

# **CRIZA FINANCIARĂ INTERNAȚIONALĂ ȘI PROVOCĂRI PENTRU POLITICA MONETARĂ DIN ROMÂNIA**

Academician Mugur Isărescu

Guvernatorul Băncii Naționale a României

## **Introducere**

Criza financiară și economică actuală pare să fie fără precedent în ultima jumătate de secol. Recesiunea economică se extinde în SUA, Europa și Japonia și se conturează a fi mult mai dureroasă decât căderea economică din 1981-1982. O masivă scădere a încrederii atât la nivelul sectorului de afaceri, cât și la nivelul consumatorilor, ambele răspunzând prin restrângerea cheltuielilor, este în plină derulare. Guvernul Statelor Unite și unele guverne din Europa, încercând să refacă stabilitatea, au naționalizat părți ale sectoarelor lor financiare într-o măsură care contrazice înseși bazele capitalismului modern. Întreaga lume pare astăzi că își schimbă cursul, îndreptându-se către o perioadă în care rolul statului va fi mai mare, iar cel al sectorului privat va fi mai mic. Aceasta va fi probabil cea mai dramatică consecință a crizei actuale.

Am selectat din prelegerea pregătită pentru acest moment și care va fi publicată, problemele legate de cauzele crizei financiare mondiale, impactul crizei economice mondiale asupra economiei românești și provocările pentru politicile economice din România. În încheiere arăt că România trebuie să respecte calendarul de adoptare a euro așa cum este el stabilit, acest obiectiv fiind un adevărat catalizator al unor politici coerente pentru viitor.

## **Criza financiară internațională – cauzele și ce trebuie făcut**

Mulți apreciază că actuala criză financiară își are rădăcinile în scăderea dramatică a prețului locuințelor în SUA sau în căderea pieței creditului pentru locuințe. Această viziune este cel puțin incompletă. Cauzele fundamentale ale crizei financiare sunt mai adânci, atât de natură macroeconomică, cât și de natură microeconomică, lucru menționat recent de mai mulți analiști: Altman (2009), Buitier (2008), Blanchard (2009). Cele două tipuri de cauze s-au interconținut în producerea crizei. Mă voi referi pe rând la ambele tipuri de cauze.

Cauza profundă a crizei financiare a fost lichiditatea abundantă creată de principalele bănci centrale ale lumii (FED, BOJ) și de dorința țărilor exportatoare de petrol și gaze de a limita aprecierea monedei. De asemenea, a existat o suprasaturare cu economisiri, generată de integrarea crescândă în economia globală a unor țări (China, Asia de Sud-Est în general), cu rate mari de acumulare, dar și de redistribuirea globală a averii și a veniturilor către exportatorii de bunuri tari (țigări, gaze naturale etc.). Lichiditatea abundantă și suprasaturarea cu economisiri au creat resurse disponibile pentru investiții, inclusiv în instrumente financiare sofisticate, nu ușor de înțeles de către unii investitori.

Consecințele existenței lichidității abundente au fost ratele foarte scăzute ale dobânzii și volatilitatea redusă a acestora. Împreună, aceste consecințe au condus la creșterea apetitului pentru active cu câștiguri mari. În plus, volatilitatea redusă de pe piață a creat tendința de subestimare a riscului și o adevărată lipsă de vigilență a investitorilor. Marjele de risc au fost și ele foarte scăzute și nediscriminatorii. Împreună, ratele scăzute ale dobânzii, apetitul pentru active cu câștiguri mari, vigilența scăzută față de risc și marjele mici au mascat semnalele prețurilor pe piețele financiare și au condus la insuficienta înțelegere a riscurilor implicate.

Pe acest fundal au operat, ca agravante, și o serie de cauze microeconomice: securitizarea frenetică, fisurile în modelul de afaceri ale agențiilor de rating, externalizările raționale din punct de vedere privat dar socialmente ineficiente și, în sfârșit, competiția internațională crescută pentru dereglementări.

