



**Secția de Științe Economice,
Juridice și Sociologie**

**Comitetul Național Român
“Grupul de Reflecție ESEN”**

**CRIZELE BANCARE ȘI FINANCIARE:
CE ȘTIM ȘI CE MAI PUTEM ÎNVĂȚA**

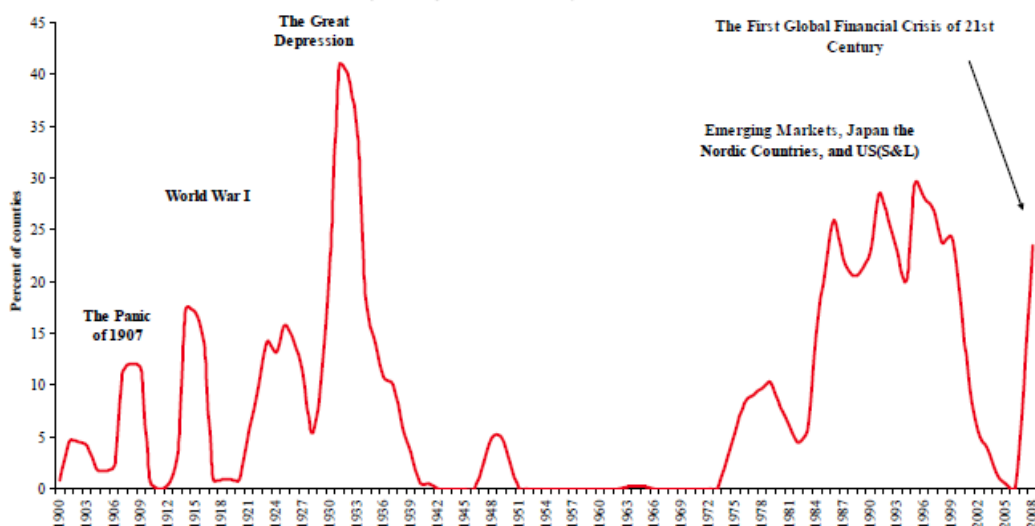
Prezentare susținută cu ocazia sesiunii științifice din 14 aprilie 2009

Dr. Aurelian Dochia

Crizele economice majore au invitat întotdeauna la reflecție și uneori la introspecție: toată lumea ajunge să se întrebe unde s-a greșit, cine a greșit, de ce s-a greșit și nu în ultimul rând ce ar trebui făcut pentru ca aceste greșeli să nu se mai repete. Pe banca acuzațiilor sunt aduse pe rând lăcomia, băncile, guvernele, autoritățile de reglementare și supraveghere, capitalismul, piața liberă, marile puteri sau diverse grupări oculte ori materialismul excesiv care domină lumea contemporana. Dar în graba de a găsi vinovați și a da verdicte riscăm să ratăm înțelegerea în profunzime a ceea ce se întâmplă, favorizând repetarea aceluiași greșeli, iar și iar.

Pentru că de fapt crizele financiare și economice sunt un fenomen recurent, care a însoțit permanent dezvoltarea capitalistă. Într-o lucrare prezentată în acest an la conferința Asociației Economiștilor Americani¹, Carmen Reinhart și Kenneth Rogoff fac un inventar al crizelor bancare și financiare în 66 de țări, dezvoltate și mai puțin dezvoltate, de la 1800 și până astăzi. Concluzia lor este că atât în sistemele bancare și financiare dezvoltate și sofisticate din țările bogate, cât și în cele simple și fragile din țările cu un venit pe locuitor mai scăzut, crizele apar periodic într-o proporție aproape egală. Mai mult decât atât, există paralele remarcabile între caracteristicile cantitative și calitative ale crizelor indiferent de țara în care se produc.

Figura 1: Crize bancare între 1900 și 2008
(proporția țărilor afectate de crize bancare – număr ponderat cu marime PIB)



Sursa: Reinhart, Rogoff, 2008, p. 7

¹ Reinhart, Carmen M., Rogoff, Kenneth S., *Banking Crisis: An Equal Opportunity Menace*, National Bureau of Economic Research Working Paper 14587, December 2008

Începutul secolului XX se caracterizează prin alternanța unor perioade de stabilitate cu bruște episoade de criză, culminând cu marea criză din 1929-1933 ce a afectat țări care realizau aproape jumătate din producția lumii. După cel de al doilea război mondial s-a înregistrat o perioadă de câteva decenii de stabilitate financiară, care s-a încheiat la începutul anilor '70. De la această dată crizele bancare și financiare au devenit o constantă a economiei mondiale existînd practic în fiecare moment un număr de țări confruntate cu probleme în sistemul lor bancar.

Studiile istorice² arată că în aproape toate cazurile, crizele bancare survin după o perioadă de avânt economic care determină o creștere semnificativă a prețurilor imobiliarelor și valorilor bursiere – alimentate de o expansiune rapidă a creditului. La un moment dat însă, creșterea prețurilor devine nesustenabilă și brusc, cercul virtuos al creșterii se transformă într-un cerc vicios al prăbușirii prețurilor, nerambursării datoriilor urmate de reducerea drastică a creditului și eventual falimente bancare care duc la recesiune și șomaj. Datele agregate de Reinhart și Rogoff³ pentru un număr de 21 de crize bancare sistemice⁴ (două petrecute înaintea celui de al doilea război mondial și celelalte după) pun foarte bine în evidență **trei trăsături comune ale crizelor**, fie că acestea au loc în țări dezvoltate, fie că afectează țări emergente.

