

Poate contribui la stabilitatea financiară o bancă de importanță sistemică având capital autohton ?

(Disertație susținută cu ocazia decernării titlului de
Doctor Honoris Causa al Universității „Ovidius” din Constanța)

Prof. Univ. Dr. Nicolae Dănilă, membru în CA al BNR

La ultimul summit al G20 de la Cannes din 3-4 noiembrie 2011, liderii celor mai mari economii ale lumii subliniau că se înregistrează un regres al revenirii economice, iar tensiunile de pe piețele financiare sunt în creștere. Planul de acțiuni decis cu această ocazie are cinci obiective, iar unul dintre acestea este legat de asigurarea stabilității financiare. Cu trei ani înainte, în noiembrie 2008, aceeași organizație vorbea tot despre necesitatea stabilizării piețelor financiare și de sprijinirea creșterii economice.

Cea mai recentă Reuniune decizională a Uniunii Europene din 8-9 Decembrie 2011 are în vedere măsuri în următoarele direcții :

- întărirea disciplinei fiscale
- îmbunătățirea instrumentelor actuale de stabilizare

Este tot mai evidentă concentrarea acțiunilor și resurselor pentru ieșirea Zonei Euro din actuala criză a datoriilor suverane și a situației dificile a sistemelor bancare, pentru asigurarea stabilității financiare.

Mecanismul de stabilitate europeană (ESM) va avea la dispoziție resursele necesare pentru acoperirea capacității sale de finanțare de 500 miliarde Euro până în Martie 2012.

La rândul său, FMI va beneficia de resurse suplimentare din partea statelor Zonei Euro și a altor state din UE de până la 200 miliarde de Euro.

Participarea capitalului privat , în special cel bancar, la rezolvarea crizei datoriilor suverane se va rezuma **în mod unic și excepțional** la Grecia. Băncile din principalele țări ale Zonei Euro au nevoie de recapitalizare cu suma totală de 115 miliarde Euro, acest efort acoperind bănci din Grecia, Franța, Italia, Spania, Portugalia, Austria care au subsidiare de importanță sistemică în România . În ce măsură vor mai finanța aceste bănci economia românească ? La un nivel foarte scăzut și **în principal în limita resurselor atrase de pe piața internă din România !**

În contextul actual caracterizat de efectele crizei din Zona Euro, de nivelul ridicat al serviciului datoriei externe începând cu anul următor și de situația din sistemul bancar românesc, țara noastră are nevoie de **acțiune și soluții la nivel național, apelând în primul rând la resursele interne și la capacitatea noastră intelectuală, soluții care să se dovedească sustenabile și serioase și care să ne întărească poziția internă și internațională. Desigur, ne interesează**

stabilitatea Zonei Euro și a monedei Euro, dar ca să putem beneficia pe termen mediu și lung de acestea , având și o poziție care să fie luată mult mai evident în considerare, trebuie să devenim puternici din punct de vedere economic și să probăm capacitatea de a ne rezolva, în primul rând singuri, problemele din bucătăria internă.

Cred că suntem cu toții conștienți de gravitatea situației și nu este necesar să ne tot spună alții despre aceasta, așa cum pe bună dreptate a procedat recent *The Economist* care ne transmitea îndemnul : „ ***Puneți-vă centura de siguranță***”, menționând că „ ***a te pregăti pentru vremuri tulburi pare reacție firească***”.

Există cel puțin trei planuri pe care nu s-au finalizat reformele în acești trei ani și care fac posibilă o nouă manifestare a crizei financiare. Primul este legat de stabilitatea financiară și modul în care aceasta poate fi readusă. Al doilea privește modalitatea de cooperare la nivel internațional, iar ultimul se referă la rolul băncilor centrale în economie.

O economie dependentă de capitalul extern și care are contul de capital deschis este supusă unor variații mari ale stabilității financiare, ale surselor și costului finanțării, în condițiile în care principalele instituții financiare sunt capitalizate din exterior (Dănilă, 2011). Din acest motiv este legitimă întrebarea asupra oportunității înființării unui mecanism de finanțare cu capital autohton, fie chiar și sub forma unei bănci dar care să aibă importanță sistemică. Recent la Washington oficiali ai FMI exprimau poziția că cea mai mare vulnerabilitate pentru România în condițiile crizei actuale este generată de ponderea majoritară a capitalului străin în sistemul bancar de la noi. Într-un interviu acordat Ziarului Financiar (1.12.2011), Wolfgang Munchau, editorialist la Financial Times a transmis un avertisment : „ ***România ar trebui să aibă bănci cu capital local moderat de puternice, pentru că băncile cu capital local sunt mai dispuse să finanțeze bugetul prin achiziția de titluri de stat, se adaptează legilor și reglementărilor locale mult mai bine și au rol stabilizator în economie***” și „ ***Cel mai mare risc pentru România în condițiile de față este intrarea într-o criză a creditelor cauzată de disfuncționalități ale sistemului bancar***”.

Oportunitatea unei astfel de propuneri de constituire ***a unei bănci de importanță sistemică cu capital autohton*** va fi analizată în continuare din trei puncte de vedere: al politicii macroprudențiale, al cooperării internaționale și al rolului băncii centrale (analizând și luând în considerare transformările și posibilele cerințe ale etapelor care le vor parcurge aceste domenii).

Politica macroprudențială

Până la declanșarea crizei financiare în anul 2007, termenul „macroprudențial“ nu avea o definiție clară și era foarte puțin uzitat. Acest cuvânt pare să fie invenția specialiștilor Comitetului Basel, însă definiția sa nu este astăzi cu mult mai clară decât la început. Termenul este folosit prima oară neoficial de către Comitetul Basel în a doua jumătate a anilor '70 (Clement, 2010) și se referea la dimensiunea sistemică a reglementării și supravegherii, dar strict legată de macroeconomie (Borio 2009). Oficial, BIS începe să folosească termenul în 1986 când are în vedere „siguranța și sănătatea sistemului financiar în totalitatea sa, inclusiv ca sistem de plăți“ (BIS, 1986).

