarte mult, ea lărgind acționariatul și reducând concentrările de putere. Guvernarea societară, subliniază Wolfensohn, stimulează piețele de capital și încurajează inovația. Ea favorizează investițiile străine directe pe termen lung, reduce volatilitatea acestora și acționează disuasiv asupra fugii capitalurilor. De altfel, numai dacă au fost adoptate înalte standarde de guvernare își încredințează publicul economiile societăților care administrează fonduri de pensii.

Observații ca cele aparținând lui Mobius și Wolfensohn sunt deosebit de pertinente în cazul țărilor cu probleme de finanțare a sistemelor de securitate socială, care depind tot mai mult de capacitatea de a atrage capitalul privat străin.

#### *4.4. Principii elaborate de OCDE*

Acestea sunt și rațiunile pentru care OCDE și Banca Mondială au convenit recent să creeze un Forum Global pentru Guvernare Societară (Corporate Governance). Aceste două instituții continuă să sublinieze în documentele lor că o bună guvernare de firmă contribuie la sporirea performanțelor economice pe termen lung ale diferitelor state și la întărirea sistemului financiar internațional. Acesta este unul din principalele învățăminte ale crizei relativ recente de pe piețele emergente.

În acest context, în aprilie 1998, un consiliu ministerial OCDE a chemat organizația ca, împreună cu guvernele naționale, alte organizații relevante și cu sectorul privat, să dezvolte un corp de standarde și norme de guvernare societară. A fost astfel constituit un grup de lucru special, care, pornind de la experiențele naționale și în cooperare cu IMF și Banca Mondială, a elaborat **Principiile OCDE de guvernare societară**.

Principiile sunt menite să sprijine guvernele țărilor membre și nemembre în eforturile lor de a evalua și perfecționa cadrul legal, instituțional și de reglementare pentru guvernarea societară în țările lor și să ofere repere și sugestii pentru burse de valori, investitori, societăți comerciale și alți agenți care au un rol în procesul dezvoltării unei guvernări societare corespunzătoare.

În accepția autorilor, guvernarea societară se referă la relațiile dintre management, consiliul de administrație, acționarii unei societăți, precum și alte

categorii de părți interesate și asigură mecanismele prin care se stabilesc obiectivele societății și se determină mijloacele pentru atingerea lor și monitorizarea performanțelor. O guvernare societară corespunzătoare oferă stimulente adecvate pentru ca la nivelul consiliului de administrație și al conducerii executive să se urmărească obiective care sunt în interesul societății și al acționarilor și să se asigure o monitorizare efectivă, stimulând firmele să-și folosească mai eficient resursele.

Principiile se concentrează asupra problemelor care rezultă din separarea proprietății de funcția de control, cu alte cuvinte de aspectele practice ale problemei agentului.

Respectarea principiilor de bază ale unei bune guvernări societare are o importanță crescândă în deciziile investiționale.

Pe de o parte, este vorba de accesul la fluxurile internaționale de capital. Dacă diversele țări vor să beneficieze din plin de avantajele pieței globale de capital și să atragă capital pe termen lung, aranjamentele privind guvernarea trebuie să fie credibile și bine înțelese peste hotare.

Pe de altă parte, chiar și atunci când investitorii străini nu sunt implicați, “aderarea la practici de bună guvernare contribuie la sporirea încrederii investitorilor interni și poate duce la reducerea costului capitalului și, prin urmare, la atragerea de surse de finanțare mai stabile” (p. 3).

Principiile nu au un caracter obligatoriu și nu aspiră să ofere recomandări detaliate pentru legiuitorii naționali. Ele acoperă cinci domenii: 1. Drepturile acționarilor (cadru de guvernare societară trebuie să protejeze drepturile acționarilor); 2. Tratatamentul echitabil al acționarilor (cadru de guvernare societară trebuie să asigure tratamentul echitabil al tuturor acționarilor, inclusiv minoritari și străini; toți acționarii trebuie să aibă posibilitatea de a obține reparații efective pentru încălcarea drepturilor lor); 3. Rolul părților interesate în guvernarea societară (cadru de guvernare societară trebuie să recunoască drepturile altor părți interesate, recunoscute de lege, și să încurajeze cooperarea activă a societăților comerciale și părților interesate în crearea de avuție, locuri de muncă și asigurarea sustenabilității unor finanțe sănătoase); 4. Informarea publică și transparența (cadru de guvernare societară trebuie să asigure prezentarea de informații la timp și exacte în toate problemele importante privind societatea comercială, inclusiv situația financiară, performanțele, structura acționariatului și guvernarea societății); 5. Atribuțiile consiliului de administrație (cadru de guvernare societară trebuie să asigure supravegherea efectivă a managementului de către consiliul de administrație și răspunderea consiliului față de societate și de acționari).

Ținând seama de legătura care, așa cum se acceptă tot mai larg, există între performanțele firmei și calitatea guvernării societare, particularitățile acesteia în diverse țări sunt ținute sistematic sub atenție. Asociațiile patronale (Franța), bursele de valori (Canada) fac studii analitice însoțite de recomandări, se adoptă legi (Germania), se elaborează studii academice comparative.

Convergența spre un model care pune în centru acționarul și valoarea pentru acționari este trăsătura dominantă. “Modelele de guvernare a societăților se aseamănă tot mai mult și vizează cam aceleași obiective”<sup>12</sup>.

În practică însă, structurile de guvernare prezintă diferențe de la țară la țară.

Astfel, în Germania se practică o organizare pe două niveluri a consiliului de administrație: un nivel de control, respectiv consiliul de supraveghere, și un directorat executiv, iar salariații sunt reprezentați aproape întotdeauna în consiliile de supraveghere. Raportările anuale cuprind informații asupra salariaților, asupra proporției în care valoarea adăugată se distribuie între factorii de producție, face referiri la problemele de securitate a muncii și de mediu. Guvernarea de întreprindere reflectă raporturile de parteneriat și pune accentul pe aspectele sociale caracteristice capitalismului partenerial (*stakeholder capitalism*) de tip renan.

