

SISTEMUL FINANCIAR GLOBAL CAPTIV ÎNTRE POLITICĂ ȘI INTELIGENȚĂ

La un deceniu distanță de la căderea Lehman Brothers, care a marcat intrarea în criza globală, se poate spune că Lumea s-a preocupat insistent pentru ca viitorul să fie mai bine pregătit și stabilitatea financiară să fie protejată. Mai bine nu este și echivalentul unui scut de netrecut. Istoria economică a Lumii a relevat că motorul declanșării unei crize nu este mereu același și, de fiecare dată, ceea ce este mai sofisticat, mai în vogă, poartă cu sine și declanșatorul crizei. Studiul de față se concentrează asupra unei componente a economiei, sistemul financiar. Poate cea mai importantă azi, dar nu singura. Christine Lagarde atrăgea atenția recent asupra complexelor legături dintre sectorul financiar și economia reală¹, un aspect pe care cei mai mulți politicieni contemporani crizei l-au ignorat, lipsa lor de reacție determinând creșterea facturii crizei. Reglementarea sistemului financiar urmărește o țintă mișcătoare, determinată atât de faptul că progresul tehnologic mută relațiile financiare în alte sfere, cât și de faptul că societatea își schimbă criteriile valorice.

Există, deopotrivă, preocupări și temeri față de administrarea sistemului financiar global, argumentelor susținerii cooperării internaționale pentru a progresa și a ne proteja împreună fiindu-le contrapusă teama de globalizare (învinovătită pentru decalajele încă existente) și reaşezarea locurilor în economia mondială, prin diminuarea ponderii liderilor tradiționali în favoarea statelor emergente. Vinovații de serviciu sunt comerțul (deschiderea pieței mărfurilor și serviciilor) și sectorul financiar-bancar (deschiderea pieței capitalului), dându-se deoparte impresionanta creștere a bunăstării globale, creșterea ofertei de locuri de muncă și avansul tehnologic prin cooperare realizate în ultimele șapte decenii.

Este un truism faptul că societățile din sectorul financiar-bancar favorizează profitul înaintea prudenței pe termen lung și opțiunile pe termen scurt față de preocuparea pentru sustenabilitate. Dacă Europa a limitat din 2014 valoarea bonusurilor anuale ale celor angajați în efectuarea operațiunilor de trezorerie la valoarea venitului anual fix, nu același lucru s-a întâmplat în SUA unde bonusurile plătite în contul rezultatelor anului 2017 s-au ridicat la 31,4 miliarde

¹ Christine Lagarde, *Ten Years After Lehman – Lessons Learned and Challenges Ahead*; IMF, 5 septembrie 2018

dolari, respectiv o medie de 184.220 dolari, adică la cel înalt nivel de după 2006 (191.360 dolari)², încă o dovadă a îndepărtării administrației Trump de nevoia de reformă a reglementărilor de pe cea mai mare piață de capital a lumii. Lucrurile n-ar sta așa dacă înseși guvernele n-ar fi averse de resurse pentru a-și ține promisiunile electorale sau pentru a acoperi deficitele rezultate din perseverența aplicării unor politici proaste.

Acest studiu nu este un răspuns la îndoielile cu care ne confruntăm și nici nu are pretenția să construiască modelul viitoarei arhitecturi a sistemului financiar internațional. În primul rând nu știm dacă liderii momentului mai doresc un sistem bazat pe interacțiune și responsabilitate comună sau favorizează spațiul economic intern, fiind dezinteresați de răspunderile globale. Donald Trump excelează prin desconsiderarea multilateralismului și este foarte improbabilă o menținere a leadershipului american de pe poziția „America First”. Extinderea în termeni geografici a participanților la procesul globalizării și complexitatea comunicării dintre aceștia au crescut gradul de permeabilitate a frontierelor, astfel încât dorințele de încetinire sau recul al globalizării nu vor putea duce la întoarcerea sistemului financiar la un moment din trecut, ci doar îl va canaliza către alte segmente ale pieței, suscitând mereu căutarea de norme destinate asigurării prudențialității și protejării stabilității dobândite.