Termenul „politica macroprudențială“ s-a dezvoltat în ultimii treizeci de ani în corelație cu avansul din teoria monetară. Este clar că obiectivul politicii macroprudențiale este realizarea stabilității financiare, însă acest termen nu beneficiază de o definiție unanim recunoscută. În principiu, există două curente cu privire la conținutul noțiunii de stabilitate financiară. Pe de-o parte, se vorbește despre costuri limitate ale șocurilor externe asupra sistemului financiar (Padoa – Schioppa, 2003), pe de altă parte despre vulnerabilitatea la factori de stres financiari ca urmare a unor șocuri de intensitate normală (Borio și Drehman, 2009). La acestea se adaugă opinia Băncii Angliei (2009) conform căreia politica macroprudențială trebuie să conducă la evitarea ciclurilor de *boom* și *bust* în oferta de credit și lichiditate.

Probabil cea mai completă înțelegere asupra termenului de politică macroprudențială este oferită de rapoartele recente elaborate la cererea G20 de către BIS, Fondul Monetar Internațional (FMI) și Consiliul de Stabilitate Financiară (FSB). În raportul din 27 octombrie 2011, aceste instituții definesc politica macroprudențială prin referire la trei elemente definitorii. În primul rând, obiectivul acestei politici este limitarea riscului sistemic. Riscul sistemic este definit ca „riscul unei întreruperi de amploare în prestarea de servicii financiare, cu consecințe negative semnificative asupra economiei în ansamblu“. În al doilea rând, subiectul acestei politici economice este sistemul financiar în ansamblul său, înțelegând prin aceasta că sunt incluse și interacțiunile dintre sectoarele financiar și real. În al treilea rând, instrumentele acestei politici sunt de natură prudențială, iar utilizarea lor este îndreptată împotriva surselor riscului sistemic.

Același raport fixează locul politicii macroprudențiale în ansamblul politicilor economice ale unei economii, arătând că au loc interacțiuni în ambele sensuri. Astfel, politica macroprudențială este influențată de celelalte politici economice pentru că acestea influențează riscul sistemic. Spre exemplu, politica monetară influențează apetitul pentru risc, iar politica fiscală și administrarea datoriei publice pot conduce la creșterea vulnerabilității sectorului financiar. Invers, deciziile cu privire la macroprudențialitate au efecte la nivelul întregii economii. Spre exemplu, decizia de mărire a rezervelor minime obligatorii în timpul unui *boom* al creditului determină într-o anumită măsură scăderea cererii agregate.

Politica macroprudențială reprezintă un mijloc prin care decidenții de politică economică caută să micșoreze efectele negative ale riscului sistemic asupra sectorului financiar și economiei reale. ***Important de subliniat este faptul că prevenția este mai eficientă decât tratamentul.*** Ca atare, o intervenție asupra sectorului financiar și economiei reale poate aduce rezultate mai bune decât inventarea unui nou element de politică economică, a unui nou ciclu decizional și a unui nou corp de biroucați.

Recomandările G20 cu privire la politica macroprudențială, conform raportului citat mai sus, au în vedere trei activități. Prima se referă la identificarea și monitorizarea riscului sistemic, a doua la construirea unui set de indicatori pentru politica macroprudențială și a treia la aranjamentele instituționale în scopul coordonării politicilor.

Identificarea și monitorizarea riscului sistemic este de departe cea mai importantă activitate dintre cele trei, pentru că dacă sistemul financiar internațional a intrat în criză, aceasta s-a produs tocmai din cauza incapacității de a recunoaște momentul în care riscuri locale au devenit prin contagiune riscuri sistemice.

De aceea, au fost analizate trei elemente care să permită evitarea repetării eșecului menționat anterior, și care au în vedere metodologia de analiză a riscului sistemic, identificarea riscurilor în sistemul financiar privit în sens larg și metode de îmbunătățire a datelor și informațiilor.

Cele trei organisme internaționale care au produs raportul la cererea G20 au identificat din experiențele naționale din ultimii ani următoarele **cinci modele de evaluare a riscului sistemic**:

- indicatori agregați ai dezechilibrelor, care sunt fie date macroeconomice, fie date de bilanț monetar și care sunt utilizate pentru a semnaliza consolidarea unor riscuri la nivelul sectorului financiar sau al economiei în ansamblu. Cele mai multe state au făcut apel la un cuplu format din datele cu privire la dinamica de creștere a creditului și respectiv a prețului unor active.
- Indicatori ai piețelor financiare care au în vedere apetitul pentru risc și condițiile de lichiditate.
- Indicatori ai concentrării riscului în sistemul financiar. Aceștia sunt deosebit de importanți pentru că ei aduc în discuție elementul care a lipsit din analiza de stabilitate financiară înainte de criza din 2007, și anume contagiunea. Extinderea riscurilor depinde de expunerea și conexiunile complexe dintre instituțiile financiare, sectoare financiare, piețe și economii naționale. Asupra acestui tip de indicatori s-a aplecat cel mai mult Comitetul Basel și încă din luna iulie 2011 a publicat o metodologie care să permită urmărirea riscului de contagiune în cazul băncilor cu importanță sistemică globală. Lista celor 29 de bănci (**G-SIFI's**) care se înscriu în această categorie a fost deja aprobată și publicată în urma întâlnirii G20 din noiembrie 2011.
- Testele de stres la nivel macroeconomic, în cazul fiecărei economii naționale și la nivel internațional sunt axate pe doi factori de risc pentru sistemul financiar: economiile de scală pe partea cererii (efectul de rețea) și faptul că evoluția slabă a economiei și condițiile financiare strânse se influențează reciproc (efectul de *feedback* advers).
- Sisteme de monitorizare integrate, care reprezintă în fapt modele de expunere a tuturor elementelor de mai sus fie printr-o anume reprezentare (cum sunt de exemplu hărțile de risc), fie printr-un set de indicatori compuși.