Mă număr printre aceia care susțin că semnalele despre criză au fost date de economiști, dar nu au fost luate în seamă. Totuși, trebuie spus că magnitudinea crizei a fost, până recent, evident subestimată de toată lumea.

Consecința securitizării frenetice a fost că, odată ce criza a fost declanșată de apariția eșecurilor la plata ratelor la creditele pentru case, piața financiară a devenit netransparentă. Instalarea neîncrederii investitorilor a plasat rapid titlurile emise de vehiculele cu scop special (VSP) în categoria riscante (calitatea activelor pe care le finanțau nu mai era clară) și refinanțările au devenit imposibile. Datorită discrepanței dintre maturitățile pe active și pasive, aceste VSP au început să se bazeze pe linii de finanțare de la băncile sponsor. În final, cererea de lichiditate, în combinație cu pierderea încrederii între bănci, a rezultat în goana după cash și rata dobânzii efective a început să crească.

În SUA și în unele state din Europa, guvernele și băncile centrale au răspuns prin îmbunătățirea lichidității; acordarea de garanții guvernamentale pentru împrumuturi; recapitalizarea instituțiilor financiare; garantarea celor mai noi emisiuni de către bănci asigurate; prevenirea colapsului dezordonat al întreprinderilor mari interconectate; cumpărarea de acțiuni în bănci; reduceri coordonate ale ratelor dobânzii.

Deși astfel de măsuri au fost puse în aplicare, după 17 luni de la declanșarea turbulențelor, piața a rămas netransparentă, ceea ce a amplificat criza financiară și a facilitat trecerea ei în sectorul real al economiei, mai întâi în SUA, apoi și în alte țări dezvoltate.

Care sunt în continuare principalele provocări? Pe termen scurt principala provocare o constituie găsirea soluțiilor care să restabilească încrederea investitorilor și a consumatorilor. Pe termen lung, principala provocare o constituie ajustarea principiilor care ghidează reforma sistemului financiar internațional, în principal referitor la transparență, îmbunătățirea reglementărilor privind contabilitatea titlurilor, asigurarea reglementării adecvate a piețelor, firmelor și produselor financiare, asigurarea integrității piețelor financiare (privind manipularea pieței și fraudă), și întărirea cooperării între instituțiile financiare ale lumii (modernizarea structurilor de guvernare ale FMI și ale Băncii Mondiale). Etica afacerilor nu lipsește din această listă de provocări ale viitorului.

## Criza financiară și economia României

Efectele crizei financiare internaționale s-au extins și asupra economiei României. Totuși, din punct de vedere al impactului direct, sistemul bancar a fost puțin afectat întrucât nu a fost expus la active toxice, precum și datorită măsurilor prudențiale și administrative adoptate de-a lungul timpului de către Banca Națională a României. Indirect însă, criza financiară internațională și mai ales consecința ei evidentă – recesiunea din țările dezvoltate – se extinde asupra economiei românești pe mai multe canale. Pe canalul comercial, încetinește creșterea exporturilor sau chiar le reduce. Pe canalul financiar, limitează accesul la finanțare externă, și astfel restrânge volumul creditării, și generează dificultăți în serviciul datoriei externe private. Pe canalul cursului de schimb, reducerea finanțărilor externe s-a reflectat în deprecierea monedei naționale. Pe canalul încrederii, a avut loc o retragere a investitorilor din țările est-europene. Aceasta a avut drept efect manifestarea pe piața monetar-valutară a unor momente de panică și atacuri speculative, precum cel din luna octombrie din România, care a făcut necesară intervenția BNR. În sfârșit, pe canalul efectelor de avuție și bilanț, are loc deteriorarea activului net al populației și al companiilor, ca urmare a ponderii ridicate a creditelor în valută (corelate cu deprecierea leului) și a scăderii prețurilor activelor mobiliare și imobiliare de la valori speculative, nesustenabile (de tip “bubble”).

Propagarea acestor efecte face ca gradul de **incertitudine referitor la evoluțiile variabilelor economice să fie extrem de ridicat**. Aceasta contribuie, la rândul său, la **accentuarea crizei** prin efectele negative pe care le are asupra **așteptărilor** și prin **augmentarea gradului de prudență** la nivelul consumatorilor și al agenților economici.

