

# **Anatomia crizei și schimbarea paradigmei economice**

**Prof. dr. Florin Georgescu**  
**- Prim-viceguvernator BNR -**

**- 11 octombrie 2011 -**  
**București**

# CUPRINS

---

↩	<b>1. Ciclurile economice.....</b>	<b>3</b>
↩	<b>2. Cauzele crizei economice actuale.....</b>	<b>4</b>
	<b>A. Acumularea dezechilibrelor.....</b>	<b>5</b>
	<b>B. Suprafinancializarea economiei.....</b>	<b>10</b>
↩	<b>3. Efectele crizei.....</b>	<b>23</b>
↩	<b>4. Propagarea crizei în România.....</b>	<b>26</b>
↩	<b>5. Concluzii.....</b>	<b>28</b>

# Ciclurile economice

---

- **Ciclul economic** reprezintă fluctuații ale activității economice (**expansiune, stagnare, recesiune**) la nivelul întregii economii, întinse pe durate relativ lungi de timp
- **Cauzele** ciclurilor economice sunt controversate:
  - o **Neo-keynesistii** susțin că acestea își au originea în însăși esența sistemul economic capitalist din cauza necorelărilor dintre cerere și ofertă (J.M. Keynes) sau/și ale salariilor cu productivitatea (demand side) sau/și prin fluctuații excesive ale cantității de credit din economie și ale ratelor de dobândă (H. Minsky – ipoteza instabilității financiare);
  - o **Economiștii neo-clasici** susțin că alte cauze, exterioare sistemului economic, generează fluctuațiile PIB, de tipul șocurilor tehnologice (supply side) și resping posibilitatea ca șocurile monetare să genereze recesiune susținând neutralitatea banilor.

# Cauzele crizei economice actuale (1)

---

➤ **Este o criză a actualului sistem economic prin extinderea și severitatea sa => se manifestă în toate statele dezvoltate și în întreaga lume.**

➤ **Criza își are originea în sectorul financiar și a contaminat rapid economia în plan mondial.**

➤ **Criza economică actuală nu are o singură cauză ci este rezultatul unei combinații de factori acționând concomitent (*the perfect storm*):**

**A. acumularea unor dezechilibre ale balanțelor de plăți în multe țări (deficite/surplusuri cronice) precum și**

**B. suprafinanciarizarea economiilor => volumul global de credite excesiv în raport cu dinamica economiei reale, fenomen realizat prin relaxarea masivă a standardelor de bonitate ale debitorilor ...**

- o ... ca efect al **dereglementării piețelor financiare ...**
- o ... totul cauzat de **comportamentul imoral al operatorilor din economia financiară – dorința de profit mult și rapid, cu capital investit cât mai mic.**

## A. Acumularea dezechilibrelor (1)

---

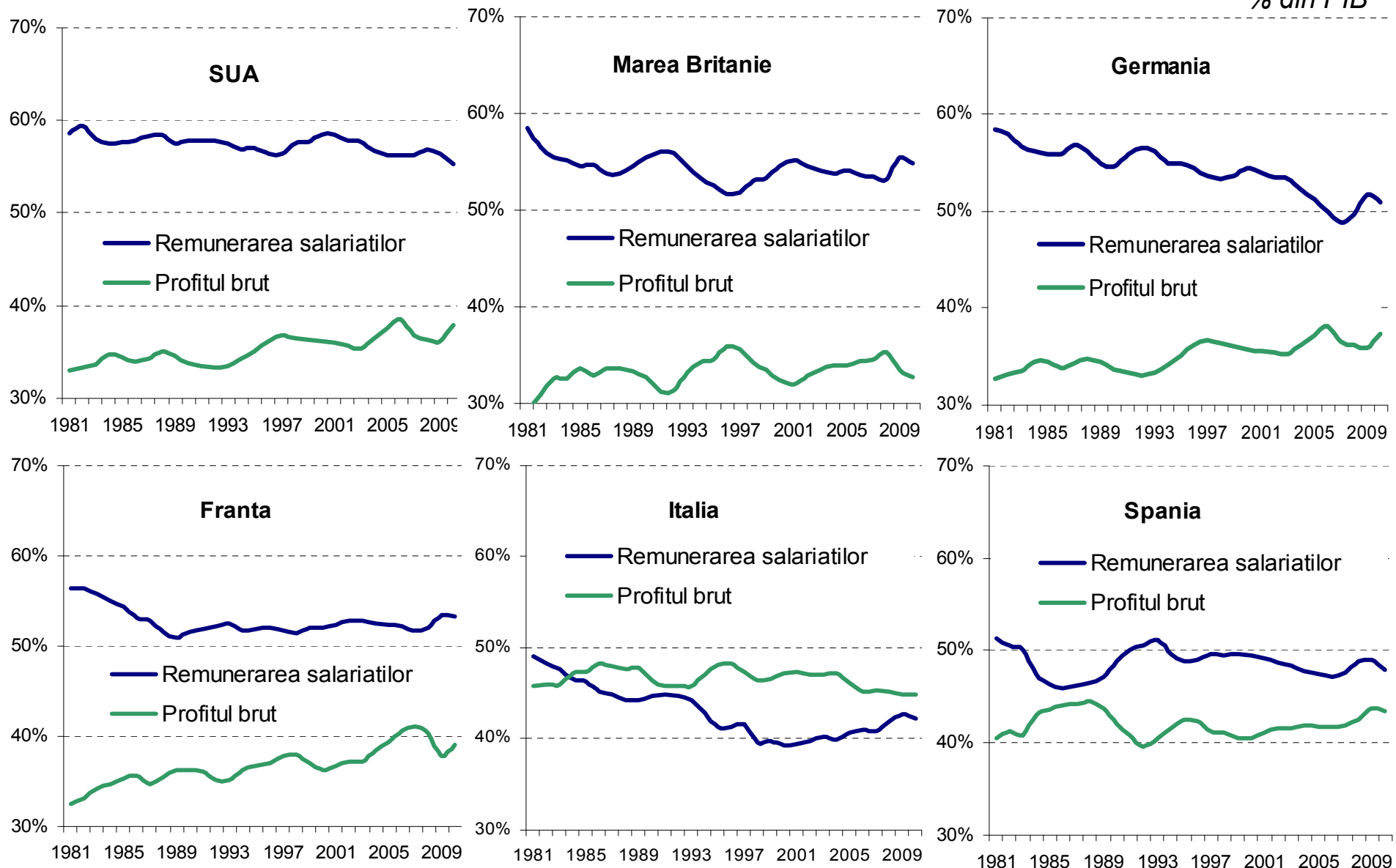
*Decalajul între evoluția nivelului salarizării și cel al productivității muncii sau inechitatea în distribuția salarii – profit => apariția deficitului/excedentului contului curent al balanței de plăți.*

**Decalajul cerere – ofertă poate fi acoperit din două surse:**

- adecvarea cererii interne deficitare (ex: SUA), a presupus, relaxarea creditului și, implicit, **creșterea prețurilor activelor** (locuințelor);
- adaptarea excedentului de cerere internă impune corectarea politicilor economice și găsirea surselor de finanțare externă pentru acoperirea deficitului de cont curent.