În țările anglo-saxone, unde domină capitalismul acționarial, salariații sunt priviți ca factori de producție remunerați la prețul pieței. Aici accentul se pune pe transparență, pe divulgarea oricărei informații semnificative, pe norme și proceduri care să prevină lezarea intereselor acționarilor, pe capacitatea consiliului de administrație de a face judecăți independente față de conducerea executivă, pe posibilitatea acționarilor minoritari de a participa, a-și spune părerea, a înscrie probleme pe ordinea de zi a consiliului, respectiv a adunărilor generale etc.

#### 4.5. Ridicarea nivelului guvernării societare în România

Ridicarea nivelului guvernării societare concepute ca un proces continuu este nu numai o coordonată a efortului la nivel micro de îmbunătățire a performanțelor economice, ci și o condiție a dezvoltării capitalismului acționarial, a dezvoltării unui sistem financiar bazat pe piețele de capital și pe utilizarea avantajelor globalizării piețelor de capital.

---

12 Réal Labelle (Școala de Înalte Studii Comerciale (H.E.C.) din Montréal și Bernard Rafurnier (HEC – Université de Genève), “Conseil d’administration et gouvernement d’entreprise; une comparaison internationale”, *La Revue Financière*, no. 127, 2000, Paris.



Câteva direcții de acțiune se impun cu deosebire.

**O primă direcție se referă la cadrul legal.** S-ar putea folosi prilejul reelaborării legilor privitoare la piețele de capital (dar și a legii societăților comerciale) pentru a transforma o serie de aspecte esențiale de guvernare societară în dispoziții legale.

S-ar putea, de exemplu, institui obligativitatea declarării **conflictului de interese**, respectiv a situațiilor în care membrii consiliilor de administrație și managerii au o relație de afaceri, de familie sau de altă natură care poate să afecteze judecata lor în legătură cu o afacere.

S-ar putea, de asemenea, interzice tranzacțiile bazate pe informațiile deținute de persoane inițiate. Nu în toate țările legea interzice asemenea practici, iar în unele cazuri când interdicția există, urmărirea și sancționarea cazurilor de încălcare a legii nu se face în mod consecvent. Practicile respective contravin normelor unei bune guvernări și încalcă principiul tratamentului echitabil al acționarilor. În comentariile la **Principiile OCDE** se recomandă guvernelor din țări cu lacune legislative să ia măsuri de eliminare a unor asemenea lacune. Desigur, se poate avea în vedere și posibilitatea declarării conflictului de interese, urmată de o decizie a consiliului de administrație la care să participe doar membrii fără conflict de interes. Nu credem că această soluție este eficientă, mai ales în condițiile tranziției și în cazurile în care consiliile de administrație nu au în componența lor membri independenți sau reprezentanți ai acționarilor minoritari (de menționat că legea maghiară privind piețele financiare și de capital din 1997 conține o asemenea interdicție). În orice caz, două tipuri de tranzacții cu risc mare de abuz se cer interzise: plățile făcute de o persoană terță unei persoane inițiate în legătură cu o tranzacție între o societate și o persoană terță și creditele acordate de societate unei persoane inițiate fără documentație sau fără obligația de a plăti o dobândă rezonabilă.

S-ar putea institui obligația divulgării structurilor și aranjamentelor care permit unor acționari să obțină un control disproporționat în raport cu proporția acțiunilor deținute.

Un obiect de preocupare trebuie să-l constituie funcționarea eficientă și transparentă a piețelor pentru controlul societăților comerciale. Regulile și procedurile care guvernează dobândirea poziției de control într-o societate și tranzacțiile extraordinare, cum sunt fuziunile și vânzarea unor părți substanțiale a activelor societății, trebuie să fie clar articulate, astfel ca investitorii să-și înțeleagă drepturile și posibilitățile de recurs. Măsuri legale și regulamentare trebuie să oblige ca aceste tranzacții să se desfășoare la prețuri transparente și în condiții de corectitudine, astfel încât să se protejeze drepturile investitorilor în

funcție de categoria lor. Acțiunile antipreluare trebuie interzise, spre a nu permite managerilor să se sustragă de la răspunderea față de acționari.

În ceea ce privește obligația de informare periodică, ar fi cazul să se precizeze că aceasta trebuie să cuprindă informații semnificative privind cel puțin următoarele probleme: rezultatele financiare și operaționale ale societății; obiectivele societății; acționarii semnificativi și drepturile lor de vot; membrii consiliului de administrație, persoanele din principalele posturi de conducere și retribuțiile lor; factorii de risc semnificativi care pot apărea; aspecte semnificative referitoare la salariați și alți parteneri; structuri și politici de guvernare societară (divulgarea structurilor și politicilor de guvernare ale unei societăți, în special împărțirea competențelor între acționari, management și consiliu de administrație, este importantă pentru evaluarea guvernării societății respective).

Obligația de auditare a raportărilor financiare de către un auditor independent este însoțită în unele țări de măsuri pentru sporirea independenței auditorilor. Aplicarea de standarde pentru un audit de înaltă calitate, sporirea răspunderii consiliului de administrație pentru selecția auditorilor, limitarea procentului din venitul extraaudit pe care auditorul îl poate primi de la un client dat, evaluare de către alți auditori a auditului efectuat, interzicerea prestării de servicii de nonaudit, rotare obligatorie și numirea directă a auditorilor de către acționari sunt alte măsuri de avut în vedere pentru sporirea calității auditului.

În legătură cu consiliul de administrație, legea va trebui să prevadă obligațiile ca membrii consiliului să acționeze în deplină cunoștință de cauză, cu bună credință, cu diligența și grija cuvenite și spre a servi cât mai bine interesele societății și ale acționarilor. Consiliul trebuie să asigure respectarea legii și să țină seama de interesele celorlalte părți interesate, recunoscute de lege.

