

## NOUA PARADIGMĂ: SFÂRȘITUL MULTILATERALISMULUI

*Eugen Dijmărescu*

Finanțele (în sens generic) constau într-un comerț al anticipațiilor ce se desfășoară în cadrul unui sistem interconectat, în situații de informații asimetrice ale participanților și care comportă incitări prociclice. Acest comerț are efecte de amplificare și o dinamică nelineară. Sistemul financiar are însă un rol esențial în alocarea resurselor în timp și spațiu, în condiții de incertitudine.<sup>1</sup>

Înainte de primul război mondial lumea intrase deja pe calea găsirii ancorelor de stabilitate, legarea cursurilor de schimb de etalonul aur și libertatea circulației capitalurilor fiind germenii acesteia. Bretton Woods a adus o primă restructurare, prin instituirea sistemului de cursuri de schimb “fixe, dar ajustabile” și, prin îngrădirea libertății de circulație a capitalurilor, a instituit primatul intervenționismului național asupra liberalismului. Realitatea a evoluat în direcția eșecului reprimării circulației capitalurilor : în fapt, contribuția pe care acordurile de la Bretton Woods a avut-o la redresarea economiilor de după al doilea război mondial a încurajat, chiar, apariția și dezvoltarea pieței eurodolarilor, companiile multinaționale ocolind suprataxa americană asupra ieșirilor de capital prin împrumuturile offshore în dolari, mijlocite de băncile internaționale. Ambiția americană (« as good as gold ») s-a năruit și din 1976 (acordurile din Jamaica) lumea a intrat în epoca flotării cursurilor de schimb și a liberalizării circulației capitalurilor, politicile interne fiind supuse armonizării cu evoluțiile celor de plan internațional.

În prezent, stabilitatea nominală a monedelor nu mai este legată de un curs de schimb față de o deviză convertibilă centrală, ci depinde din ce în ce mai mult de stabilitatea prețurilor, a puterii de cumpărare a monedei. În fapt, după criza financiară trecută, s-a realizat o convergență a monedelor de referință ale lumii - dolarul, euro, lira sterlină și yenul - către un nivel al stabilității monetare exprimat prin evoluția prețurilor din economie în jurul valorii de +/- 2% anual, măsurată într-o perioadă de termen mediu.<sup>2</sup> Această convergență aritmetică a definiției de stabilitate monetară poate fi considerată drept una din cele mai profunde transformări de după criză.

Pe de altă parte, îndatorarea publică nu a încetat să crească. Practic, în quasi-totalitatea economiilor, situația bugetară a continuat să se degradeze după criză, în indiferență totală față de

---

<sup>1</sup> R. Levine, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, Journal of Economic Literature, 1997

<sup>2</sup> J-C. Trichet, *Préface, La vulnérabilité du système financier mondial*, 2018

mobilitățile care au stat la baza ei. Atât datoria publică, cât și cea privată au continuat să crească pe plan global, fără a se fi dezvoltat nicio măsură anticiclică, ceea ce menține un grad ridicat de vulnerabilitate a sistemului economic și financiar global.

Soluțiile de contracarare a vulnerabilităților ar trebui să fie globale, dar acest lucru nu este ușor de atins din considerente care sunt legate de structura diferită de finanțare a economiilor : economia europeană este finanțată în proporție de 75% de bănci, în timp ce economia americană doar în proporție de 25%. Astfel spus, povara aplicării cerințelor Basel III, a capitalizării suplimentare a băncilor și, în extremis, a salvării lor, are un impact mult mai larg asupra economiilor europene.

Chiar dacă s-au îndreptat într-o direcție bună, reformele născute după criza din 2007-2008 prin efortul Comitetului de la Basel, a Consiliului pentru Stabilitate Financiară și a G20, sprijinite de acțiunile FMI și BCE, nu sunt suficiente pentru a determina o schimbare radicală în domeniul financiar și monetar. La un deceniu după criză, piața financiară depășește 320 mii de miliarde dolari, adică este de 4 ori mai mare decât PIB-ul mondial, purtând cu sine un comportament instabil și generator de externalități considerabile.