Analiza metodologiei de mai sus relevă faptul că decidenții de politică economică dintr-o economie națională trebuie să îndeplinească două condiții pentru a face față unui risc sistemic de nivel internațional: în primul rând să existe capacitatea de a recunoaște momentul în care riscurile externe se extind prin contagiune asupra propriei economii, și în al doilea rând să aibă un mecanism (înțelegând prin aceasta o instituție) care să permită scăderea riscului de contagiune și apoi limitarea costurilor contagionii, în cazul producerii sale.

Criza financiară declanșată în 2007 a relevat importanța constituirii unui set de instrumente care să poată fi folosite de către politica macroprudențială. Acest set de instrumente trebuie să depășească eforturile oarecum „pompierești” de după august 2007, care au constat în special în utilizarea unor instrumente non-standard de către băncile centrale. Odată construit setul de instrumente trebuie să fie indicate și modul de utilizare și de calibrare a acestora în funcție de starea mediului macroeconomic intern și internațional.

Raportul întocmit la cererea G20 a reușit să identifice și să clasifice setul de instrumente utilizate de statele membre ale FMI în perioada care a urmat crizei financiare. Având în vedere că

măsurile de combatere a efectelor crizei financiare au fost luate plecând de la anumite cauze care au determinat apariția lor, criteriul de clasificare utilizat de cele trei organisme care au lucrat la solicitarea G20 este acela al cauzelor declanșării riscurilor financiare. Astfel, raportul G20 grupează instrumentele politicii macroprudențiale în trei categorii care se ocupă de:

- vulnerabilitățile sectorului financiar rezultate din creșterea rapidă a creditului și *boom*-ul prețului anumitor active;
- principalele mecanisme care duc la creșterea riscului sistemic din cauza dezechilibrelor de maturitate și îndatorare;
- contagiunea din sistemul financiar datorată lipsei capacității de absorbție a pierderilor în sistemul bancar.

Pe de altă parte, cei care au analizat literatura de specialitate apărută după 2008 (Galati și Moessner, 2011) clasifică instrumentele de politică macroprudențială în patru categorii având în vedere în special modul de calibrare al acestora. Pentru analiști, și în special pentru specialiștii de la BIS, cel mai important aspect al instrumentelor macroprudențiale a fost decizia cu privire la modul de aplicare al acestora astfel încât să nu se producă alte efecte adverse la nivelul economiei înțeleasă în totalitatea sa.

Prima categorie de instrumente se referă la modul în care este analizată stabilitatea financiară, anume din punct de vedere temporal (adică menținerea stabilității într-o perioadă de timp) sau din punct de vedere al distribuției (adică menținerea stabilității la un moment dat pe întreg sistemul financiar).

Elementul esențial în dezbateră aspectului temporal este ciclicitatea cerințelor de capital, anume capacitatea unui tampon de capital de a reduce apariția riscurilor rezultate din creșterea rapidă a creditului sau prețurilor activelor și de a mări capacitatea de absorbție a pierderilor în cazul manifestării riscurilor. Unii autori (Shin, 2010) au demonstrat că astfel de rezerve de capital cu efect anticiclic poate descuraja titrizarea (securitizarea) și în acest mod să ducă la scăderea concentrării riscului în sistemul financiar. Pe de altă parte însă, există și cercetători (Hanson, 2010) care consideră că în momentul declanșării crizei aceste suplimente de capital ar putea fi insuficiente pentru a convinge investitorii că sectorul financiar poate rezista șocurilor.

A doua categorie de instrumente este reprezentată de maturitatea elementelor din bilanțurile băncilor. Cel mai important instrument din această categorie este rata de acoperire a lichidității care este inclus în prevederile Basel III. Unii autori (Perotti și Suarez, 2009) au înclinat către o mai mare forță a acestui instrument și s-au exprimat în favoarea unor penalități pentru finanțarea pe termen scurt. Alți autori (Brunnermeier și alții, 2009) sunt de părere că o criză de lichiditate devine rapid o criză de solvabilitate și ca atare consideră că băncile ar trebui să fie penalizate cu creșterea nivelului minim de capital la un nivel proporțional cu dezechilibrul de maturitate.

Ultimele două categorii de clasificare a instrumentelor de politică macroprudențială se referă la diferențele în aplicarea lor. Instrumentele sunt clasificate în funcție de aplicarea lor pe bază de reguli sau cu un grad de flexibilitate (discreționar), ceea ce deschide discuția cu privire la transparență, credibilitate și responsabilitate. În ultima categorie sunt instrumentele care au la bază restricții cantitative și respectiv calitative.

Pentru o economie mică, din punct de vedere internațional, dar cu expunere mare la riscurile externe datorită deschiderii contului de capital al balanței de plăți (și al nivelului ridicat al creditării în valută) aplicarea instrumentelor politicii macroprudențiale, așa cum a demonstrat-o criza, trebuie făcută cel puțin prin două elemente. În primul rând, crearea unei rezerve de capital permite păstrarea stabilității financiare în timp. În al doilea rând, o primă de risc trebuie să fie inclusă în costul creditului, astfel încât să fie recunoscut costul dezechilibrului rezultat din preferința băncilor pentru finanțarea pe termen scurt.

În ciuda progreselor făcute în ceea ce privește politica macroprudențială, în special la inițiativa G20, una dintre cele mai importante fațete ale acesteia a fost foarte puțin dezvoltată – aranjamentele instituționale cu privire la aplicarea ei. Rapoartele scrise la cererea G20 pun în lumină divergențe mari între statele membre ale FMI și BIS cu privire la rolul autorităților implicate în politica macroprudențială cu privire la cinci domenii: mandat, drepturi, responsabilități și transparența deciziilor, componentă, coordonarea cu alte organisme naționale.

Cele mai multe măsuri macroprudențiale au fost luate prin intermediul unor instrumente non-standard de către băncile centrale în timpul crizei. Această necesitate decurgea din faptul că între-o anumită măsură cele mai multe bănci centrale din lume au și o răspundere vis-a-vis de stabilitatea financiară. Însă acest lucru nu înseamnă în mod automat că ele trebuie să capete mandatul pe politica macroprudențială.

