

De ce trebuie să ținem cont când reformăm economia mondială?

Cuvânt de deschidere la conferința

“Depășirea crizei economice și financiare. Valorificarea oportunității de a reforma economia mondială”,

organizată de Reprezentanța Uniunii Europene în România și de Institutul European din România, 18-19 noiembrie 2009, București

Lucian Croitoru

Doamnelor și domnilor,

Este o plăcere pentru mine să vorbesc astăzi la această conferință, a cărei temă este extrem de ambițioasă și în același timp implică multe provocări. Despre valorificarea oportunității de a reforma economia mondială se vorbește astăzi foarte des. Aceasta înseamnă că mulți percep o nevoie în acest sens. Ariile vizate fac parte din miezul sistemului financiar și sunt diferite în natură. Actuala criză pare să fi arătat că este nevoie de reformarea sistemului de reglementare și supraveghere dar și de reformarea sistemului monetar global bazat pe dolarul american.

În unele arii s-a trecut la acțiune cu ceva timp în urmă. De exemplu, se lucrează deja la operaționalizarea Consiliului European de Risc Sistemic sau a Sistemului European al Supravegherii Financiare. În ceea ce privește modalitățile de reducere a cererii de rezerve în dolari sau a căilor de adoptare a unor noi active de rezervă încă se dezbate. Cel mai recent, domnul Strauss-Khan, directorul FMI, referindu-se la imperativul unei mai mari stabilități a monedelor, spunea că lumea nu mai poate să se bazeze, așa cum a făcut de la sfârșitul standardului aur, pe o monedă emisă de o singură țară. Și domnul Strauss-Khan și domnul Camdessus, fost director general al FMI, au arătat că oportunitatea pentru a schimba acest lucru nu va exista pentru mult timp. Cred că putem să discutăm despre aceste lucruri, dar apariția unei noi monede de rezervă necesită mult timp și depinde de piață.

Exemplele date de mine arată atât faptul că se știe ce trebuie făcut, cât și faptul că reformele trebuie făcute la timp. Nu este nicio îndoială că este nevoie de ajustări efectuate la timp. Dar întotdeauna există riscul ca atunci când construiești un nou sistem sau când repari unul vechi să produci și lucruri nedorite. De aceea, este imperios necesară stabilirea clară a valorilor pe care sistemul trebuie să le ofere și a principiilor care trebuie respectate pentru ca valorile respective să fie protejate.

Astăzi mă voi referi la câteva idei care trebuie avute în vedere atunci când o asemenea sarcină, cum este aceea a reformării sistemului financiar, trebuie dusă la bun sfârșit. Dați-mi voie să fac acest lucru pe scurt, iar în unele cazuri doar să enumăr ideile, fără a intra în detalii.

În primul rând trebuie recunoscut că actuala criză nu a fost cauzată de un defect fundamental al capitalismului. Dimpotrivă, din perspectivă instituțională se vede că administratorii sistemului, și nu capitalismul însuși este vinovat pentru criză. Criza a fost cauzată de politicieni, cărora li se datorează creditele proaste, de autorități monetare, care au creat lichiditatea abundentă și de reglementatori, care au rămas în urma piețelor.

Dacă acest lucru este adevărat, atunci modificările în sistemul financiar trebuie să fie în linie cu principiile care asigură menținerea libertății piețelor. Soluția pe termen lung la problemele actuale este creșterea economică susținută, iar cea mai sigură cale către atingerea acestui scop o constituie piețele libere și oamenii liberi. Piețele libere au furnizat la nivel microeconomic stimulentele adecvate și au alocat capitalul în mod eficient. În ultimii 30 de ani piețele au fost lăsate să lucreze și au produs prosperitatea nemiștinată până acum.

Dereglementarea din ultimii 30 de ani nu a însemnat renunțarea la reguli. Și astăzi avem reguli, dar ele nu mai dictează ce putem face și ce nu. Astfel, orice reparație am aduce sistemului existent, trebuie să asigurăm că ceea ce rezultă va continua să ne spună ce criterii trebuie să îndeplinim și căror standarde trebuie să ne conformăm, orice am alege să facem. Dar în nici un caz nu trebuie să ne spună ce avem sau nu avem voie să facem. Numai așa se lasă mai mult loc concurenței între firme și mai multă libertate de alegere consumatorilor. Noua arhitectură a sistemului trebuie să continue să stimuleze apariția de noi idei și imaginația, să mobilizeze energia și entuziasmul oamenilor liberi. Astfel va continua să apară noi produse, noi instituții și noi instrumente pentru noi populații de investitori.