Costul economic și social al crizei trecute este considerabil în termenii oportunităților pierdute : PIB-ul UE ar fi putut fi cu 20% mai mare dacă condițiile din precedenții 15 ani ai crizei ar fi continuat. Pe de altă parte, costul politic al acesteia este incalculabil, prin faptul că s-a produs o decădere a elitelor și modelelor deschise ale economiei mondiale, cât și a liberalismului. Agravant este faptul că mediul financiar global este mai mult dominat de incertitudine decât supus riscului. Riscul poate fi modelat și controlat, incertitudinea nu.

La umbra și cu participarea sistemului bancar, generator el însuși de monedă privată, se extinde un “shadow banking” (intermediarii financiari non-bancari) al cărui volum de operațiuni a depășit echivalentul a 100 mii de miliarde dolari (2012), de la 27 mii miliarde dolari în 2002, și care utilizează de operațiuni quasi-repo cu active pe termen scurt (bonurile de tezaur americane pe termen scurt fiind preferate) ca de o emisiune de lichiditate, folosită în operațiunile de finanțare a terților. O parte semnificativă a sistemului financiar contemporan își generează, astfel, propria monedă, cu propria ei viteză de circulație (mai alertă), amplificând astfel cererea de active financiare și dilatarea pieței, proces față de care politicile publice sunt ezitante.

Un aspect care nu poate fi lăsat deoparte este transformarea/scăderea atractivității piețelor publice (burselor) : numărul firmelor listate la bursele americane a scăzut la 3627 în 2016, față de 4943 cu patru decenii în urmă.<sup>3</sup> În contrast cu spiritul întreprinzător al americanilor, în condițiile creșterii populației de la 219 la 324 milioane, numărul firmelor listate/1 milion locuitori, a scăzut de la 23 la 11. Ce a dispărut de pe piețele publice ? În principal firmele mici și mijlocii și cele care au pus accentul pe finanțarea activelor intangibile (neattractive pentru speculatori), în principal din domeniul cercetării și al dezvoltării. Este axiomatic faptul că în condițiile reducerii dramatice a ponderii societăților cu active de până la 100 milioane dolari, de la 61,5% din totalul companiilor listate (1975) la doar 22,6% în 2015, acestea s-au îndreptat către sursele alternative de finanțare de pe piață.

Prima parte (2007-2009) a crizei financiare globale a fost un “run on the shadow banking”<sup>4</sup> care a îmbrăcat două forme : pe de o parte ne-reînnoirea de către investitori a liniilor de finanțare (sau, dacă au făcut-o, la un cost exorbitant), iar pe de altă parte creșterea pretențiilor de “haircut”.<sup>5</sup> Astfel s-a ajuns la o rarefiere a titlurilor susceptibile de a fi folosite drept colateral, ceea ce a rezultat în criza de lichiditate. Un haircut de 20% aplicat asupra unei piețe repo de 10.000 miliarde dolari (echivalentă cu mărimea sistemului bancar american) a dat naștere unei nevoi suplimentare de finanțare netă de 2.000 miliarde dolari, generând interacțiunea riscului de credit cu cel de lichiditate.

Se poate spune că reformele aduse controlului și funcționării sistemului financiar global după criza prin care a trecut au fost substanțiale și îndrăznețe, dar nu radicale : cursa mecanismelor sofisticate între industria financiară și reglementatorii pieței este aprioric pierdută de ultimii, mai ales pe planul durabilității efectelor. Un egoism naționalist a făcut să nu se pună tranșant problema repunerii în cauză a sistemului monetar național și internațional, teama fiind cea dintâi căreia îi putem atribui replierea către încrederea în ordinea monetară națională.

Astfel, răspunsul politicilor publice la o criză sistemică rămâne axat pe trei coordonate : 1) socializarea pierderilor ; 2) creșterea datoriei publice pentru a stăvili efectul recesionist al crizei ; 3) scăderea dobânzii de politică monetară pentru a facilita curățarea bilanțurilor agenților economici.

---

<sup>3</sup> René M. Sculz, *The Shrinking Universe of Public Firms: Facts, Causes, and Consequences*, NBER Reporter 2018 (2)

<sup>4</sup> G.B. Gorton, A. Metrick, *Securitized Banking and the Run on Repo*, NBER Working Paper, 2009

<sup>5</sup> Diferența între valoarea de piață a unui activ folosit drept colateral la un împrumut și valoarea atribuită la momentul împrumutului.