Un studiu recent al FMI (Nier și alții, 2008) arată că mandatul băncilor centrale în mod normal nu include politica macroprudențială. Problematika coordonării cu alte organisme naționale este surprinsă sub două aspecte. Pe de-o parte, fiecare organism în parte are propriile obiective însă costurile coordonării instituționale, respectând obiectivele individuale, sunt cu mult inferioare costului crizei sistemice. Pe de altă parte, independența politicii monetare este cu atât mai importantă cu cât ieșirea din perioada de extindere a bilanțului băncilor centrale poate genera alte riscuri sistemice, așa cum am arătat în secțiunea anterioară.

Pe plan internațional se discută și se aduc argumente în favoarea înființării unui mecanism la nivel național care să constea într-o rezervă de capital ca instrument al politicii macroprudențiale având la bază următoarele trei elemente:

- În primul rând, aceasta ar contribui la stabilitatea financiară. Pe de-o parte, acest instrument ar funcționa ca o rezervă de capital pentru sistemul financiar care să fie constituită în perioadele de creștere rapidă a creditului și să fie distribuită în perioadele de manifestare a riscului sistemic. Pe de altă parte, acest instrument ar permite creșterea rezervelor prin sancționarea băncilor atunci când acestea au o structură dezechilibrată a maturităților. În plus, un astfel de instrument nu ar contribui la hazardul moral. Intrarea sa în acțiune în perioadele de *boom* economic ar fi automată, bazată pe reguli și ca atare managementul lichidității ar presa managementul băncilor să rămână alert.
- În al doilea rând, acest instrument s-ar dovedi un adevărat element de macroprudențialitate pentru că nu s-ar afla cu strictețe sub incidența unei singure politici economice. Pe de o parte, utilizarea acestui instrument ar fi rezultatul efectelor altor politici economice asupra stabilității financiare și al declanșării unui risc sistemic. Politica monetară ar putea semnala cel mai rapid nevoia utilizării sale atunci când

dinamica creditării depășește trendul pe termen lung, dar același lucru poate apărea necesar pe fondul realizării obiectivelor politicii monetare dar cu vulnerabilități în administrarea datoriei publice. Pe de altă parte, intrarea în acțiune a acestui instrument va influența toate politicile economice pentru că el afectează toate aspectele interacțiunii dintre economia reală și sectorul financiar.

- În al treilea rând, un astfel de instrument ar satisface în mare măsură cele trei elemente conform cărora a organizat G20 instrumentele politicii macroprudențiale. În principal acest instrument ar răspunde amenințărilor asupra stabilității financiare rezultate din expansiunea rapidă a creditului și/sau a prețului activelor. Datorită constituirii sale ca o rezervă acest instrument ar permite atât micșorarea riscurilor structurale, cât și o intervenție rapidă pentru limitarea riscului sistemic atunci când ar apărea momente de criză. În sfârșit, prin natura sa acest tip de instrument se adresează riscurilor sistemice care provin din excesul de îndatorare (capital insuficient) sau din dezechilibrul structurii maturităților.

Cooperarea internațională

Criza financiară a demonstrat fără echivoc că politica macroprudențială este necesară. Deciziile G20 și practica ultimilor trei ani au evidențiat faptul că obiectivele politicilor monetară (stabilitatea prețurilor) și macroprudențială (micșorarea riscului sistemic) sunt diferite. De aceea, deși cele două politici trebuie să fie complementare, instrumentele și instituțiile care le aplică trebuie să rămână diferite. ***Ne aflăm în perioada de manifestare a Regimului celor trei „D” (Datorii, Deficite, Dezintermediere) în contextul Erei Dominanței Fiscale (Dănilă, 2011).***

Politica macroprudențială, așa cum a fost ea dezvoltată în ultimii trei ani, încearcă să compună o „rețetă” cu privire la modul de acțiune atunci când se manifestă un risc sistemic și mai ales atunci când există contagiune între piețe, între instituțiile sectorului financiar și la nivel global. Dar încă nu a fost găsit un răspuns mulțumitor la întrebarea cu privire la atitudinea și modalitatea de intervenție a băncilor centrale atunci când sursa riscului sistemic și a contagiunii este datoria publică nesustenabilă.

Această întrebare trebuie abordată pe cele două paliere ale sale - influența pe care o are implicarea politicii monetare în rezolvarea problemelor de datorie suverană; și problematica datoriei suverane.

În principal, conform poziției Bundesbank (Weidmann, 2011) există două motive pentru care politica monetară nu trebuie să fie parte a procesului de aducere a datoriei publice la niveluri sustenabile.

În primul rând, implicarea politicii monetare în această problematică nu face decât să amâne ajustarea. Acest lucru se întâmplă pe de-o parte pentru că datoria publică devine un risc pentru capacitatea de rambursare atunci când există o problemă de structură a bugetului, sau mai exact atunci când persistă un excedent de capacitate a sectorului public (cheltuieli în exces) comparativ cu cerințele economiei (veniturile bugetare).

Ori, politica monetară nu are instrumente pentru realizarea reformelor structurale, ci pentru alocarea capitalului între prezent și un moment în viitor (rata dobânzii reprezintă costul de oportunitate al utilizării unei sume de bani astăzi comparativ cu un moment în viitor). Pe de altă parte, utilizarea politicii monetare într-o astfel de situație este doar rezultatul unei viziuni pe termen scurt, ceea ce contravine misiunii politicii monetare pentru că băncile centrale trebuie să asigure stabilitatea prețurilor pe termen mediu.

Poziția luată de Weidmann (președintele Bundesbank) este elocventă dacă ținem cont că Germania a ajuns în criză economică la sfârșitul primului război mondial și a avut hiperinflație tocmai din cauza presiunilor politicianilor „miopi” care au forțat utilizarea politicii monetare pentru rezolvarea problemelor generate de imensa datorie de război.

În al doilea rând, în ceea ce privește abordarea datoriei suverane cu ajutorul politicii monetare într-o uniune monetară, Weidmann arată că s-ar obține o „colectivizare” a riscului suveran. Teoria zonelor monetare optime nu a abordat problema suveranității.