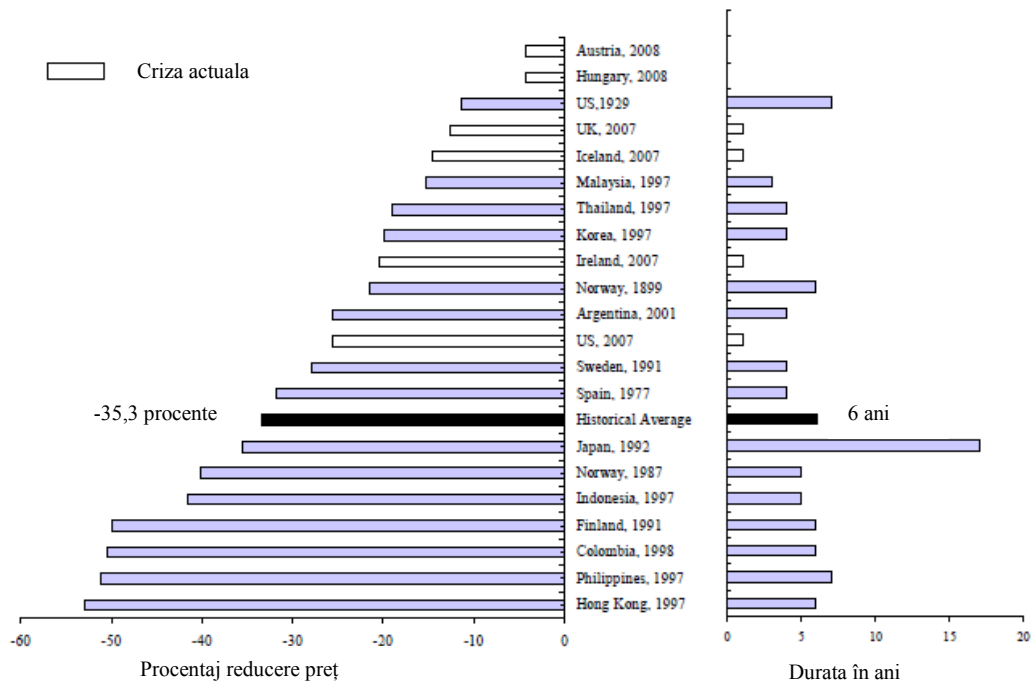
In primul rând, prețurile pe piețele activelor cu caracter investițional se prăbușesc. Prețurile la imobiliare (Figura 2) scad în medie cu peste 35 la sută pe perioada crizei, deși există și cazuri de scădere de peste 50 la sută. Durata declinului este în medie de 6 ani, deși în cazul Japoniei nici după 16 ani nu s-au înregistrat semne de redresare. Prețurile acțiunilor (Figura 3) scad chiar mai abrupt decât prețurile imobiliarelor, în medie cu 55,9 la sută, dar tind să își revină mai repede, durata medie a declinului fiind de 3,4 ani. Este de remarcat faptul că în actuala criză unele țări (Islanda, Austria) au înregistrat deja o scădere a prețului acțiunilor mult mai mare decât media istorică.

² Tiparul comun al crizelor este pus în evidență de Charles Kindleberger în lucrarea sa din 1978, *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crisis*

³ Reinhart, Carmen S., Rogoff, Kenneth M., *The Aftermath of Financial Crisis*, Paper prepared for presentation at the American Economics Association meetings in San Francisco, January 3, 2009

⁴ Crizele sistemice, spre deosebire de cele ce afectează doar unele bănci individual, au un efect destabilizator asupra întregului sistem financiar-bancar și a economiei în ansamblu.

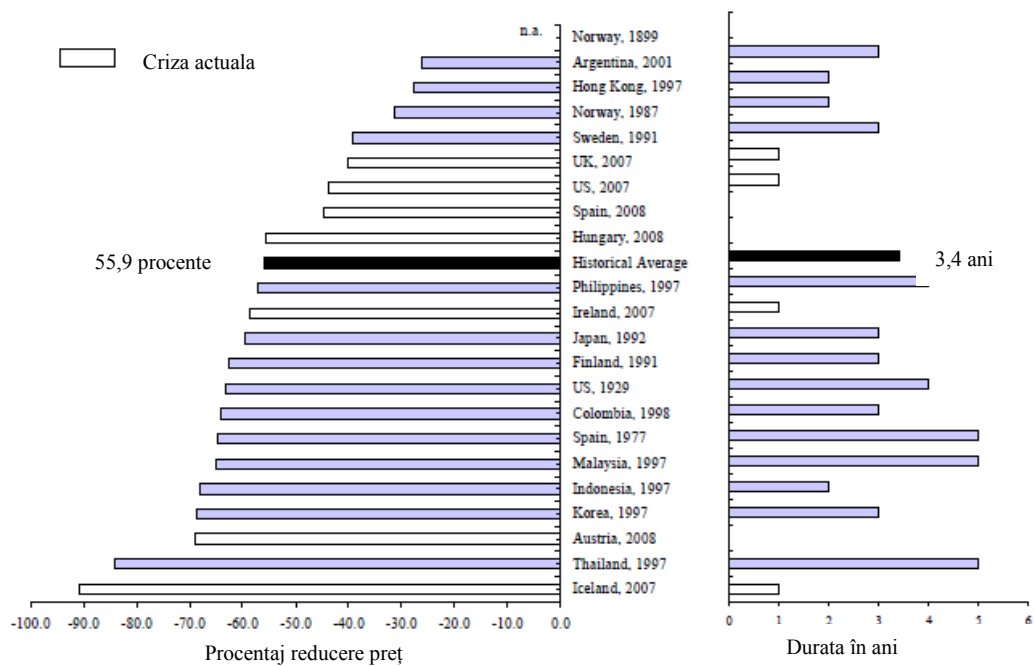
Figura 2: Prețul activelor imobiliare și crizele bancare:
procentul de scădere a prețurilor față de valoarea maximă (stânga)
și numărul de ani de declin (dreapta)



Sursa: Reinhart și Rogoff, 2009

Notă: Fiecare episod de criză bancară este identificat prin numele țării și anul de declanșare a crizei. Prețurile imobiliarelor au fost deflate cu indicele prețurilor bunurilor de consum pentru a determina scăderea în termeni reali. Media istorică nu cuprinde și actuala criză.

Figura 3: Prețul acțiunilor și crizele bancare:
procentul de scădere a prețului acțiunilor de la valoarea maximă la cea minimă (stânga)
și numărul de ani de declin (dreapta)