Pentru a îndepărta cât mai mult o asemenea perspectivă, statele au împins sarcina asigurării/protejării stabilității financiare către băncile centrale, formulele de QE și presiunea pentru reducerea dobânzii de referință fiind subordonate obiectivelor macro-economice de stimulare a cererii și reconstituire a solvabilității companiilor. O formă de stabilitate asistată, de respirație artificială.<sup>6</sup> Cu acest tratament datoria totală a statului, publicului, companiilor și băncilor a revenit în țările avansate, după o perioadă scurtă de reducere, la o mărime de circa 4 ori PIB-ul, ca și în 2009.

Lipsa de progrese semnificative în ceea ce privește interacțiunea între un sistem financiar liberalizat și regimurile naționale de politică monetară și financiară, inapte să prevină apariția dezechilibrelor, începe timid să fie luată în seamă la nivel european, dar contextul politic, deteriorat între timp, ține la distanță orizontul unei soluții adecvate.

Situația actuală a îndatorării statelor nu este inedită, dar este extraordinară : FMI estimează datoria totală din lume la 164 mii miliarde dolari (Fiscal Monitor, aprilie 2018), respectiv 225% din PIB-ul global, adică de circa două ori mai mare decât înaintea declanșării crizei datoriei din 2007. Exceptând Germania, datoria globală a crescut în mai toate țările G20. Excesul îndatorării, susținut de excesul finanțării pe termen scurt, atât din partea sistemului bancar, cât și prin „shadow banking” a dus la interacțiunea riscului de credit cu riscul de lichiditate, respectiv între volumul datoriei și natura ei.

Este o atitudine politică absolut meschină aceea de a nu stopa/încetini apetitul public și privat al îndatorării, dar a pune praguri îndatorării băncilor. S-a ajuns în situația ironică ca cei cărora le sunt impuse cele mai multe reglementări să fie, în continuare, cei mai îndatorați. Asta inclusiv datorită situării dobânzilor la un nivel mic, ceea ce le face să acționeze ca un analgezic asupra simptomelor supraîndatorării.

Incapacitatea politicilor publice de a preveni ciclurile financiare și a frâna elasticitatea excesivă a sectorului financiar de a credita, traduce eșecul politicilor interne în fața efectului de amplificare a finanțelor globale. Slăbiciunea acestor politici publice nu este străină de comportamentul micro-economic, al agenților economici, ale căror decizii sunt eminate pro-ciclice și întemeiate pe o combinație a susținerii liberalizării pieței financiare cu o politică de stabilitate a prețurilor pe termen scurt.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Pierre Cailleteau, *La vulnérabilité du système financier mondial*, Economica, 2018

<sup>7</sup> Claudio Borio, *The International Monetary and Financial System: In Achilles Heel and What to do about it*, BIS Working Papers, 2014

În ansamblul său sistemul financiar este confruntat cu „trinitatea profană” (Unholy Trinity)<sup>8</sup>, de trei ori multiplicată :

- Nu poți avea în același timp stabilitatea cursului de schimb, libertatea de mișcare a capitalului și o politică monetară autonomă ;
- Nu poți năzui să te bucuri concomitent de stabilitate financiară, integrare în sistemul financiar internațional și de o politică de stabilitate financiară națională ;
- Nu poți avea în același timp democrație, suveranitate națională și integrare în economia mondială.

Incapacitatea de a da soluții celor trei trileme conduce opțiunile politicianilor către soluția unei dileme : o țară nu poate avea o politică monetară independentă (și adaptată propriei sale situații conjuncturale) decât dacă mișcările de capital sunt reglementate și acompaniate de politici macro-prudențiale riguroase.

Și totuși, în pofida valului de contestare la adresa sistemului bancar și financiar, mai ales după neplăcerile crizei declanșate în 2008, cu toate reformele inițiate spre a calma apetitul tuturor pentru bani, sfera finanțelor continuă să se dilate, să crească. După FSB<sup>9</sup> la sfârșitul anului 2016, instituțiile financiare din țările care reprezintă 80% din PIB-ul mondial aveau active în valoare de 340 mii miliarde dolari (comparativ cu 145 mii miliarde în 2003), astfel împărțite :

- Băncile centrale : 26,2 mii miliarde
- Sectorul bancar : 137,8 mii miliarde
- Instituțiile financiare publice : 16 mii miliarde
- Companiile de asigurări : 29,1 mii miliarde
- Fondurile de pensii : 31 mii miliarde
- Alte instituții financiare (definiție largă pentru shadow banking) : 99,2 mii miliarde. Aici se regăsesc fondurile de investiții, instituțiile financiare captive (holdinguri), societățile de gestiune a activelor (securities firms), vehiculele de finanțări structurate, hedge funds, fondurile imobiliare și funciare, casele de compensație.

