

Euforia a afectat meseria de bancher

Interviu acordat ziarului Bursa, 16 octombrie 2012

Reporter: Pe 15 septembrie s-au împlinit patru ani de la falimentul Lehman Brothers. Ce s-a schimbat în mod tranșant în patru ani de criză în sistemul economic mondial și național?

Lucian Croitoru: În primul rând, din abundență, lichiditatea a devenit foarte rară. Înainte de criză, lichiditatea abundență a alimentat o euforie majoră, după care a apărut panica și apoi frica, paralizând piețele interbancare. Lichiditatea pe termen mediu-lung a rămas o problemă. În Uniunea Europeană ea este alimentată de cercul vicios dintre bănci și statele supraîndatorate, reflectându-se în tendințe recesioniste. În al doilea rând, în strânsă legătură cu primul, s-a schimbat doctrina. Înainte de criză, predominau ideile neoclasice, care susțineau libertatea piețelor. Acum, acele idei sunt privite cu suspiciune. În special ideea că piețele lucrează eficient. În virtutea schimbării doctrinei, reglementarea se modifică în două direcții: (i) au apărut reglementări care încearcă să reducă libertatea piețelor și (ii) să prevină crize similare cu cea din prezent. Pentru aceasta s-au stabilit rezerve de capital care să asigure băncile că pot suporta un șoc similar celui apărut în 2007, fără ca statul să intervină. Din punctul meu de vedere, această optică este greșită. Constituirea acestor stocuri la niveluri care să prevină crize ce apar odată la 50-100 de ani reprezintă, de fapt, așa cum a arătat Greenspan, o imobilizare a resurselor, iar pe termen lung se va constata că economia crește sub potențial. În sfârșit, o a treia schimbare majoră este apariția populismului. În virtutea populismului, unele corecții necesare mai degrabă tind să nu se realizeze. De exemplu, ajustările în deficitele fiscale ale țărilor sau ajustările în nivelul datoriei tind să rămână insuficiente.

Reporter: Care sunt lucrurile care au rezistat crizei și nu s-au schimbat?

Lucian Croitoru: Ceea ce nu s-a schimbat, din păcate, și cred că se va schimba foarte greu, este că economiștii și reglementatorii tind să interpreteze comportamentele agenților economici fără să le lege suficient de natura umană. Dacă nu se ia suficient în considerare natura umană, atunci se riscă adoptarea de măsuri care numai aparent au sens.

De exemplu, cred că s-a înțeles insuficient că ciclicitatea crizelor financiare își are sursa ultimă în natura umană. De aceea se încearcă prevenirea crizelor. Aceasta este însă o iluzie. Euforia care precede o criză, ca și panica ce duce la spargerea unei bule a prețurilor activelor, sunt stări mentale, profund umane, ce nu trebuie neglijate.

Cred că este illogic să încerci să reduci libertatea piețelor în încercarea de a preveni crize, care nu au cum să nu apară din moment ce euforia și frica sunt forțe ale pieței. Piețele sunt cele care produc crizele pentru a elimina comportamente nesustenabile. Frica este o forță a pieței mai puternică decât euforia și este singura care se poate opune efectiv unei tendințe nesustenabile generate de euforie. Guvernele nu vor avea vreodată curajul să contracte economia pentru a întrerupe euforia, așa cum fac piețele, care sunt sanitarii economiei. Când euforia se întrerupe și apare criza, piețele absorb șocurile dacă sunt suficient de flexibile. În mod ironic însă, imediat după izbucnirea crizei, guvernele se grăbesc să reducă flexibilitatea piețelor sufocându-le cu reglementări. Guvernele ar trebui să acționeze exact invers, și anume să găsească soluții pentru a mări capacitatea piețelor de a absorbi șocuri negative. Nu s-a înțeles că suprareglementarea împiedică piețele să absoarbă șocuri.