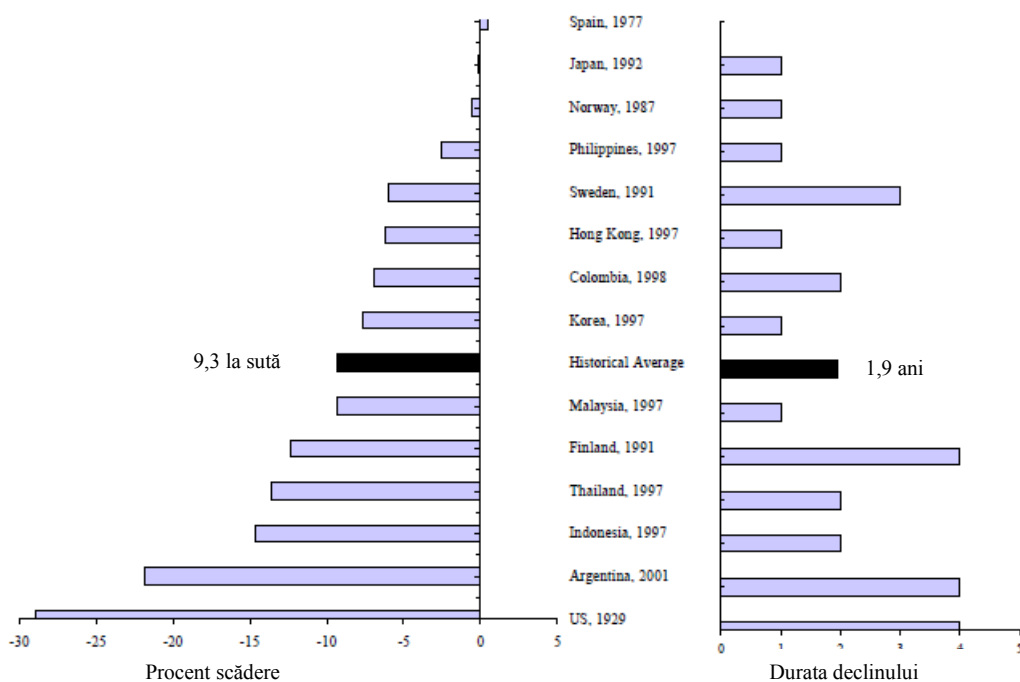


Sursa: Reinhart și Rogoff, 2009

Notă: Fiecare episod de criză bancară este identificat prin numele țării și anul de declanșare a crizei. Prețurile acțiunilor au fost deflate cu indicele prețurilor bunurilor de consum pentru a determina scăderea în termeni reali. Media istorică nu cuprinde și actuala criză.

In al doilea rând, crizele bancare au consecințe globale asupra economiei, evidențiate îndeosebi de scăderea produsului intern brut și creșterea șomajului (Figura 4 și Figura 5). In crizele anterioare scăderea PIB pe locuitor a atins o medie de peste 9 puncte procentuale, deși au existat și cazuri extreme de scăderi de peste 15 procente. Durata declinului este în medie de mai puțin de doi ani. La nivelul utilizării forței de muncă se observă o tendință de amortizare a efectelor reducerii producției naționale: șomajul crește în medie cu 7 puncte procentuale (față de cele 9 procente cu care scade producția), dar declinul de pe piața muncii durează mai mult, aproape 5 ani (în vreme ce producția începe să-și revină după mai puțin de doi ani).

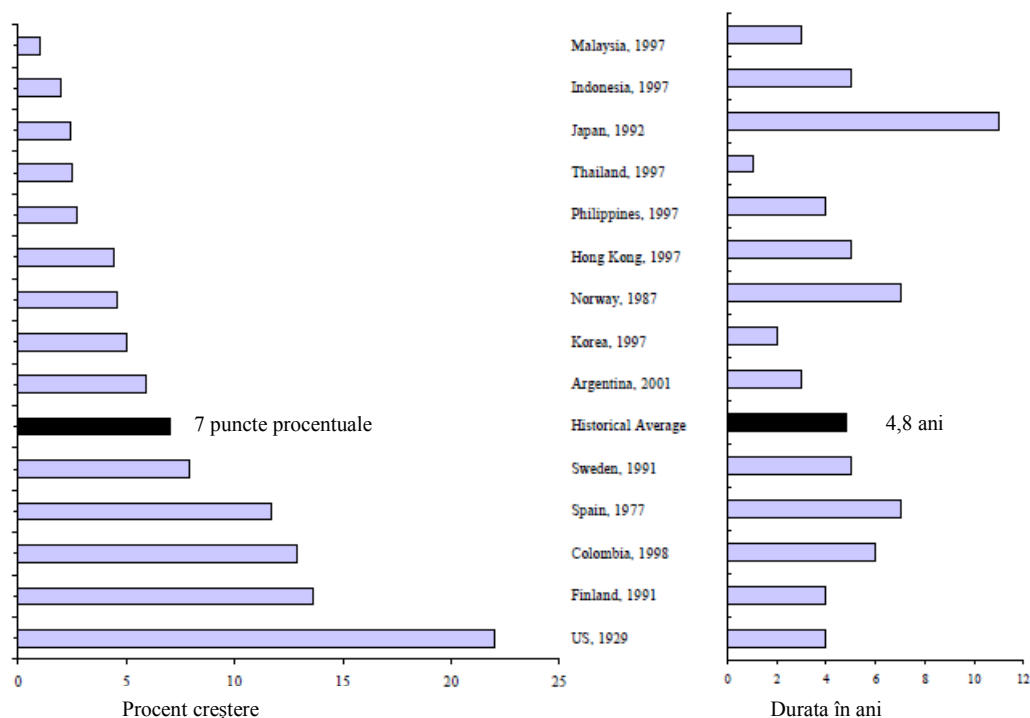
Figura 4: Produsul intern brut pe locuitor și crizele bancare: declinul în termeni reali de la valoarea maximă la cea minimă (stânga) și durata declinului (dreapta)



Sursa: Reinhart și Rogoff, 2009

Notă: Fiecare episod de criză bancară este identificat prin numele țării și anul de declanșare a crizei. Sunt incluse numai crizele majore (sistemice) pentru care au existat date. PIB pe locuitor calculat prin conversia în dolari SUA 1990 la paritatea puterii de cumpărare și populația la jumătatea anului. Media istorică nu cuprinde și actuala criză.