Practica din zona euro (care nu este o zonă monetară optimă) arată în schimb că în lipsa unei politici fiscale comune nu se poate ocoli „miopia” guvernelor. De aceea, utilizarea instrumentelor politicii monetare în rezolvarea crizei datoriei suverane din zona euro nu poate decât să ascundă pentru o perioadă de timp faptul că există probleme de ordin structural pe care guvernele statelor din zona euro trebuie să le rezolve. Monetizarea datoriei suverane a unuia dintre statele membre ale zonei euro ar transmite piețelor ideea că toate economiile din zona euro sunt la fel de productive, ori un astfel de semnal fals ar determina agenții economici să facă o alocare a resurselor financiare care în final ar genera probleme economice de genul inflației și șomajului.

După declanșarea atacurilor asupra zonei euro datorită datoriei suverane a Greciei în anul 2010, autoritățile din zona euro și din UE au elaborat mai multe planuri de salvare sau stabilizare și au inventat multiple mecanisme și instituții (Semestrul european, Sistemul european al supraveghetorilor financiari, Consiliul european pentru riscuri sistemice, Facilitatea europeană pentru stabilitate financiară, Pactul Euro plus). Consecința este aceea că a apărut o inconsistență decizională și instituțională la nivelul UE. Recentele decizii la nivelul UE arată că autoritățile din această uniune au capacitate limitată de a impune guvernelor statelor membre suverane luarea unor măsuri (Weidmann, 2011). Este important de urmărit cum se vor finaliza și se vor aplica aceste măsuri și ce loc își va rezerva Anglia .

Încă înainte de declanșarea crizei financiare apăruseră avertismente cu privire la pericolele care decurg din diferența de dinamică între integrarea economică și cooperarea dintre autoritățile suverane (Schioppa, 2005). Astfel, pe de-o parte, după al doilea război mondial integrarea economică rapidă a dus la creșterea interdependenței pe toate piețele la nivel global. Pe de altă parte, cooperarea politică la nivel internațional, afirmă Schioppa, a rămas la nivelul de după prăbușirea regimului Bretton Woods. După 1971 nu a mai existat un mecanism unanim acceptat la nivel internațional de ajustare a dezechilibrelor.

Incapacitatea încurajării cooperării politice vine din lipsa progresului cu privire la noțiunea de suveranitate, care a rămas în limitele definite de Pacea de la Westphalia și naționalismul liberalist al secolului al XIX-lea. Una dintre soluțiile posibile ar fi chiar depășirea blocajului mental care pune semnul identității între noțiunile *națiune și stat*. Odată trecut acest prag, suveranitatea poate fi *de facto* reafirmată prin cooperarea de la nivel internațional și nu pierdută datorită delegării (Schioppa, 2005).

Înființarea unei bănci de importanță sistemică cu capital autohton ar trebui să fie neutră din punctul de vedere al discuției legate de definirea suveranității în rezolvarea problemelor de stabilitate financiară la nivel regional și global. Această ipoteză se bazează pe faptul că această bancă ar fi finanțată prin mobilizarea de capital autohton, de stat și privat, sursele publice direcționate astfel având oricum implicare în politicile de realizare a stabilității financiare și de evitare a riscului sistemic în cadrul mai larg al politicilor macroprudențiale.

Rolul băncii centrale

În ultimul deceniu a devenit imposibil să fie impusă ajustarea economică în cazul statelor suverane. Această problemă a devenit de interes pentru politica monetară din două motive: pe de-o parte politica monetară nu a mai reușit să semnaleze existența unor dezechilibre la nivelul economiilor naționale și pe de altă parte, nu există la nivel internațional un mecanism de ajustare automată a dezechilibrelor dintre economiile statelor.

Liberalizarea circulației capitalului în anii '90 a permis creșterea productivității factorilor de producție la nivel global, însă în același timp a expus politica monetară unui risc care a fost subestimat. Până la criza din 2007 existau două constante ale politicii monetare: în primul rând, exista doctrina așa zisă a „casei în ordine”, conform căreia dacă în propria economie nu existau dezechilibre care să se manifeste sub forma inflației, atunci toată lumea este bine. În al doilea rând, semnalul și mijlocul de ajustare al fiecărei economii în parte era constrângerea intertemporală din buget. Criza a arătat că dezechilibrele economice apar chiar dacă nivelul inflației nu este afectat și în al doilea rând constrângerile bugetare nu sunt niște instrumente cu acțiune imediată. Astfel, riscul contagiunii la nivel global și macroprudențial a fost subestimat, iar teoria pe care s-a bazat politica monetară a permis acest lucru.

Până la dezintegrarea sistemului Bretton Woods exista un mecanism internațional care permitea ajustarea imediată a dezechilibrelor dintre economiile naționale. De atunci nu s-a găsit un înlocuitor pentru obținerea ajustării, iar politica monetară a „casei în ordine” nu a dat rezultatele scontate. Au fost sugerate alternative ca flexibilizarea (flotarea liberă) cursurilor de schimb, întoarcerea la etalonul aur, crearea unei monede internaționale, mai nou modificarea structurii monedelor din coșul care formează Drepturile Speciale de Tragere (DST), sau alte active de rezervă (King, 2011). Fiecare dintre acestea însă nu a reușit să răspundă eșecului pieței.

Problematika ajustării dezechilibrelor la nivel internațional, judecată din punctul de vedere al microeconomiei, arată că există un eșec al pieței valutare. Acest eșec se referă la faptul că există o asimetrie în presiunea asupra statelor care trebuie să se ajusteze, în sensul în care țările cu

surplus sunt mult mai puțin stimulate să facă schimbările necesare pentru echilibrul internațional (King, 2011). Propunerea guvernatorului Băncii Angliei este ca FMI să fie condus de G20, ceea ce ar putea pune presiune atât pe statele cu surplus cât și pe cele cu deficit în sensul ajustării (King, 2011).