Un alt lucru care nu s-a schimbat este acela că, în urma unei crize, statul încearcă să impună măsuri care să corecteze dezechilibrele la nivel microeconomic. Dar piețele fac acest lucru oricum, nu pentru că le cer reglementatorii. Piețele fac aceste ajustări cu viteze enorme. Pe scurt, piețele lucrează astfel: elimină dezechilibre în mod continuu și sunt capabile să facă

acest lucru fără greșeală până când se instituie euforia. Pentru detalii, citiți articolul meu *În birou la Alan Greenspan*. Când euforia începe să-și facă loc, atunci într-adevăr, piețele pot accepta, pe fond euforic, dezechilibre mai mari, pentru că toți agenții tind să-și subevalueze riscurile. Nu cred că se poate face ceva pentru a curma euforia. Mai departe, în momentul în care anticipațiile euforice privind veniturile din cash flow-uri nu se mai îndeplinesc, apare panica și criza.

În clipa în care apare frica, piețele încep din nou să lucreze pentru eliminarea dezechilibrelor. Se știe că panica face ajustări mai abrupte și pe perioade mult mai scurte decât euforia. Ca urmare, rațiunea se reinstituie relativ repede și piețele financiare reiau eliminarea continuă a dezechilibrelor cu viteze istoric normale.

Reporter: A fost pus în practică acest ultim aspect?

Lucian Croitoru: Acesta se întâmplă deja de câțiva ani. De exemplu, după spargerea bulei, nu a cerut nimeni băncilor să reducă prin *deleveraging* raportul credite/depozite, dar ele au făcut-o și o fac încă. Nu a cerut nimeni investitorilor să-și reducă preferința pentru risc, dar ei au făcut-o. Din această cauză băncile își cresc adecvarea capitalului, pentru a reduce costul atragerii de noi investitori pe termen lung. Toate acestea s-au întâmplat și se întâmplă pentru că piața funcționează, nu pentru că au fost cerute de reglementatori. Aceasta garantează că majoritatea noilor reglementări nu se vor dovedi inteligente.

Reporter: Care sunt efectele perverse ale crizei datoriilor suverane?

Lucian Croitoru: Cel mai pervers efect al crizei datoriilor suverane este cercul vicios dintre bănci și stat. Era inevitabil să apară acest lucru. Băncile au acordat guvernelor credite, iar acum guvernele sunt supraîndatorate și riscă să nu poată plăti acele împrumuturi pentru că nu pot face ușor altele noi.

Din această cauză a fost necesar să intervină o a treia entitate, băncile centrale, care au cumpărat, în mod indirect, bondurile suverane. Pe termen scurt, băncile centrale au furnizat suficientă lichiditate băncilor comerciale, pentru a putea funcționa.

Din cauza crizei actuale, curba randamentelor este aproape plată, adică diferențele între dobânzile pe termen scurt și cele pe termen lung sunt foarte mici. Aceasta înseamnă că investitorii nu au stimulente pentru a investi pe termen lung, iar în mod normal, nicio investiție nu se derulează pe termen foarte scurt. Pentru că nu există stimulente de investire pe termen lung, creșterea economică întârzie să se reia. Pe lângă cercul vicios dintre stat și bănci, în țările dezvoltate mai este și problema capcanei lichidității. Aceasta înseamnă că dobânzile de politică monetară, ca și randamentele diverselor active financiare sau dobânzile la credite au ajuns virtual egale cu zero. Băncile centrale mai pot interveni pentru a stimula cererea doar prin relaxările cantitative, adică prin cumpărarea de active financiare de la guverne sau de la sectorul financiar. Dobânzile apropiate de zero determină ca băncile să nu aibă stimulente pentru a credita economia. Ele pun lichiditatea pe care o primesc de la băncile centrale la loc în depozite la băncile centrale la dobânzi extrem de mici. Aceasta este o stare relativ anormală și îmi este teamă că s-ar putea să devină noua normalitate pentru țările dezvoltate pentru mult timp de acum încolo.

Reporter: Cum am putea ieși din capcana lichidității?

