

NOUĂ LECȚII DIN ACTUALA CRIZĂ FINANCIARĂ

Academician Mugur Isărescu

Domnule Președinte al Academiei Române,

Stimați colegi academicieni,

Doamnelor și domnilor,

Despre cauzele crizei financiare actuale și despre modul în care afectează ea economia românească am vorbit recent la Universitatea Babeș-Bolyai din Cluj și la Universitatea Transilvania din Brașov. Permiteți-mi să amintesc aici doar că actuala criză din piața de mortgage din SUA a fost doar declanșatorul crizei financiare mondiale. Cauzele profunde au fost atât de natură macroeconomică cât și de natură microeconomică. Lichiditatea abundentă a făcut ca anumite cauze microeconomice, cum ar fi securitizarea, dezintermedieri financiare, fisuri în modelul de afaceri ale agențiilor de rating și dereglementări excesive, să se combine și să conducă la criza financiară de astăzi.

Gradul de afectare a economiilor lumii de către această criză depinde de vulnerabilitățile fiecărei economii și de expunerea acestora la activele toxice. Modul în care se răspunde la criză depinde de principiile fundamentale în care credem, de resursele disponibile, de instituțiile și instrumentele pe care le putem folosi.

O listă sumară a lecțiilor trebuie să reflecte toate aceste aspecte. Ce am învățat, sau credem că am învățat, despre cauzele crizei; despre eficiența texturii instituționale și a setului de instrumente disponibile; și, nu în ultimul rând, despre cum e mai bine să fii poziționat când apare o criză. Cu aceste criterii am să prezint nouă lecții, dintre care șapte au valabilitate generală, iar două sunt în mod special valabile pentru economii emergente, cum este și România.

Ca să elimin orice posibilă confuzie, doresc să precizez de la început la ce NU se referă lecțiile pe care le voi prezenta. Unu, ele nu se adresează problemei ciclurilor economice mai scurte sau mai lungi și nu sugerează că o criză încheie un ciclu economic. Doi, lecțiile nu răspund la întrebarea dacă vom putea vreodată evita o criză financiară.

1. Nivel scăzut al inflației nu reprezintă o condiție suficientă pentru asigurarea stabilității financiare pe termen lung. Experiențele anterioare păreau să confirme viziunea că inflația este principala sursă de instabilitate financiară. De obicei, perioadele caracterizate de inflația înaltă au fost și cele cu instabilitate financiară severă și crize la nivelul sectorului bancar, sau au fost urmate de recesiune în urma adoptării de către autorități a unor măsuri inadecvate de temperare a inflației.

Criza financiară mondială actuală a apărut după aproape două decenii de inflație relativ scăzută și stabilă. O serie de factori au făcut ca inflația scăzută să coexiste cu lichiditatea abundentă. Aceasta din urmă și suprasaturarea cu economii au menținut ratele dobânzii și volatilitatea la niveluri joase. Toate acestea au dus la crearea unei texturi financiare noi, în care modelul de intermediere bancară s-a schimbat de la “originate and

hold” la „originate and distribute”. Noile produse și instituții care au modificat materialul din care era făcut până acum 30 de ani sistemul financiar au dus la apariția crizei financiare actuale. Criza financiară a fost declanșată de criza subprime din SUA, așa cum am menționat. La rândul ei, aceasta a apărut datorită faptului că Fed-ul a fost nevoit, în condițiile descrise mai sus să crească ratele dobânzii pentru a apăra inflația. Dar cu noua textură economică, creșterea ratelor dobânzii a dus la criza financiară.

Concluzia mea este că lichiditatea abundantă a schimbat sistemul financiar până la limite la care politica monetară a ajuns în capcană. Inacțiunea ar fi dus la creșterea inflației. Acțiunea a dus la instabilitate financiară. Dacă reglementarea și supravegherea ar fi prevenit acumularea excesivă a riscurilor de către investitori, creșterea ratelor dobânzii nu ar fi putut duce la apariția instabilității financiare. Aceste evoluții arată că politica monetară și reglementarea și supravegherea trebuie să conlucreze eficient. Ceea ce nu s-a întâmplat în ultimii ani în unele economii importante ale lumii. Câteodată politica monetară a fost prea laxă, inclusiv în raport cu sistemul de reglementare și supraveghere existent.

2. La anumite perioade, reglementarea și supravegherea rămân în urma piețelor. Piețele găsesc întotdeauna calea spre a inova pentru că permanent agenții economici sunt în competiție pentru a satisface nevoi reale. Inovațiile cresc eficiența cu care nevoile sunt satisfăcute și din acest motiv procesul de inovare nu va înceta niciodată. Chiar dacă se pun bariere administrative, piețele tot găsesc soluții pentru a satisface cererea. Un exemplu clar l-am avut atunci când BNR a încercat să reducă ritmul frenetic al creditării în valută. Am utilizat bariere administrative, dar eficacitatea lor

a fost limitată și am constat că aveau efecte secundare mai mari decât beneficiile. Din acest motiv le-am și înlăturat relativ rapid.