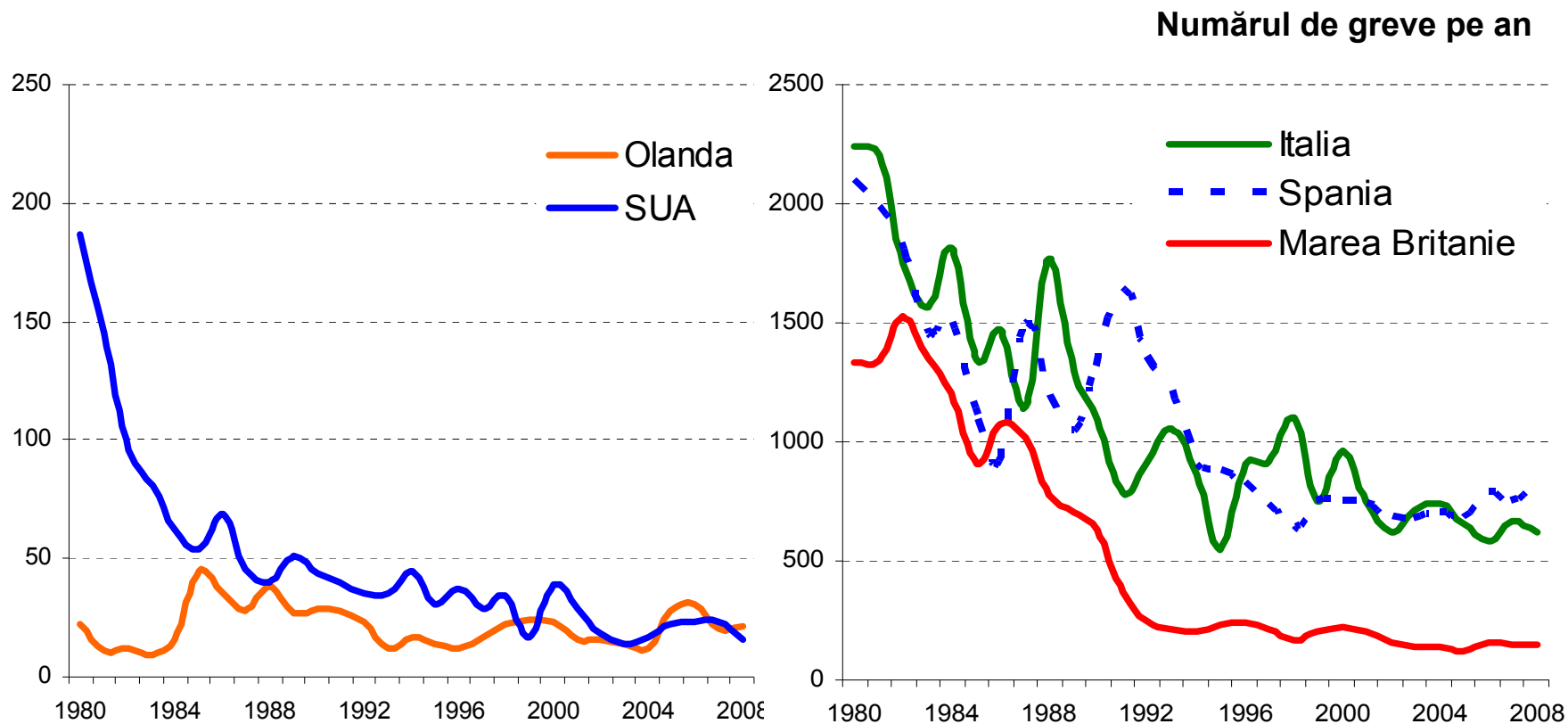
# A.1. Redistribuire a avuției de la salarii spre profituri

*% din PIB*



Sursa datelor: OECD

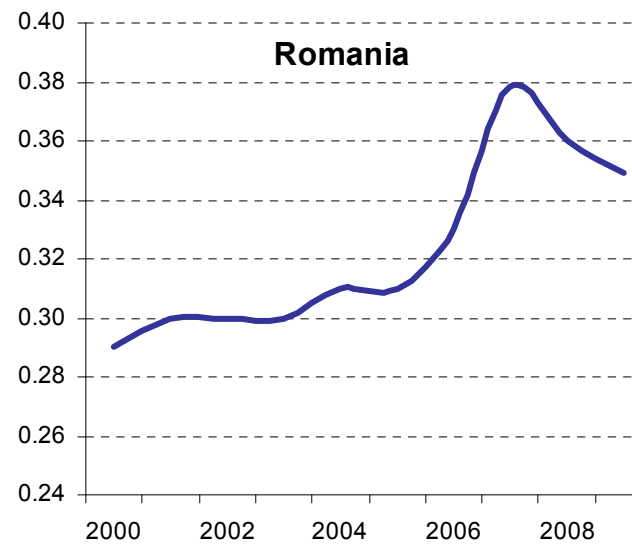
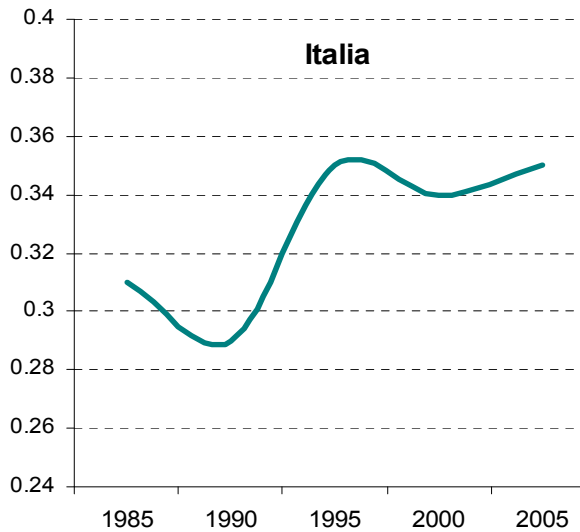
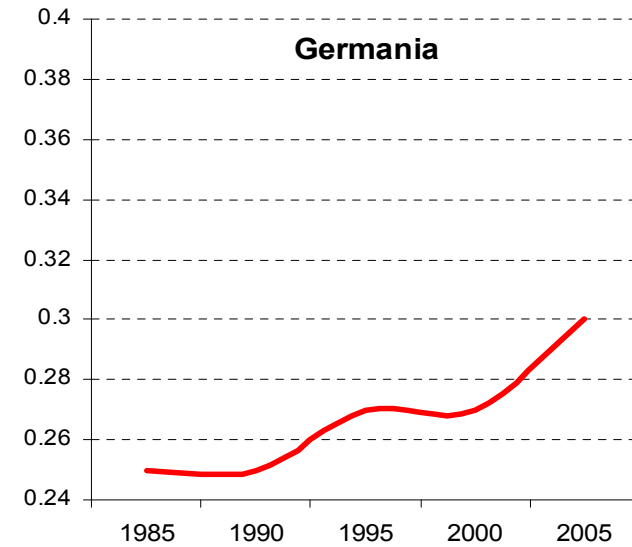
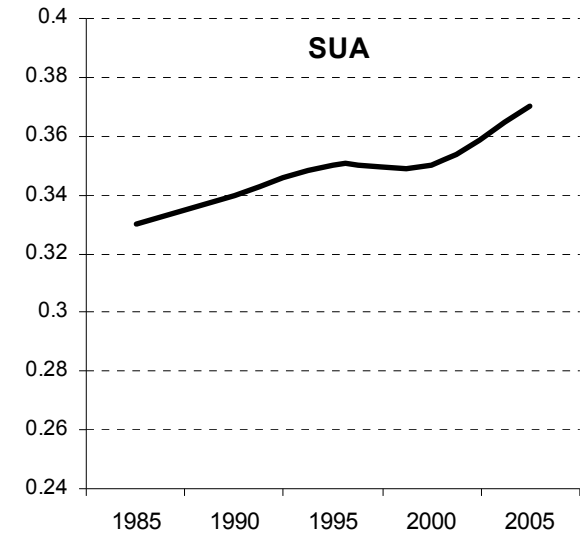
## A.2. Puterea sindicală a slăbit