Politica monetară, și ca atare băncile centrale care o fac în calitatea lor de instituție de emisiune, este subiect, dar nu singurul, al reformării mecanismului de ajustare a dezechilibrelor economice la nivel internațional. Una dintre întrebările de bază este de ce apar periodic aceste dezechilibre la nivel internațional. Caracterul politicii monetare (laxă sau restrictivă) sau al politicii bugetare nu fac decât să explice „cum” se produce dezechilibrul, dar pentru găsirea unui mecanism de ajustare este nevoie să se răspundă la întrebarea „de ce” apar acestea.

Istoricii economiști și teoria economică au venit cu multiple explicații în special în cazul crizei din 1929 – 1933, acestea incluzând și o doză importantă de ideologie. Dar foarte puține din explicațiile date crizei de atunci reușesc să se potrivească cu ceea ce s-a întâmplat acum, deși efectele din punct de vedere al produsului agregat și șomajului par să se apropie.

Unii autori sunt de părere că așa cum există cicluri de afaceri, cicluri ale productivității există și „cicluri de încredere”, adică succesul dă naștere încrederii care se transformă într-un exces de încredere și apoi chiar aroganță că nu trebuie făcută nicio modificare, iar păstrarea lucrurilor așa cum sunt ele acum va duce la perpetuarea succesului (Shirakawa, 2010). O astfel de „aroganță” ignoră faptul că economia nu este niciodată statică, iar condițiile de pe piețe se schimbă în permanență.

Economia Japoniei, în ceea ce este cunoscut drept „deceniul pierdut”, a experimentat o deflație prelungită, însă nu acesta a fost elementul determinant pentru lentoarea revenirii creșterii economice (așa cum consideră în general analiștii) ci amplexarea scăderii prețurilor activelor (Shirakawa, 2010). În acest fel, guvernatorul băncii Japoniei atrage atenția asupra riscului pe care îl reprezintă subestimarea importanței ratei dobânzii în dinamica alocării capitalului în economie (Shirakawa, 2010), așa cum a arătat perioada „mării moderații” din anii 2000.

Politica monetară, sau mai exact rata dobânzii, are un rol important pentru a explica de ce s-a declanșat criza financiară. Cu toate acestea aplicarea acesteia înainte de 2007, în special în SUA, presupunea că bulele prețurilor activelor nu pot fi prognozate în timp real, ci politica monetară trebuie să intervină activ după spargerea acesteia pentru a strânge excesul de lichiditate (Greenspan, 2002). Totuși, Banca Centrală Europeană a respins această conduită, dar economia zonei euro a fost afectată la fel ca economia americană de criza financiară.

Din punctul de vedere al BCE o serie de indicatori (ca de exemplu dinamica creditului) permit să se citească în prețul riscului anumite dezechilibre în prețurile activelor, fără să se poată cunoaște momentul formării sau spargerii bulei (Trichet, 2009; Gerdemesier și alții, 2009). În plus, rata dobânzii este eficientă în prevenirea bulelor pentru că poate influența comportamentul instituțiilor financiare cu dezechilibre de maturitate – care se împrumută pe termen scurt și dau credite pe termen lung (Adrian și Shin, 2008). În sfârșit, criza a demonstrat că așteptarea momentului spargerii bulei și intervenția politicii monetare nu poate evita efectele negative asupra economiei reale (Trichet, 2009).

Atât SUA cât și zona euro au fost afectate profund de criza financiară și recesiunea care a urmat, în ciuda faptului că politica monetară și mai ales abordarea bulelor au fost diferite. Diferențele au continuat și după declanșarea crizei, în ciuda faptului că s-a depășit una dintre capcanele perioadei de dinaintea crizei și s-a trecut la cooperarea internațională dintre băncile centrale. Astfel, toate cele cinci bănci centrale ale căror monede sunt active de rezervă internaționale au oferit lichiditate în propria monedă celorlalte bănci centrale, afirmând prin aceasta caracterul global al sectorului financiar și riscurile care decurg de aici, dar oferind și o lecție de cooperare (2011).

Atitudinea BCE a fost aceea de prudență credibilă („*credible alertness*”, Trichet, 2009) care de fapt desemnează păstrarea obiectivului de politică monetară pe termen mediu, acțiunea constantă asupra ratelor dobânzii pe termen scurt, combinate cu lipsa unui angajament asupra traiectoriei ratei dobânzii în viitor. Lipsa unui pre-angajament a făcut posibilă și adoptarea unor măsuri de politică monetară neortodoxă, adică măsurile non-standard care au vizat susținerea cu toate instrumentele a creditului și lichidității.

FED a făcut apel în primul rând la extinderea bilanțului cu titluri altele decât cele de Trezorerie (ale sectorului privat) și în al doilea rând la pre-angajarea pe termen mediu cu privire la nivelul ratei dobânzii (Bernanke, 2011). În plus, FED a primit și sarcini care țin de stabilitatea financiară și pe care până la criza din 2007 nu le-a avut.

Pe aceeași linie a diferențelor cu privire la eficiența ratei dobânzii în ceea ce privește bulele prețurilor activelor este și introducerea analizelor cu privire la intermedierea financiară în modelul care este folosit pentru orientarea ratei dobânzii. Argumentul celor care doresc integrarea sectorului bancar în modelul de echilibru general constă în aceea că dezechilibrele care apar pe această piață nu se manifestă în evoluția prețurilor și ca atare sunt ignorate de către decidentul de politică monetară (Bean, 2011).

Cei care se opun acestei idei, arată că nu s-ar obține niciun avantaj prin complicarea modelului ratei dobânzii pentru că nu s-ar obține informații suplimentare cu privire la decizia asupra ratei dobânzii. Mai mult, aceasta nu ar fi eficientă pentru că analiza impactului intermedierei financiare este rezultatul analizei monetare care este luată în calcul atunci când se decide asupra ratei dobânzii. Analiza monetară este diferită de simpla comparație a agregatului monetar M3 cu valoarea sa aleasă drept referință și include printre altele comportamentul creditului (Issing, 2011).