În România, răspunsul la efectele adverse ale crizei **nu poate fi similar celui formulat de unele state europene** sau celui din SUA. Există câteva diferențe între economia românească și aceste economii, care nu permit copierea pur și simplu a pachetelor de măsuri dezvoltate acolo. În esență, este vorba despre faptul că economia românească are un deficit de cont curent mare, care indică dependența acesteia de finanțarea externă. Avem de ales între reducerea ordonată a acestui deficit sau în reducerea lui de către piață în condițiile actuale de tensiune și neîncredere, cu consecințe dramatice pentru cursul de schimb și pentru creșterea economică.

Chiar dacă derularea procesului de ajustare economică nu poate fi planificată cu precizie, totuși, promovarea unor politici economice coerente și credibile ar putea evita producerea unei **ajustări dezordonate (hard landing)**. Astfel, guvernul ar trebui să evite o **abordare emoțională** a crizei sub presiunea sindicatelor și patronatelor, care ar duce la adoptarea unor măsuri de stimulare a cererii interne, complicând aducerea deficitului de cont curent la un nivel sustenabil. Numai o concentrare a combinației de politici macroeconomice pe procesul de ajustare a dezechilibrului extern (deficitul de cont curent) și a celui intern (deficitul bugetar) poate duce la susținerea unei aterizări line a economiei și la ameliorarea percepției investitorilor străini.

De ce avem nevoie? În esență, este necesară o întărire semnificativă a politicii fiscale și a celei salariale (în sens larg, cuprinzând sporurile și premiile de natură cvasi-salarială). În acest sens, bugetul pe 2009, recent aprobat, constituie un prim pas laudabil, în special datorită alocării unor fonduri relative ridicate pentru investiții care au potențialul de a crea “spillover effects” asupra celorlalte sectoare din economie. Pe măsura transpunerii sale în practică, se va crea posibilitatea relaxării treptate a politicii monetare. Astfel, o combinație suboptimală existentă în ultimii ani (politici bugetare și salariale laxe, respectiv o politică monetară foarte “strânsă”) va putea fi înlocuită cu o combinație optimală în care toate politicile (bugetară, salarială și monetară) să aibă un grad similar de restrictivitate și să îndrepte activitatea economică spre muncă și productivitate.

În plus față de aceasta, guvernul mai poate contribui la ameliorarea percepției investitorilor străini prin măsuri precum îmbunătățirea capacității de absorbție a fondurilor europene și înlocuirea astfel, într-o anumită măsură, a finanțării externe private cu finanțare externă publică sau prin crearea de noi locuri de muncă în domenii insuficient valorificate (infrastructură, turism, agroalimentar), care să preia, treptat, rolul de motor al creșterii economice. În general, încheierea unor acorduri de finanțare cu organisme internaționale, începând cu Comisia Europeană și Banca Europeană de Investiții, care să compenseze diminuarea sensibilă a intrărilor de capital privat este binevenită.

Dacă toți acești pași vor fi urmați, există o înaltă probabilitate ca investitorii să-și amelioreze percepția privitoare la România și să prefere să investească aici decât în

alte țări din zona Europei Centrale sau de Est. Probabilitatea înaltă nu echivalează însă cu certitudinea: nu poate fi exclus scenariul în care, deși autoritățile române fac tot ceea ce trebuie, investitorii străini să nu reacționeze pozitiv și să trateze România nediferențiat față de vecinii săi. Conștientizarea acestei posibilități nu trebuie să ducă însă la defetism și la abandonarea măsurilor de ajustare atât de necesare.