Atribuțiile consiliului de administrație diferă în funcție de țări și de societăți. Prin lege ar putea fi consacrate următoarele atribuții considerate în "Principiile OCDE" drept esențiale:

1. analizarea și orientarea strategiei de firmă, aprobarea celor mai importante planuri de acțiuni, a politicii în materie de risc, a bugetelor anuale și planurilor de afaceri;
2. selecția, stabilirea retribuției, supravegherea și, la nevoie, înlocuirea persoanelor cu posturi-cheie din conducere;
3. examinarea remunerării pentru personalul de conducere și membrii CA și asigurarea unui proces transparent de propuneri pentru consiliul de administrație;

4. monitorizarea și gestionarea situațiilor de potențiale conflicte de interese ale managementului, membrilor CA și acționarilor, inclusiv legate de gestiunea frauduloasă a bunurilor societății și malversații în tranzacții cu terți;
5. asigurarea integrității sistemelor de raportare contabilă și financiară, inclusiv a unui audit independent; răspunderea pentru existența unor sisteme de control, în special a sistemelor de control al riscului, de control financiar și de respectare a legii;
6. monitorizarea eficienței practicilor de guvernare cu care operează și, la rigoare, efectuarea schimburilor care se impun;
7. supravegherea procesului de informare și comunicare.

Între măsurile care pot fi adoptate pentru a se asigura independența față de management a consiliului de administrație pot figura: alegerea de membri independenți, care nu sunt angajați ai societății sau nu au legături strânse cu societatea sau managementul; separarea funcției de președinte al Consiliului de administrație de funcția de director executiv al societății; afectarea unui număr suficient de membri ai CA, capabili de judecăți independente, spre a se ocupa de problemele unde există un potențial conflict de interese, cum sunt raportarea financiară, comisia de propuneri și remunerarea managementului și a membrilor consiliului.

În dezvoltarea cadrului legal, trebuie să se țină seama de unele particularități care disting țările în tranziție de cele cu tradiție din Occident<sup>13</sup>. În primul rând, constrângerile de piață, constrângerile legate de reputație, precum și constrângerile culturale în materie de delict de inițiat și de lezare a intereselor acționarilor minoritari sunt mai slabe în țările în tranziție și, ca atare, restricțiile legale trebuie să fie mai severe.

În al doilea rând, în aceste țări, există un deficit în materie de infrastructură juridică pentru tratarea complexelor probleme de afaceri. De aceea, legea societăților comerciale trebuie să fie mai explicită, trebuie să țină seama de faptul că într-o economie de piață matură se tinde spre un echilibru diferit între flexibilitate și protecția investitorului, în favoarea flexibilității.

În al treilea rând, protecția acționarilor minoritari este deosebit de importantă în contextul tranziției, când un mare număr de societăți sunt controlate de un singur acționar sau un mic grup de acționari, iar managerii au frecvent

---

13 Aceste probleme sunt tratate de un grup de experți care, în cadrul Centrului OCDE pentru Cooperare cu Economiiile din Țările Nemembre (CCNN), a elaborat studiul "General Principles of Company Law for Transition Economies", inclus în volumul OECD, *Principles of Corporate Governance*.

dețineri substanțiale. Studiul notează că “Legea societăților comerciale din țările în tranziție trebuie să răspundă cu reguli stricte, menite să asigure protecția acționarilor minoritari, cum ar fi votul cumulativ la alegerea consiliului de administrație; o acțiune (ordinară) un vot; reguli speciale de aprobare a tranzacțiilor în care managerii sau marii acționari au un conflict de interese, obligația ca societatea să emită și să achiziționeze propriile sale acțiuni numai la valoarea de piață; dreptul de răscumpărare pentru acționarii care nu sunt de acord cu reorganizările, marile tranzacții și acele schimbări din statutul societății care le limitează drepturile.

Spre deosebire de unele țări membre ale OCDE în care se permite ca acțiunile să fie vândute sub prețul pieței ca formă stimulatorie de remunerație pentru manageri și salariați, studiul efectuat de Comisia pentru Cooperare Economică cu Țări Nemembre recomandă să nu se facă derogări în detrimentul acționarilor, să se vândă acțiuni **doar** la prețul pieței, iar **stimulentele** să se acorde în **resurse lichide**. Dacă se folosește conceptul de valoare de piață, acesta trebuie să fie definit.

În materie de instrumente convertibile în acțiuni și opțiuni pentru achiziția de acțiuni, poziția studiului este că acestea se pretează, în cadrul economiilor în tranziție, la manipulări și abuzuri. Se recomandă neutilizarea lor sau, eventual, să se permită emisiunea de opțiuni, dar numai după ce, în prealabil, acționarii au decis asupra numărului și condițiilor de emisiune.

O deosebită importanță în cadrul normelor de guvernare societară are precizarea atribuțiilor ce revin direct acționarilor, respectiv a problemelor în care statutar ei au dreptul de a se pronunța în cadrul adunărilor generale. Este vorba de amendamente la statut; reorganizarea societății; încheierea de tranzacții semnificative; derogări de la drepturile de preempțiune ale acționarilor asupra acțiunilor societății sau a unor instrumente convertibile în acțiuni; aprobarea emisiunii de obligațiuni; încheierea de tranzacții implicând conflicte de interese; aprobarea răscumpărării de acțiuni proprii; alegerea membrilor consiliului de administrație și încetarea înainte de termen a mandatului lor; aprobarea anuală a bilanțului societății.

În plus, legea trebuie să stipuleze procedurile în baza cărora un acționar ce deține un minimum de acțiuni (eventual 2% din acțiunile ordinare) să poată pune o problemă în discuție la adunarea anuală a acționarilor, proceduri care permit acționarilor să obțină lista altor acționari spre a le solicita sprijin pentru propunerile lor; proceduri prin care acționarii care dețin un mare număr de acțiuni (de exemplu, 10%) pot cere consiliului de administrație să convoace o reuniune extraordinară spre a discuta anumite probleme specifice și proceduri

prin care un anumit număr de acționari pot acționa în justiție în numele societății pe unii membri ai conducerii executive.

**La nivelul** participanților pieței, organizațiilor profesionale (patronale), organismelor de reglementare și asociațiilor nonprofit se impune, de asemenea, construirea unor structuri de preocupări sistematice. Grupuri de lucru ad-hoc ar urma să fie create cu misiunea de a urmări studiile făcute peste hotare cu privire la evoluții și tendințe în materie de guvernare societară.