Este de asemenea important să recunoaștem că reglementările (statul) nu pot ține pasul cu inovațiile pieței. Întotdeauna inovațiile pieței îi vor surprinde pe reglementatori. Așa s-a întâmplat și în ultimii ani, când reglementările nu au progresat suficient pentru a împiedica creșterea cu ritmuri nesustenabil de mari a securitizării. Este înțelept să nu introducem printre obiectivele reglementatorilor și supraveghetorilor „ghicirea viitorului” și reglementarea acestuia.

Cred că marea provocare astăzi o constituie asigurarea unui echilibru bun între libertatea piețelor și reglementări. Provocarea vine de la faptul că astăzi neintervenția guvernamentală a ajuns să fie percepută ca o amenințare la adresa prosperității. Sistemul liberei inițiative a fost, în mod greșit, asociat sau confundat cu lăcomia, exploatarea și eșecul. Dar amenințarea reală la adresa prosperității economice este prea marea implicare a guvernului în piață.

Răspunzând crizei actuale, autoritățile din multe state au adoptat planuri prin care banii publici au suplinit lipsa celor privați. Astfel, unele sectoare au fost sau vor fi în poziția de a primi fonduri fără a mai fi nevoite să ceară ajutorul sectorului bancar. Dar, spre deosebire de piețele libere, guvernele și băncile centrale nu știu să identifice cele mai bune oportunități de investiții și să stimuleze inovarea. Dacă guvernele aleg să salveze industriile în declin, o fac în detrimentul industriilor care ar trebui să aibă acces la fonduri. Aplicarea de astfel de măsuri a dus la pierderea încrederii în piețele libere după al doilea război mondial. Nu văd de ce de data aceasta ar fi altfel.

Strâns legat de aceasta, cred că merită subliniat faptul că măsurile expansioniste ale guvernelor trebuie acompaniate de la început de strategii de retragere a stimulilor. Aceste strategii trebuie să conțină elemente clare referitoare la ritmul de retragere și la momentul începerii acestei acțiuni.

Firește ar fi ca răspunsul autorităților să se axeze pe refacerea echilibrului dintre libertatea piețelor și reglementare. Dar aceasta nu înseamnă o mai mare implicare a guvernului în economie, ci o reglementare adecvată a piețelor, firmelor și produselor financiare. Rezultatul ar trebui să fie un sistem financiar mai transparent, cu reguli mai bune de contabilitate a activelor imobiliare, și cu un mecanism de asigurare a integrității piețelor financiare (regulile guvernând manipularea pieței și fraudă). Cu alte cuvinte, adaptarea sistemului financiar la realitățile pieței.

Care va fi marea lecție a acestei crize? Vom învăța că nu piețele libere, ci proasta administrare a capitalismului duce, în final, la o criză profundă.

Tema simpozionului de astăzi se referă la valorificarea oportunităților de a reforma economia mondială. Aceasta înseamnă că trebuie să avem în vedere și determinanții structurali ai dezechilibrelor la nivel mondial. Aceștia nu pot fi modificați în mod rapid. FMI în rapoartele sale (World Economic Outlook și Global Financial Stability Report) din ultimii patru-cinci ani înainte de iulie 2007 sublinia necesitatea reversării ordonate și timpurii a dezechilibrelor globale pentru a se evita o criză.

Aceasta însemna inițierea concomitentă de reforme specifice de care au nevoie unele economii de pe planetă. În SUA, reformele vizau reducerea deficitului bugetar și a deficitului de cont curent. În economiile asiatice este necesară atenuarea surplusurilor de economii și flexibilizarea ratelor de schimb. În zona euro stimularea creșterii economice a fost și este principalul scop al reformelor. În sfârșit, în unele economii emergente, inclusiv România, trebuia redus excesul cererii interne care contribuia la deteriorarea deficitului de cont curent. Dar o acțiune globală coordonată, care să reducă dezechilibrele în mod ordonat, nu a apărut în timp util (după opinia mea, în mod natural șansele ca ea să apară în timp util sunt minime), așa că piața a declanșat corecții și astfel a apărut criză.