---

<sup>8</sup> J. Boughton, *On the origins of the Mundell-Fleming model*, FMI, 2012; T.Padoa-Schioppa, *The European Monetary System, a Long Term View*, Cambridge 1988; M.Obsfeld, A. Taylor, *International Monetary Relations, Taking Finance Seriously*, Journal of Economic Perspectives, 2017

<sup>9</sup> FSB, *Global Shadow Banking Monitoring Report*, 2018

Explicațiile unei asemenea evoluții țin, probabil, de următorii trei factori : 1) multiplicarea resurselor financiare este, în substanțială parte, propice creșterii economice (globalizarea a făcut ca economiile emergente și cele sub-dezvoltate financiar să caute recuperarea decalajelor față de statele dezvoltate) ; 2) dezvoltarea formelor de economisire determinată de prudență (creșterea nivelului de trai a încurajat economisirea, al cărei nivel depășește deja investițiile – saving glut) ; 3) crearea de cerere prin crearea de monedă (bilanțurile băncilor centrale au crescut astfel : Fed, de la 900 miliarde dolari în 2007 la 4.500 miliarde în 2017, echivalând cu 25% din PIB, Banca Japoniei, de la 1.500 la 5.000 miliarde dolari, respectiv 100% din PIB și BCE de la 1.000 la 4.500 miliarde, până la 40% din PIB-ul zonei Euro).

*Pro memoria - de ce Brexit-ul chiar doare ? : în 1964 mărimea sistemului bancar britanic echivala cu 64% din PIB. În 2007 era deja echivalentă cu 500% din PIB.*

Existența unei cereri nu face în mod automat o ofertă legitimă din punct de vedere social. Cel puțin o parte a exploziei finanțelor răspunde unei cereri pentru care este dificil de măsurat riscul pe care utilitatea ei îl poate cauza economiei. Chiar dacă nu există o limită fizică a expansiunii de ofertă financiară, o limită etică față de motivația ei socială ar trebui să preocupe reglementatorii pieței.<sup>10</sup>

Multiplicarea financiară, sub toate aspectele, conduce către dematerializarea accelerată a plăților, în fața băncilor centrale punându-se problema gestionării unui statut monetar care poate să fie completat, deja, în maniere multiple. Ideea încetățenită că băncile sunt intermediari pasivi, care nu creează monedă ci doar o alocă, este dificil de conciliat cu expansiunea creditului (a masei monetare), motiv pentru care observăm deja un relativ consens între Banca Angliei, Fed, BCE și FMI potrivit căruia « creditele determină depozitele » și nu invers<sup>11</sup> ! Ideea că băncile ar acorda împrumuturi în funcție de lărgirea sau reducerea bazei monetare de către banca centrală nu mai corespunde prezentului, cu atât mai mult cu cât unele țări avansate au renunțat deja la rezervele obligatorii. Observația conduce către fragilitatea pe care băncile centrale o încearcă, având drept instrument de intervenție de bază doar rata dobânzii, să asigure atât stabilitatea prețurilor, cât și stabilitatea financiară. O reformă ambițioasă a sistemului financiar, oricât de multă autoritate ar avea băncile centrale, nu se poate imagina doar cu mijloacele acestora.