Anumite grupuri ar întreprinde, de asemenea, studierea experienței naționale și și-ar prezenta concluziile și recomandările în cadrul unor rapoarte periodice (la 3-5 ani sau ori de câte ori condițiile o cer).

Un efort susținut în această direcție este indispensabil și s-ar dovedi curând a fi extrem de fertil.

## **5. Tendințe în planul structurilor de reglementare financiară**

Revoluția financiară - cu suporturile și consecințele sale - are, desigur, implicații și asupra principiilor și structurilor de reglementare. Cel mai sensibil aspect rezultă, probabil, din tendințele de globalizare și din absența structurilor de supraveghere financiară la nivel internațional. Nu ne vom ocupa de acest aspect aici, întrucât el necesită o analiză mai amplă. Chiar și la nivel național transformările sunt atât de importante încât problema reformei instanțelor de reglementare financiară a devenit de actualitate.

Structurile de reglementare financiară sunt legate de tradiții și diferă de la țară la țară. Revoluția financiară, iar în Europa, dificultățile întâmpinate în crearea pieței unice a serviciilor financiare au relansat discuțiile asupra adecvării structurilor de reglementare. Până în urmă cu 5-10 ani, discuțiile se cantonavă asupra virtuților, respectiv dezavantajelor pe care le comportă sistemul de autoreglementare vs. reglementarea exercitată de organisme publice în baza prevederilor legale. Acum dezbaterile se axează pe două categorii de probleme: rolul băncii centrale și problema specializării.

În privința rolului băncii centrale, se discută dacă banca centrală este autoritatea cea mai indicată să efectueze supravegherea bancară și să acționeze, la rigoare, ca împrumutător de ultimă instanță.

În privința specializării, se discută dacă o super sau megaautoritate, împuternicită să reglementeze toate categoriile de servicii și instituții financiare, este mai adecvată decât reglementarea prin agenții specializate.

La nivelul Uniunii Europene, apare suplimentar problema dacă autoritățile naționale trebuie să-și păstreze prerogativa de supraveghere a serviciilor financiare, de altfel în acord cu un principiu de bază al integrării economice și monetare, sau dacă, dimpotrivă, este preferabil să se constituie o autoritate europeană de supraveghere a serviciilor financiare.

### *5.1. Structuri de reglementare pe glob*

La nivel de poziție și la nivel de acțiune și construcție instituțională, Anglia a jucat un rol de pionier, când în 1997 guvernul laburist al lui Tony Blair a creat Autoritatea pentru Servicii Financiare FSA (Financial Services Authority), ca instituție unică de reglementare a serviciilor financiare, tranșând și în ceea ce privește rolul băncii centrale în supravegherea bancară (prin exonerarea Băncii Angliei de această prerogativă), și în ceea ce privește virtuțile, respectiv defectele reglementării unice față de reglementarea specializată<sup>14</sup>. Autorități unice de reglementare au, de asemenea, Austria, Danemarca, Suedia. Două țări - Belgia și Finlanda - au organisme comune pentru bănci și servicii de investiții; șapte alte țări au instituții separate care reglementează serviciile de investiții.

În Franța, principalul organism de reglementare este Comisia pentru Operații Bursiere, așa-numita COB (Commission des Operations de Bourse), care

---

<sup>14</sup> Regimul abrogat era un amestec de reglementare publică și cvasiprivată, bazată pe organisme de autoreglementare. Noul regim se întemeiază exclusiv pe o autoritate publică, acționând în baza legii, și este menit să asigure o mai mare coordonare și coerență între diferitele zone reglementate, un acces mai simplu la autoritatea de reglementare, o mai clară responsabilitate (accountability) și o mai mare eficiență bazată economii de scară.

FSA combină supravegherea bancară (anterior în sarcina Băncii Angliei), supravegherea serviciilor de investiții (anterior sub autoritatea SIB - Securities and Investment Board), reglementarea serviciilor de asigurări (anterior sub autoritatea Departamentului Comerțului și Industrii - DTI) și integrează organismele de autoreglementare - SFA (Securities and Futures Authority), IMRO (The Investment Management Regulatory Organisation) și PIA (The Personal Investment Authority). Autoritatea creată în 1997 a absorbit, de asemenea, the Building Societies Commission și the Friendly Societies Commission.

FSA răspunde în fața guvernului și parlamentului.

Banca Angliei răspunde de stabilitatea generală a sistemului, ceea ce implică monitorizare și acțiune pe piețe pentru a asigura stabilitatea sistemului financiar. Un memorandum între Ministerul de Finanțe, Banca Angliei și FSA stabilește modul de lucru pentru gestiunea crizelor.

își împarte responsabilitatea cu alte două organisme: Consiliul Piețelor Financiare, un organism de reglementare care supraveghează tranzacțiile de piață, și Comisia Bancară, supraveghetorul pentru activitățile bancare.

Germania, care are în prezent autorități speciale pentru bănci, servicii de investiții, asigurări, s-a pronunțat pentru trecerea la sistemul autorității unice de reglementare.

Și în Franța sunt discuții în legătură cu comasarea autorităților de reglementare, dar autoritățile franceze susțin cu fermitate modelul unei reglementări bicefale, respectiv pentru normele prudențiale și tranzacțiile en gros (piețele pentru tranzacții financiare între profesioniști) și reglementările pentru piețele en detail, pe care produsele financiare sunt vândute consumatorilor.

Între țările asociate la Uniunea Europeană, Ungaria a fost prima care, în prima parte a anului trecut, a procedat la comasarea celor trei agenții de reglementare în cadrul Autorității Ungare de Supraveghere Financiară<sup>15</sup>.

În afara Europei, au megaautorități de reglementare și supraveghere Japonia, Coreea de Sud, China, Hong Kong, Taiwan, iar în America de Nord – Canada.

