



CRIZA FINANCIARĂ. PROVOCĂRI PENTRU ROMÂNIA

dr. Napoleon POP*

Rezumat

Economia românească este pe cale să experimenteze o recesiune ca rezultat al propagării efectelor crizei financiare internaționale. Într-o economie globalizată trebuie să admitem faptul că ceea ce este bun și rău în fenomenul globalizării transcede cu mai mare ușurință spre economiile individuale, iar România nu poate fi izolată acum când este angajată în procesul de integrare europeană, una dintre dimensiunile acestui proces fiind chiar integrarea financiară. Cu contul curent deplin liberalizat, cu o monedă convertibilă și o economie deschisă din punct de vedere al comerțului internațional, fără îndoială că vulnerabilitățile recunoscute economiei românești sunt resimțite mai puternic de investitori și economiști, în contextual unei crize de o asemenea răspândire geografică. Credem, însă, că într-o astfel de situație este important ca abordarea factorilor interni aflați sub presiunea șocurilor venind pe canalele de transmisie să se facă într-un mod echilibrat, dacă dorim să judecăm cu obiectivitate sporită posibilele manifestări, în propria noastră economie, ale impactului actualei crize în plan financiar și economic.

Abstract

Romanian economy is on the verge to experience a recession as the result of the spilling over of the effects of the international financial crisis. We have to admit the transcendence of the goods and beds of the global economy to the individual economies, Romania not being an exception. At a time when Romania is fully engaged in the process of the European integration, one dimension of it being the financial one, she can not be secluded from the crisis impact . With a fully current account liberalized, convertibility and high openness of the

* Cercetător științific I, Director al Centrului de Cercetări Financiare și Monetare "Victor Slăvescu", ACADEMIA ROMÂNĂ.

economy towards world economy, in terms of foreign trade, during a crisis with such a geographical extension, there is no doubt that some well known vulnerabilities are perceived strongly by investors and analysts. A balanced approach of internal factors which can be under the pressure of the transmission channels bringing external shocks is more appropriate for the judgement of the possible domestic outcomes of the present crisis, either in financial field or economic one.

Cuvinte cheie: criză, globalizare, sistem financiar, risc, canale de transmisie

Cod jell: F36, G01, G15, G32.

România, la fel ca economiile multor altor țări, este bruiată de tumultul actualei crize financiare, nelipsită de consecințe care transcend granițele statelor practic fără opreliști. Oricât de mic sau mare, aparent sau real, ar putea fi disconfortul față de aceste consecințe, lipsa de încredere cvasigenerală care însoțește mai ales o criză financiară nu scutește pe nimeni de îngrijorare. Acest sentiment devine cu atât mai acut cu cât necesitatea unei perspective este mai stringentă, fie datorită terminării unei strategii, care cere o alta, fie datorită ciclului electoral.

Fundamentarea unei perspectivei economice, indiferent de termenul viitor de referință – pe termen scurt, mediu sau lung – are în vedere evaluarea trecutului, în cel puțin două dimensiuni: cea a tendințelor cu greutate în a influența viitorul; cea a evoluțiilor conjuncturale, care fie confirmă tendințele, fie le modifică în mod brusc.

Recursul la metodologie este făcut exclusiv din perspectiva necesității caracterizării sintetice a impactului crizei financiare asupra economiei românești pe termen mediu, anul 2007 aducând „surprize” oarecum anunțate, atât pentru economia mondială, cât și pentru cea internă. Este de observat că evoluțiile conjuncturale ale anului 2007, marcate de începutul crizei financiare, nu numai că au întrerupt tendințele din ultimii 10 ani, dar au forțat și trecerea acestora printr-un punct de inflexiune cu caracteristici deosebite.

În primul rând, acest punct de inflexiune, de necomparat în sens strict cu o inversare a unei evoluții, pare să fi încheiat o etapă de un anumit progres al economiei globale, structurată în țări puternic industrializate și economii emergente, tocmai datorită creșterii interdependenței lor prin gradul din ce în ce mai mare de liberalizare a fluxurilor comerciale și financiare internaționale.

În al doilea rând, progresul țărilor emergente, caracterizat prin creșterea capacității acestora de producție și export, de bunuri și servicii, dar și de capital, a dus la o specializare a țărilor puternic industrializate, ajunsă la limitele de „periculozitate” prin prisma efectelor asupra dezechilibrelor macroeconomice externe.

În al treilea rând, se spune că se încheie un ciclu de creștere economică globală bazat pe dobânzi scăzute și inflație redusă, ceea ce poate deschide o nouă competiție în costurile bunurilor și serviciilor, cu un caracter mai dur.