---

<sup>10</sup> Pierre Cailleteau, *Ibid.*

<sup>11</sup> Michael Kumhof, Zoltán Jakab, *The Truth about Banks*, Finance and Development, martie 2016

Marja de manevră a politicii monetare convenționale tinde spre epuizare odată ce nivelul prezent și predictibil al ratei dobânzii fixate de banca centrală rămâne scăzut<sup>12</sup> și intervenția ei devine lipsită de semnificație. În plus, dacă pentru sectorul bancar s-au cizelat mecanisme de protecție a deponenților și cele de privatizare a pierderilor prin procedurile de rezoluție bazate pe bail-in, în privința sectorului financiar non-bancar, ca și a deficitului bugetar și creșterii datoriei publice, contribuabilii sunt încă expuși riscului de acoperire a pierderilor. Ceea ce mult timp a părut un tabu se insinuează tot mai adânc în practica de azi, soluția reducerii poverii datoriei publice devenind „monetizarea fericită” : QE și formula „whatever it takes” (Mario Draghi, Londra, 26 iulie 2012) au contribuit deja la reducerea costului îndatorării publice. Dar practica încurajează statele să persevereze pe drumul îndatorării.

Fără bănci și finanțe economia ar fi condamnată la stagnare și sărăcire și o parte însemnată a prosperității noastre ar fi imposibilă. Totuși, caracterul invaziv al finanțelor, în sensul creșterii bilanțului prin ofertă către sectorul real sau consumatori, este indiferent la utilitatea socială și întreținut de sectorul public prin cererea sa recurentă de finanțare. Pe de altă parte, cei care din motive politice, populiste și electorale exercită presiuni asupra băncilor centrale și sistemului bancar pentru a ține dobânzile la un nivel scăzut, trebuie să nu uite caracterul de neliniște al capitalismului și că deponenții vor privi cu mai multă deschidere oferta fondurilor monetare și de plasament, astfel încât o mare masă de resurse se va muta către o sferă a industriei financiare mai puțin reglementată, dar care sigur va specula pe emisiunile de bonuri de tezaur ale guvernului. Concurența sistemului bancar devine, deodată, mai virulentă.

Acum, când inovația în finanțe revine în prim plan, inclusiv prin mijloace tehnologice (IT), trebuie să se poată discerne între cât de mult intențiile nobile înlesnesc ocolirea sau arbitrajul constrângerilor unor reglementări cu caracter prudențial sau fiscal. Băncile sunt o țintă a preocupărilor de acest fel, fie din punct de vedere al reglementărilor, fie al căutării de noi oportunități de dezvoltare a afacerilor : o problemă financiară nu devine sistemică decât atunci când producătorii privați de monedă sunt prinși în angrenaj. Ori asta vizează în primul rând băncile și amalgamul entităților financiare din bula « shadow banking ».

După prima criză financiară a globalizării au exultat părerile celor care cereau ca operațiunile băncilor să fie raționalizate, ca reglementările să fie mai numeroase și mai severe. La un deceniu după, viața a îndreptat băncile către o continuare a cursului anterior crizei : băncile mari din 2008 au

---

<sup>12</sup> O. Blanchard, L. Summers, *Rethinking stabilization policies, back to the future*, Peterson Institute, 2017

devenit băncile gigantice de azi (bilanțul J.P. Morgan este acum de peste 2,5 mii de miliarde dolari, față de 1,5 mii miliarde în 2007), cele mai mari 20 grupuri bancare europene reprezintă dublul cotei de piață față de cele mai mari 20 bănci americane, bilanțul agregat al europenilor fiind de 30 mii miliarde euro, de peste două ori mai ridicat decât al băncilor americane (13 mii miliarde). Consecința este doar acceptarea formulei « too big to fail ». Dar miile de pagini de reglementări născute pentru a arăta existența unor proceduri fiabile de rezoluție nu au cum să dea rezultate într-un week-end și să facă plauzibil scenariul protejării funcțiilor vitale. De altfel, în perioada post criză, nici în cazul unor bănci mai mici nu a fost testat mecanismul rezoluției, ci autoritatea naționalizării totale sau parțiale prin injecție de capital din resursele fondurilor de garantare a depozitelor.