În Statele Unite ale Americii, sistemul de reglementare, care nu s-a schimbat în mod esențial din 1934, se caracterizează prin **specializare** și **fragmentare**. Piețele de capital sunt reglementate de SEC (Securities and Exchange Commission). Celelalte componente ale sectorului serviciilor financiare sunt însă sub autoritatea mai multor foruri de reglementare și supraveghere. Asupra băncilor veghează așa-numitul Office of the Comptroller of the Currency, dar și the Federal Deposit Insurance Corporation, the Federal Reserve Board (banca centrală) și comisiile pentru bănci ale diferitelor state. Cât despre societățile de asigurări, ele sunt reglementate și supravegheate de comisiile de asigurări ale statelor. După fiecare dezastru financiar – criza bursieră din 1987, prăbușirea suferită de Bank of Credit and Commerce International sau de Long-Term Capital Management din 1998 – se relansează discuția despre necesitatea reformei sistemului de reglementare și despre oportunitatea trecerii la sistemul autorității unice.

---

<sup>15</sup> După declarațiile oficialilor noii autorități integrate, aceasta reflectă cerințele rezultate din dezvoltarea sectorului și va asigura o mai mare coerență legislativă, aplicarea de standarde unitare și furnizarea unor informații mai cuprinzătoare. Autoritatea Ungară de Supraveghere Financiară este organizată pe criterii funcționale, ceea ce-i permite să valorifice cultura și experiența agențiilor precedente. Se subliniază, de asemenea, că o supraveghere consolidată este recomandată de agențiile multilaterale.

## 5.2. Banca centrală și supravegherea bancară

După Karel Lannoo (1998) de la Centrul European de Studii Politice (CEPS) din Bruxelles, în dezbateră a acestei probleme se pornește de la rolul băncilor centrale în asigurarea stabilității sistemelor financiare și prevenirea crizelor sistemice contagioase. Argumentul *pro* este că exercitarea de către banca centrală a funcțiilor de reglementare și supraveghere bancară ar putea să contribuie într-o mai mare măsură la asigurarea stabilității financiare generale. În plus, întrucât este chemată să participe la operațiunea de salvare a băncilor, banca ar trebui să participe și la supravegherea lor.

Argumentul *contra* combinării funcțiilor de politică monetară și de supraveghere bancară este că aceasta poate genera conflicte de interese, căci participarea băncii centrale la operațiile de salvare bancară poate primejdi stabilitatea prețurilor și accentua riscul moral. În plus, combinarea ar putea genera în rândul firmelor speranța că în elaborarea politicii monetare banca centrală va fi influențată de considerente de stabilitate a sistemului financiar.

Faptul că ambele regimuri sunt cam egal reprezentate în Uniunea Europeană ar putea fi interpretat că nu există argumente hotărâtoare în favoarea vreunui model. După Goodhaad și Schoenmaker (1995), problema trebuie privită nu ca un exercițiu teoretic abstract, ci în contextul structurii financiare și bancare specifice din fiecare țară. O analiză a falimentelor bancare din ultimele două decenii arată o mai mare frecvență a acestora în țări cu regim separat decât în țări cu regim combinat. Acesta nu poate fi însă un argument hotărâtor, întrucât mulți alți factori intervin: calitatea reglementării, măsura în care guvernul este gata să lase o bancă să cadă sau existența oligopolurilor în domeniul bancar. Cei doi autori ajung la concluzia că operații de salvare bancară sunt mai probabile în regimuri combinate.

Tendința este ca băncile centrale să se retragă din activitățile de supervizare. Lannoo consideră că la baza acestei tendințe stă faptul că activitatea bancară devine tot mai complexă și mai puțin clar definită, principalele bănci fiind active în mai multe jurisdicții ca prestatori de servicii financiare. Pe de altă parte, în domeniul bancar, crește rolul autoreglementării. În sfârșit, ar exista un acord tot mai larg asupra ideii că guvernul, și nu banca centrală, ar trebui să aibă responsabilitatea sprijinului financiar în cazuri extreme. Capacitatea băncilor centrale de a organiza și coordona operații de salvare bancară se diminuează, aceste operații devenind tot mai costisitoare, tinzând să depășească sumele pe care banca centrală le poate oferi din resursele sale. Asemenea concluzii au rezultat din experimentele făcute de Norvegia, Suedia și Franța în deceniul trecut. În consecință, singura posibilitate a fost să se recurgă la finanțarea din



fonduri publice, transferate pe umerii contribuabililor, ceea ce a dat greutate argumentelor după care funcțiile de supraveghere trebuie să se afle sub **control politic**. O strânsă cooperare între autoritățile de supraveghere și banca centrală se impune însă, întrucât numai această instituție este în măsură să ofere imediat pieței lichidități, în caz de perturbări.

### 5.3. Două viziuni asupra reglementării piețelor financiare

În rândurile teoreticienilor și practicienilor domeniului financiar, abordările problemelor reglementării se grupează în jurul a două concepții:

- I. - eficiența piețelor financiare și
- II. - imperfecțiunea și instabilitatea piețelor financiare (Plihon, 2001), concentrate în tabelul următor.

#### Două concepții despre rolul supravegherii financiare

	<b>Paradigma I: Eficiența piețelor financiare</b>	<b>Paradigma II: Imperfecțiunea și instabilitatea piețelor financiare</b>
Locul supravegherii publice	Supravegherea trebuie să se limiteze la respectarea regulilor de transparență. Supravegherea publică trebuie restrânsă dacă afectează jocul disciplinei de piață. Disfuncțiile piețelor provin mai mult din excesul decât din insuficiența supravegherii publice.	Supravegherea este o completare necesară a disciplinei pieței. Nevoia de intervenție din afara pieței. Supravegherea publică este necesară pentru a compensa eșecurile piețelor.
Disciplina pieței	Disciplina de piață trebuie să fie modalitatea principală de reglementare a piețelor. Trebuie eliminate toate obstacolele care afectează jocul disciplinei de piață. Subvenții și garanții publice. Asigurarea depozitelor trebuie limitată la depozitele monetare. Dezvoltarea datoriei subordonate. Trebuie stimulată liberalizarea financiară a țărilor emergente.	Disciplina de piață este o condiție necesară, dar nu și suficientă pentru buna funcționare a piețelor. Disciplina pieței trebuie completată prin: - sancțiuni aplicate de autoritățile de reglementare; - acțiuni corectoare precoce. Liberalizarea financiară a țărilor emergente trebuie să fie precedată de construcția unui sistem de supraveghere publică eficient.