Lucian Croitoru: Ieșirea din capcana lichidității, care ține investițiile și creșterea economică la niveluri foarte joase, iar șomajul la niveluri relativ mari, presupune o politică de îndatorare. Problema care se pune este dacă poți să faci acest lucru. Cea mai bună politică de îndatorare

este să crească datoria guvernelor. Când datoriile guvernelor cresc, este aproape sigur că se creează anticipații inflaționiste și că cererea va crește. Însă unele state, de exemplu cele din zona euro, nu sunt în poziția de a se mai îndatora, deoarece sunt deja foarte îndatorate și dacă ar aplica politici de îndatorare, atunci ar produce o criză de încredere, ca să folosesc terminologia lui Kalecki. În aceste condiții, singura modalitate de a continua să stimulezi cererea agregată ar reveni băncilor centrale, ceea ce pare o erezie, pentru că este o abatere totală de la practicile vechii ortodoxii. Dar acest lucru are un cost.

De exemplu, Banca Centrală Europeană cumpără indirect bonduri suverane. Pe măsură ce cumpără aceste titluri prețul lor crește, pentru că există o cerere foarte mare, dar în același timp randamentul lor este în relație inversă cu prețul, și scade. Aceste cumpărări ajută cererea agregată acum. La un moment dat însă, după ce creșterea economică se va relua sustenabil, BCE va trebui să vândă titlurile acumulate, însă în acel moment prețul titlurilor scade, pentru că există o abundență pe piață și randamentele acestora încep să crească. Bilanțurile băncilor centrale se ajustează în jos și ar putea să apară pierderi. Dacă la momentul acela statele nu sunt suficient de bine poziționate să recapitalizeze aceste bănci, pierderile se vor transforma în inflație în mod inevitabil. Aceasta explică reticența Germaniei în privința politicii de relaxări cantitative.

Reporter: Atunci ce rămâne de făcut în privința inflației?

Lucian Croitoru: Probabil că ar trebui să ne gândim la o nouă filosofie privind inflația. De exemplu, este o inflație prea joasă pentru mult timp un factor al euforiei? Dacă răspunsul este “da”, atunci nu ar fi mai bine să schimbăm filosofia țintei de inflație, din joasă și stabilă să trecem la o inflație moderată și stabilă? Acuma depinde ce înseamnă “moderat” și “jos” pentru fiecare economie.

În opinia mea, o inflație centrată pe 3-3,5% este mult mai bună decât una de 2%, dar subliniez că acesta nu este punctul de vedere al Băncii Naționale, ci este doar un punct de vedere personal. Mai devreme sau mai târziu, economia ajunge din nou în perioada euforică, se va sparge bubble-ul și atunci inflația moderată va fi de ajutor. Va ajuta bilanțurile și va preveni transformarea anticipațiilor din inflaționiste în deflaționiste. Țintirea unei inflații de 2% cu orice preț, nu este sustenabilă.

Reporter: După criza subprime a urmat criza datoriilor suverane. Ce altă criză se prefigurează?

Lucian Croitoru: În opinia mea, în mod cert va urma o altă criză, pentru că la un moment dat va deveni necesară eliminarea comportamentelor și structurilor depășite. Nimeni nu poate preveni o criză. Totuși, nu cred că se va produce, mai devreme de 50 de ani, o nouă criză de amploarea crizei curente.

Vor avea loc crize minore, în mod cert, poate peste zece ani, dar o criză mare nu va mai apărea curând. Este greu să îi explici publicului, care se află sub șocul actualei crize, că așa ceva nu se va mai produce prea repede și că instituirea de rezerve de capital care să facă față unei crize similare este inefficientă și că reduce nivelul de trai pe termen lung.

Reporter: Cât timp mai poate fi susținută Grecia de către UE-FMI-BCE fără provocarea unor dezechilibre majore în economia mondială? Cine va achita “factura finală” a împrumuturilor acodate Greciei?

Lucian Croitoru: Cred că lucrurile merg dincolo de Grecia. În primul rând, nu cred că contează atât de mult dimensiunea împrumuturilor, cât contează semnalul. Nu doar Grecia are

probleme economice majore, ci și Spania, Italia ș.a.m.d. Aceste probleme din zona euro au apărut din cauza faptului că sub aceeași uniune monetară, se află state cu competitivitate foarte diferită.

Având o singură monedă, în măsura în care euro s-a depreciat a ajutat toate statele. Când a început să se aprecieze – și a fost un lung trend de apreciere, începând din 2000 și până în 2008 – s-a produs de fapt o pierdere de competitivitate, pe care unele state (de exemplu Germania, Austria, Olanda etc.) au compensat-o foarte bine prin scăderea costurilor unitare ale muncii. În schimb, în alte țări din zona euro, productivitatea a crescut mai încet decât salariile.