Un pericol pentru aplicarea acestei strategii coerente de ajustare ordonată a dezechilibrului extern îl constituie prognozele din ce în ce mai pesimiste elaborate de diferite instituții privind creșterea economică din România în anul 2009 și care merg până la a anticipa o creștere negativă. Pericolul constă în aceea că factorul politic, dând crezare acestor prognoze, ar putea să trateze problema emoțional, adoptând măsuri de relaxare fiscală și salarială, care nu ar face decât să agraveze criza. În ceea ce o privește, Banca Națională a României rămâne consecventă în proiecția sa de creștere economică pentru anul 2009, având următoarele argumente:

- ponderea mai redusă a exporturilor în PIB comparativ cu alte state Central și Est-Europene, care au prognozată totuși o creștere pozitivă în 2009;
- gradul mai scăzut de intermediere financiară (credit neguvernamental ca proporție în PIB), care implică, ceteris paribus, o contracție mai mică a economiei datorate canalului financiar;
- faptul că România are o balanță energetică aproape echilibrată, nefiind nici în situația țărilor mari importatoare de energie (majoritatea țărilor din Europa Centrală și de Est), nici în situația țărilor mari exportatoare de energie din estul continentului, care suferă ca urmare a reducerii prețului petrolului;
- flexibilitatea cursului de schimb, care permite ca o parte din șocurile exogene să se disipeze asupra variabilelor nominale (curs de schimb), decât să afecteze economia reală;
- volumul mare de fonduri structurale (inclusiv cele aferente anilor fiscali 2007 și 2008) care pot fi atrase de România, conform regulii  $t+2$ .

Un alt set de argumente privind menținerea creșterii economice în teritoriu pozitiv pornește de la analiza componentelor PIB (consumul, investițiile și exportul net):

- în ceea ce privește consumul, nu trebuie neglijat stimulentele fiscale injectate în economie în ultimele luni ale anului 2008, echivalent cu aproximativ 3 procente din PIB și care își va produce efectele în economie în lunile următoare;
- tot în privința consumului, reducerea la un sfert a prețului petrolului față de vara anului 2008 este echivalentă cu un masiv stimulente pentru consum. A nu se uita că prețurile combustibililor (benzina și motorina) sunt cu 15 la sută mai mici în prezent decât acum opt-nouă luni, în pofida deprecierii semnificative a leului față de dolar, care a avut loc între timp;
- în ceea ce privește investițiile, o bună parte din investițiile private care nu se vor mai face în 2009 vor fi înlocuite cu investiții publice, dacă structura bugetului aprobat va fi confirmată în practică;
- cu privire la exportul net, există toate șansele ca el să aibă o contribuție negativă în scădere la creșterea PIB: chiar dacă exporturile totale vor scădea, importurile totale vor scădea și mai mult în anul 2009.

Chiar dacă este evident că o serie de domenii care până în 2008 au constituit motoarele creșterii economice (activitățile mobiliare, financiar-bancare, importurile de autoturisme, industria metalurgică, industria chimică, industria constructoare auto) vor cunoaște scăderi în anul 2009, există totuși domenii (IT, telecomunicații, industria alimentară și a medicamentelor, servicii publice) care se pot dezvolta și care pot menține creșterea economică în teritoriu pozitiv. În același timp trebuie ținut cont că este necesar un efort de refacere a încrederii consumatorilor în evoluția economiei, încredere ce a fost redusă substanțial (așa cum arată indicii de încredere în economie publicat de CE), pe fondul unei tratări emoționale a crizei.

În concluzie, sectorul privat a redus deja deficitul său extern anul trecut, dar el rămâne relativ mare. Estimez că ajustarea va continua semnificativ și în 2009. În același timp, politica fiscală a fost prociclică și a contribuit la accentuarea deficitului extern al economiei românești. În momentul de față sunt necesare măsuri care să asigure

reducerea ordonată a deficitului de cont curent la niveluri sustenabile, prin diminuarea deficitului bugetar și adaptarea mai bună a mix-ului de politici la magnitudinea deficitelor. Ponderea cheltuielilor publice pentru investiții trebuie crescută. De asemenea, trebuie mai bine pregătită absorbția de fonduri europene și adoptarea unor acorduri de finanțare cu organisme internaționale începând cu Comisia Europeană și Banca Centrală Europeană. Sectorul privat trebuie să restabilească corelația dintre salarii și productivitatea muncii care să-i asigure competitivitatea externă. Aceste politici vor reduce incertitudinea și vor reda încrederea în evoluțiile viitoare ale economiei. Suntem datori să rămânem prudent optimiști!