	<b>Paradigma I: Eficiența piețelor financiare</b>	<b>Paradigma II: Imperfecțiunea și instabilitatea piețelor financiare</b>
Rolul transparenței	<p>Transparența, condiția necesară și suficientă pentru exercițiul disciplinei de piață și pentru eficiența informațională a piețelor.</p> <p>Necesitatea ca obligațiile de informare să fie extinse la toți participanții - bancari și nebancari - la piețele financiare.</p> <p>Crizele financiare din țările emergente sunt determinate de lipsa de transparență a instituțiilor financiare locale.</p>	<p>Respectarea regulilor de transparență nu este suficientă:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- opacitatea - caracteristică fundamentală a intermediarii bancare - impune supravegherea publică;</li> <li>- accentul exclusiv pus pe transparență ignoră mimetismul și alte comportamente rezultate din psihologia colectivă pe piețele financiare.</li> </ul>

Reglementarea piețelor financiare este necesară atât din considerente generale, proprii tuturor ramurilor de activitate economică, cât și din considerente speciale.

Considerentele generale se referă la protecția consumatorilor, stabilirea regulilor de concurență și verificarea respectării lor. Protecția consumatorilor se sprijină pe asigurarea informării lor corespunzătoare, dar și pe reguli menite să-i pună la adăpost de practicile abuzive. În ceea ce privește concurența, ideea de bază este că, fără reguli, se dezvoltă practici abuzive, care - la extrem - pot duce la suprimarea concurenței.

Considerentele speciale țin de natura industriei serviciilor financiare, în primul rând de faptul că ele se bazează pe o gestiune a riscurilor. Or, interdependența actorilor financiari implică un risc sistemic. De aici importanța controlului riscurilor. Pe de altă parte, sistemul financiar are o poziție strategică în cadrul economiei. Dacă acest sistem intră în criză, este afectat ansamblul economiei.

În plus, pe piețele de capital, disproporția durabilă între cererea și oferta de active financiare poate duce la o tendință de creștere inflaționistă a prețurilor acestor active. **Inflația financiară** este, cum arată experiența, mult mai primejdioasă decât inflația prețurilor bunurilor și serviciilor. Prin **efectul de patrimoniu** (*wealth effect*), ea poate duce la supraambalarea cheltuielilor de consum și de investiții, iar apoi, în momentul corecției, a scăderii brutale a cursurilor, să producă efecte devastatoare asupra sectorului real.

Reglementarea financiară comportă trei funcții: stabilirea de reguli de conduită; controlul aplicării acestor reguli (monitorizarea) și supravegherea **prudențială**, al cărui obiectiv este prevenirea riscului sistemic.

Reglementarea și supravegherea financiară are o dimensiune **micro** prudențială (autorizarea prestatorilor de servicii financiare; supravegherea pe baza documentelor de raportare continuă și controlul la fața locului) și o dimensiune **macro** prudențială, vizând prevenirea și combaterea crizelor (limitarea riscurilor și asigurarea unei bune protecții împotriva lor).

Cele două concepții înfățișate în tabel opun o viziune clasică/neoclasică viziunii keynesiene. După modelul I, piețele sunt eficiente și, ca atare, pe o bază descentralizată, pot fi adoptate cele mai bune decizii pentru o alocare optimă a resurselor. Piețele se autoreglează, în sensul că jocul diverșilor actori imprimă o disciplină a piețelor. Autoritățile de supraveghere nu trebuie decât să asigure respectarea regulilor în materie de transparentă. Modelul II pornește, dimpotrivă, de la imperfecțiunea piețelor și de la incapacitatea lor de autoechilibrare și de alocare optimă a resurselor (optica keynesiană). Transparenta informației trebuie asigurată, dar aceasta nu e suficientă: comportamentul actorilor financiari se bazează nu atât pe reacții raționale la informații despre **fundamentalele macroeconomice**, cât pe reacții mimetice și pe psihologia participanților pieței. Intervenții din afara pieței sunt deci necesare pentru a asigura o funcționare normală a piețelor.

\*

\* \*

Dezvoltarea reglementării exercitate de actori privați este explicată atât prin tendința de inspirație liberală de a reduce imixtiunea factorilor publici, cât și prin complexitatea crescândă a operațiilor financiare (Plihon, 2001), care face tot mai costisitoare și mai dificilă supravegherea exercitată de organisme publice. Aici intră atât activitatea **organismelor de autoreglementare** (ca bursele de valori sau organizațiile profesionale de tip NASD - Asociația Națională a Dealerilor de Valori Mobiliare din Statele Unite) care adoptă reguli, monitorizează aplicarea lor și, la rigoare, intervin cu sancțiuni, cât și activitatea proprie a instituțiilor financiare de a-și dimensiona riscurile în funcție de nivelul resurselor proprii și acțiunea de notare efectuată de agențiile specializate de rating. Dacă organismele de autoreglementare sunt active atât în materie de urmărire, cât și de sancționare, ele sunt percepute adesea ca organisme publice ca "government". Această percepție a fost întâlnită de autorul acestor rânduri la actori privați din Statele Unite. În ceea ce privește agențiile de rating, unii autori

cred că, în viitor, ele s-ar putea substitui organismelor publice de reglementare și supraveghere.

#### 5.4. Reglementare consolidată sau reglementare specializată

În favoarea reglementării consolidate pledează argumentele economiilor de scară, unele avantaje de ordin politic și practic și mai ales faptul că acest fel de reglementare este mai bine adaptat tendinței de formare a unor **conglomerate financiare**, oferind întreaga gamă de servicii și produse financiare<sup>16</sup>.

Argumente pentru:	
O autoritate unică de reglementare financiară	O autoritate specializată de reglementare financiară
- demers one-stop pentru autorizare	- organizare mai ușoară
- concentrarea de expertiză și economii de scară (de exemplu, prin comasarea funcțiilor de autorizare)	- atribuții mai clar definite
- costuri de supraveghere mai scăzute	- mai aproape de activitățile reglementate
- mai adaptată la evoluția sectorului financiar spre conglomerate financiare	- mai adaptată la diferențele în materie de risc și de natură a activităților financiare, o axare mai clară pe obiectivele și rațiunile reglementării
- cooperare asigurată între formele de supraveghere: un coordonator pentru supravegherea conglomeratelor	- o mai bună cunoaștere a activităților reglementate
- absența nevoii de arbitraj în materie de reglementare	- o prezență mai discretă
- formă mai transparentă pentru consumator	- o mai mare înclinare spre supravegherea pe bază de obiective (?)