Pe măsură ce organismele internaționale (FMI, UE) și-au accentuat abordările de tratament colectiv al gestionării practicilor de control al piețelor financiar-bancare, au apărut și susținătorii unui tip de populism economic pe care îl socotesc mai util decât să accepte noi reduceri de prerogative ale suveranității. Populismul economic este înțeles ca o respingere a restricțiilor în implementarea politicilor economice, astfel încât autoritățile independente (de genul băncilor centrale) și regulile pe care ele le impun cu privire la echilibrul macroeconomic să fie filtrate și prelucrate de autoritățile alese/numite pe criterii politice.

Atractivitatea populismului economic se bazează pe două deficiențe care pot să se manifeste în ceea ce privește politicile economice. Pe de-o parte, implementarea politicilor economice este afectată de lipsa simultaneității, în sensul că politicile economice produc costuri pe termen scurt pentru politicienii care le implementează și aduc câștiguri de bunăstare pe termen lung pentru populație. Acest neajuns este corectat prin delegarea formulării și implementării

² Véronique Chocron, *Dix ans après la chute de Lehman Brothers, le „loup de Wall Street” est-il de retour ?*, Le Monde 13 septembrie 2018

politicilor către autorități independente care formulează reguli. Pe de altă parte, implementarea politicilor economice este afectată de faptul că este redistributivă în favoarea unei minorități și dezavantajează eficiența redistribuirii. Acest defect poate fi corectat prin renunțarea la delegarea formulării și implementării politicilor către autorități independente și reguli, respectiv readucerea deciziilor și implementării politicilor la nivelul decidenților aleși. Suntem în plină manifestare a unui conservatorism deschis către extrema dreaptă.

Lucrarea este rezultatul unei cercetări întreprinse de oameni din generații diferite, afiliați unor instituții diferite și care doresc să împartă propria lor viziune asupra momentului de răscruce la care se află finanțele globale. Orizontul de timp pe care cercetarea l-a ales este 2030, circumscris efectelor măsurilor de stabilitate întreprinse de organismele internaționale de cooperare specializate, duratei previzibile a măsurării efectelor generate de îndoielile politicianilor și consumatorilor, precum și limitei anticipării avansului tehnologic în domeniul financiar-bancar. Proiectând pe baza dinamicilor recente, China apare ca devenind prima economie a Lumii, ceteris paribus. Va fi puterea ei manufacturieră și comercială însoțită și de un echivalent pe planul noii arhitecturi financiar-bancare globale? Și cum se va poziționa o putere centralizată într-o piață deschisă? Are loc un proces de dez-occidentalizare a leadership-ului mondial, etapă în care viitorul se naște fie prin negocieri între blocurile economice, fie printr-un bilateralism obositor și cu efecte puține. Alte opinii dau revoluției digitale capacitatea de a anula în scurt timp toate încercările de izolaționism ale celor frustrați.

Etica nu a fost și nu este punctul forte al afacerilor financiare, dar ea nu caracterizează nici deciziile politice atunci când problema se pune nu în termenii altruismului, ci a eforturilor de conlucrare, politica nefiind pregătită pentru soluții de trade-off cu egoismul națiunilor. Însă lumea finanțelor s-a schimbat dramatic: au apărut noi centre de putere economică, noi monede care aspiră la cota lor de piață, noi instituții de finanțare multilaterală, o întărire a regiunilor în jurul unor aranjamente de finanțare și stabilitate proprii, noi instrumente și tehnologii pentru a răspunde nevoilor în creștere ale celor doritori să investească, să consume sau să economisească, să speculeze. Tentația dereglementării este viguroasă și nu lipsită de argumente: dacă după 2008 Europa a susținut divorțul de „too big to fail”, la un deceniu distanță înurajează fuziunile transfrontaliere cu speranța consolidării uniunii bancare.