Sursa datelor: Organizația Internațională a Muncii

## A.3. Inegalitatea veniturilor și avuției au crescut

### Coeficientul Gini

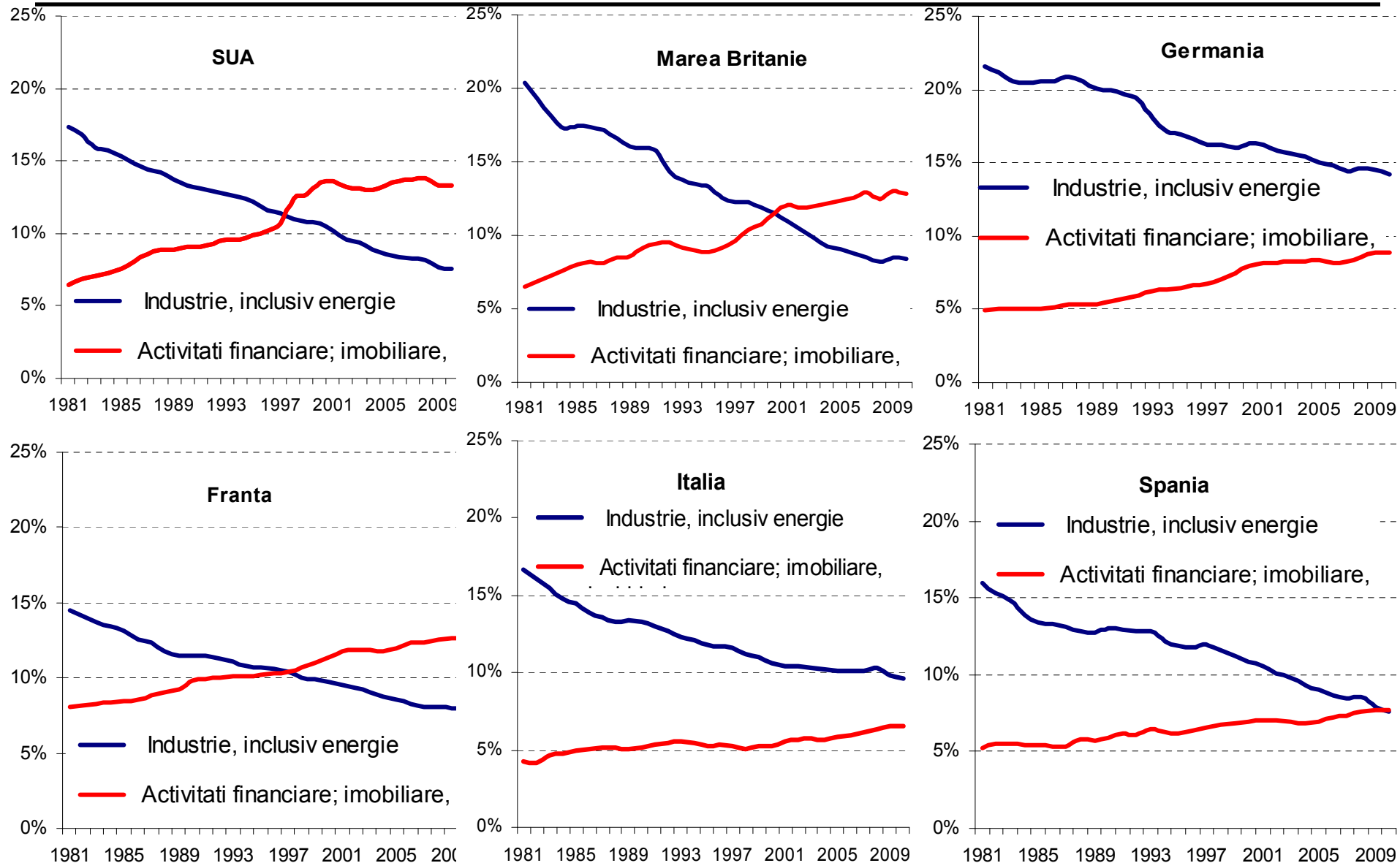


Sursa datelor: OECD, Eurostat



# A.4. Cheltuielile salariale din sectorul financiar și imobiliar le-au înlocuit pe cele din industrie

% din PIB



Sursa datelor: OECD

## B. Suprafinancializarea (1)

---

**Suprafinancializarea constă în dezvoltarea rapidă și peste nevoile economiei a sectorului financiar.**

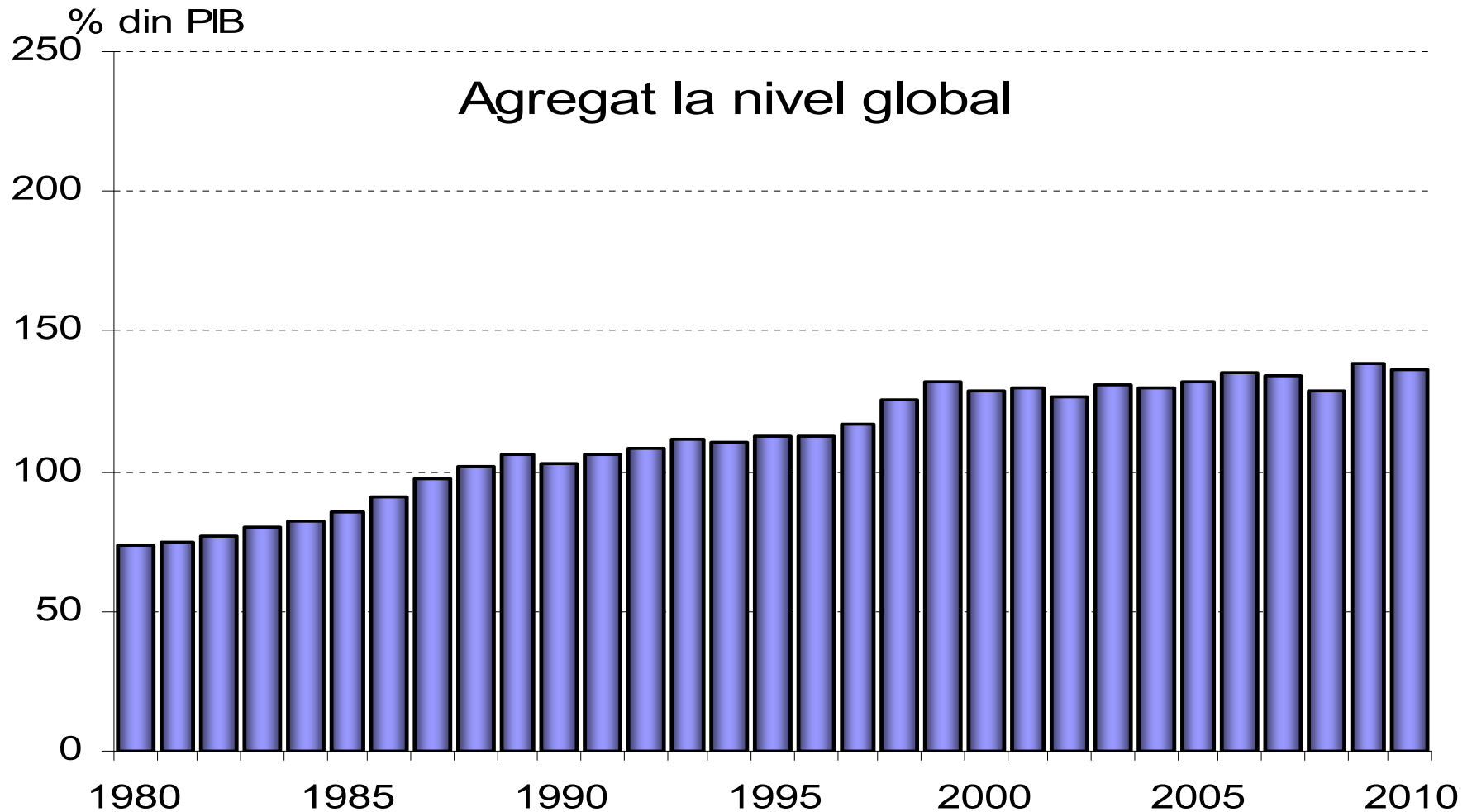
**Indicatori ai suprafinancializării:**

- creșterea ponderii creditului neguvernamental în PIB și a contribuției sectorului financiar la crearea valorii adăugate;
- majorarea rapidă a tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate;
- subdimensionarea capitalului instituțiilor financiare în raport cu activele în sistemul financiar (eng. over-leveraging – supraîndatorarea).