Rămâne incert dacă corecțiile în conturile curente ale țărilor sunt complete relativ la tendințele de lungă durată. Dacă sunt incomplete, dezechilibrele actuale ar putea reflecta continuarea acumulării de riscuri pentru economia mondială. Totuși, cred că ajustările au fost suficiente de mari astfel încât probabilitatea ca o nouă corecție majoră să apară într-un orizont apropiat este relativ mică. De asemenea, corecțiile pieței nu au eliminat necesitatea reformelor amintite, ci au fost doar rezultatul unor factori ciclici: reducerea cererii private, scăderea prețurilor petrolului, reducerea îndatorării corporațiilor și corecții în prețurile activelor (incomplete datorită injecțiilor masive de lichiditate făcute de băncile centrale).

Chiar dacă în țările cu deficit de cont curent criza a dus la creșterea economisirilor, acest proces poate fi inversat odată cu apariția perspectivelor bune. De asemenea, cauzele structurale care determină excesul de economii în economiile asiatice și canalizarea lor spre restul lumii sunt încă

prezente. Înainte de criză, această combinație a dus la intrări masive de capitaluri concomitent în multe țări, inclusiv România. Ele au dus, în final, la apariția crizei.

Având spuse aceste lucruri, dați-mi voie să revin asupra ideii de a reforma sistemul monetar internațional. Criza economică mondială a pus din nou în lumină tensiuni mai vechi din sistemul monetar internațional. Una dintre trăsăturile sistemului este aceea că se bazează pe un activ de rezervă. Dacă toate țările participante la sistem ar avea rate de schimb flexibile, existența unui activ de rezervă nu ar fi necesară. Dar atât timp cât există țări ale lumii care fixează sau conduc ratele de schimb ale monedelor lor, acestea au nevoie de un activ internațional cu care să-și protejeze monedele prin vânzări și cumpărări ale activului de rezervă. Acesta din urmă trebuie să aibă două caracteristici: să fie lichid și să aibă o valoare stabilă.

Dar aceste caracteristici depind de politica emitentului activului de bază, mai precis de politica SUA din moment ce principalul activ de rezervă este dolarul american. Triffin a arătat în 1960 că deficite prea mici ale SUA ar crea probleme de lichiditate și ar produce recesiune, iar deficite prea mari ar altera stabilitatea dolarului. Astăzi, volumul și volatilitatea fluxurilor de capital creează o potențială tensiune între dorința țărilor de a acumula rezerve pentru a se proteja de reversarea fluxurilor de capital și îngrijorările legate de faptul că oferta activului de rezervă depinde de o singură țară.

Relaxarea politicii monetare în SUA și ieftinirea creditului a dus la creșterea cantității de bani utilizați de public pentru operațiuni de cont curent, mai ales importuri. Astfel, deficitele de cont curent ale SUA au rămas relativ mari. Dintr-o altă perspectivă, deficitele de cont curent au fost modalitatea prin care SUA a furnizat activele în dolari de care restul lumii avea nevoie pentru a se proteja în fața unor fluxuri globale de capital mari și volatile. În mod particular, țările care s-au confruntat cu intrări de capital au dorit să acumuleze rezerve în dolari pentru a se proteja de posibile reversări bruște ale acestor intrări. Astfel, presiunea ca SUA să funcționeze cu deficite de cont curent largi a fost relativ mare.

Dezechilibrele au crescut în timp deoarece nu a existat disciplină în sistemul mondial. Nici SUA, care are deficit de cont curent, nici țările cu surplus substanțial nu au ajustat politicile lor. În final, injecțiile de lichiditate și reducerea costului creditelor în SUA, au determinat apariția crizei în chiar centrul sistemului și nu la periferie. În plus, sistemul a operat cu mai multe regimuri ale ratelor de schimb, unele țări menținând rate de schimb flexibile, iar altele legând monezile lor de dolar.

În ultimii ani, dolarul s-a depreciat substanțial față de euro și aur. Deprecierea este un factor care, în principiu ar trebui să ducă la scăderea cererii de rezerve în dolari, ceea ce nu s-a întâmplat. Aceasta a sporit preocuparea pentru găsirea altor soluții care să ducă la reducerea rolului dolarului ca activ de rezervă. Una dintre soluțiile despre care se discută astăzi o constituie găsirea de mecanisme care să asigure scăderea cererii pentru rezerve în dolari. O alta are în vedere crearea de alternative la dolar ca activ dominant de rezervă.