Aceste țări trebuie să înțeleagă că eforturile de a rămâne competitive sunt în interior și există câteva posibilități de a le oferi timp pentru a rămâne competitive. Ajustări profunde nu se fac decât în urma unor modificări structurale profunde, nu se pot face peste noapte.

Pe de o parte, împrumuturile sunt acordate acum pentru a oferi timp ca ajustările structurale să aibă loc, să ducă la o creștere a productivității. Pe de altă parte, aceste programe ajută țările să își corecteze dezechilibrele pentru că unele state din sudul Europei au avut probleme cu deficitul bugetar. Piețele au arătat statelor că există o limită până la care tolerează îndatorarea publică fără a provoca ajustări abrupte dureroase. În același timp, aceste ajustări au o limită de sustenabilitate, și anume socială. Nu poți să faci aceste corecții peste noapte. Provocarea în acest caz este găsirea soluției pentru a nu depăși niciuna dintre cele două limite.

Reporter: Credeți că se va ajunge la un moment dat la rezolvarea situației Greciei?

Lucian Croitoru: Din punct de vedere economic, Grecia s-a prăbușit, în sensul că a avut un default clar: nu și-a plătit datoriile în întregime. Evident, dacă nu ar fi sub acest program de salvare, atunci nu ar putea plăti datoriile, iar dacă s-ar merge și mai departe ar putea fi consecințe chiar mai grave. Probabil că va fi o perioadă lungă de ajustare, dar este clar că nu se poate face atât de repede cât s-a sperat inițial. În opinia mea, cazul Greciei, al Spaniei ș.a.m.d. reprezintă o lecție pentru viitor. Lecția este pentru cei care tind să se grăbească cu intrarea în uniunea monetară. *Dacă intri nepregătit în zona euro, atunci este ca și cum ai face primul pas spre o criză.*

Când o țară aderă la uniunea monetară trebuie să fie suficient de bine pregătită din punct de vedere al competitivității. Ea trebuie să aibă suficientă flexibilitate economică. Piața muncii, ca și toate celelalte piețe trebuie să aibă un grad mare de libertate, astfel încât să existe resurse pentru ca economia să rămână competitivă în interiorul uniunii, după momentul aderării. Altfel, dacă te prăbușești, din punct de vedere al competitivității, acest lucru reprezintă, în mod clar, calea sigură spre criză.

Reporter: Ce înseamnă pentru România uniunea bancară?

Lucian Croitoru: Uniunea bancară este concepută pentru a răspunde nevoilor din uniunea monetară, dar le este permis să adere și țărilor care nu sunt în zona euro, însă nu este încă definit sub ce formă. În orice caz, indiferent care va fi statutul nostru, chiar și numai de observator, este mult mai bine să fim în uniunea bancară, cel puțin pentru faptul că vom afla care sunt problemele sistemului bancar european și cum evoluează. Mai mult, ne vom putea exprima un punct de vedere, vom putea influența lucrurile. Ar fi o greșală să ne situăm în afara uniunii bancare.

Dacă vom fi coerenți cu dorința noastră de a fi membri ai statelor unite ale Europei, atunci trebuie să sprijinim uniunea bancară, care este doar un prim pas spre o uniune fiscală. Trebuie să avem grijă ca acest proces să se realizeze cu viteza adecvată.

Este de subliniat că decizia privind aderarea României la uniunea bancară nu aparține doar Băncii Naționale, ci și Parlamentului și Guvernului.

Din punctul meu de vedere, trebuie să fim în uniunea bancară. Bineînțeles că nu sunt numai avantaje, ci și dezavantaje, dar dacă punem în balanță avantajele și dezavantajele, atunci rezultatul net este pozitiv pentru România.

Reporter: Care sunt avantajele și dezavantajele uniunii bancare?