## B. Suprafinancializarea (2)

---

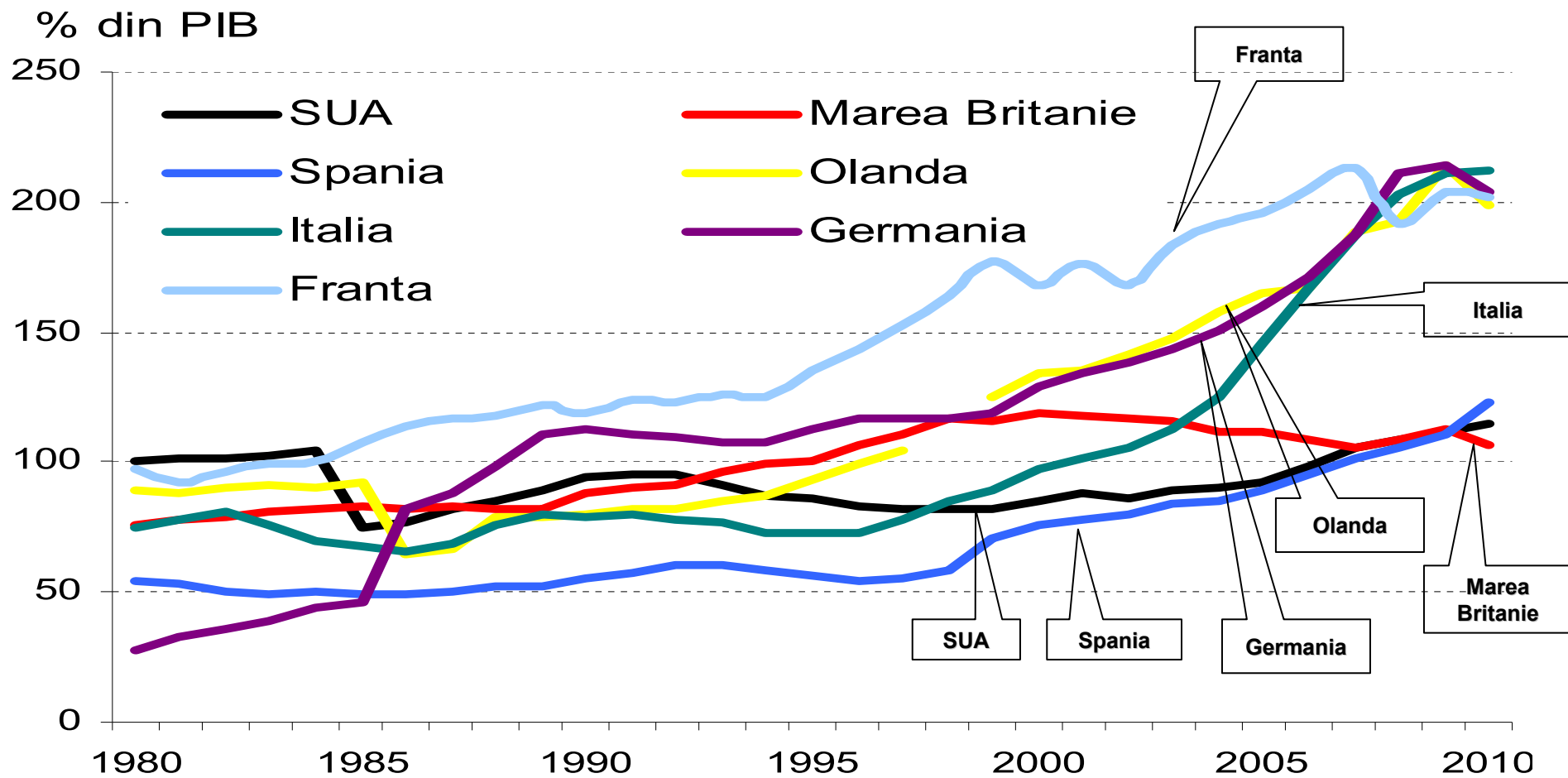
Creditarea a crescut rapid ... atât la nivel global



Sursa datelor: OECD

## B. Suprafinancializarea (3)

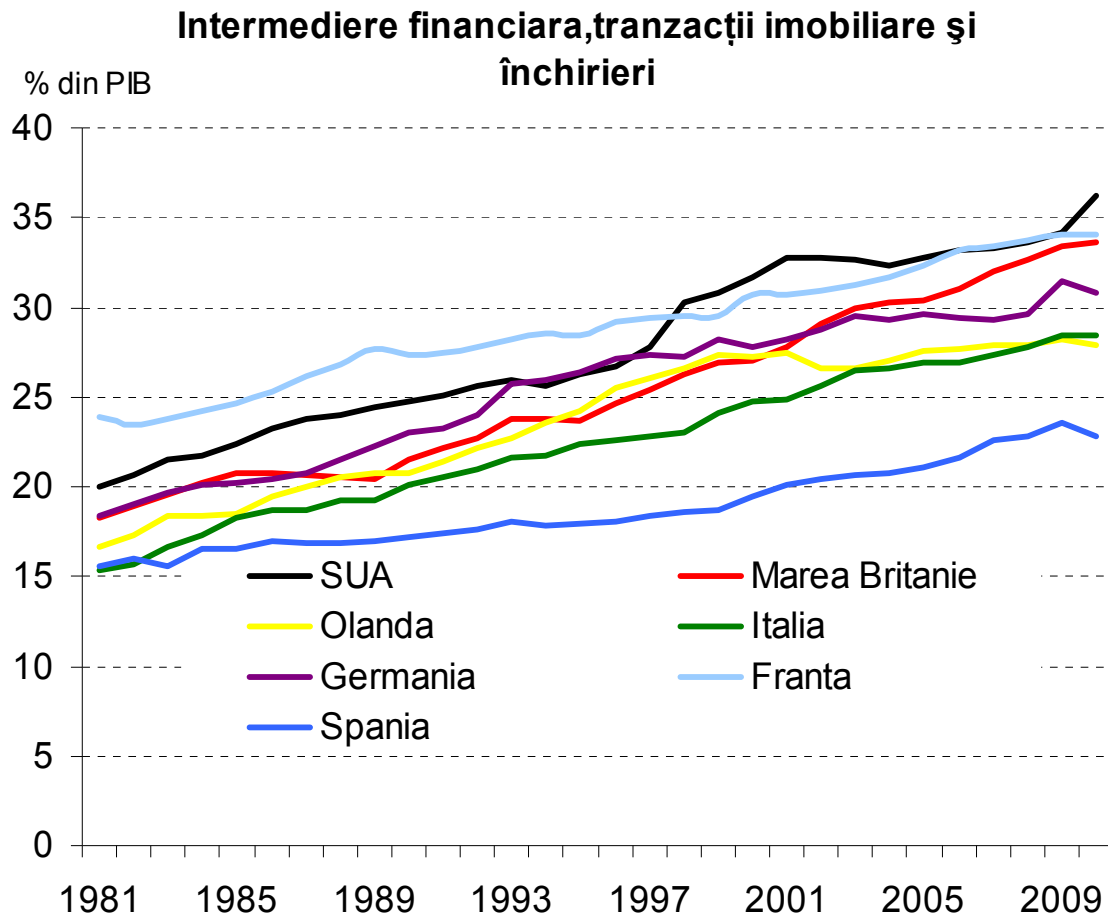
Cât și în principalele țări dezvoltate economic ...



Sursa datelor: OECD

## B. Suprafinancializarea (4)

Intermedierea financiară și tranzacțiile imobiliare au crescut ca pondere în PIB ...

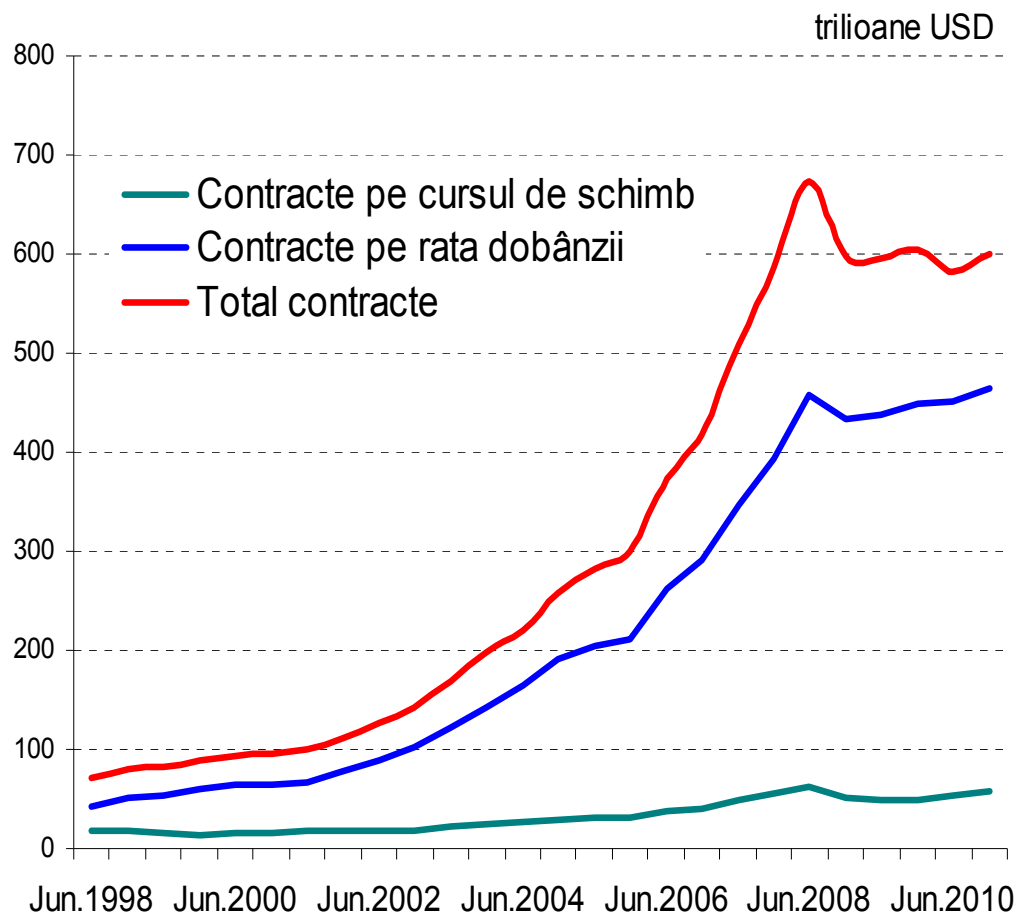


Sursa datelor: OECD

Riscul sistemic a fost amplificat, pe fondul majorării expunerilor față de sectoare riscante, precum cel imobiliar și al împrumuturilor între instituțiile financiare, generate de nevoia de finanțare a băncilor pentru derularea succesivă a creditării.