În al patrulea rând, evoluția economică favorabilă a crescut apetitul investitorilor pentru riscuri. Este interesant de subliniat că, spre deosebire de alte perioade, acumularea de tensiuni financiare a avut loc în cel mai dezvoltat stat al lumii, S.U.A., iar interconexiunile și integrarea financiară globală au făcut ca șocul turbulențelor financiare, produs de criza creditelor ipotecare cu risc ridicat, să se extindă, în primul rând, în țările dezvoltate europene.

În al cincilea rând, acuitatea inițială a turbulențelor financiare s-a suprapus cu efectele crizei produselor agro-alimentare, având atât cauze structurale (reducerea suprafețelor agricole cultivate, conversia la combustibili bio), cât și cauze climaterice, cu tendință de durată (încălzirea globală, efectul Ninio, efectul de seră).

În al șaselea rând, șocul de natura ofertei din domeniul produselor agro-alimentare de bază a pus în evidență cu mai multă tărie „șocul energetic”, manifestat prin tendința continuă de creștere a prețului la țițeiul brut în ultimii doi ani, cu maximum de 147 dolari/baril în luna iulie a anului 2008.

România, ca stat membru al Uniunii Europene, ca actor al economiei globale, are expuneri față de evoluțiile menționate, unele

intrinseci opțiunii de economie de piață, altele derivând din relațiile de tip contractual, focalizate în principiu pe valorile democrației politice și economice. Din punct de vedere tehnic, conexiunile la economia globală, privite inclusiv pe grupe regionale preferențiale, cum este apartenența la Uniunea Europeană, interpretate în același timp și ca filiere de transmisie a fenomenologiei economiei globale, se referă la tipurile de liberalizări: comerț exterior; prețuri la bunuri și servicii; investiții de capital; contul de capital; convertibilitatea leului.

Pornind de la premisa cunoașterii cauzelor actualei crize financiare, acutizarea acesteia spre sfârșitul anului 2007 și începutul anului 2008, sub aspectul falimentelor unor instituții financiare sistemice și intervențiilor selective de salvare a acestora, atât în SUA, cât și în alte țări europene, ne pune în fața acceptării evidenței unor realități în raport cu care sentimentul de imunitate sau de vulnerabilitate capătă conotații fluctuante. La un astfel de moment al percepțiilor, dominate de incertitudine și lipsă de încredere, orice nivel de bravare sau de confort față de un posibil impact negativ este bine să rămână în diapazonul raționalului. Acesta are câteva calități: (i)recunoașterea existenței intrinseci a canalelor de propagare a crizei; (ii)evaluarea corectă a capacității de receptare a efectelor propagate ale crizei prin mecanismele normale de transmisie; (iii)existența unor filtre care abat lovitura frontală, constând din reglementare, conduita politicilor macroeconomice (fiscal – bugetare și monetare); (iv)rezerve financiare de intervenție; (v)capacitatea de coordonare a măsurilor specifice pe orizontala instituțiilor cu aceleași responsabilități ale partenerilor externi.

În ceea ce privește România, analize ale băncii centrale sau independente reflectă existența unei anumite rezistențe a stabilității financiare interne la turbulențele financiare internaționale, atât **prin canalul indirect** (impact asupra economiei reale), cât și **prin canalul direct** (impact asupra sectorului bancar și al piețelor financiare), deși sunt de semnalat unele evoluții adverse care ar putea afecta de o manieră mai accentuată România, dacă ne referim la volatilitatea dobânzilor inter-bancare sau la atacul speculativ la cursul de schimb.

Raționalitatea, mai ales în ceea ce privește echilibrul unui mesaj obiectiv în contextul crizei, în care efectul de cea mai mare nocivitate este devierea de la lipsa de credibilitate spre panică, cred că ne

Îndeamnă spre o analiză de la înălțimea abordării academice. Sunt dator să menționez acest lucru ,acum și aici ,pentru că mai toți suntem martorii și ai unor abordări „șuetă” în mass-media, prin care, sub masca unor sincere îngrijorări ale analiștilor de tot felul, se propagă exact percepțiile de care acest moment al crizei nu are nevoie.