Lucian Croitoru: Supravegherea sistemului bancar va fi unitară, dar cred că se va face în etape. Primele care vor intra sub această supraveghere centralizată făcută de Banca Centrală Europeană vor fi băncile care au fost ajutate de guvern, după care băncile sistemic importante, apoi celelalte bănci. Supraveghetorii naționali vor continua să joace un rol important.

Uniunea bancară are avantajul că reduce arbitrajul între reglementări, și duce la creșterea transparenței, dar are și câteva slăbiciuni.

Este dificil să implementezi un set unic de reguli pentru opt mii de bănci din 17 sau mai multe state. S-ar putea să aducă lipsă de flexibilitate această chestiune. Reglementările mai restrictive în vigoare la nivel național ar putea fi subminate în acele țări din afara zonei euro care decid să nu adere la uniunea bancară. În plus, în funcție de legislația care va fi creată, băncile din străinătate ar putea să transforme entitățile lor din diverse țări în sucursale și astfel să eludeze legislația națională, acolo unde aceasta este mai prohibitivă, mai restrânsă.

Un alt dezavantaj este că participarea pe bază de voluntariat a țărilor din afara zonei euro la uniunea bancară ar putea avea ca rezultat fragmentarea pieței unice între statele participante și cele neparticipante. O fragmentare nu este niciodată bună și există incertitudini cu privire la rolul acestora din urmă, adică la cei care nu sunt participanți, în cadrul instituției unice de supraveghere. Lucrurile sunt încă în dinamică. Există avantaje și dezavantaje provenind de la celelalte componente ale uniunii: garantarea comună a depozitelor bancare și schemele de rezolvare unitară a crizelor. Dar, repet, cred că avantajele întrec dezavantajele.

Reporter: Criza a adus la suprafață multe dintre slăbiciunile sistemului bancar mondial. Care sunt slăbiciunile care au apărut în sistemul bancar mondial și în cel local?

Lucian Croitoru: Criza mondială a arătat sistemului bancar mondial că deținerea unor titluri care se bazează pe active exotice, al căror risc și mod de funcționare nu sunt pe deplin înțelese, nu este o opțiune. Cred că cererea pentru astfel de active va rămâne la niveluri foarte scăzute pentru foarte mult timp.

De asemenea, nivelurile de capitaluri prea joase pot face băncile dependente de guverne. Criza le-a mai arătat băncilor un fapt: competiția poate duce la reducerea atât de mult a standardelor de creditare încât acestea să se transforme, în viitor, în pierderi.

În plus, judecata pe termen foarte scurt nu este bună în luarea deciziilor privind nivelul salariilor. Salariile trebuie corelate cu performanța băncilor pe termen mai lung.

Toate aceste lucruri sunt valabile și pentru sistemul nostru bancar, cu excepția deținerii de active exotice care nu a fost practică, pentru că sistemul bancar local nu este suficient de sofisticat. Criza a arătat sistemului bancar local că o competiție doar pe cota de piață nu este productivă, fiind necesar să ne concentrăm și pe calitatea produselor.

De asemenea, euforia și intrările mari de capitaluri au scos din bănci o mare parte din meseria de bancher, care presupune și identificarea și lupta pentru atragerea clienței prin diversificarea produselor și prin reducerea costurilor, prin oferirea de servicii de mai bună calitate. Euforia a redus aceste preocupări la minimum, dacă nu cumva la zero.

În opinia mea, criza ne-a arătat că sistemul bancar românesc are nevoie poate de mai multă concurență, pentru că atunci când există un număr mic de bănci este foarte ușor să practici

comisioane la niveluri destul de mari. Criza a mai adus la suprafață anumite ineficiențe legate de forme de organizare și de numărul de angajați.

Reporter: Sistemul nostru bancar are nevoie de bănci cu capital autohton?

Lucian Croitoru: Sistemul bancar local este deschis către orice fel de bancă. Sunt două motive pentru care există puține bănci cu capital românesc. În primul rând, am privatizat foarte mult, ceea ce este un lucru bun, pentru că băncile au adus capital străin și know how. În al doilea rând, nu avem multe bănci cu capital autohton pentru că nu există capital local. Sunt mulți investitori care și-au dorit bănci cu capital autohton, dar nu au avut suficient capital pentru a înființa o astfel de bancă privată.