Politica monetară și ca atare băncile centrale sunt parte importantă din răspunsul la întrebarea „de ce a izbucnit criza”. Însă esențial este ca la terminarea acestei crize băncile centrale și politica monetară să fi învățat lecția crizei.

Bancherii centrali și organismele internaționale – BIS, FMI, G20, Comitetul Basel – nu au oferit încă o opinie clară cu privire la viitorul băncilor centrale. Există în principiu trei întrebări cu privire la viitorul lor:

- care va fi mandatul lor;
- cum își vor atinge obiectivele;

- vor mai fi sau nu independente.

Principala caracteristică a unei bănci centrale este aceea că poate crea lichiditate prin mărirea propriului ei bilanț. Ea nu numai că poate crea lichiditate dar poate să o împrumute fie unei instituții financiar monetare (pentru că banca centrală este împrumutător de ultimă instanță), fie pieței monetare (prin intermediul operațiunilor de piață deschisă). De aici rezultă că mandatul principal al unei bănci centrale trebuie să rămână managementul lichidității (Goodhart, 2010). În acest caz, banca centrală ar fi de fapt principalul actor în asigurarea stabilității financiare.

Pe de altă parte, BIS arată că băncile centrale trebuie să contribuie la împiedicarea apariției de dezechilibre financiare și să reducă riscurile de inflație care decurg din relaxarea excesivă a politicii monetare din timpul crizei financiare (Caruana, 2011). Altfel spus, împrumutătorul de ultimă instanță al băncilor centrale consideră că băncile centrale vor avea în continuare ca mandat stabilitatea prețurilor și vor contribui la stabilitatea financiară.

Goodhart însă arată că este greșit să se pună întrebarea dacă o bancă centrală care folosește instrumentul ratei dobânzii trebuie să se ocupe și cu stabilitatea financiară și managementul lichidității. După părerea lui trebuie să fie analizată eficiența însărcinării unei instituții care se ocupă cu managementul lichidității și cu stabilitatea financiară și cu decizia asupra ratei dobânzii (Goodhart, 2010). În acest sens, sunt elocvente cuvintele unui fost guvernator al Băncii Angliei, Lord Cobbold care atrăgea atenția că ***o bancă centrală este în esență o bancă și nu un grup de studiu***. Remarca sa are în vedere faptul că nucleul activității băncii centrale este reprezentat de piață și lichiditate și nu de rata dobânzii. Rata dobânzii este o funcție de reacție iar important nu este cine o stabilește ci cum o stabilește, astfel încât nivelul ales să nu dezechilibreze piața.

Poziția bancherilor centrali este în principiu că mandatul în viitor al acestor instituții va fi de țintire a inflației flexibilă (***Flexible inflation targeting***), prin aceasta fiind definit atât esența preocupării lor pentru stabilitatea prețurilor, dar și flexibilitatea în ceea ce privește instrumentele care vor fi utilizate (Bean, 2011; Bernanke, 2011; Shirakawa, 2010).

În general în literatura de specialitate de după criză există un consens cu privire la faptul că băncile centrale vor trebui să coopereze în scopul prevenirii unor dezechilibre ca cele care au determinat riscul sistemic în 2007 atât cu instituțiile guvernamentale de la nivel național, cât și cu cele de la nivel internațional. Deciziile G20 și ale UE au determinat apariția unor noi organisme și mecanisme implicate în politica macroprudențială atât la nivel național cât și la nivel internațional. ***UE a înființat un consiliu de risc sistemic dar și un comitet al supraveghetorilor naționali pe piețele financiare. Toate acestea însă presupun că băncile centrale vor avea un mandat mai consistent pe parte de stabilitate financiară.***

Una dintre întrebările care decurg din cooperarea presupusă de mandatul de stabilitate financiară este aceea legată de independența băncilor centrale. Spre exemplu, cooperarea cu instituțiile guvernamentale în cazul falimentelor unor instituții bancare ar putea duce la pierderea credibilității băncilor centrale datorită unor decizii în care sunt amestecați banii contribuabililor. (vezi Bridge Bank). Soluția sugerată de Goodhart este aceea ca tocmai în sensul păstrării independenței politicii monetare banca centrală nu trebuie să fie implicată în determinarea nivelului ratei dobânzii (Goodhart, 2010). Argumentul celeilalte tabere constă în aceea că

independența este esențială pentru instituția care are rolul să modifice rata dobânzii tocmai atunci când economia este în creștere și presiunea politică a guvernului ar fi în încurajarea trendului (Caruana, 2011).

Băncile centrale au fost prima și aproape singura linie de apărare în timpul crizei financiare izbucnită în 2007. Implicarea lor în rezolvarea problemelor de solvabilitate și de ajustare structurală după terminarea crizei financiare a ridicat probleme serioase pentru eficacitatea instrumentarului de care dispun aceste instituții.

În aceste condiții, este legitimă întrebarea dacă, pe lângă o bancă centrală, o economie suverană nu are nevoie și de un mecanism sub forma unui capital (fie el fond de investiții sau de rezervă) care să poată fi folosit pentru a aloca resursele de capital necesare atunci când apar probleme de solvabilitate (pentru a nu se mai face apel la fondurile contribuabililor) și atunci când ajustarea structurală tinde să ducă economia în recesiune (pentru a nu afecta veniturile contribuabililor).

Mai mult, în etapa actuală când dorim cu toții să ieșim din criză, să realizăm o creștere economică sustenabilă și incluzivă, dar ne confruntăm cu spectrul finanțării locale limitate din partea băncilor care fac parte din grupuri internaționale ne putem pune întrebarea (la care trebuie să avem un răspuns afirmativ) dacă nu este momentul să construim o bancă autohtonă de importanță sistemică și strategică, un *market maker*? Această instituție este chemată să reducă efectele crizei de intermediere (o criză a creditului pe piața noastră se face simțită cu forță) și a unei eventuale crize de solvabilitate în sistemul bancar cu efecte negative pe termen mediu și lung. O economie suverană, având interese naționale, poate aloca resurse pentru constituirea capitalului acestei bănci din fonduri de rezervă sau din fonduri de investiții. La constituirea capitalului și pentru finanțarea activității acestei bănci trebuie să se apeleze și la resursele private autohtone (atât ale corporațiilor, cât și ale gospodăriilor). Nimeni nu ne poate opri în efortul nostru de a transforma România într-un pol de stabilitate cu efecte pozitive pentru Uniunea Europeană.