Acest proces de inovare poate fi atât de dinamic și de sofisticat încât cei care reglementează sau supraveghează piețele pot rămâne în urmă. Este relevantă, în acest sens, o frază din declarația din 2 aprilie a liderilor G20, pe care o citez aici: „Reglementatorii și supraveghetorii trebuie să (...) sprijine competiția și dinamismul și să țină pasul cu inovațiile pieței”. Un consilier al meu a spus că această frază este o recunoaștere a faptului că actuala criză financiară nu este un eșec al piețelor, ci mai degrabă a incapacității instituțiilor de reglementare și supraveghere de a se adapta la realitățile pieței. Eu aș vrea să spun că este, în același timp, și o ghidare despre modul în care trebuie să se țină pasul cu inovațiile pieței. Este important ca echilibrarea celor două să se facă prin perfecționarea structurilor de reglementare și supraveghere și nu trebuie vreodată ca acest proces să rezulte în frânarea competiției sau a energiilor creatoare ale agenților economici.

3. În UE ne lipsesc unele instituții. Acest lucru este evidențiat foarte clar în Raportul de Larosiere. În capitolul dedicat măsurilor reparatorii în domeniul supravegherii financiare din UE se propune o reformă structurală care are în vedere două domenii: supravegherea macroprudențială și supravegherea microprudențială. Raportul consideră justificată înființarea Consiliului European de Risc Sistemic (CERS). Acesta ar trebui să colecteze informații despre riscurile și vulnerabilitățile macroprudențiale din toate sectoarele financiare din UE. Consiliul va emite avertizări despre riscuri și va adopta recomandări de politică economică.

O altă instituție propusă de Raport este Sistemul European al Supravegherii Financiare, în cadrul căreia comitetele de nivel 3 (CEBS, CEIOPS, CESR) vor fi transferate în trei noi autorități europene: Autoritatea Europeană Bancară, Autoritatea Europeană a Valorilor Mobiliare, și Autoritatea Europeană a Asigurărilor. Aceste trei autorități vor avea puteri sporite în ceea ce privește supravegherea și autorizarea unor instituții specifice la scara UE, dar eu vreau să subliniez rolul coordonator puternic pe care îl va avea SESF.

Faptul că Consiliului European de Risc Sistemic va funcționa sub auspiciile BCE și ale Sistemului European al Băncilor Centrale înseamnă ca va beneficia de capacitățile analitice și infrastructurile tehnice dezvoltate de băncile centrale pentru analizele lor de stabilitate monetară și financiară. Aceasta înseamnă că și între SESF și CERS va fi o cooperare substanțială. Astfel, și BCE și Sistemului European al Băncilor Centrale ar trebui să aibă acces la informațiile relevante de la supraveghetori.

Sperăm că această nouă structură, care va deservi macro și micro supravegherea, va putea să ajute în identificarea timpurie a comportamentelor care ar duce la situații de criză financiară. Dar, așa cum sublinia și Președintele BCE, domnul Trichet, pentru ca noul cadru prudential propus să funcționeze așa cum se intenționează, este necesar ca avertizările de risc și recomandările de politică economică emise de CERS să fie transformate în acțiuni efective de politică. De aceea cred că aceste concluzii trebuie raportate la ECOFIN, și în același timp trebuie pregătit cadrul instituțional care să confere BCE și celorlalte bănci centrale, așa cum susține Președintele Trichet, autoritatea, răspunderea și capacitățile legale necesare pentru noile sarcini macroprudențiale.

4. Stimulele de natură salariale în companiile private nu sunt adecvat corelate cu gestionarea riscului. Legătura dintre stimulele managerilor și gestionarea riscului nu este întotdeauna evidentă. În ultimii ani inovațiile financiare, produse și instituții inadecvat reglementate și supravegheate, au făcut posibilă acumularea de profituri mari pe termen scurt concomitent cu asumarea de riscuri foarte mari. Nu au existat stimule care să lege remunerația și premiile de obținerea de profituri pe termen mediu lung. Aceasta a fost un stimulent pentru manageri să își asume riscuri pe care fie nu le-au înțeles fie le-au neglijat pentru a mări profitabilitatea de care erau legate premiile.