Figura 5: Șomajul și crizele bancare: procentul cu care crește șomajul (stânga) și durata creșterii (dreapta)

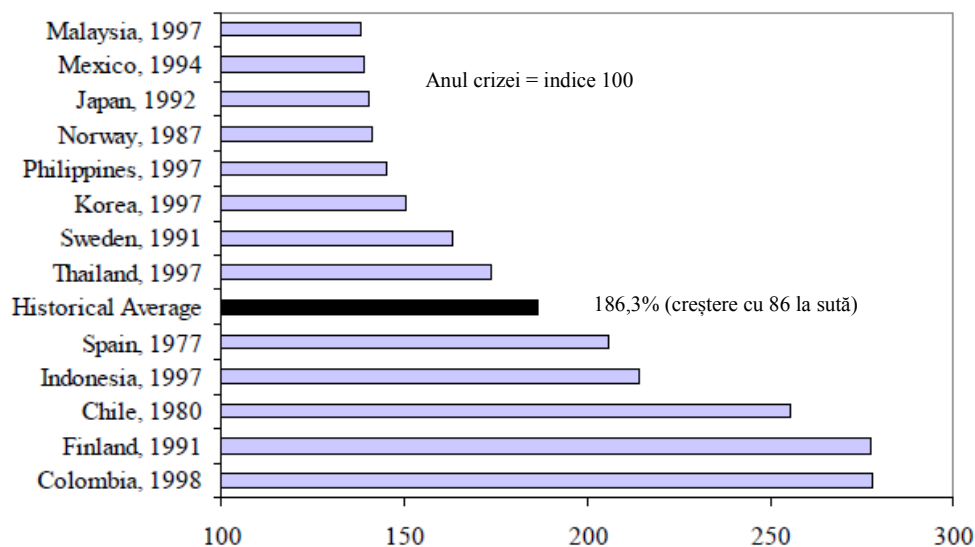


Sursa: Reinhart și Rogoff, 2009

Notă: Fiecare episod de criză bancară este identificat prin numele țării și anul de declanșare a crizei. Sunt incluse numai crizele majore (sistemice) pentru care au existat date.

În sfârșit, **în al treilea rând** crizele bancare lasă urme pe termen lung la nivelul datoriei publice. Aceasta aproape se dublează în cei trei ani care urmează anului de declanșare a crizei, nefiind excluse creșteri de aproape trei ori (Finlanda, Columbia). Este important de observat că datoria publică nu crește atât din cauza cheltuielilor extraordinare pe care le fac guvernele pentru a salva sistemul bancar (deși această componentă nu lipsește), cât mai ales din cauza deficitelor curente ridicate ce apar ca urmare a reducerii veniturilor bugetului public.

Figura 6: Creșterea cumulată a datoriei publice pe parcursul celor trei ani ulteriori declanșării crizei



Sursa: Reinhart și Rogoff, 2009

Notă: Fiecare episod de criză bancară este identificat prin numele țării și anul de declanșare a crizei. Sunt incluse numai crizele majore (sistemice) pentru care au existat date.

Atât caracterul recurent cât și tiparul bine conturat al dezvoltării și rezolvării crizelor financiare sugerează că acestea au o natură endogenă, proprie sistemului economic capitalist. Teoria economică nu dispune însă în acest moment de o explicație satisfăcătoare a crizelor de origine financiară și chiar a crizelor în general. J. M. Keynes este singurul mare economist modern care a dezvoltat o teorie a crizei economice, dar el nu s-a preocupat în mod special de dimensiunea bancară, iar teoriei sale generale i-au fost imputate multe lipsuri începând cu anii '70. Monetarismul care a dominat gândirea economică în ultimele decenii merge pe idea că crizele sunt datorate unor perturbări externe sistemului economic, care după o vreme sunt amortizate prin ajustarea naturală a piețelor. În ultima vreme însă, această perspectivă devine greu de împăcat cu realitatea în care se observă o cvasipermanență a crizelor financiare care nu au cauze externe evidente și pe care piețele par mai degrabă să le amplifice, nu să le amortizeze.

În căutare de explicații, mulți și-au îndreptat atenția în ultimii ani către lucrările profesorului Hyman Minsky, un economist puțin cunoscut în afara cercurilor academice până acum câțiva timp, dar tot mai des invocat în analizele privind actuala criza. Minsky a dezvoltat „ipoteza

instabilității financiare” sau cum o mai numea „paradigma Wall Street”⁵, care este după cum subliniază autorul o „interpretare a substanței Teoriei Generale a lui Keynes”. Pe scurt, ipoteza instabilității financiare pornește de la observația că într-o economie există bunuri, active investiționale⁶, al căror interes principal derivă din calitatea lor de a genera un flux de venit/profit în viitor. Cererea pentru astfel de bunuri va depinde deci de așteptările privind aceste venituri viitoare și se poate modifica rapid. Oferta în schimb este inelastică pe termen scurt – cantitatea de active investiționale nu se modifică decât pe termen lung. Aceasta face ca atunci când, dintr-un motiv oarecare, se formează anticipări optimiste referitoare la profiturile viitoare, prețul activelor investiționale tinde să crească, ceea ce poate fi interpretat de investitori drept o confirmare a anticipărilor privitoare la câștigurile viitoare, antrenând o nouă creștere a prețurilor într-o spirală a profețiilor autoîmplinite.

În continuare Minsky introduce un nou element, intermedierea financiară a băncilor, care face posibilă finanțarea cumpărării de active investiționale pe credit. În mod evident achiziția de active investiționale pe credit presupune stabilirea unei relații între veniturile obținute de pe urma investiției și cheltuielile ocazionate de plata ratelor la credit. Există trei tipuri de „firme”⁷ care se angajează în achiziționarea de active investiționale pe credit:

- firme perfect acoperite (hedge units), pentru care fluxurile viitoare de venituri sunt suficiente pentru a răspunde obligațiilor de plată în orice moment în viitor, atât pentru dobânzi cât și pentru rambursarea împrumutului propriu zis;
- firme speculative (speculative units), ale căror obligații de plată sunt mai mari decât veniturile la un anumit moment în viitor – de obicei atunci când vine scadența de plată a împrumutului principal. Aceste firme trebuie să se refinanțeze pentru depășirea acestui moment și din acest motiv ele depind de o bună funcționare a piețelor financiare, fiind deci vulnerabile la condițiile acestora (îndeosebi la rata dobânzii);

⁵ Vezi Hyman Minsky, *The Financial Instability Hypothesis*, Working Paper nr. 74, May 1992 (prepared for Handbook of Radical Political Economy, Aldershot 1993); Hyman Minsky, *The Capital Development of the Economy and the Structure of Financial Institutions*, Working Paper nr. 72, January 1992 (prepared for the Annual Meeting of the American Economic Association, New Orleans, 1992)

⁶ Activele investiționale trebuie privite în sens larg, atât ca active fizice (mașini, construcții etc.) cât și ca active financiare (acțiuni, obligațiuni, depozite bancare etc.). Construcțiile rezidențiale, deși au ca scop principal consumul, utilizarea ca locuință de către o familie, au de obicei o puternică componentă investițională.