În paradigma reglementărilor actuale, activitatea bancară constă în maximizarea rentabilității și a riscului în limita constrângerii date de capital. Cu alte cuvinte, reglementatorul pieței stabilește nivelul minim cerut pentru fondurile proprii și banca caută să maximizeze profitabilitatea ținând seama de această restricție. O inversare a paradigmei, cel puțin pentru marile bănci sistemice, ar putea consta în asumarea unui prag explicit de toleranță socială în materia pierderilor. Aceasta ar presupune o imixtiune a reglementatorului sau supraveghetorului pieței pentru ca banca/boardul să nu admită angajarea peste o limită (stabilită valoric) care să excedă un anumit nivel al riscului și în interiorul căreia pierderile ar putea fi suportate de instituțiile publice, precum fondurile de garantare a depozitelor și cele de rezoluție bancară, pentru ca ele să nu se extindă dincolo de limita negociată a toleranței. Impunerea unui prag de toleranță a intervenției publice ar putea fi mai realistă în aplicare decât continua cerință de majorarea a capitalului într-un raport direct cu expunerea. Ceea ce pentru o bancă de talie mică sau mijlocie poate fi o alegere pertinentă, nu mai are cum să fie la fel pentru băncile gigantice, unde nu rata fondurilor proprii ar putea fi soluția fezabilă, ci comensurarea unor miliarde de unități monetare care pot fi înscrise în pragul de toleranță.

Ne aflăm pe tărâmul opțiunii între mai multe bănci mijlocii și mici sau al preferinței pentru băncile mari. În acest domeniu observăm o intensificare a presiunii de separare a operațiunilor comerciale de cele de investiții, ceea ce poate fi calea către o credibilizare a rezoluției prin privatizarea pierderilor.

O altă alternativă poate fi reprezentată de instituirea unui prag minimal al calității creditului pentru toate băncile clasificate mari, în vederea calificării lor pentru un sprijin public în caz de dificultăți. Agențiile de rating fac deja o distincție între calitatea intrinsecă a creditului băncilor (cât de mult se sprijină pe propriile resurse) și calitatea finală a creditului, care ține seama și de sprijinul



ipotetic al statului în caz de nevoie. Nota creditului final este influențată, evident, de ratingul statului. Desigur, această alternativă are conotația unei atitudini restrictive din partea puterii publice, care ar putea institui regula admiterii funcționării pe teritoriul național numai a acelor instituții de credit care au un rating apropiat celui al statului sau doar superior.<sup>13</sup>

Un influent membru al Comitetului de la Basel și fost membru al Consiliului guvernatorilor Fed<sup>14</sup> propune ca indicator de ghidare a redimensionării entităților bancare limitarea creșterii datoriei pe termen scurt a băncilor dincolo de mărimea depozitelor, pornind de la legătura de cauzalitate care a stat la baza „run”-ului din 2008.

În timp ce în sectorul economiei reale marile grupuri industriale suferă ciclic astfel de recalibrări, în industria bancară această practică nu s-a aplicat. În fond, suntem în fața unei decizii similare cu cea pe care americanii au luat-o în Japonia înfrântă după al doilea război mondial, când zaibatsu-rile au fost dezmembrate.

Funcția sistemului financiar este cea de a aloca capitalul, de a diversifica și împărți riscul. Dar, un sistem menit să diversifice și să disipeze riscul, devine el însuși o sursă de risc.<sup>15</sup> Acest adevăr nu trebuie ocolit atunci când proiectăm perspectiva sistemului.

Ce soluții sunt probabile pentru o calmare a creșterii capitalului financiar?

În primul rând regândirea cerinței de lichiditate. Băncile sunt întotdeauna în situația complicată de a deține active dificil de valorificat (mai ales creditele acordate întreprinderilor, și cu o notă de dificultate crescută cele pentru IMM-uri) și de a lichida un pasiv (depozitele) convertibil imediat în monedă, deci exigibil la valoarea nominală. Printr-o înțelegere de refinanțare cu banca centrală, băncile comerciale ar putea recurge la dimensionarea activului greu de lichidizat prin limitarea lui la volumul depozitelor la vedere și datoria scadentă în următoarele 12 luni.<sup>16</sup> În acest fel, banca ar dobândi o garanție de lichiditate reînnoibilă an de an.

În al doilea rând, o soluție poate consta în atenuarea freneziei piețelor financiare susținută de investitorii instituționali. În esență, aceștia sunt încurajați de obiectivele politicilor publice, deținătorii

---

<sup>13</sup> Vezi disputa Pierre Cailleteau – Jean-Claude Trichet în *La vulnérabilité du système financier mondial*, 2018

<sup>14</sup> D. Tarullo, *Industry structure and systemic risk regulation*, Fed, 2012

<sup>15</sup> Lawrence H. Summers, *Reforming and Renewing the Financial System*, Pew Trust Conference, Martie 2010