Sursa: Karel Lannoo.

Problema de bază rămâne schimbul de informații între diversele structuri de supraveghere, în special în lumina formării de conglomerate financiare

16 Directivele Comisiei se referă la trei categorii de instituții financiare: instituții de credit, prestatori de servicii de investiții și prestatori de asigurări. Instituțiile de credit cuprind băncile comerciale, casele de economii, băncile mutuale sau cooperatiste și băncile ipotecare (sau societăți de construcții). Serviciile de investiții sunt cele enumerate în anexa la directiva cu același nume și sunt legate de utilizarea instrumentelor specificate, iar instituțiile prestatoare sunt băncile de investiții (sau merchant banks sau banques d'affaires) sau societăți de valori mobiliare autorizate pentru unul, mai multe sau întreaga gamă de servicii. Asigurările cuprind societățile autorizate să facă asigurări de viață sau de bunuri.

acționând la nivel internațional, și necesitatea de a se stabili un coordonator (național) al supravegherii.

**Supravegherea pe bază de obiective.** O modalitate de adaptare la tendința formării de conglomerate este ca supravegherea să devină mai axată pe obiective și să se desfășoare separat pe probleme de:

- stabilitate, solvabilitate;
- conduită în afaceri: informare și transparență, practici bazate pe corectitudine și cinste, egalitatea participanților la piață.

Agenția pentru stabilitate s-ar concentra pe probleme sistemice, cea pentru conduită – pe protecția deponenților/investitorilor. Pornind de aici, s-ar putea avea în vedere un model care îmbină supravegherea funcțională cu cea pe obiective. Pentru bănci/servicii de investiții, supravegherea ar putea fi bazată pe obiective, iar pentru bănci, asigurarea ar putea rămâne funcțională, aceasta din cauza diferenței între produse și a structurii inverse a riscului. O asemenea structură de supraveghere funcționează în Italia. Banca d'Italia supraveghează instituțiile financiare pentru aspectele de stabilitate financiară, iar COMSOB se ocupă de conduita în afaceri a băncilor și societăților de valori mobiliare. Supravegherea pe bază de obiective poate fi adâncită pe filiere **en gros** și **en detail**, pornindu-se de la premisa că asimetria informației și implicațiile eșecului de piață sunt mult mai mari în sectorul en detail, ceea ce sporește nevoia de protecție a consumatorilor. Această formulă susținută de Franța ar avea și meritul de a reduce riscul de contaminare între cele două sectoare.

### *5.5. Problema reglementării financiare la nivelul Uniunii Europene*

Crearea pieței unice a serviciilor financiare se sprijină pe trei piloni:

- un minim de omogenizare a diverselor piețe naționale, ca efect al implementării directivelor europene în materie de bănci, servicii de investiții și asigurări, de natură să permită recunoașterea reciprocă a instrumentelor, a serviciilor financiare și a prestatorilor de asemenea servicii;
- principiul “pașaportului unic”, adică valabilitatea autorizației acordate într-o țară pentru a stabili sucursale în orice altă țară membră sau a presta servicii transfrontaliere;
- răspunderea țării gazdă în materie de supraveghere.

Implementarea directivelor respective s-a făcut însă cu întârziere și cu diferențe destul de mari de la țară la țară, astfel că în stabilirea efectivă a pieței

unice a serviciilor financiare s-au înregistrat serioase rămânări în urmă. Comisia a reacționat timid la recalitranta țărilor membre, constituind un destul de slab Forum al Comisiilor Europene de Valori Mobiliare (FESCO – sigla engleză) cu misiunea de a promova cooperarea între autoritățile de reglementare pentru piețele de valori mobiliare. FESCO nu are însă un statut oficial, ci trebuie să lucreze pe bază de consens, și nu poate emite recomandări obligatorii. De aceea, îndată după lansarea euro, liderii europeni au adoptat, la Summit-ul de la Lisabona din martie 2000, Planul de acțiune pentru serviciile financiare (FSAP) inițiat de Comisie. FSAP recomandă 42 de măsuri pentru a raționaliza piețele financiare en gros și en detail, cu termene de implementare până în anul 2005.

Franța a considerat necesar să se meargă mai departe și mai repede, astfel că, în semestrul II al anului 2000, când țara deținea președinția Consiliului de Miniștri, Laurent Fabius (ministrul economiei și finanțelor) a cerut constituirea unui mic grup de lucru care să studieze posibilitatea unui plan mai îndrăzneț, inclusiv crearea unui for paneuropean de reglementare cu sediul la Paris. Anglia s-a opus acestei idei și a încercat să o blocheze. Grupul s-a creat însă, incluzând un oficial britanic, Sir Nigel Wicks, și având ca președinte pe Alexandru Lamfalussy, fost președinte al Institutului Monetar European. La rapoartele prezentate în noiembrie 2000 și februarie 2001 de către acest grup am mai făcut referire mai înainte.

Punctele de vedere în prezent sunt următoarele.

Cele mai multe state membre agreează ideea unui for unic de reglementare, unele, ca Franța, susținând un sistem integrat, dar dual. Pe aceleași considerente, ideea unui for paneuropean de reglementare este privită ca o soluție la haosul actual din acest domeniu. Germania sprijină ideea autorității paneuropene unice. Anglia se opune acestei idei. Alte țări continuă să prefere sistemul autorităților naționale și al concurenței între diversele jurisdicții.

Grupul Lamfalussy nu ajunge atât de departe încât să propună o autoritate paneuropeană de reglementare, deși crearea unui “Comitet de valori mobiliare” pentru a accelera procesul este privită de unii ca embrionul unui SEC (organismul de reglementare american pentru valorile mobiliare).