⁷ Se consideră în mod convențional că firmele investesc în vreme ce persoanele/gospodăriile consumă sau economisesc; esența argumentării nu este schimbată cu nimic dacă acceptăm că și persoane individuale sunt angajate în activități investiționale.

- firme Ponzi⁸, (Ponzi units) care se caracterizează prin faptul că au obligații de plată care le depășesc veniturile în majoritatea momentelor în viitor. Aceste firme depind nu doar de buna funcționare a piețelor financiare pentru a-și refinanța continuu datoriile, dar și de creșterea prețului activelor investiționale care pot eventual să le finanțeze obligațiile viitoare. Aceste firme sunt extrem de expuse, stabilitatea lor fiind condiționată de menținerea unor condiții favorabile pe multe piețe.

Pentru Minsky, cu cât într-o economie se află mai multe firme de tip speculativ și Ponzi, cu atât mai mult economia respectivă este mai predispusă la crize deoarece o schimbare cât de mică a condițiilor de pe piețele financiare (creșterea dobânzilor sau reducerea prețurilor unor active investiționale) antrenează dificultăți pentru firmele mai expuse. Pentru a face față obligațiilor, firmele în dificultate sunt nevoite să vândă unele din activele pe care le dețin, dar creșterea ofertei de active pe piață duce la micșorarea prețului, care antrenează și mai multe firme în spirala incapacității de plată. În final băncile sunt cele care nu-și recuperează împrumuturile și ajung în pragul falimentului, creditul aproape că dispare și întreaga activitate economică este paralizată. În acest moment intervine de obicei statul care preia într-un fel sau altul pierderile în vederea relasării economiei.

Dar cum ajunge o economie la o structură vulnerabilă, dominată de firme speculative și Ponzi? Intervine aici o doză de irațional în comportamentul investitorilor, care cuprinși de un val de contagiune ajung să mizeze sume tot mai mari (adesea împrumutate) pe ipoteza că veniturile viitoare vor continua să crească. În acest proces, la un moment dat economia se transformă în cazinou. Așa cum spunea Charles Kindleberger, cel ce a studiat istoria acestor „manii” după expresia sa⁹, psihologia umană are ciudățeniile ei: puține lucruri întunecă rațiunea oamenilor așa cum o face constarea că cei din jur s-au îmbogățit rapid folosind o schemă simplă și la îndemână. Profesorul Robert Shiller a publicat în anul 2000 o lucrare celebră ce analizează modul în care se formează și se propagă aceste valuri de „exuberanță irațională” în cazul burselelor de valori¹⁰.

⁸ Ponzi – după numele inițiatorului unui astfel de joc la începutul secolului XX - este denumirea tuturor schemelor de câștig piramidal, bazat pe plata unora din veniturile încasate de la noii intrați în joc (Caritas în România).

⁹ Charles Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crisis*, John Wiley & Sons, 2000,

¹⁰ Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000

Există deci două elemente de bază ce formează amestecul destabilizator ce duce la crize: mecanismul psihologic al apariției unor valuri periodice de „exuberanță irațională” și sistemul financiar și bancar, ce alimentează și permite amplificarea dincolo de orice măsură a unor „baloane” pe piețele activelor investiționale. Desigur, autoritățile publice au învățat de multă vreme că este necesar să prevină, prin reglementare și politici monetare și fiscale adecvate, apariția unor astfel de mișcări destabilizatoare pe piețele financiare. În ultimă instanță s-ar putea spune că banca centrală controlează cantitatea de bani în sistem și poate sugruma în fașă orice creșteri exagerate ale prețurilor activelor investiționale. În mod tradițional însă, băncile centrale se concentrează asupra controlului inflației urmărind indicii prețurilor bunurilor de consum, care nu reflectă adecvat evoluția prețurilor activelor investiționale cum ar fi imobiliare sau acțiuni tranzacționate la bursă. În plus, banca centrală are anumite constrângeri ce țin atât de informația de care dispune cât și de instrumentele de acțiune pe care le are la dispoziție. Dar Minsky este cel ce atrage atenția asupra celui mai important și adesea neglijat argument: inovația financiară și bancară. Băncile sunt permanent în căutare de noi modalități prin care să răspundă nevoilor clienților, inventând noi produse și servicii și punând la punct noi mecanisme și procese prin care piețele devin mai eficiente. Deși banca centrală controlează cantitatea de bani din economie, ea nu poate controla și viteza de circulație a banilor care poate să crească datorită inovației bancare ce face piețele mai eficiente. Inovația bancară face ca eficiența controlului exercitat de banca centrală asupra bazei monetare să scadă în timp.

Minsky merge însă mai departe și observă că, chiar și în cazul în care autoritățile publice reușesc în politica de stabilizare a economiei, ele nu fac decât să pregătească o nouă criză. Aceasta pentru că o economie stabilă reduce riscul, mărește încrederea investitorilor, favorizează formarea anticipărilor optimiste și tendințele speculative. Aceasta cu atât mai mult cu cât experiența dovedește că în cazul apariției unei noi crize sunt toate șansele ca pierderile să fie în mare parte socializate (prin preluarea lor de către guvern) iar speculatorii să rămână cu câștigurile.

Este chiar tulburător felul în care observațiile făcute de Minsky aruncă o lumină nouă asupra unor situații reale. Spre exemplu, experiența României este relevantă pentru modul în care succesul autorităților în stabilizarea economiei a contribuit la instaurarea unei atmosfere de optimism care s-a transformat la un moment dat în clasică exuberanță irațională. După anul 2000 România s-a înscris pe o traiectorie clară de creștere economică în ritmuri înalte, însoțită

