

Discurs al guvernatorului BNR, Mugur Isărescu,

cu ocazia lansării cărții „How Emerging Europe Came Through the 2008/09 Crisis”,

autori Bas B. Bakker și Christoph A. Klingen (FMI, Departamentul European)

11 septembrie 2012

Doamnelor și domnilor,

Avem în fața noastră o carte excelentă, o lucrare valoroasă, de sinteză, realizată de către o instituție internațională prestigioasă, neutră, care demonstrează *post-factum* că situațiile cu care s-a confruntat țara noastră în perioada analizată au fost similare cu cele din țările din Europa Centrală și de Est, iar modalitățile în care criza a afectat România nu au fost nici unice, nici originale, reacția autorităților române cu politici încadrându-se în tipologia generală a răspunsurilor la această criză.

Lucrarea prezintă, dintr-o perspectivă comparată, modul în care criza din 2008-2009 a afectat 20 de țări din Centrul și Estul Europei. Principalele concluzii sunt următoarele:

1. Cauzele crizei în țările CEE au fost similare: o creștere economică dezechilibrată și nesustenabilă, bazată într-o mare măsură pe consum, fapt care a dus la deficite semnificative ale contului curent; politici fiscale de regulă prociclice, care au amplificat dezechilibrele; o finanțare a consumului prin extinderea agresivă a creditului, în condițiile în care sectoarele bancare erau dominate de sucursale și filiale ale băncilor străine: o preferință pentru creditarea în valută, cu neglijarea riscului de curs valutar.

Influxurile de capital au fost stimulate de mediul extern (rate scăzute ale dobânzilor în economiile avansate, o aversiune la risc foarte redusă pe plan global, demantelarea barierelor pentru fluxurile de capital în condițiile aderării multor țări din regiune la UE), precum și de mediul intern (adoptarea unor reforme structurale, așteptările privind adoptarea în scurt timp a monedei euro).

Comentariu: Aceste cauze au fost identificate și prezentate corect și de economiștii români. BNR a avut nenumărate intervenții publice, prin seminarii sau prezențe prin care s-a referit la aceste cauze și la politicile care le-au generat sau amplificat. Însă, într-un mediu foarte politizat și caracterizat printr-o slabă cultură economică, o mare parte a publicului rămâne sceptică cu privire la validitatea acestor explicații. Cu atât mai mult, această lucrare, venită de la o instituție neutră, non-partizană, ar trebui să convingă prin forța argumentelor prezentate. Această înțelegere și acceptare a cauzelor este importantă pentru proiectarea politicilor când evoluții similare vor reapare în viitor.

2. Practic, nici o țară din regiune nu a scăpat neafectată de criză, într-o măsură mai mare sau mai mică. Deteriorări ample s-au constatat îndeosebi în privința finanțelor publice (datoria publică ajungând la niveluri preocupante în țări precum Ungaria, Albania sau Polonia), în privința șomajului (cu creșteri semnificative în țările baltice) și în privința creditelor neperformante (îndeosebi în Muntenegru, Lituania, Serbia).

Comentariu: În cazul României, nici dezechilibrele inițiale, nici ajustările ulterioare nu au fost printre cele mai mari din zonă (poate cu excepția deficitului de cont curent, dar și acesta a fost mai mic decât în țările baltice sau Bulgaria). Un număr semnificativ de țări au avut dezechilibre mai mari și programe de ajustare mai dure decât România. Acest aspect este important deoarece arată că cu cât este mai mare un boom și aparenta prosperitate, cu atât au urmează corecții inevitabile mai mari.

Cu privire la una dintre moștenirile crizei, creșterea creditelor non-performante, merită reținut faptul că România are un raport NPL mai mic decât al altor șapte țări din regiune (Albania, Serbia, Letonia, Lituania, Muntenegru, Bulgaria, Ucraina) și a patra valoare a raportului de provizionare (99 la sută, după Serbia, Macedonia și Rusia, care provizionează 100%).

3. Criza a avut printre cauzele fundamentale o anumită „miopie” atât din partea investitorilor privați, cât și din partea instituțiilor financiare internaționale (IFI). Chiar și în anul ce a urmat după declanșarea crizei Lehman Brothers, investitorii privați au continuat să trimită fluxuri semnificative de capital în țările CEE, în unele cazuri într-un ritm mai accelerat decât înainte de episodul Lehman. Totodată, instituțiile internaționale continuau să prognozeze creșteri semnificative ale PIB în regiune chiar și în primăvara anului 2008. Deși ar fi existat destule semne de îngrijorare legate de depășirea unor praguri de alarmă, nici investitorii privați, nici IFI nu au crezut ca acestea se aplică în cazul Europei Centrale și de Est, considerată ca fiind un caz diferit de America Latină și de Asia, datorită procesului de convergență.

Comentariu: Unul din sindromurile care și-a făcut simțită prezența a fost „This time it’s different”, considerându-se că o creștere foarte rapidă a PIB și a creditării fac parte dintr-un scenariu de ajungere la normalitate, mai degrabă decât ca indicatorii unor dezechilibre. În același sens, se poate bănuși și prezența unui sindrom de „free lunch”, în care deficitele în creștere sa fie finanțate și suportate de alți actori economici decât cei care le-au creat. Există o lecție pentru politicieni: timpurile bune nu durează la nesfârșit.