## B. Suprafinancializarea (5)

Volumul tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate a crescut exponențial ...



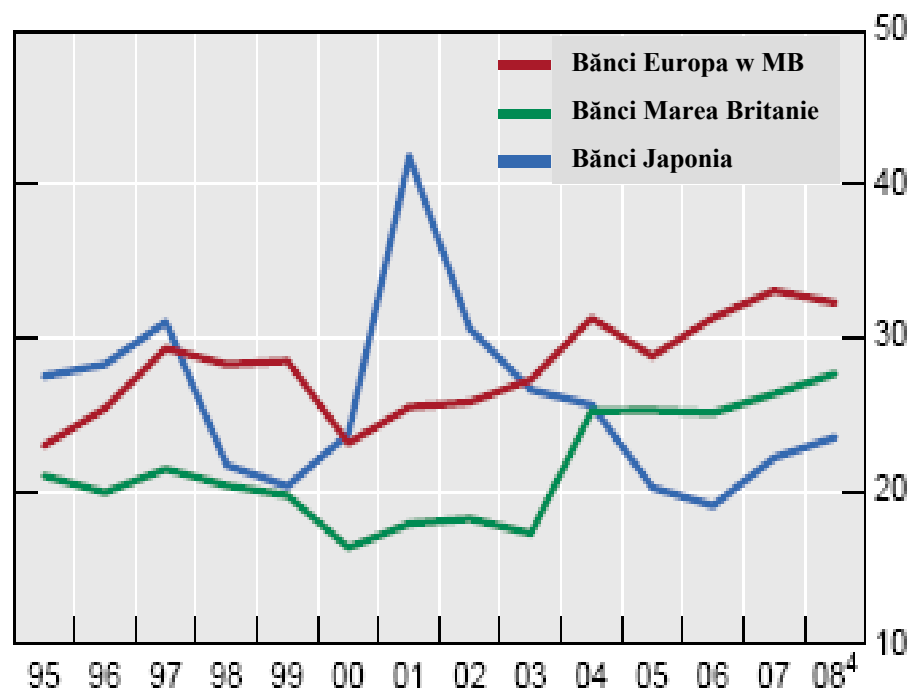
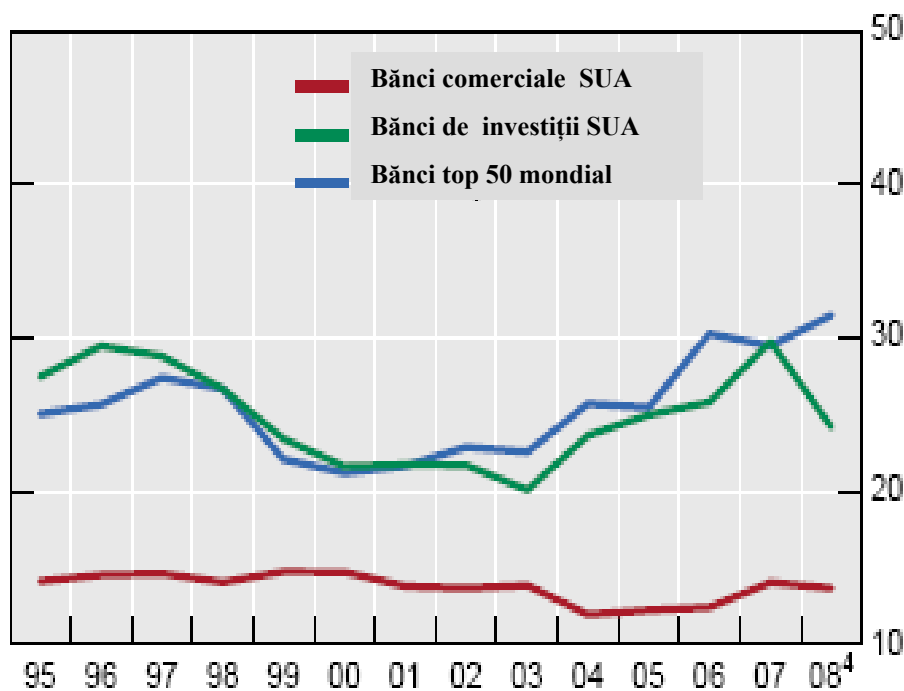
Sursa datelor: BRI

- **Evoluția intermedierei financiare s-a detașat în timp de la îndeplinirea rolului său fundamental de creditare a economiei reale;**
- **Dezvoltarea alertă a tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate (operațiuni “tip cazinou” – pariuri pe evoluția cursului de schimb, a ratelor de dobândă etc.) a multiplicat dimensiunile angajamentelor din afara bilanțurilor bancare și a denaturat structura activului băncilor, făcând mai vulnerabilă poziția de capital a instituțiilor de credit la fluctuațiile pieței financiare.**

## B. Suprafinanțizarea (6)

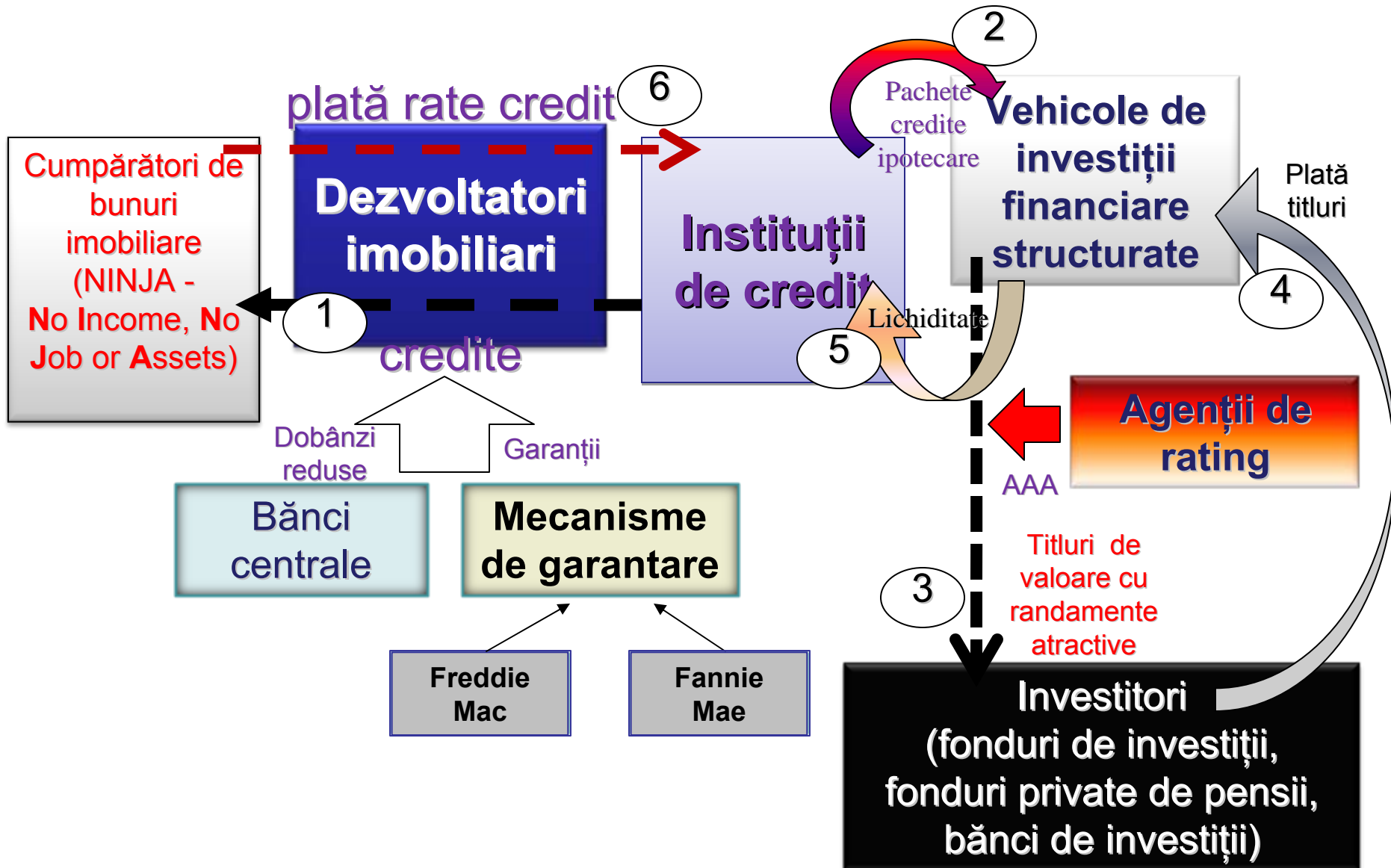
Raportul active/capital (*leverage*) a crescut rapid (iar calculul are în vedere doar activul bilanțier fără instrumentele financiare derivate reflectate în afara bilanțului).