Logica stabilității cere ca Lumea să facă eforturi în direcția cooperării și nu a refuzului ei. Autorii subscriu la teza potrivit căreia cooperarea în politicile economice, la nivel global, poate reuși prin întrunirea a patru condiții: (i) să se concentreze pe aspecte tehnice, și negocierile să se desfășoare între experți care împărtășesc același cadru de cunoaștere și au șanse mai mari de a ajunge la un consens; (ii) să fie instituționalizată în sensul existenței unor reguli care să ajute la delimitarea comportamentelor și așteptărilor cu privire la rezultate; (iii) să accepte menținerea status-quo-lui cu privire la politici; (iv) să se desfășoare într-un cadru larg de colaborare între state.³

Perspectiva sistemului financiar global nu poate fi disociată de cea a altor componente ale globalizării. Trei decenii după căderea zidului Berlinului și îmbrățișarea economiei de piață de multe alte state, un curent de abandonare a pieței libere și libertăților individuale se resimte cu tot mai multă pregnanță. America se retrage brutal din fostul său rol de protejare a ordinii internaționale liberale, rivalitatea între marile puteri se simte tot mai puternic, odată cu promovarea (cel puțin de către Rusia și China), a unei neo-autocrații, mai apropiate de cultura politică a multor populații decât democrația. Unele state socotesc că decuplarea progresului economic de democrație este posibilă (cel mai notabil caz fiind cel al Turciei) și de durată. Companiile care au fost vectorii de înaintare a globalizării, din orice domeniu al economiei, au făcut-o de pe poziția valorilor occidentale ale economiei de piață și reglementărilor aplicabile ei prin instituționalizarea lor de către organisme multilaterale. Or, ceea ce se întâmplă în mai toate țările estice ale UE nu face decât să probeze că s-a intrat într-o etapă nouă a geopoliticii, de distrugere creativă din interior⁴, liantul care a părut să reflecte aspirațiile comune nemaifiind capabil să întrețină unitatea. Un proces similar se dezvoltă în raporturile trans-atlantice. Modelul economic al dezvoltării bazat pe migrația capitalului și companiilor, integrarea transfrontalieră a piețelor de producție și desfacere, nu a fost în tradiția economiilor din Estul Europei și orice avans în direcția aceasta, după trezirea din euforia libertății, li se pare multora îndreptat doar împotriva „tradițiilor”. Suntem în situația unui risc geopolitic emanat din însăși tranziția parcursă. Declinul macro-volatilității economice, de care ne-am bucurat timp de peste două decenii, făcut posibil tocmai de interconectarea economiilor, este periclitat serios de evoluțiile geopolitice și de replierea spre

³ Giulio Gallarotti, *Confronting the Impediments of International Economic Cooperation: Domestic Policies and International Monetary Relations*, 2004; Barry Eichengreen, *International Policy Coordination: the Long View*, NBER, 2011; Vitor Gaspar, Sean Hagan, Maurice Obstfeld, *Steering the World Toward More Cooperation, Not Less*, IMF, 2018

⁴ Joseph Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy*, 1942

interior, preferată de lideri care au redescoperit primatul dreptului național împotriva acordurilor internaționale, pentru a da temei atitudinilor autoritariste (cazul trecerii de la democrație la autoritarism al Partidului Legii și Justiției, din Polonia, este doar un exemplu).

Pentru aproape un sfert de veac (perioada 1983-1997) nivelurile globalizării comerțului și relațiilor financiare au fost aproximativ egale, iar apoi trendul globalizării a fost setat de fluxurile financiare. După criza financiară, care a adus și o frânare a globalizării economice pe ambele sale componente, deși globalizarea a revenit (nu la nivelurile de dinainte de criză), trendul pentru globalizarea comerțului este descendent, în timp ce cel financiar este ascendent.