Mă simt dator ca cercetător, dar și ca responsabil în domeniu, să vă supun atenției în primul rând în ce constă o anumită rezistență a sectorului bancar românesc la un impact sever al crizei financiare internaționale. Limitarea impactului la care facem referire se datorează unor caracteristici specifice mediului financiar din România, precum și măsurilor de ordin prudentțial, de politică monetară și de întărire a stabilității financiare adoptate de-a lungul timpului de către banca centrală. Voi încerca să le definesc pe cele care pe care le consider că sunt esențiale ca repere în raționalitatea abordării de care aminteam, pentru a putea cântării cu argumente solide riscul limitat de contaminare a sistemului bancar românesc, ca urmare a turbulențelor actuale de pe piețele financiare internaționale:

- marea majoritate a băncilor care funcționează în România, inclusiv cele cu capital străin, sunt persoane juridice supuse autorizării, reglementării și supravegherii prudentiale de către Banca Națională. Aceste bănci, în aceeași măsură ca și filialele băncilor străine care au sediul principal în alte țări ale Uniunii Europene, se supun aceluiași standarde prudentiale și de capitalizare Basel II;
- sistemul bancar are cea mai mare pondere în rândul instituțiilor financiare prezente pe piața românească ,din punct de vedere al volumului activelor ca pondre în PIB, de peste 85%;
- pe parcursul formării sistemului bancar românesc în actuala configurație și a dezvoltării intermedierei financiare, reglementări ale Băncii Naționale au fost în multe cazuri mai restrictive decât cele prevăzute de standardele Basel II. Reamintesc că cerințele de capital inițial pentru autorizarea unei instituții financiare în România au fost aproximativ duble

față de nivelul minim impus prin reglementările Uniunii Europene;

- reprezentanții BNR sunt implicați la nivelul structurilor comunitare competente în procesul de analiză și ameliorare a reglementărilor comunitare privitoare la arhitectura sistemului financiar;

- procesul de dezinflație susținut, chiar cu inflexiunea suferită în a doua jumătate a anului 2007 ,datorită șocului de pe partea ofertei, în afara controlului total al băncii centrale (puseul prețurilor la energie și produse agroalimentare, în condițiile secetei locale), a impus o restricțivitate deosebită politicii monetare, inclusiv din motive de lipsă de acompaniere a acestora de politici bugetare adecvate;

- nivelul rezervelor minime obligatorii s-a menținut la niveluri ridicate pe o perioadă îndelungată de timp, cu mult peste standardele Sistemului băncilor centrale europene: 20% pentru pasivele denumite în lei cu scadență de până la doi ani și 40% pentru cele denumite în valută. Pe lângă rolul de moderare a vitezei de creștere a creditului, rezervele minime obligatorii îndeplinesc rolul prudențial de menținere a unui nivel corespunzător de lichiditate de către instituțiile de credit;

- instituțiile de credit din România nu au expuneri pe produse financiare care se află la originea acestor turbulențe, respectiv instrumente de tip „subprime”. Acest fapt se datorează ponderii ridicate a creditării prin produse bancare clasice, iar expansiunea creditării a beneficiat de profitabilitatea asigurată de marjele ample de dobândă practicate pe piața internă;

- măsurile de temperare a creșterii creditării adoptate recent de Banca Națională au avut permanent menirea calibrării unei dinamici a creditării sustenabile pe termen îndelungat, demonstrat de faptul că politica monetară concentrată pe dezinflație a permis o creștere constantă a intermedierei financiare, respectiv progresarea spre un sistem financiar matur;

- deși lichiditatea din sistemul instituțiilor de credit din România a scăzut relativ comparativ cu anii anteriori, ea continuă să se afle la un nivel adecvat pentru buna funcționare a piețelor. Scăderea relativă a lichidității are și o cauză de re poziționare spre normalitate a rolului băncii centrale în sistemul financiar, de la cea de debitor net la cea de creditor net;
- aceste circumstanțe enumerate asigură confortul BNR de a dispune de instrumentele și mecanismele necesare asigurării lichidității în conformitate cu normele europene în materie.

Unele evaluări făcute în contextul circumstanțelor amintite conduc spre aserțiuni demne de luat în seamă din punct de vedere al abordărilor de principiu privind efectele crizei. Dacă ne referim la canalul direct de transmisie, reprezentat de comerțul internațional, investițiile străine, cursul de schimb, dobânzile la liniile de credit în valută contractate de societățile financiare și nefinanciare, sunt de menționat următoarele:

- gradul de afectare al creșterii economiei și al activităților de comerț exterior ale României trebuie analizat prin prisma deschiderii economice față de economia globală (încă marginală în relațiile comerciale cu SUA, locul de pornire al crizei creditelor) și a prognozelor de creștere economică revizuite în jos, atât în SUA, dar mai ales în țările Uniunii Europene, către care se îndreaptă 70% din comerțul nostru exterior;
- conform unei simulări de analize de *stress-testing* pe companii, un eventual șoc pe curs, de 10% sau de 20%, ar produce o pierdere directă de tip „*first round effect*” de 0,22% și respectiv 0,87% din PIB-ul României, ca urmare a creșterilor cheltuielilor financiare de rambursare a creditelor contractate în valută sau de achiziție a importurilor înglobate în producție;
- finanțarea deficitului de cont curent ar putea fi mai dificilă dacă accesul la lichiditate pe plan extern al celor

interesați în investiții directe de capital devine tot mai restrictiv din punct de vedere al disponibilităților și implicit al costurilor;