Raportul active pe capital calculat *pe baza bilanțului*



Sursa datelor: BRI, Bankscope

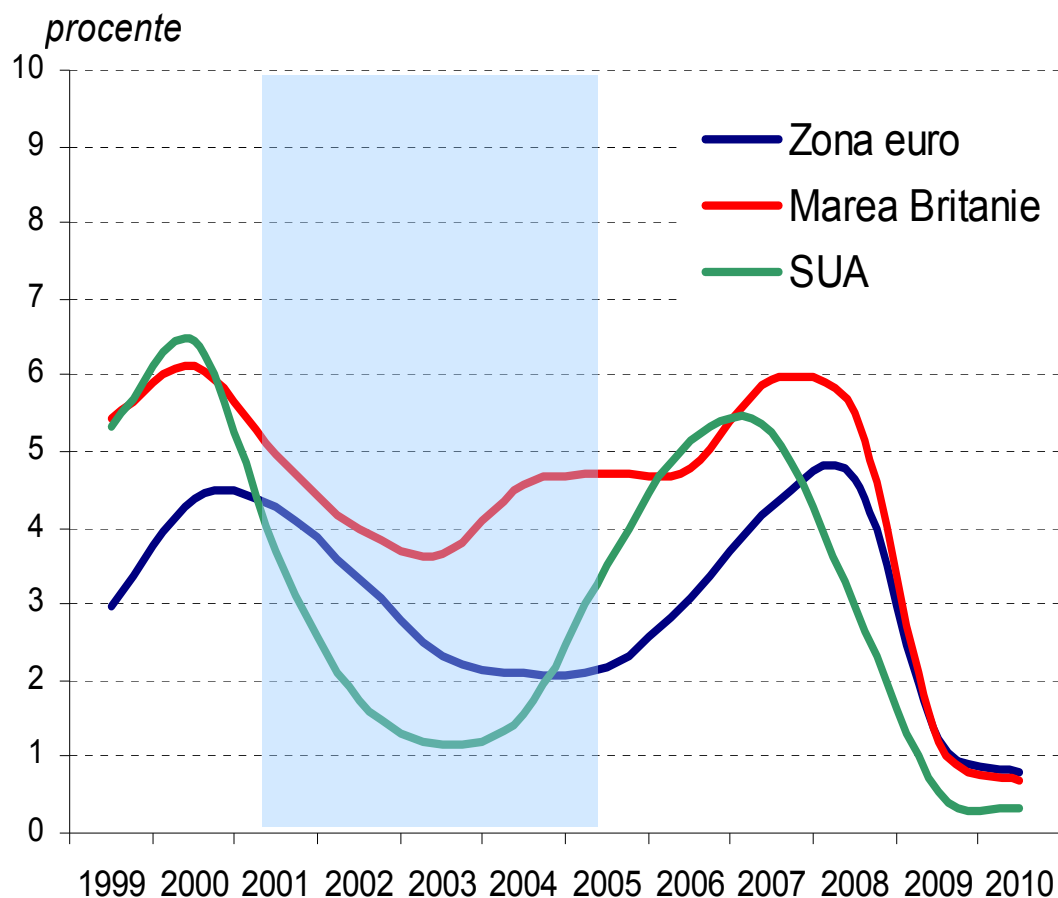
## B. Suprafinanțizarea (7)





## B. Suprafinancializarea (8)

Dobânzile au fost ținute de băncile centrale la nivele reduse o perioadă lungă de timp ...



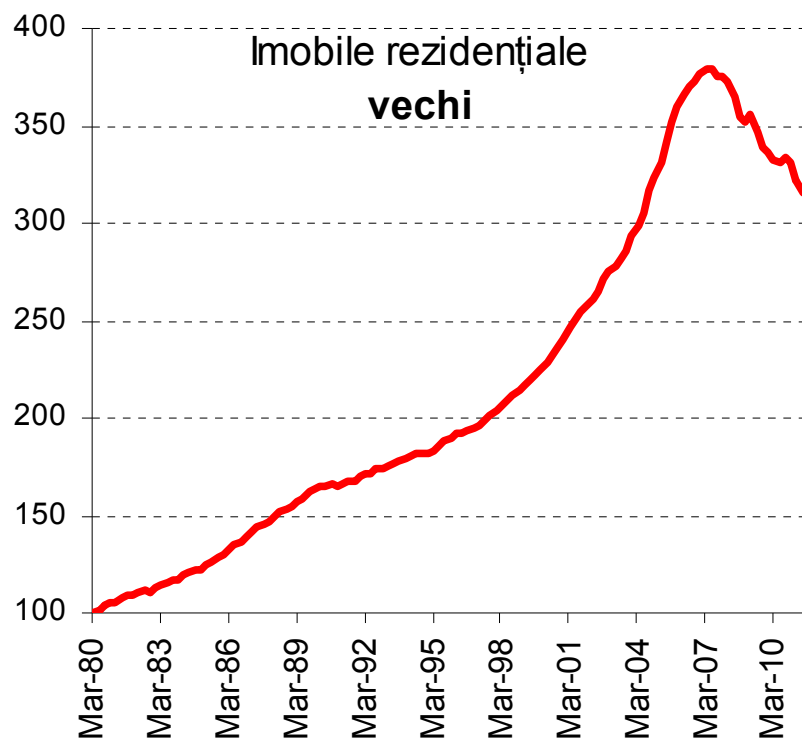
Sursa datelor: OECD

**Reducerea puternică a ratei medii a dobânzii din SUA în perioada 2001 – 2004 a reprezentat principalul factor favorizant**

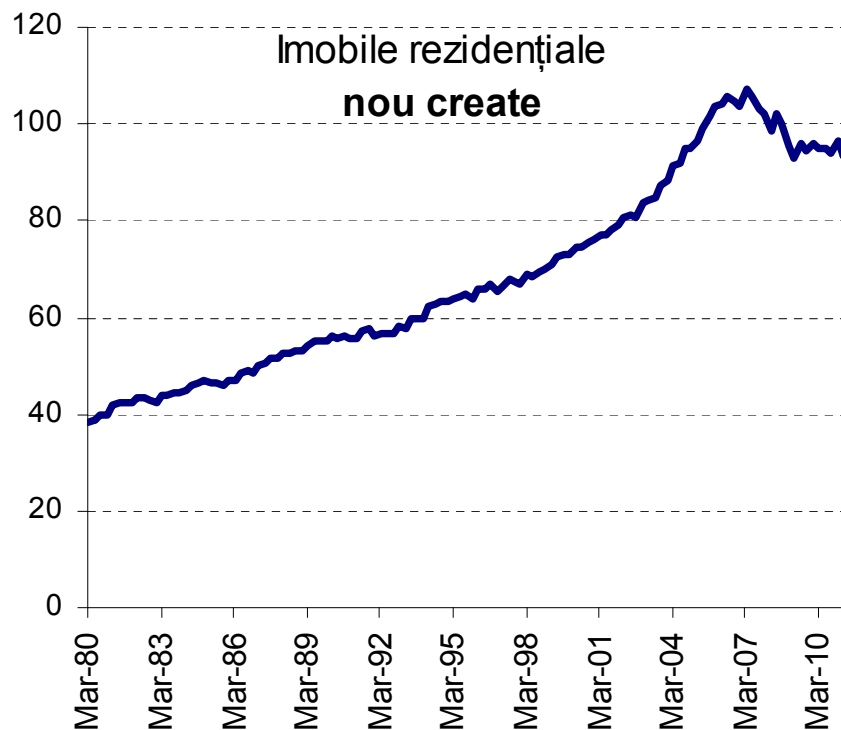
- Pe fondul unor presiuni inflaționiste puternice, **rata dobânzii a urcat în anii 2005-2006 către nivelul înregistrat la începutul anilor 2000, crescând povara rambursării creditelor;**
- **La puțin timp după aceasta a izbucnit criza în trimestrul III 2007.**

## B. Suprafinancializarea (9)

Creșterea nesustenabilă a prețurilor bunurilor imobiliare în SUA a fost favorizată de creditarea excesivă, pe fondul existenței unei lichidități abundente la costuri foarte scăzute ...