Indicele globalizării comerțului cu bunuri și servicii, atât de jure cât și de facto, a avut același trend de inversare. Pe regiuni ale globului însă se pot observa comportamente diferite. Astfel, în cazul Europei, Asiei centrale și Americii de nord indicele globalizării financiare a crescut în ultima perioadă și nivelul este semnificativ superior celui total. În schimb în regiunea Orientului Mijlociu și Africii de nord respectiv Asiei de sud stagnează și se află semnificativ sub nivelul celui total.

Un fapt interesant în legătură cu globalizarea financiară este că, spre deosebire, de indicele globalizării totale, globalizarea financiară de facto a fost superioară celei de jure. Aceasta înseamnă că liberalizarea de jure la nivel global, în general, a fost catalizată de extinderea trans-continentală a relațiilor financiare, chiar și atunci când acestea nu au avut un suport comun de reglementare/supraveghere. Credem că trebuie manifestată suficientă precauție față de creșterea ponderii intermedierei non-bancare pe piețele financiare și că interacțiunea cu băncile a instituțiilor care o fac posibilă schimbă dinamica piețelor de răspuns la șocuri. Activele totale ale instituțiilor financiare non-bancare (devenite jucători de prim rang ai globalizării) au ajuns la cca 160 trilioane dolari, depășindu-le pe cele ale băncilor.⁵ De aici nevoia ca supravegherea sectorului non-bancar să se întărească considerabil, canalele de propagare în piață a șocurilor fiind, la rândul lor, mai diverse.

În luna septembrie 2018 un grup format din ex-reprezentanți din linia întâi ai Fed și Trezoreriei SUA, au elaborat un raport cuprinzând opt recomandări pentru gestiunea unei crize,

⁵ Financial Stability Board, *Global shadow banking monitoring report 2017*, martie 2018

bazat pe experiența anilor 2007-2009.⁶ Dintre cele opt recomandări, a căror logică conduce spre relevarea rolului reglementărilor și supravegherii, două stau la baza oricărui demers în întâmpinarea dezideratelor menționate: a) să te pregătești pentru ce se poate discerne ca probabil să se întâmple; b) să te pregătești să fii surprins. Prima cerință pleacă de la recunoașterea probabilității că atât cauzele, cât și manifestările unor viitoare crize vor fi diferite de cele pe care le-am cunoscut la precedenta criză. Cea de-a doua recunoaște ambiguitatea inherentă și lipsa de predictibilitate asociată navigării propriu-zise printre situațiile de criză, care suscită inovație rapidă în materie de măsuri de limitare și control al pagubelor, experimentare prin asumarea unor practici de „trial and error” și dispersia rapidă a valorii soluțiilor bune către agențiile responsabile.

Totuși, prezentul afișează trei amenințări pentru liniștea sistemului financiar: atitudinea politică de favorizare a protecționismului, nu doar în sfera circulației mărfurilor, ci și a controlului capitalurilor și activității bancare; efectul de contagiune al creșterii datoriilor publice (care maschează lacunele structurale) în țările emergente și autocrate asupra valurilor și instituțiilor financiare interconectate; atacurile cibernetice care pot distruge din interior marile instituții financiare. Tehnologia nu este imună la regula pendulului și trendul crescător pe care se află după criza din 2007-2009 poate fi oprit de externalități.

În perimetrul european s-a inițiat, după criză, o adâncire a „unității” în domeniul bancar, monetar și, mai timid, a piețelor de capital. În timp, însă, entuziasmul cu care s-a plecat la drum a pierdut din intensitate și sunt încă puternice opțiunile de recurgere la mecanisme naționale de protecție (ring-fencing), făcute posibile datorită sistemelor de gestiune națională a resurselor de intervenție și a reglementărilor neuniforme. Risk-sharing nu reprezintă o atracție, neexistând convingerea că prețul intervenției ar fi mai mic decât cel asumat doar la nivel național. Încrederea în aranjamentele multilaterale de supraveghere și rezoluție bancară nu predomină, inclusiv ca urmarea tergiversării constituirii unei scheme europene de garantare a depozitelor. Consecința este că fuziunile și achizițiile transfrontaliere sunt descurajate și pașii spre uniunea reală sunt mici. Posibilitățile de a avansa sunt reduse, deoarece ar trebui ca puținele atitudini politice pro-uniune