Grupul identifică lacunele **numeroase** și importante din legislația europeană și propune următoarele măsuri prioritare, care ar urma să fie adoptate și puse în vigoare până la sfârșitul anului 2003:

- un prospect unic pentru emitenți, cu un sistem obligatoriu de înregistrare preliminară;
- modernizarea cerințelor de înscriere la cotă și introducerea unei distincții clare între admiterea la cotă și admiterea la tranzacționare;

- generalizarea principiului recunoașterii reciproce pentru piețele en gros, inclusiv o definiție clară a investitorului profesional;
- modernizarea și dezvoltarea regulilor de investiții pentru fonduri de investiții și fonduri de pensii;
- adoptarea IAS (standardelor internaționale de contabilitate);
- pașaport unic pentru piețele bursiere recunoscute și aplicarea principiului că supravegherea se asigură de către țara gazdă.

Grupul Lamfalussy constată că în Uniunea Europeană există circa 40 de organisme publice ce se ocupă cu reglementarea și supravegherea piețelor de valori mobiliare. Competențele sunt amestecate și responsabilitățile sunt diferite. **“Rezultatul la nivel european este fragmentarea și, adesea, confuzia”.**

Centrul de greutate în propunerile Grupului îl constituie, probabil, măsurile menite să accelereze procesul decizional în cadrul Uniunii Europene și să asigure un control mai riguros al implementării directivelor de către statele membre. În acest sens, se propune o abordare în patru trepte a procesului decizional și de implementare, asupra cărora nu este cazul să insistăm aici.

#### *5.6. Spre o unificare a reglementării și supravegherii serviciilor financiare în România*

Având în vedere tendințele generate de revoluția financiară și mai ales creșterea ponderii piețelor de capital în finanțarea întreprinderilor și constituirea de conglomerate și supermarketuri financiare, precum și opiniile prevalente în cele mai multe state europene, cred că ar fi oportun să se procedeze și în România la reconsiderarea structurilor de reglementare și supraveghere, în ideea comasării într-o autoritate unică a structurilor existente.

Am mai exprimat această idee în comunicarea prezentată în cadrul proiectului ESEN (Evaluarea Stării Economiei Naționale) la sfârșitul anului 1999. Am constatat cu acest prilej că părerea mea era convergentă cu cea a guvernatorului BNR, profesorul Mugur Isărescu.

Distincția între piețele *en detail* și cele *en gros*, susținută de Franța și aplicată în Italia, este, după părerea mea, fertilă și ar putea fi avută în vedere într-o fază ulterioară de dezvoltare a piețelor de capital românești, dacă va mai fi cazul. Deocamdată însă, ar trebui să se meargă pe drumul deschis de Anglia și urmat în zona noastră de către Ungaria. Elaborarea și aplicarea de standarde unitare ar crea condiții mai bune pentru dezvoltarea serviciilor financiare și realizarea unei supravegheri mai eficiente.

Dezvoltarea organismelor de autoreglementare nu este o pistă de urmat. România nu are cultura de piață dezvoltată în timp în Statele Unite. Acest sistem nu și-a putut dovedi eficiența nici măcar într-o țară ca Anglia. În cursul unor deplasări în această țară, am avut prilejul să ascult critici la adresa organismelor de autoreglementare și să primesc sfaturi de prudență în această privință.

Schimbul de informații și colaborarea între instituțiile de reglementare și supraveghere, dacă sunt organizate bine, au șanse să dea rezultate pozitive.

Nu cred că în prezent suporterii ideii autorității unice de supraveghere sunt foarte mulți. Dar ei există în toate cele trei sectoare ale serviciilor financiare din țara noastră. Dezbateră publică poate contribui la clarificarea punctelor de vedere și alegerea unui sistem de reglementare și supraveghere care să corespundă atât nevoilor dezvoltării normale a acestui domeniu, cât și tendințelor care se schițează pe plan european.

### **Bibliografie selectivă**

- Agtwael, Antoine; Park, Keith, *The World's Emerging Stock-Markets*, Probus Publishing Co., Chicago, Illinois, Cambridge, England, 1996.
- Berle, Adolf; Means, Gardiner, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932.
- Clifford, Chance, *The reform of the UK financial regulatory system*, CEPES, Brussels, 1998.
- Crocket, Andrew, *The Theory and Practice of Financial Stability. Essays in International Finance*, Princeton University, 1998.
- Dalton, John M., *Piața acțiunilor*, Editura HREMA, București, 1999.
- Drucker, Peter, "The next society - A survey of the near future", *The Economist*, November 3<sup>rd</sup>, 2001.
- Ferrandon, Benoît, "Régulation du système financier national et international", *Bourse et marchés financiers*, no. 301, 2000.
- Group of Thirty, *Global Institutions, National Supervision and Systemic Risk. A Study Group Report*, 1997.
- Group of Thirty, *The Evolving Corporation. Global Imperatives and National Responses*, Washington DC, 1999.
- Isărescu, Mugur C., *Reflecții economice*, Academia Română, Centrul Român de Economic Comparată și Consensuală, coediție Expert, 2001.



- Kuhn, Robert Lawrence, *Mortgage and Asset Securitization*, Business One IRWIN, Homewood, Illinois, 1994.
- Lannoo, Karel, *A Decade of Financial Market Liberalisation in the EU*, CEPES, Brussels, 1998.
- OECD, *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, OECD, Paris, 1998.
- OECD, *OECD Principles of Corporate Governance*, OLIS - SG/LG (99) April 5, 1999.
- Taylor, Francesca, *Mastering Derivatives Markets*, F.T. Pitman Publishing, market editions, London, 1996.
- The Committee of Wise Men, *Final Report on the Regulation of European Securities Markets*, European Union, Brussels, February 15, 2001.
- \*\*\*, "A survey of corporate finance", *The Economist*, January 17<sup>th</sup>, 2000.
- \*\*\*, "A survey of European business", *The Economist*, April 29<sup>th</sup>, 2000.
- \*\*\*, "A survey of global equity markets", *The Economist*, May 5<sup>th</sup>, 2001.
- \*\*\*, "A survey of international banking", *The Economist*, April 17<sup>th</sup>, 1999.
- \*\*\*, "A survey of online business", *The Economist*, May 20<sup>th</sup>, 2000.