Indice, 1980 T1 = 100 (Unități)



Indice, 2005 T1 = 100 (Unități)

Sursa datelor: BRI

## B. Suprafinancializarea (10)

---

### **Factori determinanți ai suprafinancializării:**

- dereglementarea + insuficienta reglementare + inovația financiară necontrolată => dezvoltarea unui sistem bancar paralel => excese financiare => creșterea concentrării instituțiilor financiare => contagiune în condițiile globalizării;
- menținerea dobânzilor joase pentru o perioadă lungă de timp;
- evaluarea greșită și superficială a performanței și bonității băncilor de către agențiile de rating;
- evaluarea eronată a riscurilor asumate de către instituțiile financiare.

## B. Suprafinancializarea (11)

---

**Subestimarea importanței riscului sistemic** generată de apariția diversificării riscurilor prin securitizare a facilitat dezvoltarea unor importante canale de contagiune din cauza căderii pieței imobiliare (insolvabilitatea debitorilor).

**Supraestimarea capacității instituțiilor de credit de a măsura cu precizie riscuri majore datorată riscului de model**, cauzat atât de factori structurali (lipsa componentei macroprudențiale), cât și de insuficiența calibrării mecanismelor interne de cuantificare a riscurilor a favorizat:

- asumarea nesustenabilă a unui volum supradimensionat al expunerilor la risc în raport cu baza de capital, amplificând exagerat efectul de pârghie;
- creșterea volatilității cerințelor de capital (prociclicitatea adecvării capitalului).

## B. Suprafinancializarea (12)

---

### ➤ **Agențiile de rating și auditorii au evaluat necorespunzător calitatea pachetelor de împrumuturi ipotecare securitizate**

- o ratinguri optimiste
- o înțelegere insuficientă a instrumentelor financiare aferente securitizării din partea investitorilor
- o evaluările acordate de agențiile de *rating* a fost subminate de lipsa unor norme profesionale minime și a unei supravegheri a acestora, precum și de acceptarea de remunerații pentru fiecare nouă securitizare
- o ... au **supraestimat ratingurile de țară ...**

➤ ... și au **subestimat totodată riscul de insolvabilitate în cazul unor importante instituții financiare** (ex: Lehman Brothers – de la rating AAA la rating junk peste weekend; evaluare la AAA a activelor toxice - subprime)

## B. Suprafinancializarea (13)

---

**Modelul de afaceri originează și distribuie a favorizat finanțarea creditării ipotecare cu risc ridicat.**

➤ **Runde succesive de securitizări, cu ratinguri foarte bune la acea vreme, ale unor pachete de împrumuturi bancare cu destinație imobiliară au asigurat finanțarea a tot mai multe credite ipotecare cu risc ridicat, creând iluzia continuării tendinței de creștere economică inițiată la mijlocul anilor 1980 în spațiul american.**

➤ **În același timp, apariția titlurilor rezultate din această inovație financiară a oferit satisfacția unor profituri facile și rapide pentru investitori globali, aflați în căutarea unor posibilități de valorificare a excesului de lichiditate ce caracteriza piața financiară mondială în urma cu numai câțiva ani.**

# Efectele crizei (1)

---

## Criza datoriilor suverane

**Deficitele primare** ale statelor au explodat pe parcursul crizei, fiind alimentate atât de factori de pe latura cheltuielilor, cât și a veniturilor

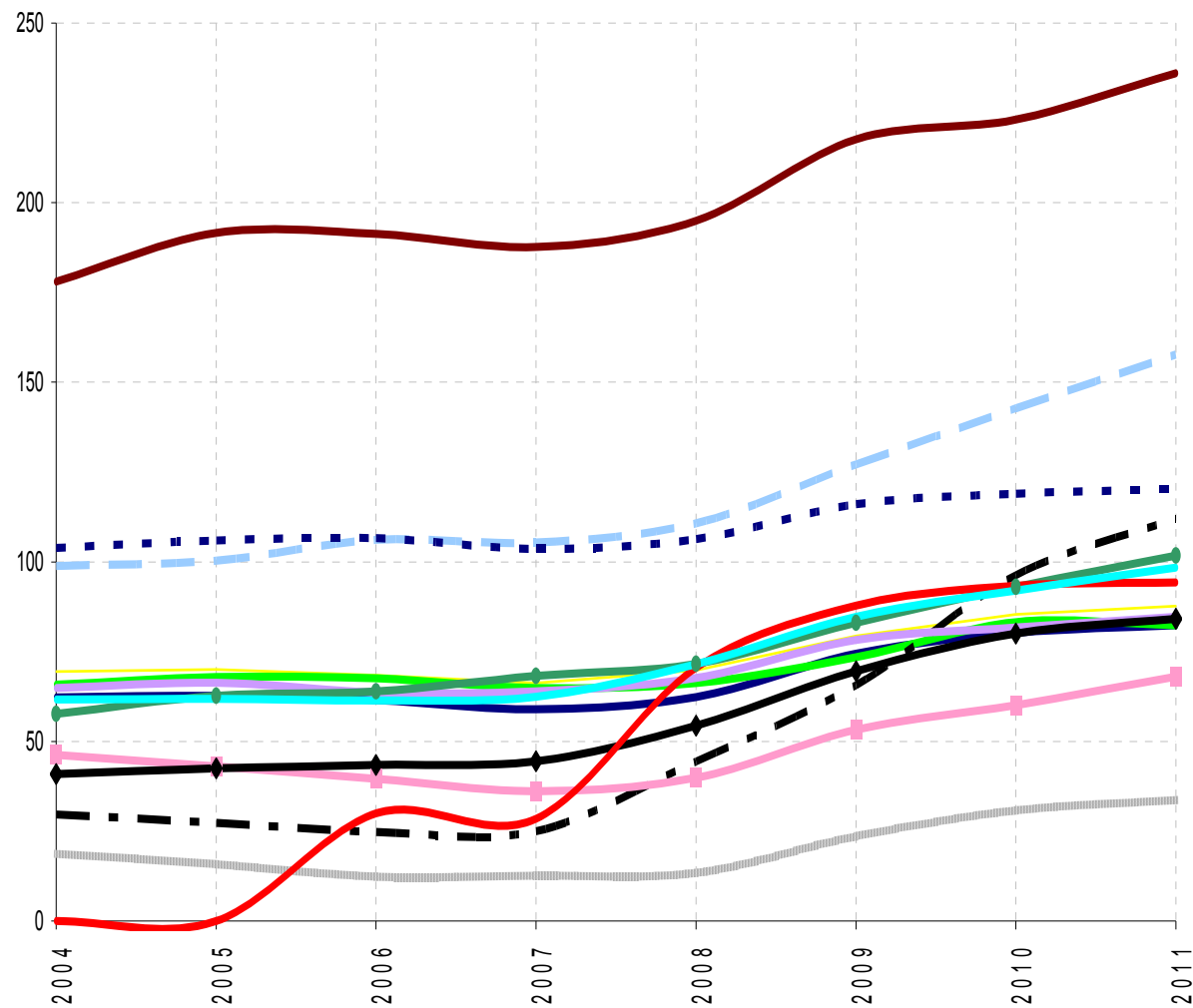
- Întărirea mecanismelor de protecție a sistemului financiar și schemele de finanțare furnizate de autorități au majorat cheltuielile guvernamentale
- Recesiunea economică a pus presiune descendentă asupra veniturilor bugetare

**Serviciul datoriei s-a majorat și el**

- Costul finanțării a crescut vertiginos, în linie cu ratele CDS
- Povara rambursării a fost afectată de deprecierea cursurilor de schimb
- Stocul de datorie a crescut rapid