⁶ Nellie Liang, Margaret M. McConnell, Philip Swagel, *Responding to the Global Financial Crisis. What We Did and Why We Did It – Evidence and Outcome*, Hutchins Center on Financial & Monetary Policy, Brookings Institution, Yale School of Management, Program on Financial Stability, 11-12 septembrie 2018

să poată înfrânge rezistența euro-scepticilor și a celor care cred că nu trebuie aduse modificări la tratatele existente (greu de asumat în contextul politic prezent).⁷

Pe plan micro, avansul tehnologiilor de creditare și arbitraj constituie o puternică atracție pentru trezorierii din bănci și societățile financiare nebankare, inclusiv din motive de performanță, asociate nu doar cu cota de piață, ci și cu veniturile personale. Societățile mamă vor insista pentru ca fiicele aflate în alte jurisdicții să poată prelua noile tehnologii, pentru că este impropriu ca un grup să acționeze coerent de pe poziții diferite de prelucrare a datelor de afaceri. Aceasta va impune ca supravegherea (oversight-ul) să evolueze într-o direcție similară, pentru a se dota cu software capabil să identifice erorile și riscul. Însă și la acest nivel există un dublu standard, căci preocuparea politică pentru desemnarea campionilor naționali nu a fost abandonată, în paralel cu exacerbarea riscurilor aduse de societățile multinaționale (vezi „leziunile cauzate de externalizarea creditelor”).

Putem vorbi despre un sistem financiar coerent, la nivel global? Consiliul pentru Stabilitate Financiară, BCE, SSM, SRM, ESMA, susținute de FMI și BRI lucrează în direcția perfecționării reglementărilor menite să asigure o stabilitate mai mare instituțiilor financiar-bancare. Pe de altă parte, începând cu cea mai puternică economie a lumii, semnalul politic este de neîncredere în parteneri și de extragere de sub incidența reglementărilor internaționale. Or, nici cel mai perfect mecanism din punct de vedere tehnic nu rezistă lipsei de voință politică sau atitudinilor de încălcare voluntară a consensului. Sistemul financiar global este, din punct de vedere politic, fracturat, iar din punct de vedere funcțional confruntat cu riscul asociat reglementărilor diferențiate și ierarhiei controversate a lor. La întrebarea dacă suntem mai bine pregătiți să facem față unei noi crize de amploare globală, răspunsul este pozitiv, mai ales dacă aceasta ar avea caracteristici similare. În alte circumstanțe, valoarea necunoscutului este dependentă de gradul de conformitate al reglementărilor naționale cu cele multilaterale.

Dinamica tehnologiei nu poate fi oprită: deja inteligența artificială și reglementarea plăților prin blockchain și într-o proporție în creștere cu criptomonede intră nu doar într-un conflict cu conservatorismul băncilor centrale, dar și cu al tuturor celor care se tem de viitor. Blockchain este precursorul unui sistem financiar global descentralizat, care, deși mai riguros în exercițiu decât

⁷ Poul M.Thomsen, *A Financial Union for the Euro Area*, FMI, 14 septembrie 2018

omul subiectiv, nu exclude definitiv riscul sistemic. I se poate rezista procesului? Pot autoritățile monetare și cele guvernamentale să îl împiedice? Probabil că doar să-l întârzie, cu atât mai mult cu cât plusul pe care tehnologia blockchain-ului îl aduce protecției datelor personale și informațiilor cu caracter privat este cu mult mai mare decât ce oferă reglementările actuale care, de fapt, măresc transparența lor. Blockchain-ul este, pe un alt plan, un fenomen asemănător apariției internetului cu un sfert de secol în urmă.