În loc de concluzii

Actuala fază a crizei din Europa, realitatea internă și internațională, ne presează la acțiune și soluții. Suntem capabili să finalizăm un proiect național de asemenea importanță având țintă finală intrarea pe piața românească a unei bănci de importanță sistemică având capital autohton ?

Consecvent fiind în acest demers consider că a sosit momentul de la care nu mai putem avea nici o scuză pentru întârziere.

Bibliografie

Adrian, T. and H.S. Shin “Liquidity, monetary policy, and financial cycles,” Current Issues in Economics and Finance, FRB New York January 2008.

Bank for International Settlements “Recent innovations in international banking”, Report prepared by a Study Group established by the central banks of the Group of Ten countries, Basel, April (Cross Report) 1986

Bean, C. “Central banking then and now”, Speech at the Sir Leslie Melville Lecture, Australian National University, Canberra, 12 July 2011

Bernanke, B. S. “The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice”, Remarks at the 56th Economic Conference, Federal Reserve Bank of Boston, 18 October 2011

Borio, C. “Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision”, Banque de France Financial Stability Review No. 13, September 2009

Borio, C. “Central banking post crisis: What compass for uncharted waters?”, BIS Working Papers No 353, September 2011

Borio, C. and M. Drehman, “Assessing the risk of banking crises – revisited”, BIS Quarterly Review, March 2009, pp. 29-46

Brunnermeier, M., Gorton, G. and A. Krishnamurthy “Risk topography”. Princeton University, 2010

Caruana, J. “Central Banking between past and future: which way forward after the crisis?” Speech at the South African Reserve Bank 90th Anniversary Seminar, 1 July 2011

Clement, P., “The term “macroprudential”: origins and evolution”. BIS Quarterly Review, March 2010

Dănilă, N.: “ Soluții la actuala criză ... Suntem cu temele făcute ?” , Z.F. 23.03.2009

Dănilă, N. : “ Nu ne putem permite doar să așteptăm revenirea economiei mondiale fără să facem nimic “ Z.F. 15.01.2010

Dănilă, N. : “ Dezvoltare strategică sau ajustări frecvente “ , Conferința Constanța, martie 2010, site BNR

Dănilă, N. : “ Strategie de Dezvoltare pentru România, acum ! “ Standard.ro, martie 2010

Dănilă, N. : “ Rolul sistemului bancar din Romania în reluarea creșterii economice “ , Conferința Sibiu și Alba Iulia, Octombrie 2010, Site BNR

Dănilă, N. : “ Globalizarea Crizei. Sau Criza Globalizării ? “ Economistul nr. 5,6 și 7 Martie 2011

Dănilă, N. : “ Economisirea și perspectivele creșterii economice”, Conferința Constanța Mai 2011, site BNR

Dănilă, N. : “ Sistemul bancar din România – pilon de bază al sistemului financiar “, Conferința Constanța Septembrie 2011, site BNR

Economistul în dezbateri : “ România, în fața provocărilor globale” (Dănilă, N.) – Economistul, 21 Noiembrie 2011

Financial Stability Board, International Monetary Fund, Bank for International Settlements “Macprudential Policy Tools and Frameworks. Progress Report to G20”, 27 October 2011

Galati, G., Moessner R. „Macprudential policy a literature review”, BIS Working Papers No. 337, February 2011

Gerdesmeier, D., B. Roffia and H-E. Reimers “Asset price misalignments and the role of money and credit,” ECB working paper no. 1068, 2009.

Goodhart, CAE “The changing role of central banks”, BIS Working Papers No. 326, November 2010

Greenspan, A. “Opening Remarks,” in *Rethinking Stabilization Policy* (The Federal Reserve Bank of Kansas City), 2002.

Hanson, S., A. Kashyap and J. Stein, “A Macprudential Approach to Financial Regulation”. Forthcoming in *The Journal of Economic Perspectives*, 2010.

Issing, O. “Lessons for Monetary Policy”, Presentation at the International Monetary Fund Conference Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis, March 2011

King, M. “Do we need an International Monetary System?”, Speech at the 2011 Economic Summit at the Stanford Institute for Economic Policy Research, 11 March 2011

Nier, E., Yang, J., Yorulmazer, T. and Alentorn, A, “Network Models and Financial Stability”, Bank of England Working Paper No.346, 2008

Padoa-Schioppa, T., “Central Banks and Financial Stability: Exploring the Land in Between”, in *The Transmission of the European Financial System*, V. Gaspar, P. Hartmann and O. Sleijpen (eds), European Central Bank, Frankfurt 2003

Padoa-Schioppa, T., “Interdependence and Cooperation: an endangered pair?”, Dinner speech, Basle, 27 June 2005

Perotti E. and J. Suarez (2009b), “Liquidity insurance for systemic crises”, Testimonial at the Select Committee on Economic Affairs for Banking Regulation and Supervision, House of Lords, February 24 (<http://www.publications.parliament.uk/pa/ld200809/ldselect/ldconaf/101/9022405.htm>).

Shin, H. S., “Financial intermediation and the post-crisis financial system”. BIS Working Papers No. 304, March 2010

Shirakawa, M. “Revisiting the philosophy behind central bank policy”, Speech at the Economic Club of New York, 22 April 2010

Trichet, J-C “Credible alertness revisited”, Intervention at the symposium on Financial stability and macroeconomic policy, Jackson Hole, 22 August 2009

Weidmann, J. “Managing macroprudential and monetary policy – a challenge for central banks”, Speech at the SUEF/Deutsche Bundesbank Conference 2011, 8 November 2011

14.12.2011