- este de remarcat că tentativele de îmbunătățire a lichidității pe piețele monetare incită aproape imediat apetitul de risc pentru speculații, în timp ce investitorii cu interese pe termen lung identifică oportunități de cumpărare a acțiunilor depreciate;

- condițiile de creditare pentru companii și populație devin volatile pe latura dobânzilor și comisioanelor, sub influența volatilității cursului de schimb și a dobânzilor interbancare;

- analiza încrederii operatorilor din economie remarcă un declin al acesteia, cu instaurarea unor așteptări pesimiste pe următoarele 12 luni, cu semnificație asupra deciziilor de consum și investiții;

Prin canalul indirect, sunt de reținut următoarele efecte la nivelul sectorului bancar și al piețelor financiare interne:

- afectarea activelor bancare garantate cu ipotecă a căror securizare s-ar pierde pe alte piețe afectate de criza creditelor imobiliare. În ceea ce ne privește, există unele realități confortabile, reprezentate de faptul că: (i) în România nu au fost emise titluri garantate cu ipotecă; (ii) creditele ipotecare acordate de către băncile românești au o calitate foarte bună și sunt încă solid garantate; (iii) ponderea creditului ipotecar în total credit neguvernamental este încă modestă (8%), dar să nu pierdem din vedere că există credite de consum pe termen lung finanțând proiecte imobiliare; (iv) gradul de capitalizare bancară este ridicat și poate face față unor eventuale pierderi neașteptate;

- totuși, remarcăm că se manifestă un trend de scădere a prețului bunurilor imobile și a intenției populației de achiziționare de noi imobile, piața imobiliară ajungând aproape la un blocaj;

- pe partea de pasive, sectorul bancar românesc s-a

bucurat de o bună finanțare externă, ca urmare a politicii agresive de creditare într-un mediu concurențial activ, reprezentând peste 25% din total pasive bancare, în anul 2007, față de 5% în anul 2000. Reducerea lichidității de pe piețele financiare externe are darul stimulării economisirii în țară, ajutat și de dobânda de politică monetară ridicată;

- comportamentul băncilor locale în situația de criză trebuie să se orienteze de la cota de piață către o prudențialitate sporită în creditare;

- atacurile speculative ale nerezidenților pe cursul de schimb, pe un fond de vulnerabilitate indus de percepția efectelor probabile ale unui deficit de cont curent, nu pot fi excluse, ceea ce s-a și întâmplat, cu mențiunea că nu trebuie uitat rolul băncii centrale de regulator al lichidității în astfel de condiții, intervențiile aceteia pe piața monetară și valutară fiind legitime;

- piața monetară a suferit un impact semnificativ, datorită atacurilor speculative, drenării lichidității și insuficienței instrumentelor de colaterizare a creditelor lombard – împrumuturi de ultimă instanță acordate de banca centrală - , însă cu o deviere de comportament reprobabilă având în vedere plafoanele dobânzilor interbancare și preferința spre refinanțări overnight atât de scumpe (de până la 100%);

- piața valutară a suportat un impact mai puternic decât alte segmente ale pieței interne, ca urmare a unei mai mari reacții din partea investitorilor nerezidenți, cu înclinație spre operațiuni speculative.

- piața de capital a suportat corecțiile de pe piețele dezvoltate, reflectate de altfel în indicii Bursei din București ,în special pe segmentul titlurilor entităților financiare. Efectele turbulențelor au fost favorizate de nivelul ridicat, în termeni relativi, al prețurilor acțiunilor și de scăderea atractivității pieței autohtone (în răutățirea raportului randament-risc), sub influența scăderii lichidității și a numărului redus de oferte publice de acțiuni și obligațiuni, care să absoarbă cererea.

O sinteză a afectelor adverse, care nu pot fi omise din aceeași raționalitate a argumentării limitelor contaminării, trebuie să ne orienteze atenția către următoarele:

- posibila volatilitate mai pronunțată a cursului de schimb, asemănătoare tendințelor din celelalte țări din regiune, în condițiile reducerii apetitului pentru risc al investitorilor pe piețele emergente;
- creșterea în continuare a costului finanțării externe și reducerea volumului acesteia;
- moderarea posibilă a volumului intrărilor autonome de capital și eventuale repatrieri anticipate ale capitalurilor fructificate;
- posibila decelerare a cererii pentru exporturi de bunuri și servicii românești ca urmare a reducerii perspectivelor de creștere economică în celelalte țări membre ale Uniunii Europene.