Deși există, în special la băncile centrale și organismele lor colective, o reținere față de criptomonede (asimilate unei bule sau schemei Ponzi)⁸, înlocuirea încrederii în instituțiile tradiționale, precum băncile comerciale și băncile centrale, cu cea bazată pe registrul transparent și distribuit al tranzacțiilor (DLT) nu poate fi stopată nici administrativ, nici prin apelul la tradiții. În loc să le respingă, trebuie deja ca băncile centrale să se dedice „indigenizării” fenomenului, înainte ca procesul însuși să determine atribuțiile lăsate autorităților centrale.

Cealaltă componentă a expansiunii serviciilor financiare pe baza noilor tehnologii, fintech-ul, cunoaște un progres rapid: volumul creditelor a crescut de la 11 miliarde în 2013 la 284 miliarde dolari în 2016.⁹ Fintech-ul crește mai ales în țările unde venitul este ridicat, sistemul bancar mai puțin competitiv și reglementările bancare mai puțin constrângătoare. Aceasta face ca, deocamdată, primul utilizator al fintech-ului să fie China, dar, chiar dacă sunt la distanță remarcabilă, pe locurile următoare sunt SUA și Anglia. Beneficiarii fintech-ului sunt cei care încep un startup, companiile mici, studenții, consumatorii.

Viitorul sistemului financiar depinde de felul în care politica și inovația tehnologică vor conviețui, se vor înfrunta până când una di ele va domina. Prezentul ne dovedește că politica continuă să fie în urma științei, dar ignoranța nu mai poate fi folosită la fel de politieni în urma accesului sporit la informație. De aceea, credem că darea înapoi, posibilă prin manipulare, nu va fi, totuși, definitivă. Oamenii vor afla că o monedă electronică este mai puțin pretabilă la corupție și că formula asociativă a gigantilor financiari cu puterea nu poate fi o expresie a libertății pieței și, prin urmare, nici a democrației. Deja peste 50% din populația globului se înscrie în standardul de clasă mijlocie și bogată, cu perspectiva ca în 2030, orizontul propus în studiul de față, numărul

⁸ BIS, *Annual Economic Report 2018*, Basel, 2018

⁹ Stijn Claessens, Jon Frost, Grant Turner, Feng Zhu, *Fintech credit markets around the world: size, drivers and policy issues*, BIS Quarterly Review, septembrie 2018

acestora să fie de 5,6 miliarde persoane (în creștere cu 1,8 miliarde persoane față de prezent) , comparativ cu 450 milioane înscși în categoria celor săraci și a 2,3 miliarde încă expuși vulnerabilităților¹⁰. Aceasta este una dintre cele mai grăitoare dovezi a ceea ce a adus și poate aduce, în continuare, globalizarea.

Între dezvoltarea sustenabilă și sistemul financiar este o legătură directă și strânsă: finanțarea investițiilor nu trebuie să pună în pericol stabilitatea financiară și nici factorii durabilității. Dar, deși între cele menționate este o corelație simplă de înțeles, din atitudinile anti-globalizare emise în diverse capitale ale lumii și din inoculările prin site-uri gestionate de adversarii libertății care doresc o revenire cât mai grabnică la războiul rece nu se degajă o concluzie optimistă . Trebuie să fim pregătiți să facem față unei etape de fragmentare a lumii, cu consecințe pentru stabilitatea ei și, deocamdată, cu puține idei de contracarare a dorinței de ruptură.

*

Le adresez mulțumiri colegilor mei care s-au dedicat acestui studiu din pasiune, fără să pretindă o remunerație sau lauri academici: doamnei Amalia Fugaru (BNR), domnilor Sorin Curcă și Robert Dobre (IEM), și Andrei Rădulescu (Banca Transilvania). Compania dumnealor m-a onorat. Cei interesați de cunoașterea sau achiziția întregului studiu o pot face adresându-se Institutului de Economie Mondială (www.iem.ro).

Eugen Dijmărescu

Octombrie 2018

¹⁰ Homi Kharas, Kristofer Hamel, *A global tipping point: Half the world is now middle class or wealthier*, The Brookings Institution, septembrie 2018