de inflație în scădere, curs de schimb mai puțin volatil, reducerea costului finanțării. Percepția asupra riscului s-a îmbunătățit considerabil și datorită perspectivei de aderare la Uniunea Europeană iar relaxarea politicii fiscale după 2004 a mărit atractivitatea investiției în România. Toți acești factori au contribuit la formarea unor anticipări optimiste asupra economiei românești care au impulsivat investitorii, începând cu cei străini, să cumpere active. Prețul activelor imobiliare s-a mărit de câteva ori în doar trei-patru ani, activitatea de construcții a ajuns la ritmuri anuale de creștere de peste 30 la sută, bursa de la București a fost clasată printre piețele cu cele mai mari creșteri din lume, oferind randamente excepționale. Creditul bancar a răspuns prompt cererii, înregistrând ritmuri de expansiune anuală chiar și de peste zece ori mai mare decât creșterea PIB. Caracteristic acestei creșteri a fost faptul că a fost în bună parte finanțată prin intrări de capital străin; deficitul de cont curent a atins 14 la sută din PIB iar datoria privată externă a depășit 50 la sută din PIB. În momentul în care ecourile crizei americane s-au auzit și la București, sărbătoarea s-a încheiat brusc: investitorii au început să se retragă, punând presiune pe prețurile activelor investiționale care în multe cazuri au ajuns la jumătate din valoarea anterioară crizei. Băncile și-au redus activitatea de creditare pe de o parte pentru că nu mai aveau acces la finanțarea externă abundentă cu care erau obișnuite și pe de altă parte pentru că nu au o evaluare clară a riscurilor legate de portofoliile de credite existente. Este clar că o parte din credite au fost acordate unor unități speculative sau chiar Ponzi dar proporția acestora nu este încă bine cunoscută. Așa cum spunea Warren Buffet, doar când apele se retrag se vede cine înota gol! Chiar dacă în România proporția celor care „înnotau goi” nu este destul de mare pentru a pune în pericol sistemul bancar în ansamblu, guvernul a fost nevoit să se împrumute pentru a preveni deprecierea excesivă a monedei naționale ceea ce, într-o oarecare măsură, reprezintă o naționalizare a pierderilor și contribuie eventual la crearea condițiilor pentru un nou ciclu speculativ, cândva în viitor.

Statele Unite oferă o foarte bună ilustrare a modului în care politicile aplicate în vederea combaterii crizei pun bazele unei noi crize iar înlănțuirea cauzală poate fi în acest caz urmărită pe o perioadă destul de lungă. La sfârșitul anilor '90 piața bursieră americană trecea printr-o perioadă euforică, legată de companiile din domeniul noilor tehnologii, informatică și comunicații (așa numitele dotcom)¹¹. În ciuda faptului că Rezerva Federală (FED, banca

¹¹ Merită a fi remarcat faptul că în toate cazurile în care bursele încep să dea semne de „supraîncălzire” iar prețurile acțiunilor ating niveluri nejustificat de înalte, se găsesc tot timpul analiști care invocă caracterul excepțional al momentului sau al unei tehnologii pentru a confirma aceste evaluări. Așa s-a petrecut și cu valorile dotcom, considerate o revoluție tehnologică ce nu poate fi judecată cu etaloanele de evaluare din trecut. Cu șapte decenii în urmă marele economist Irving Fisher anunța de asemenea începutul unei noi ere deschise de

centrală americană) începuse din 1999 să crească dobânda, piața bursieră NASDAQ a fost dominată de o febră speculativă ce a dus la dublarea indicelui bursei într-un singur an. Dar ca de fiecare dată, balonul a început să se desumfle începând cu luna martie 2000. La începutul lui 2001 situația era suficient de îngrijorătoare pentru ca FED să intervină cu o serie de reduceri de dobândă care urmăreau să prevină intrarea în recesiune. Efectul nu s-a făcut simțit iar perspectivele economiei s-au deteriorat și mai mult după atacurile de la 11 septembrie și o serie de scandaluri corporatiste (ENRON fiind cel mai cunoscut). În aceste condiții, Rezerva Federală s-a angajat hotărât într-o politică expansivă pe termen lung, reducând dobânda până la 1 la sută – practic o dobândă negativă în termeni reali. Această politică a fost susținută indirect de doi factori: o tendință de scădere a prețurilor la bunurile de consum și o abundență a intrărilor de capital din străinătate. Ambii factori sunt legați de evoluțiile ce avuseseră loc în Asia în aceiași perioadă.

În 1997 țările asiatice au fost lovite de o criză financiară severă, la baza căreia se afla un model de dezvoltare centrat pe finanțarea investițiilor și consumului intern prin împrumuturi externe pe termen scurt. Când balonul imobiliar s-a spart (inițial în Thailanda), scoțând la iveală investițiile speculative, finanțatorii au intrat în panică retrăgându-și capitalurile din toată zona, băncile au ajuns în imposibilitatea de a se refinanța și de a finanța economia, panica s-a instalat și au urmat falimente în lanț. Trăgând învățăturile din criză, țările asiatice și-au schimbat modelul de dezvoltare orientându-se spre export, îndeosebi pe piața americană. Capitalurile excedentare obținute din export au fost plasate tot pe piața americană, considerată sigură și cu randamente mulțumitoare. La sfârșitul lui 2001 China devine membră a Organizației Mondiale a Comerțului și se alătură țărilor care exportă masiv în SUA, plasându-și totodată excedentele în valori mobiliare americane.

S-a dezvoltat o relație simbiotică între America și Asia. Produsele ieftine importate și capitalul abundent disponibil au ajutat banca centrală americană în politica sa de relansare a activității economice după 2001. Dar aceiași factori au încurajat societatea americană să consume și să se îndatoreze peste măsură – lucru ce s-a tradus în deficite externe permanente. Investiția favorită a devenit cea imobiliară iar banca centrală nu a ignorat pericolul pe care îl reprezenta creșterea prețurilor proprietăților. Din 2004 FED a trecut la o creștere graduală a dobânzii, care de la 1 la sută a ajuns la 5,25 la sută în 2007. Marea surpriză a constituit-o însă

noile tehnologii precum aviația, automobilul sau radioul, care ar fi justificat exuberanța burselor. Câțiva ani mai târziu se declanșa marea criză din 1929-33.

faptul că dobânzile pe termen lung nu au urmat trendul impus de banca centrală și au rămas scăzute pentru o perioadă datorită intrărilor masive de dolari din străinătate. Alan Greenspan s-a confruntat cu „misterul” inversării curbelor dobânzilor, respectiv existența unor dobânzi pe termen scurt mai mari decât cele pe termen lung. Acest fenomen este semnificativ deoarece indică faptul că SUA, cea mai mare economie din lume, este pe cale să piardă controlul agregatelor sale monetare ca urmare a uriașelor rezerve de dolari acumulate în țările din Asia sau Orientul Mijlociu.