<sup>16</sup> Mervyn King, *The End of Alchemy-Money, banking and the future of global economy*, Little Brown, Londra, 2016

activelor fiind fondurile de pensii, fondurile suverane, companiile de asigurări, ale căror plasamente sunt mereu o speculație à la hausse contra titlurilor de trezorerie. Caracterul lor de a fi acționari ai mai tuturor marilor întreprinderi ale lumii le dă stabilitate și în același timp le oferă o piață sigură de plasament a resurselor, în limita unui risc mediat de raportul între a opera drept asset owners sau prin asset managers. *BlackRock, State Street, PIMCO, Vanguard, Amundi* ș.a. domină piețele financiare pe care mișcă sute de miliarde de dolari în fiecare săptămână. Apetitul lor pentru cumpărarea de titluri de trezorerie întreține falsa credință a politicianilor de la putere că își pot permite orice. Impunerea unei cerințe de „disclosure” trimestrială asupra vitezei de rotație a portofoliului ar fi un prim pas către limitarea goanei după profit imediat, născut mai mult dintr-o speculație financiară, decât dintr-un plasament sigur. Investitorii investiționali administrează mii de miliarde de dolari în toată lumea și, în consecință, impactul lor asupra stabilității este copleșitor. Tocmai de aceea apropierea lor de un regim de supraveghere dominat de prudențialitate, ca și în cazul băncilor, ar putea fi o cale către o moderație mai bine stăpânită a piețelor financiare.

A treia cale ar fi cea de a face pasivul statelor mai elastic. Datoria suverană se află la cele mai înalte niveluri și aceasta inclusiv ca urmare a politicilor de scădere a dobânzilor de către băncile centrale. Ceea ce statele ignoră în mod voit este caracterul pro-ciclic al îndatorării, care o face să crească permanent. Cei care au cunoscut restructurarea (Argentina, Grecia, Ucraina) au făcut cunoștință cu obligațiunile indexate la creșterea PIB și cu obligațiunile extensibile : în cazul primelor cuponul este indexat cu variația PIB-ului nominal; în cazul al doilea scadența lor se poate extinde la declanșarea unui indicator predefinit (diferențialul de dobândă, variația veniturilor fiscale sau a PIB, etc). Găsirea cumpărătorilor interesați de astfel de titluri este mai dificilă, dar pentru state riscul supraîndatorării s-ar reduce.<sup>17</sup> Deoacumdată niciunul din statele avansate, a căror datorie publică este în creștere, nu a recurs la soluție, deși există un sentiment pozitiv față de posibilitatea folosirii acestor instrumente. Conjunctura, însă, a favorizat statele, cel puțin temporar, prin beneficiul dobânzilor scăzute și al unei îndatorări „ieftine”. Probabil că semnalul ar putea fi impus cu șanse de succes de către instituțiile financiare multilaterale care ar putea uza de instrumente de creditare indexate la PIB, măcar pentru statele a căror precaritate în rambursarea datoriei externe este o realitate. Pe plan intern rolul de stimulare al acestor instrumente ar trebui să revină băncilor centrale care să acorde un haircut mai mic pentru instrumentele indexate la PIB, dar și guvernelor care ar putea admite o deducere fiscală pentru cumpărătorii respectivelor titluri.

---

<sup>17</sup> IMF Policy Paper, *State-contingent debt instruments for Sovereigns*, mai 2017

Economia mondială avansează în ritmuri de creștere robuste, care dau confortul stabilității. Acesta este momentul în care regulile precedente de desfășurare a schimburilor și mișcărilor de capital sunt puse sub semnul contestării, dintr-o „înțelegere” a pericolului pe care un regim acceptat la nivel global îl poate aduce țintelor egoismului național.