Reporter: Potrivit unor studii internaționale, libertatea economică din țara noastră este una moderată. Ce puteți să ne spuneți despre libertatea fiscală și cea monetară?

Lucian Croitoru: Libertatea fiscală, care înseamnă libertatea de a-ți păstra veniturile obținute, și a nu le ceda autorității fiscale prin impozite, este foarte bună. Suntem o țară cu libertate fiscală maximă, mai mare ca a Germaniei sau a SUA. Libertatea noastră fiscală a crescut foarte mult în 2006 față de 2005, după ce a fost introdusă cota unică de 16%.

Libertatea monetară – libertatea de a nu ți se confisca din puterea de cumpărare prin inflație sau de a nu fi “beneficiarul” unor prețuri controlate – este relativ mare, dar mai mică decât cea fiscală. Suntem o țară preponderent liberă din punct de vedere monetar, ca și SUA sau Marea Britanie, dar mai puțin liberă ca Germania, de exemplu. Este loc de mai bine.

Reporter: Ce înseamnă eșecul privatizării “Oltchim” pentru economia noastră și pentru investitori?

Lucian Croitoru: În opinia mea, deficiențele privind privatizările sunt vechi în România, și dovedesc două lucruri. Primul, dacă o companie nu este privatizată la timp, atunci este dificil să fie privatizată mai târziu, pentru că acumulează pierderi care reduc valoarea acelei companii. În cazul “Oltchim”, valoarea companiei este afectată de datoriile de 700 milioane de euro. Al doilea, exista o reticență în România privind privatizarea, pentru că de-a lungul anilor stimulentele, discursul public, dorințele oamenilor au fost manipulate astfel încât mulți au ajuns să creadă că privatizarea reprezintă vânzare de țară. Acest adevăr va acționa pentru mult timp în societatea românească și va putea fi exploatat politic în orice act de privatizare. Mai există concepția că nu trebuie să vinzi într-o perioadă de criză, ci în perioada de boom, ceea ce poate fi greșit.

Dacă noi nu aveam reticențe, carențe în a organiza lucrurile rapid, cu eficiență, și dacă am fi lansat un program de privatizare în sectorul energetic încă din 2009, prin care să vindem pachete de 10% din toate companiile mari energetice, atunci ar fi intrat în România, într-o perioadă de recesiune, capitaluri importante. Dacă am fi atras câteva miliarde de euro prin privatizări, atunci am fi ajutat creșterea economică a României, care depinde de intrările de capitaluri.

În privința încrederii investitorilor față de actul de privatizare, aceasta se va reface ușor. Trebuie să existe un plan de privatizare credibil, implementat impecabil și încrederea se va restabili.

Reporter: Ce perspective sunt, anul viitor, pentru economia noastră?

Lucian Croitoru: Creșterea economică din România depinde de intrările de capital, care acum sunt la niveluri joase. Din cauza aceasta, ceea ce contează foarte mult este capacitatea noastră de a absorbi fondurile europene. Nu cred că vom putea absorbi masiv fonduri europene prea curând. Totuși, creșterea economică va depinde foarte mult și de refacerea încrederii, atât în interiorul țării, cât și în afara ei. Componenta internă a încrederii înseamnă să producem politici coerente. Avem această sarcină în interior. Din câte vedem, este o sarcină foarte grea. De asemenea, contează încrederea în capacitatea zonei euro de a-și rezolva problemele. Uniunea bancară combinată cu o libertate mai mare a BCE de a cumpăra active financiare de la sectorul privat sunt pași înainte. Dar încă trenează problema mutualizării explicite a datoriilor. Dacă încrederea se va reface relativ repede, atunci probabil se vor relua intrările de capitaluri spre România. Dacă nu va fi așa – și este probabil să nu fie așa – atunci noi nu vom putea crește din punct de vedere economic la nivelul potențial. Depindem foarte mult de ceea ce se întâmplă în exterior. Din păcate, încrederea pe ambele fronturi este scăzută, ceea ce înseamnă că noi vom avea în continuare creștere economică târâtoare de 1-2%, pentru ceva timp.

Vă mulțumesc!

Elena Voinea

Reporter BURSA