Astăzi s-a înțeles mai bine că politicile de remunerare și de gestiune internă a riscului pot fi decorelate. Raportul de Larosiere consideră că stimulele privind remunerarea trebuie să fie mai bine aliniate cu interesele acționarilor și profitabilitatea pe termen lung la nivelul întregii firme. În special, primele trebuie să fie stabilite într-un cadru multianual, plata acestora trebuind să fie făcută de-a lungul ciclului. Raportul de Larosiere propune ca supraveghetorii să aibă obligația de a verifica adecvarea politicilor de remunerare a instituțiilor financiare, și de a avea forța de a impune schimbări ale acestora, sau cerințe adiționale de capital în cadrul Pilonului 2 din Basel 2 dacă nu se întreprind acțiuni corective. Cred că o astfel de măsură este în linie cu principiul stimulării competiției și al dinamismului și este binevenită.

5. Oamenii uită de apariția crizelor în perioadele de prosperitate și neglijează conceperea de mecanisme de gestiune a crizei. Tensiunile financiare semnificative și cu atât mai mult crizele financiare sunt evenimente rare. Suntem norocoși că este așa, dar raritatea evenimentelor

nedorite are și un cost. Mecanismele de gestionare a crizei existente la data apariției evenimentului pot fi inadecvate. Pot exista prevederi legislative care împiedică acțiunea rapidă sau se poate ca setul de instrumente și proceduri dintr-o țară să fie diferite față de o altă țară, ceea ce împiedică cooperarea etc. Cred că lecția care apare este că trebuie să existe un proces periodic de actualizare a mecanismelor de gestionare a crizei.

În mod particular pentru UE cred că este benefică crearea unui cadru unic clar și transparent pentru a gestiona o criza, pornind de la recomandările Raportului de Larosiere. În plus, acest cadru ar trebui să conțină suficiente elemente de flexibilitate pentru a permite fiecărei țări să răspundă conform specificului de manifestare a crizei în țara respectivă. În orice caz, ar trebui să se stabilească principiile clare care să prevină blocajele juridice, transferul de efecte negative de la o țară la alta, principiile după care țările împart povara fiscală a unei crize transfrontaliere etc.

6. FMI a căpătat un rol sporit după ce a fost criticat că nu a prevăzut criza asiatică. În urmă cu câțiva ani mulți prevedeau un declin masiv al rolului FMI în actualul context economic. Dar criza de astăzi pare să redescopere rolul FMI-ului pe această planetă. Fondurile sale au fost crescute recent pentru a putea face față la solicitările care vin de la diverse țări pentru ajutor financiar și asistență tehnică. Din declarația liderilor G20 rezultă că FMI va evalua cu regularitate acțiunile inițiate și acțiunile globale necesar a fi inițiate. Mai mult, se prevede o strânsă cooperare între FMI și Financial Stability Board (FSB), care va include toate țările G20, membrii Financial Stability Forum, Spania și Comisia Europeană. Împreună, FMI și FSB vor furniza avertizare timpurie despre riscurile macroeconomice și financiare și va indica acțiunile necesare pentru adresarea lor.

Cred că actuala criză financiară scoate în evidență că în momente dificile este nevoie de o instituție care să aibă o imagine despre fiecare economie în context global. FMI are o experiență de cel puțin 5 decenii în analiza economiilor membre, astăzi 185 de țări, și această capacitate nu este ușor de construit.

7. Măsurile expansioniste trebuieacompaniate de la început de strategii de ieșire. Istoria ne-a arătat că măsurile expansioniste de ieșire din crize economice nu rămân fără efecte adverse în termenii inflației. Lecția anilor 70 este aceea că politicile expansioniste prelungite au produs inflație și datorii publice mari, a căror reducere a necesitat politici restrictive, care au făcut ca media creșterii economice să rămână relativ scăzută. Lecția acelor ani și a altor perioade similare în abordare este aceea că măsurile anticriză trebuie concepute pornind de la obiectivul asigurării sustenabilității fiscale și a prețurilor pe termen mediu-lung. În termeni practici, aceasta înseamnă că lansarea măsurilor anticriză trebuieacompaniată de crearea de strategii credibile de ieșire din măsurile care sunt necesare acum pentru sprijinirea sectorului financiar și a relansării cererii globale.

Din această perspectivă, recenta întâlnire a liderilor G20 este încurajatoare. Pe de o parte s-a vorbit de politici fiscale și monetare expansioniste, inclusiv despre utilizarea de instrumente monetare neconvenționale. Dar, pe de altă parte, s-au subliniat și obiectivele asigurării pe termen mediu-lung a sustenabilității fiscale și a stabilității prețurilor, cu accent pe elaborarea de strategii credibile de ieșire din măsurile care sunt necesare acum pentru sprijinirea sectorului financiar și a relansării cererii globale.

8. Este importantă evitarea dezechilibrelor macroeconomice și urmărirea unei pante de creștere sustenabile sprijinită de un grad substanțial de reforme structurale. Această lecție este valabilă în mod special pentru economiile emergente. Am subliniat în mai multe prezentări făcute în ultimii ani că principala provocare pentru România o constituie convergența cu UE concomitent cu menținerea stabilității macroeconomice. În ultimii ani creșterea economică accelerată a fost posibilă datorită utilizării economiilor străine. Băncile au devenit dependente de finanțarea externă, iar deficitul contului curent a depășit limitele de sustenabilitate, făcând economia românească vulnerabilă.