Pe de altă parte, sistemul financiar pare, la rândul lui, stabil și confortabil pentru capitalul pe care îl pune la dispoziție tuturor. În multe locuri discuțiile despre reglementare, prudențialitate și risc apar ca fiind în primul rând ale altora, ale celor care vor să și-l apropie, și cu conotație de potențială îngrădire a accesului nostru la resursele pieței.<sup>18</sup> De aceea refugiul către naționalism apare ca favorizând ieșirea dintr-un angrenaj pe care alții vor să-l impună. În fapt, tocmai dezmembrarea cooperării face loc instrumentelor din shadow banking, cu riscurile pe care ele le pot avea. Criptomonedele nu sunt un sistem de generare ordonată a ofertei de monedă, dar prosperă din teama că ceea ce este cunoscut, dar supus autorităților publice într-un cadru de angajament multilateral, poate deveni instabil ca urmare a dorinței de ruptură pe care o întreținem. Atitudinea celor care resping criptomonedele este mai degrabă retrogradă decât dovadă a stăpânirii de sine: știrbirea rolului de emisiune al băncilor centrale este deja un fapt împlinit și ele ar trebui să observe că tocmai voința de repliere spre interior a politicilor monetare împinge noile tehnologii spre crearea de monede virtuale, recunoscute ca mijloc de plată pe piețele financiare. Tocmai pentru că criptomonedele nu cunosc granițe, abordarea lor ar trebui să fie o răspundere globală.<sup>19</sup>

Băncile centrale au fost întotdeauna caracterizate de păstrarea unei atitudini prudente, chiar conservatoare. Prezentul o ia însă înaintea capacității lor de adaptare, determinând o conviețuire a două sisteme, oarecum asimilabilă aptitudinilor de economisire ale pensionarilor în contrast cu apetitul pentru nou și risc al tinerilor. Deoarece este tot mai evident că stabilității financiare nu îi pot răspunde adecvat mijloacele politicii monetare, băncile centrale sunt fie în poziția structurării unor raporturi de conlucrare cu alte autorități ale pieței, căutând să nu devină subordonate lor, fie să caute o redefinire a statutului, înclinând mai mult balanța spre reglementarea și supravegherea segmentelor de piață care sunt creatoare private de monedă, însușindu-și un rol mai mare în economie. Formula de supraveghere macro-prudențială experimentată în prezent apare ca fiind neconcludentă și care disipează răspunderea instituțiilor membre.

---

<sup>18</sup> Faptul că FMI este lipsit de mijloace de a impune măsuri corective altor state (a căror piață financiară, prin mărime, poate afecta întregul sistem), decât celor care sunt într-un program de asistență financiară cu Fondul, este un argument de care se uzează pentru a-i contesta legitimitatea și eficacitatea. Vezi Katharina Gnath, Stormy-Annika Mildner, Claudia Schmucker, *G20, IMF, and WTO in Turbulent Times – Legitimacy and Effectiveness Put to the Test*, SWP Research Paper 10, Berlin 2012

<sup>19</sup> Christine Lagarde, *A Regulatory Approach to Fintech*, Finance & Development, martie 2018

Supravegherea macro-prudențială nu poate fi efectivă prin enunțuri ale conducătorilor, ci doar prin acțiuni ale instituțiilor. În legătură cu acest aspect, băncile centrale ar trebui să renunțe la funcția de mediator al riscurilor financiare în favoarea celei de initiator al politicilor de protecție a stabilității financiare.<sup>20</sup> Cu atât mai mult se justifică asumarea acestui rol, cu cât liderii locali doresc să se îndepărteze de multilateral.

Practica post-criză a dovedit că în funcție de atributele conferite băncilor centrale în diferite jurisdicții, acestea au acționat cu rol de consiliere în materia politicilor micro și macroeconomice, mai pregnant sau disimulat în publicațiile proprii, și în principal prin pârghia politicii monetare. Acest mecanism poate fi însă pervers, căci caracterul prea restrictiv al acestora poate declanșa riscul unei recesiuni în economia reală, căreia operatorii micro-ecomiei vor căuta să-i răspundă cu un apel agresiv la sursele alternative de finanțare.<sup>21</sup> Înaintarea nu poate avea loc, însă, decât acceptând că piața a luat-o cu mult înaintea reglementatorilor ei și că supravegherea acestora este incompletă. Necesitatea reformei instituțiilor de supraveghere a pieței este deja o urgență. Acțiunea trebuie să nu întârzie căci riscul ștergerii semnificației pentru piață a instituțiilor tradiționale de către inteligența artificială crește de la zi la zi.

---

<sup>20</sup> Peter Praet, ECB, *The (changing) role of central banks in financial stability policies*, Chicago, 2011

<sup>21</sup> Rose Cunningham, Christian Friederich, *The Role of Central Banks in Promoting Financial Stability: An International Perspective*, Ottawa, 2016