## **Țintirea inflației și criza financiară**

În continuare mă voi referi la strategia de politică monetară a BNR – țintirea inflației – în strânsă conexiune cu criza financiară actuală și cu problemele cu care țara noastră se confruntă.

Opțiunea pentru adoptarea țintirii inflației ca strategie de politică monetară a fost justificată de necesitatea realizării unei dezinflații sustenabile. Implementarea strategiei de țintire a inflației nu a fost ușoară nici înainte de apariția crizei financiare și dominanța fiscală, intrările masive de capital, poziția de debitor net a BNR față de sistemul bancar și mecanismul de transmitere a politicii monetare s-au combinat, astfel că, între 2005 și 2007, au existat perioade în care anticipațiile inflaționiste și aprecieri accentuate ale monedei au coexistat. Aceasta a ridicat o dilemă serioasă pentru banca centrală. Creșteri ale ratei dobânzii, necesare pentru a aduce anticipațiile în linie cu ținta de inflație, atrăgeau și mai multe capitaluri străine, apreciind nesustenabil leul.

Odată cu declanșarea crizei financiare în iulie 2007, o parte dintre aceste condiții a dispărut. Astăzi BNR tinde să fie creditor net al sistemului bancar, iar intrările de capital străin s-au atenuat în mod semnificativ. Dar aceasta nu simplifică implementarea politicii monetare. Dimpotrivă, criza financiară a sporit volatilitatea pe piețele monetară și valutară și tinde să amplifice încetinirea activității economice. Pe de o parte, reducerea finanțărilor externe și existența dezechilibrelor externe mari au declanșat deprecierea leului, care alimentează inflația și face necesară o rată a dobânzii relativ înaltă. Mai mult, cei cu datorii în euro și alte valute, și astfel sistemul financiar,



sunt vulnerabili la o depreciere semnificativă a leului. Pe de altă parte, rate mai înalte ale dobânzii ar tinde să frâneze creșterea economică și, mai mult, ar crea costuri pentru cei ce au datorii, riscând să destabilizeze sectorul financiar. În aceste condiții apare problema delicată a compromisului dintre obiectivele politicii monetare: asigurarea stabilității prețurilor și asigurarea stabilității financiare.

Friedman (1968) și Phelps (1968) au arătat că nu există compromis pe termen lung între inflație și șomaj. De aici rezultă că obiectivul pe termen lung al politicii monetare trebuie să fie atingerea unei inflații scăzute și stabile. S-a observat că inflația scăzută și stabilă ajută creșterea economică sustenabilă pe termen lung. În consecință inflația scăzută și stabilă reprezintă atât un scop în sine, cât și un mijloc de realizare a unei creșteri economice sustenabile (Bernanke, 2006).

Eficiența politicii monetare în atingerea acestui obiectiv este însă limitată dacă nu există stabilitate financiară. Unul dintre principiile macroeconomice de bază afirmă că fricțiunile pe plan financiar influențează în mod substanțial ciclul de afaceri. Astăzi, pe plan mondial, acest lucru este foarte evident. Băncile centrale ale lumii încearcă să mențină stabilitatea financiară și să evite recesiunea și depresiunea economică.

Experiențele anterioare par să confirme viziunea conform căreia inflația este principala sursă de instabilitate financiară. De obicei perioade caracterizate de inflație înaltă au fost și cele cu instabilitate financiară severă și cu 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.