Criza mondială a accentuat această vulnerabilitate, care se reflectă în reducerea semnificativă a creșterii economice. Astăzi a devenit clar că dorința firească de a accelera convergența reală trebuie echilibrată cu nevoia de a asigura sustenabilitatea procesului de convergență. BNR a avertizat de multe ori despre faptul că politica fiscală a fost pro-ciclică, adăugând la excesul cererii. Cred că trebuie învățată lecția că menținerea de deficite bugetare mari atunci când economia crește nu se poate termina cu succes. Astăzi ne-ar fi fost mult mai ușor să combatem criza dacă bugetul nostru ar fi avut surplus în ultimii doi ani premergători crizei.

9. Adoptarea euro nu se poate substitui politicilor de ajustare. Această lecție a devenit mai evidentă odată cu instalarea crizei economice în economiile emergente. Atât timp cât leul s-a apreciat, până în vara lui 2007, problema adoptării euro nu era pe agenda curentă a agenților economici. Criza a făcut evident însă că leul era supra-apreciat și piața a făcut corecția necesară. Într-o perioadă relativ scurtă de timp - din iulie 2007 și până în prezent - leul s-a depreciat cu aproximativ 35 procente. În aceeași perioadă,

perspectivele creșterii economice s-au schimbat dramatic: de la o creștere de aproape 9.4 procente în trimestrul III 2008 la o scădere, probabil semnificativă, în trimestrul I 2009. Vom răspunde noilor condiții utilizând politica monetară și politica fiscală.

În fața crizei, volumul relativ mare al datoriilor străine private și volatilitatea crescută a piețelor îi fac pe unii agenți economici să creadă că adoptarea timpurie a euro poate să înlocuiască eforturile necesare de ajustare a politicilor. Dar acest lucru nu este posibil deoarece adoptarea euro astăzi, înainte de parcurgerea pașilor principali ai convergenței cu UE, ar crea serioase probleme în viitor. Adoptarea euro astăzi ar însemna să renunțăm la politica monetară înainte de a fi asigurat sustenabilitatea convergenței. Adică înainte de a fi eliminat dezechilibrele cu care ne confruntăm astăzi. Rezultatul ar fi că politica monetară s-ar face de către Banca Central Europeană (BCE). Dar politica BCE ar putea fi foarte inadecvată din punctul de vedere al problemelor economiei românești. Ar exista riscul ca la eventuale volatilități relativ mari ale producției și ale inflației să nu mai avem cu ce instrumente să răspundem. Acesta este un motiv suficient de puternic pentru care nu putem adopta euro înainte de eliminarea dezechilibrelor majore ale economiei și înainte de a fi făcut suficient progres în domeniul convergenței.

Rămânem deci să implementăm calendarul anunțat anterior pentru adoptarea euro. Planificăm să intrăm în mecanismul ratelor de schimb MRS-II la 1 ianuarie 2012. După parcurgerea perioadei minime obligatorii de doi ani în interiorul acestui mecanism, decizia comună privind intrarea în zona euro va fi luată cândva în 2014, cu efect (probabil) de la 1 ianuarie 2015. Trebuie menționat faptul că acest calendar este cel luat în calcul de

majoritatea agențiilor de rating și a investitorilor străini, astfel că o abatere semnificativă de la el (în sensul amânării) ar fi percepută negativ și penalizată.

x x x

Cred că vor mai fi lecții pe care țările le vor învăța de la actuala criză financiară. Vor învăța despre modul în care se poate restructura sistemul bancar în fața unei crize financiare mondiale, în mod particular ce înseamnă instituția așa numitei „bad bank” în practică. Cred că vor învăța ce costuri are utilizarea instrumentelor neconvenționale de către băncile centrale. **Dar oricâte lecții vor fi învățat, experiența crizelor financiare arată că memoria socială a crizelor este scurtă și posibilitatea ca unele greșeli să se repete nu trebuie exclusă niciodată.**

Dați-mi voie să închei cu un citat din Ivy Baker Priest, fost ministru de finanțe al SUA între ianuarie 1953 și ianuarie 1961. Ea a spus „**The world is round and the place which may seem like the end may also be only the beginning**”. Ideea acestui citat poate părea un truism, dar este relevantă pentru ce se întâmplă astăzi cu sistemul financiar. S-ar putea să fie principala lecție rezultată din criza de „astăzi”, dacă nu cumva a fost lecția pe care, probabil, omenirea a avut impresia că a învățat-o de fiecare dată când a avut loc o criză.