De asemenea, este de discutat în ce măsură se poate discuta despre „miopie” în cazul investitorilor privați. Mai degrabă, este vorba despre un „comportament prociclic”, care face

parte din ADN-ul maximizatorilor de profit și care se manifestă în toate perioadele istorice și pe toate continentele, fără a învăța ceva din lecțiile trecutului.

4. Reacțiile autorităților monetare au fost, în toate cazurile, extinse și bazate pe un număr mare de instrumente (relaxarea Rezervelor Minime Obligatorii, injecții de lichiditate – inclusiv swap-uri cu alte bănci centrale – creșterea pragului de garantare a depozitelor, obligarea proprietarilor de bănci de a nu distribui dividende și de a aduce capital proaspăt etc.)

Ca rezultat al acestor acțiuni hotărâte, cele mai multe țări din regiune au evitat crize bancare. Excepții au fost Letonia și Ucraina (care au cunoscut crize bancare), respectiv Ungaria și Rusia (care s-au aflat pe marginea unor crize bancare).

Comentariu: Este esențial faptul că România a evitat o criză bancară, nefiind necesară injectarea de bani publici pentru salvarea vreunei bănci. De asemenea, merită subliniată disciplina de care au dat dovadă proprietarii băncilor, care au îndeplinit întocmai instrucțiunile BNR. Evitarea crizei bancare se datorează în mare măsură practicilor macroprudențiale ale BNR, inclusiv nivelul ridicat al rezervelor minime obligatorii în perioada euforiei creditelor. Astăzi se pune un accent tot mai mare pe măsurile prudențiale, alături de politica ratei de schimb și de politicile macroeconomice pentru apărarea în fața intrărilor mari de capitaluri. BNR a practicat și politica cumpărărilor de valută pentru a evita supraaprecierea leului în perioada intrărilor mari de capitaluri.

5. Merită amintite cele patru lecții pe care le extrag autorii studiului. Două dintre ele se adresează guvernelor, iar alte două băncilor centrale:

a) trebuie depuse eforturi pentru o creștere mai echilibrată (între consum, investiții și exporturi nete) și cu ritmuri mai sustenabile. Țările care înaintea crizei nu au neglijat exporturile (Polonia, Cehia, Slovacia) au trecut prin criză mai bine;

b) politica fiscală ar trebui să aibă un rol stabilizator (să fie contraciclică). În particular, ea ar trebui să modereze creșterile salariale, al căror proces de convergență cu salariile din Vestul Europei ar trebui condiționat de câștigurile de productivitate;

c) creșterea prea rapidă a creditului ar trebui descurajată;

d) la fel, creșterea disproporționată a creditului în alte valute ar trebui descurajată.

Cu privire la ultimele două măsuri, autorii admit totuși că băncile cu acționari străini pot să scape relativ ușor de reglementările impuse în țara-gază, transferând o parte a creditării către banca-mamă sau către Instituții Financiare Nebancare. De asemenea, ele sunt mai puțin afectate de măsuri de politică monetară, precum creșterea dobânzii de referință.

În aceste condiții, soluțiile preconizate sunt, pe de o parte, o mai bună conlucrare între organismele de supraveghere din țara de origine și din țara gazdă, iar pe de altă parte, o

utilizare extensivă a măsurilor macroprudențiale în vederea atingerii unor obiective de politică monetară. De exemplu, creșterea contraciclică a RMO în perioada de boom economic a permis scăderea lor în perioada de criză.

Comentariu: Chiar dacă a crescut rapid, creditul neguvernamental ca procent din PIB continuă să fie mult mai mic în România decât în majoritatea țărilor din regiune, diminuând riscurile atașate. Prin recomandarea de a practica creșteri economice mai sustenabile autorii se declară în favoarea politicilor de ajustare a ciclului de afaceri. Exista însă o dificultate în implementarea acestor politici. Este întotdeauna acceptabil pentru public să practice politici monetare și fiscale care să prevină recesiuni. Dar este întotdeauna greu de acceptat pentru public politicile de temperare a fazei ascendente a ciclului de afaceri. Din acest punct de vedere, autoritățile sunt într-o capcană a anticipațiilor. Din cauza aceasta va fi dificil de explicat publicului de ce politicile care par să reducă ritmul acumulării avuției trebuie practicate. De aceea am spus la început că este bine că se insistă asupra înțelegerii corecte a cauzelor crizei actuale.

Un alt comentariu privește recomandarea autorilor, făcută pentru țările cu regim de curs valutar flexibil, de a utiliza aprecierea cursului ca și instrument de descurajare a creditării și a boom-urilor economice. Acest sfat este cel puțin discutabil, deoarece vine în directă contradicție cu necesitatea limitării creditării în valută, pe care o astfel de apreciere ar încuraja-o. O apreciere se poate accepta dacă aceasta mută cursul spre nivelul de echilibru. Peste acel punct, aprecierea este factor de acumulare de dezechilibre.

Vă invit așadar să citiți cu toată încrederea această excelentă lucrare: **“Cum a ieșit Europa emergentă din criza anilor 2008/2009”**.

București, 11 septembrie 2012