Există deci teme pentru a susține că politica FED de combatere a crizei din 2001 a pus bazele crizei din 2007. Între timp însă, tensiunile s-au acumulat și amplificat, integrarea piețelor financiare la nivel mondial și inovația în domeniul financiar bancar favorizând răspândirea „virusului” în toate colțurile lumii și sub cele mai neașteptate forme. Concluzia lui Minsky asupra efectului pervers al politicilor de combatere a crizei este deci confirmată. Desigur, Minsky nu merge până acolo încât să susțină inutilitatea intervenției guvernamentale, chiar dimpotrivă. Întrucât piețele financiare au prin natura lor un caracter instabil, intervenția guvernamentală este inevitabilă. În esență, politica pe care trebuie să o urmărească autoritățile este una anticiclică – de expansiune (bugetară și monetară) în perioade de criză și restrictivă în perioade de avânt economic. În mod realist Minsky observă însă că în timp intervențiile guvernamentale de combatere a crizei devin tot mai costisitoare, atât pentru că măresc hazardul moral (apetitul de a specula crește știind că statul va prelua eventual pierderile) cât și datorită creșterii complexității piețelor ca urmare a inovației din domeniul financiar. În plus, experiențe recente indică faptul că autoritățile publice au mai puțin control asupra propriilor politici datorită creșterii interdependențelor la nivel global.

De aici decurg și concluziile și „lecțiile” asupra cărora vreau să mă opresc:

- A. Crizele economice sunt un fenomen periodic ce a însoțit și va însoți întreaga istorie umană.** Dezvoltarea sectorului financiar ce stă la baza capitalismului a adus beneficii uriașe societății, făcând posibilă apariția unor sisteme de producție integrate la o scară mult mai mare, cu o diviziune a muncii mai avansată și deci cu o productivitate mult sporită. În același timp însă, sistemele financiare introduc în economie un nivel de tratare simbolică a realității: moneda și celelalte instrumente financiare reprezintă cuvintele unui limbaj prin care informația este elaborată, prelucrată și transmisă independent de realitatea economică la care se referă această

informație. Ca și limbajul natural, limbajul financiar este manipulat de oameni și tinde să capete o viață proprie, independentă într-o anumită măsură de realitatea pe care se presupune că o descrie. De aceea el poate deveni înșelător în anumite momente, inducând oamenii să ia decizii greșite¹². Cele mai multe din aceste erori sunt corectate imediat, prin confruntarea cu realitatea. Există însă o clasă de tranzacții economice a căror verificare prin confruntarea imediată cu realitatea nu este posibilă - tranzacțiile cu efecte în viitor, investițiile. Limbajul financiar este instrumentul principal prin care ne formăm o imagine asupra viitorului, prin care anticipăm și comunicăm celorlalți cum vedem viitorul și ne coordonăm în realizarea de proiecte comune. Dar viitorul este întotdeauna incert, cu o doză de neprevăzut, iar distanța între anticipările noastre exprimate în limbaj financiar (de exemplu ca preț al unor active investiționale) și realitate poate ajunge să fie foarte mare. În momentul în care viitorul devine prezent și confruntarea cu realitatea se petrece, prețurile ce reflectau anticipări nerealiste se ajustează brusc, determinând o criză. Aceasta este cu atât mai dureroasă cu cât distanța între realitate și anticipări este mai mare și cu cât mai multe unități (agenți economici, persoane fizice și juridice) sunt afectate de procesul de ajustare. Numărul de unități afectate este multiplicat considerabil în condițiile existenței unui sistem bancar dezvoltat. Prin natura lor, băncile și celelalte instituții de intermediere financiară au un rol integrator, de centre care leagă un mare număr de unități unele cu altele în rețele de schimb de informație și de tranzacționare. De aceea băncile au un rol amplificator al crizelor și cu cât sectorul bancar este mai dezvoltat într-o economie, cu atât crizele sunt mai larg resimțite și crește riscul sistemic, riscul ca întreaga economie să fie grav afectată.

B. În timp au fost dezvoltate mecanisme de prevenire sau atenuare a crizelor economice prin **politici macroeconomice** (monetare și bugetare) și prin **reglementări**.

- i. Actuala criză a determinat intensificarea eforturilor de **îmbunătățire a reglementărilor** în domeniul financiar bancar și s-au înaintat deja numeroase propuneri, de la revizuirea standardelor contabile până la reglementarea fondurilor cu capital de risc (hedge funds). Contrar unor păreri, sectorul financiar bancar este astăzi unul din cele mai reglementate și bine

¹² Această poziție diferă de cea a monetarismului clasic, care consideră banii un „vâl” cu rol pasiv în transmiterea informației. Consider că sectorul financiar are o dinamică proprie care în anumite momente se poate îndepărta de ceea ce se întâmplă în economia reală.

supravegheate sectoare economice. **Principala dificultate în perfecționarea cadrului de reglementare constă în găsirea punctului de echilibru între stabilitate și dinamism.** Suprimarea libertății de acțiune și a inovației din domeniul financiar bancar prin reglementări excesiv de constrângătoare are un cost în termeni de eficiență și în ultimă instanță de creștere economică. Stabilitatea dorită se transformă pe nesimțite în stagnare și determină de obicei o mișcare în favoarea liberalizării care avansează până când o nouă criză impulsionează căutările de perfecționare a reglementărilor.

- ii. Lucrurile nu sunt mai simple nici în privința **policilor economice** care prin caracterul lor anticiclic ar trebui să contribuie la atenuarea crizelor. Numai că anticiclic presupune nu doar atenuarea recesiunii ci și atenuarea creșterii în perioadele favorabile (prin constituirea de excedente bugetare și politici monetare restrictive). Puține guverne au curajul și susținerea necesară pentru a urma astfel de politici cu strictețe. O soluție care merită să primească mai multă atenție ar fi aceea a introducerii unor „**stabilizatori automați**” care să determine amortizarea ciclurilor. Dar recomandarea privind politicile macroeconomice anticiclice se mai lovește de o dificultate de ordin practic: ciclurile economice nu au o formă și periodicitate bine determinate și din acest motiv este foarte greu pentru autorități să știe cu precizie în ce fază a unui ciclu se află economia pentru a lua măsurile adecvate. De aceea și în acest domeniu predomină abordările „încercare / eroare” și avem nevoie de un grad de toleranță atunci când judecăm performanța guvernelor.
- iii. Actuala criză economică a pus în evidență cu un anumit dramatism **dimensiunea globală a piețelor financiare** care a făcut ca problemele apărute în SUA să se repercuteze imediat în Asia, Europa sau America de Sud. Opozanții globalizării nu au pierdut ocazia să evidențieze faptul că națiuni vulnerabile, care nu au avut nici o vină în declanșarea crizei, ajung principalele ei victime. Au apărut reacții protecționiste dar din fericire până în acest moment mișcarea protecționistă nu a luat o amploare care să ducă la agravarea crizei. În schimb a devenit evident că **globalizarea a schimbat fundamental condițiile de gestiune a crizelor**: politicile naționale nu mai sunt suficiente și nici măcar Statele Unite, cea mai puternică economie a lumii, nu sunt imune la influențele unor evenimente și decizii luate în alte părți ale lumii. Este nevoie