Totuși, literatura economică recentă evidențiază faptul că un nivel scăzut al inflației nu reprezintă o condiție suficientă pentru asigurarea stabilității financiare pe termen lung (Crockett, 2003). În economiile contemporane, un nivel scăzut și stabil al inflației a condus la crearea unui climat economic nou, care necesită reconsiderarea cu rigurozitate a relației dintre stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară. Ca atare, s-a trecut la deschiderea unui nou front de luptă, cel consacrat combaterii instabilității financiare. În acest sens, experiența unor țări asiatice din anii 1997-1998 și actuala criză economică și financiară conduc la reconsiderarea măsurii în care banca centrală deține capacitatea de a asigura concomitent stabilitatea prețurilor și stabilitatea

financiară în ipoteza în care realizarea acestora necesită adoptarea unor măsuri conflictuale.

Experiența României arată că stabilitatea financiară prezintă o importanță deosebită pentru stabilitatea prețurilor. Pe bună dreptate, România a fost criticată pentru întârzieri în dezinflație. Acestea s-au datorat reformelor structurale insuficiente. Țara noastră a realizat o rată medie de dezinflație de 5,8 puncte procentuale pe an în perioada 2000-2007, în paralel cu menținerea stabilității sistemului financiar. Dar dacă BNR ar fi suplinit acest deficit de reforme prin creșteri mai abrupte ale ratelor dobânzii situația financiară a firmelor și a gospodăriilor s-ar fi deteriorat. Și astfel s-ar fi deteriorat stabilitatea financiară a sectorului bancar. În final, însăși ritmul dezinflației ar fi fost, probabil, mai mic decât cel realizat. Lecția care trebuie învățată este aceea că, pe termen lung, incapacitatea menținerii stabilității financiare nu poate să conducă decât la o reînflamare a inflației.

## **Intervențiile valutare**

Prin adoptarea țintirii inflației am optat să facem cât mai mult loc pieței în stabilirea cursului de schimb. Totuși, au fost situații când fluctuațiile leului au fost cu mult în afara limitelor justificate de fundamentele cursului de schimb. Așa a fost cazul de mai multe ori în intervalul 2004-2007, când au existat intrări masive de capital și leul s-a apreciat foarte mult. Așa s-a întâmplat, în anumite perioade, și după declanșarea crizei financiare internaționale actuale, inclusiv în 2009. Acestea au fost motivele pentru care am adoptat o flotare controlată a cursului de schimb. Ceea ce nu înseamnă că intervenim în piața valutară în mod discreționar.

Politica BNR privind intervențiile pe piața valutară a fost ghidată de filozofia conform căreia o volatilitate înaltă a cursului de schimb este dăunătoare atât pentru obiectivul privind inflația, cât și pentru sănătatea financiară a sectorului real și a celui financiar. Cu această filozofie, BNR a promovat un curs de schimb flotant, care i-a permis atât să utilizeze valențele pieței libere și să descurajeze comportamentele speculative, cât și să evite aprecierile excesive.

Implementarea consecventă a acestei filozofii a necesitat cumpărări relativ importante de valută de pe piață de către BNR în perioada 2004 – august 2007. La momentele cumpărării valutei, BNR a fost criticată că nu lasă cursul să se aprecieze în linie cu cerințele pieței. Astăzi se dovedește că această politică a fost adecvată. Criza financiară actuală a introdus o inversare abruptă a trendului de apreciere a leului, cu importante episoade de volatilitate. Așa cum, în trecut, intrările de valută au supraapreciat leul cu mult peste nivelul indicat de factorii fundamentali ai cursului de schimb, astăzi reducerea finanțării externe și incertitudinea tind să determine deprecieri ale leului nejustificate de factorii fundamentali ai cursului de schimb. Rezervele cumpărate pe piața valutară în momentele de supraapreciere servesc astăzi pentru intervenții pentru calmarea deprecierii leului.

**Care este farul ce ne va călăuzi în această perioadă de turbulențe și incertitudini? Cred că programul de adoptare a euro va fi cel mai bun ghid. România trebuie să își mențină calendarul anunțat anterior pentru adoptarea euro, cu precizarea că intrarea la 1 ianuarie 2012 în mecanismul ratelor de schimb ERM-II și parcurgerea perioadei minime obligatorii de doi ani în interiorul acestui mecanism este condiționată de nevoia că până în 2012, în România, trebuie făcute multe reforme, dar reforme adecvate și competente.**