Toate aceste considerente sunt departe de a fi o pledoarie idilică și, cu atât mai mult, trebuie să ne țină departe de orice tentație de euforie în fața unei realități de criză financiară caracterizată ca fiind fără precedent în întreaga perioadă postbelică. Să nu uităm că ea a obligat și continuă să oblige guvernele și băncile centrale din Statele Unite și din celelalte țări dezvoltate ale lumii la măsuri de asemenea fără precedent. Iar o analiză care se dorește completă nu poate exclude riscurile pe termen scurt și pe termen lung. Acestea trebuie identificate, înțelese și încadrate în planuri de acțiune pentru a fi corectate, știut fiind faptul că, deocamdată, calendarul trecerii la euro nu a cunoscut modificări.

Pe termen scurt, dependența de finanțarea externă este principalul risc pentru readucerea la niveluri confortabile a deficitului de cont curent pe baza dezvoltării ofertei interne. Calcule judicioase conduc la concluzia că deficitul extern ar trebui redus cu 4-5 puncte procentuale din PIB pentru a rămâne sustenabil și a păstra o creștere economică viguroasă. Această reducere de deficit poate fi asigurată de diminuarea deficitului bugetar prin: comprimarea cheltuielilor curente; creșterea salariilor într-o proporție care să nu mai depășească creșterea productivității muncii; moderarea dinamicii

creșterii creditului; stimularea economisirii interne, ca sursă de finanțare a investițiilor.

Al doilea risc este reprezentat de cererea internă încă în exces, posibil generatoare de supraîncălzire conjuncturală, cu diferențieri de la o ramură la alta. Dacă vom privi la sectorul construcțiilor, acesta are toate semnele unei supraîncălziri, demonstrată de cerere mare, prețuri în creștere rapidă, deficit de resurse, în special de forță de muncă. În sectorul agricol, extrem de volatil ca performanțe, creșterea din acest an nu poate fi interpretată ca un fenomen de supraîncălzire, întrucât resursele - pământul, forța de muncă - sunt subutilizate, prețurile au tendința de scădere.

Dacă în sectorul construcțiilor nu se mai impun stimulente, în cel agricol sunt necesare investiții suplimentare pentru fructificarea potențialului natural și măsuri de ordin structural, cum ar fi cele de simplificare a transferului de proprietate și de creare a unei piețe funciare eliberată de constrângeri birocratice excesive.

Pe termen lung mă raliez opiniilor puternice de continuare a reformelor de ordin structural, cu menirea esențială de a încuraja creșterea productivității muncii și, pe această bază, de a reduce decalajele față de nivelul mediu european. În detaliu, reformele structurale impun simplificarea **sistemului de impozite și taxe**, de departe cel mai stufos din întreaga Uniune Europeană, **reducerea birocrăției de ansamblu** care întârzie administrativ toate proiectele de infrastructură și, nu în ultimul rând, **flexibilizarea pieței forței de muncă**.

Am lăsat la urmă acest palier al reformelor structurale pentru că acestea sunt esențiale pentru viitorul economic al României. În condițiile deficitului cronic de forță de muncă de azi, menținerea unor reglementări rigide de protecție excesivă a salariaților – născute în perioade când șomajul era înalt și era nevoie să protejăm salariații de abuzuri ale angajatorului – este nu numai anacronică, dar acționează împotriva competiției, a competitivității bazate pe calitatea forței de muncă, pe creșterea productivității muncii, principalul factor de catch - up de care avem nevoie în procesul de convergență reală. Bariera la ieșirea salariatului se transformă în barieră la intrare. În loc să stimulăm crearea de noi locuri de muncă, fie ele chiar negarantate,

dar cu mobilitatea necesară, actuala legislație a muncii împinge o parte a populației aptă de muncă să plece peste hotare.

Efectul limitat de contaminare a sistemului financiar românesc de criza financiară internațională nu exclude efectele asupra economiei reale, în virtutea deschiderii acesteia la economia mondială. Orice întârziere în antamarea unor noi reforme structurale va face ca șocurile recesiunii din alte regiuni să fie mai dureros simțite de economia românească și să spulbere puținele exuberanțe de consum ale mai multor milioane de cetățeni ,după zeci de ani de privațiuni,de repartizare proastă a resurselor.