tot mai evidentă de colaborare și coordonare la nivel internațional dar mecanismele instituționale care să facă posibilă și eficace această coordonare sunt insuficiente și imperfecte. Decizii esențiale sunt discutate în structuri informale precum recentul G20, în vreme ce punerea în practică și urmărirea efectelor acestor decizii rămân de competența guvernelor naționale, care se pot sau nu conforma. Pentru a evita să fie doar un subiect al unor decizii luate de alții, România trebuie să se pregătească să participe activ la construcția noului cadru instituțional supranațional valorificându-și în primul rând poziția de membru al Uniunii Europene.

C. De cel puțin un deceniu la nivel mondial s-au produs schimbări treptate în sectorul financiar, ale căror consecințe sunt pe cale să fie puse în evidență de actuala criză economică. Modelul de creștere economică promovat de China și alte țări asiatice a avut drept rezultat acumularea unor uriașe rezerve valutare: astăzi China deține cele mai mari rezerve de dolari din afara Statelor Unite. Excedentele acumulate de-a lungul anilor pun țările asiatice și câteva țări exportatoare de petrol într-o poziție mai favorabilă decât cea a Statelor Unite sau a statelor membre ale Uniunii Europene din două motive. Primul este acela că aceste țări își pot permite adoptarea unor politici expansioniste pentru combaterea crizei și este de așteptat ca ele să evite recesiunea. Majoritatea prognozelor consideră că China va reuși și în 2009 să-și mențină creșterea economică, deși cu un ritm mai scăzut. În al doilea rând, excedentele deținute de aceste țări le vor permite să-și întărească semnificativ poziția internațională. China este deja principalul finanțator al Statelor Unite și multe din fondurile suverane ale țărilor emergente au început să cumpere active financiare în țările dezvoltate. Recapitalizarea sistemului bancar mondial se produce în parte cu contribuția capitalului furnizat de țările emergente care vor avea un cuvânt tot mai greu de spus în finanțele mondiale. Mai mult decât atât, în eforturile sale de a preveni colapsul sistemului financiar național, guvernul american a cheltuit sume uriașe, care adâncesc deficitul bugetar la peste 10 la sută din PIB și măresc datoria publică la un nivel care după unele estimări va depăși valoarea PIB. America depinde în fiecare săptămână de fondurile pe care țările emergente din Asia sau din Orientul Mijlociu le investesc în bonuri de tezaur americane și este evident că va trebui să asculte cu atenție la pretențiile acestor creditori pentru a nu risca să întrerupă fluxul de fonduri. Deși acum costurile fondurilor atrase rămâne scăzut, nu este exclus ca randamentul solicitat de creditori să

crească în viitor, punând presiune crescută pe bugetul american. Scenariul catastrofic pe care nimeni nu vrea să îl pună în discuție este acela în care trezoreria americană nu reușește să mai vândă emisiunile sale de bonuri de tezaur iar dolarul se depreciază masiv, provocând un cutremur la nivelul finanțelor mondiale. Chiar și fără un asemenea scenariu însă este cert că **Statele Unite ies mult slăbite din această criză iar consecința cea mai importantă va fi aceea că se produce o redistribuire a puterii economice la nivel mondial în favoarea unora din țările emergente.** Slăbiciunea Americii pune presiune și asupra dolarului, a cărui stabilitate este tot mai mult pusă sub semnul întrebării. China și-a exprimat deja public îngrijorarea cu privire la soliditatea dolarului și a lansat ideea unei noi monede internaționale bazată pe Drepturile Speciale de Tragere ale FMI. Deși deocamdată această idee a fost respinsă¹³, consider că evoluția către o nouă monedă internațională s-ar putea produce mult mai repede decât anticipam în prezentarea mea din noiembrie 2008 privitoare la trecerea la euro.

Recenta reuniune G20 de la Londra s-a concentrat pe măsuri de combatere a crizei folosind instrumentele tradiționale – politicile monetare (care deja și-au atins limitele în multe țări) și politicile fiscale și bugetare. Există o mobilizare la nivel internațional pentru combaterea crizei impresionantă. Nu poate fi însă evitat un sentiment de neîmplinire și chiar neliniște legat de această reuniune, care derivă din constatarea că mai marii lumii par să nu sesizeze amploarea și profunzimea schimbărilor pe care actuala criză le pune în evidență. Dincolo de măsurile tradiționale de combatere a crizei se poate constata o penurie de idei referitoare la arhitectura viitoare a finanțelor internaționale și poate chiar un refuz de a recunoaște necesitatea restructurării acestora – refuz care ar putea pune bazele următoarei crize.

În ceea ce o privește, România are posibilități limitate de a se angaja în planuri de combatere a crizei bazate pe măsurile tradiționale de stimulare monetară și fiscală/bugetară. Poziția prociclică din perioada anterioară de avânt economic (care a condus la un deficit bugetar de peste 5 la sută din PIB în 2008) și condițiile de pe piețele internaționale de capital impun orientarea către alte soluții. Este momentul, după părerea mea, să ne concentrăm spre reforma instituțională care să ducă la sporirea eficienței administrației publice, la îmbunătățirea

¹³ Chinei i se va oferi posibilitatea să-și diversifice rezervele internaționale cumpărând din aurul pe care FMI îl va pune în vânzare conform deciziei recentei reuniuni G20 de al Londra.

absorbției fondurilor europene cu rezultate vizibile pe teren și în general la continuarea procesului de integrare europeană având în centru strategia de adoptare a euro.

Se obișnuiește ca în discursurile despre criză să se amintească faptul că ideograma chineză ce desemnează criza conține și semnul pentru „oportunitate”. Aș vrea să închei invitându-vă să reflectați la etimologia cuvântului european „criză”, care derivă din grecescul *krisis*, „sită” care cerne și desparte ceea ce rămâne de ceea ce dispare...