Pentru a reduce cererea de rezerve de dolari, unii economiști propun crearea unui mecanism similar cu piața asigurărilor în sectorul privat, care să furnizeze fonduri atunci când este necesar. Dacă ar exista o astfel de asigurare, atunci țările ar acumula semnificativ mai puține rezerve. Dar nu e sigur că fondurile ar fi mai ieftine decât acumularea de rezerve. O problemă și mai mare este aceea că piețele nu sunt lichide iar fondurile astfel acumulate ar putea fi insuficiente în cazul unei crize globale. În sfârșit, soluția implică existența unui *mix* de politici perfect coerent. Slăbiciunile în politicile economice asociate cu un nivel mult redus al rezervelor pot duce la creșterea volatilității pe piața valutară.

O altă idee este ca însuși FMI să-și îmbunătățească rolul de creditor de ultimă instanță. Ideea implică două aspecte. Primul se referă la calitatea instrumentelor utilizate de FMI, iar celălalt la volumul resurselor pe care instituția le-ar putea utiliza. FMI a și creat așa numitul FCL (flexible credit line), care poate fi accesat de țările bine conduse. Dar după opinia mea, acest instrument a fost conceput în ideea că o țară ar putea avea nevoi de resurse în adăugire la rezervele pe care deja le are. Cu rezerve mult reduse, o țară va avea nevoie de mai multe resurse de la FMI, inclusiv în cazul acestui instrument. Și cu aceasta ajung la cel de-al doilea aspect: volumul resurselor. Acesta este limitat de fondurile pe care țările-sponsori le pot pune la dispoziția FMI.

Și cealaltă soluție, și anume crearea de alternative la dolar ca activ de rezervă ar fi imposibilă pe termen relativ scurt. Până acum euro nu a reușit să suplinească dolarul ca monedă de rezervă deoarece volumul pieței activelor în euro a rămas relativ mic. Două treimi din rezervele mondiale sunt în dolari. Monedele de rezervă se impun de piață. În spatele activelor de rezervă se află multe decizii private și publice și multă încredere. Numai atunci se creează piețe largi și lichide.

Ca alternativă la dolar se vehiculează și moneda compozită DST. Această idee a mai apărut în 1967 și nu a dat rezultate (episodul Rio de Janeiro al eforturilor de a menține în viață sistemul de la Bretton Woods). Atunci crearea DST a fost o încercare de a furniza lichiditate lumii fără a deteriora și mai mult deficitele SUA. A fost o încercare a guvernelor de a rămâne cu prăjitura după ce o mâncau. Dar se știe că acest lucru nu e posibil. Nu cred că astăzi există condițiile pentru crearea unei piețe suficient de mare pentru DST. De altfel, moneda compozită a FMI este în mare parte bazată pe dolarul american. Doar reinstituirea disciplinei la „centru” și la „periferie” va asigura buna funcționare a sistemului monetar internațional.

Dați-mi voie, în încheiere, să mă refer și la România. Aș spune că autoritățile române au respectat în bună măsură valorile și principiile menționate. Ca și alte state, a suplinit lipsa fondurilor private cu bani publici. Ca să poată face acest lucru a încheiat acordurile cu UE, FMI, BM și alte instituții financiare. Cu toate acestea, criza politică pune în pericol aceste acorduri. Dincolo de faptul că a permis accesarea fondurilor, aceste acorduri conțin importante elemente de reformă a sectorului public. Ieșirea din criză a României depinde de această reformă.

Eu am arătat deja că România intra în criză și pe cont propriu datorită dezechilibrelor acumulate atât în sectorul privat, cât și în sectorul public. Dar sectorul privat a făcut deja ajustările necesare, care au fost foarte mari. În schimb, sectorul public nu a făcut ajustările necesare. Din această perspectivă, aici este cheia ieșirii din criză a României. Fără aceste ajustări, risipa din sectorul public va continua. Astfel s-ar putea să nu fie posibilă evitarea creșterii impozitelor. Ceea ce va împiedica reluarea creșterii economice.