# Efectele crizei (2)

## Datoriile publice (% din PIB)



Creșterea datoriilor publice naționale din cauza:

- recesiunii
- stimulilor fiscali

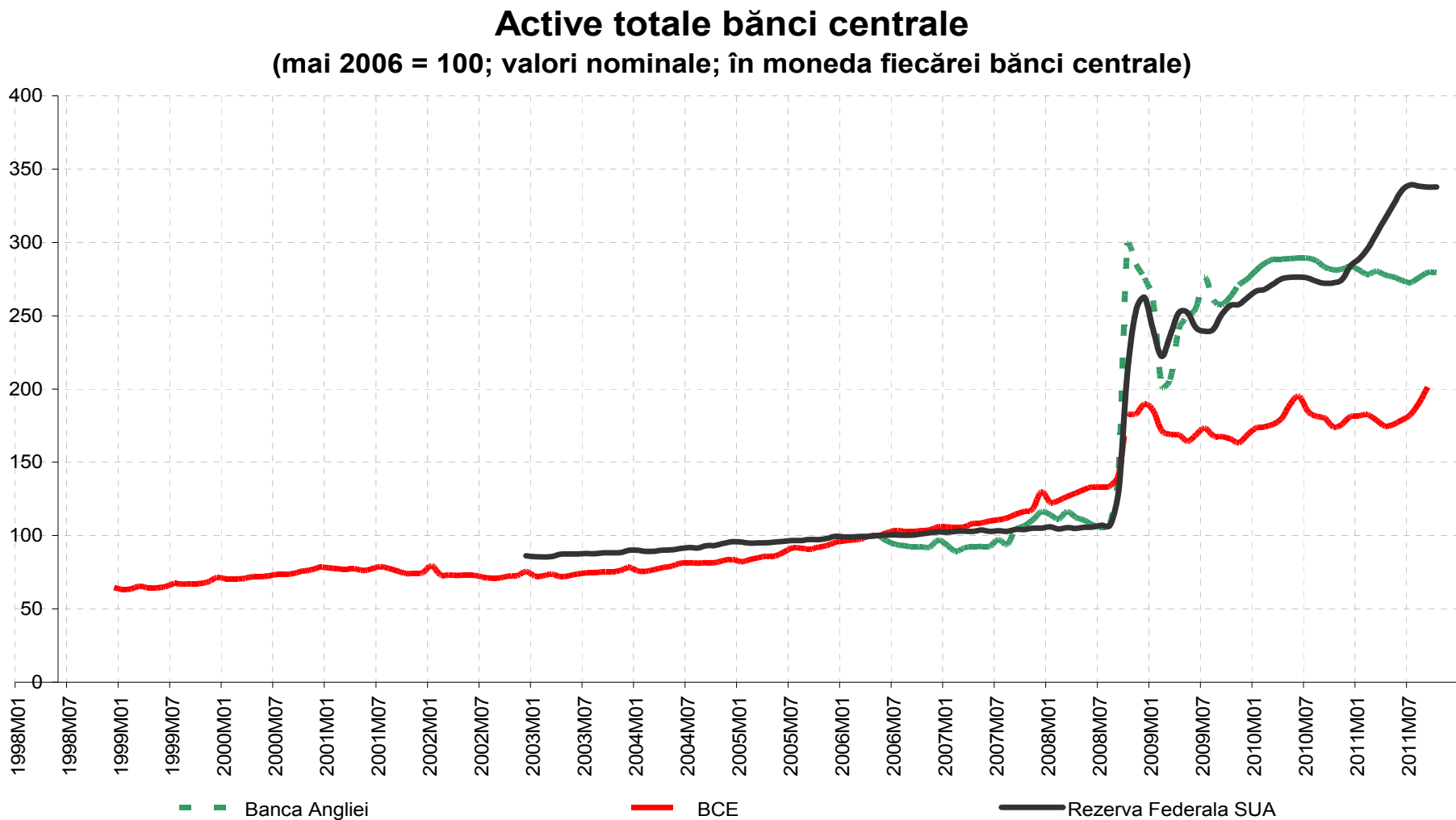
UE27    ZE17    Germania    Irlanda    Grecia    Spania    Franța  
Italia    Portugalia    Romania    Marea Britanie    Islanda    SUA    Japonia

Sursa datelor: AMECO



# Efectele crizei (3)

Băncile centrale din SUA și Europa au injectat masiv lichiditate ... prin metode neortodoxe



Sursa datelor: Site-urile băncilor centrale

# Propagarea crizei în România (1)

---

**Criza economică se propagă indirect în economiile ce nu au generat-o prin următoarele canale:**

- Canalul *comercial* acționează prin dependența producției autohtone de piețele externe (export/import) ale României;
- Canalul *financiar* acționează prin restrângerea accesului la finanțare externă a rezidenților din cauza condițiilor nefavorabile de pe piețele de capital;
- Canalul *încrederii* acționează prin intermediul ISD ce-și reduc volumul ca urmare a scăderii apetitului pentru investiții în țări riscante;
- Canalul *cursului de schimb* acționează în sensul deprecierii cursului de schimb;

## Propagarea crizei în România (2)

---

➤ Canalul *efectelor de avuție și bilanț* se manifestă prin deteriorarea activului net al sectorului privat generat de deprecierea cursului și reducerea prețurilor activelor de pe piață (ex: imobiliare).

**Modul de manifestare a crizei în aceste țări depinde de starea echilibrelor macroeconomice la momentul propagării crizei în țara respectivă, deci al vulnerabilităților economiei în cauză și/sau de forța ei de reacție în fața efectelor adverse induse de criză (avantaje/dezavantaje globalizare).**

# Concluzii (1)

---

- **Păcatul** original nu este consumul pe datorie, ci disparițiile crescânde în procesul de distribuție a valorii între profit și salarii (Etienne Davignon – Președintele Institutului Egmont) => determină angajații să apeleze tot mai mult la credite de la bănci care își obțin sursele de împrumut tocmai de la beneficiarii unor sisteme inechitabile de distribuire;
- Țările care au realizat creșteri de PIB în condiții costisitoare prin sporirea accentuată a datoriei publice și private externe ar trebui să numească rezultatul activității lor economice nu **Gross Domestic Product** ci **Gross Debt Product**, conform profesorului ceh **Tomas Sedlacek**;
- Toți doresc un stat mic când e vorba de taxe, dar când e vorba de bunuri publice și alocații sociale se dorește un stat puternic financiar;

## Concluzii (2)

---

- Criza confirmă valabilitatea **ideii keynesiene potrivit căreia trebuie acumulate resurse în vremurile de avânt economic pentru finanțarea stimulilor fiscali guvernamentali necesari în perioadele de recesiune => competență și înțelepciune din partea factorilor de decizie => mix cu un dozaj corect al componentelor politicii macroeconomice;**
  
- **Activitatea economică nu este numai o operațiune tehnică fără legătură cu moralitatea => în trecut etica și economia erau unite, iar acum cele două sunt separate => situația economică gravă la nivel mondial;**

## Concluzii (3)

---

➤ Pentru evitarea efectelor nocive determinate de funcționarea liberă a piețelor, **se impune intervenția statului prin reglementări adecvate, care să prevină excesele, abuzurile și pagubele suportate de toți cetățenii** (marea majoritate fără nici o vină în manifestarea disfuncțiilor pieței) => **a crede în autoreglementarea piețelor este ca și când ai considera că un cazinou poate fi lăsat pe mâna jucătorilor cu speranța că aceștia se vor autodisciplina;**

➤ Când vorbim de actuala criză financiară și economică a capitalismului nu se dorește întoarcerea la comunism, ci **identificarea unui sistem capitalist eficient, care să îmbine sustenabil virtuțile pieței și ale statului în condiții de echilibru între eficiența economică și echitatea socială;**

## Concluzii (4)

---

➤ Cuvintele cheie ale viitorului sunt, după opinia noastră, **echilibrul, cumpătarea și economisirea**. De aceea considerăm că paradigma economică compromisă de actuala criză “**individualism, profit cu orice preț și indiferență față de valorile morale**” se impune a fi înlocuită cu paradigma viitorului “**spirit de solidaritate, profitabilitate în condiții de stabilitate și respect față de morala socială**”.

“Sensul înțelepciunii este ca din cele văzute sau auzite a adulmeca pe cele nevăzute și neauzite și a socoti cele viitoare din cele trecute”

Dimitrie Cantemir

**Vă mulțumesc!**