

# Criza economică și capitalismul

Cosmin Marinescu, Bogdan Glăvan, Bogdan Enache, Gabriel Staicu

**Centrul pentru Economie și Libertate**

## **Anatomia crizei contemporane**

1. Criza economică actuală: cine sunt vinovații? (CM)
2. Cauzele crizei: „mecanisme de transmisie” în analiza empirică (BG)
3. Redresarea economiei și alocarea resurselor (CM)
4. Rolul statului în depășirea crizei: actualitatea soluției *laissez-faire* (BE)
5. Impactul crizei asupra economiei României (GS)

## Anatomia crizei contemporane

### 1. Criza economică actuală: cine sunt vinovații?

Nu îmi propun să zugrăvesc aici condițiile etatiste care întrețin ciclurile economice, cu toate detaliile teoretice ce deslușesc cauzele crizei. S-au scris deja, inclusiv aici, și se vor mai scrie astfel de incursiuni, mai mult sau mai puțin tehnice, în anatomia crizei. Aici, acum, mă preocupă ideea de a atrage atenția asupra unei implicații, aproape catastrofice: negarea radicală a capitalismului, cu un întreg arsenal de mituri, erori și rele-credințe. Dincolo de teoria economică autentică a ciclului afacerilor, „profesiunea de credință” a economistului obligă, poate mai mult decât oricând, la restaurarea adevărului despre capitalism, despre sistemul economic al pieței libere.

**Este criză: cum procedăm?** Simplu, dăm vina pe capitalism! Nimic nu pare a fi astăzi mai nepopular decât capitalismul. Multe din relele lumii de astăzi sunt atribuite pieței libere: dacă ateii pun supraviețuirea creștinismului în sarcina capitalismului, edictele papale îl învinovățesc pentru răspândirea necredinței. Dacă pacifiștii cred că războaiele sunt produsul imperialismului capitalist, dictatorii secolului trecut au condamnat capitalismul pe motive de... pacifism „burghez”. Astăzi, tot mai multă lume pune sărăcia pe seama capitalismului, în timp ce îl acuză de excese de... materialism. Tot capitalismul ar fi cel care subminează valorile familiale și inspiră la imoralitate. În vâltoarea acestor controverse, puțini au rămas cei care să nu condamne capitalismul, pentru ceva anume<sup>1</sup>.

Lumea media este și ea în plin avânt inovațional în materie de mituri istorice. Perpetuu parcă, dar mai acerb astăzi ca niciodată, este mitul că libertatea economică și capitalismul sunt cauzele crizei economice actuale. Articole recente în *The New York Times* – și nu puține – fac apologia dezastrului economiei ancorate în *laissez-faire*. „Prezumția de vinovație” inundă, aproape deșănțat, mitologia populară țesută în jurul capitalismului: „cultura americană celebrează capitalismul *laissez-faire* drept ideal economic”, „de 30 de ani, politicile economice au promovat dereglementarea și liberalizarea mediului de afaceri”, „piața liberă este vinovată de criza economică globalizată”...

Recent, *Newsweek Magazine* ne asigură, încă de pe copertă, că „astăzi, cu toții suntem socialiști” iar sfârșitul capitalismului a devenit implacabil. Nimic nou sub soare, dacă ne gândim la profețiile marxiste, ce invocau secular colapsul pieței libere, care va fi răpusă, într-un final, de povara ciclurilor economice. De altfel, din manualele de economie (de piață) de astăzi nu răzbate altceva decât „rețeta” socialismului inevitabil: „ciclul economic este o formă de evoluție normală, firească, a activității

---

<sup>1</sup> De exemplu, din sondajul Gallup intitulat „Capitalismul în mentalitățile românilor” vedem că mentalitatea românilor este preponderent protecționistă, etatistă: majoritatea crede că guvernul trebuie să asigure locuri de muncă (60%), să țină prețurile sub control (70%) și să reducă discrepanțele sociale (57%), iar 23% dintre români apreciază că proprietatea face adesea mai mult rău decât bine oamenilor (*Evenimentul Zilei*, 29 iunie, 2006, p. 7). Însă, dacă în țările foste comuniste o astfel de mentalitate era oarecum previzibilă, în lipsa educației asupra pieței libere, mai gravă este răspândirea ei în țări considerate până nu demult exponente definitorii ale capitalismului.

economice”, adică răbufnirea naturală a „contradicțiilor interne ale pieței”. De aici, prăbușirea capitalismului, destrămat treptat, din interior, de recesiuni tot mai frecvente și mai apăsătoare.

Deloc surprinzător, atât sistemul educațional, cât și *mass-media* au devenit de-a lungul timpului prizonierii „voluntari” ai confuziilor marxiste, în virtutea cărora capitalismul este o „anarhie a producției”, în timp ce raționalitatea și ordinea economică emană din acțiunea guvernamentală, nu din acțiunile conjugate ale participanților la piață. Foarte puțini economiști, din cei care, astăzi, întorc criza pe toate fețele, au cules câteva pagini măcar din înțelepciunea economică a lui Ludwig von Mises, un campion al filozofiei economice, al științei economice sănătoase și al capitalismului.

Preocuparea de a înțelege, coerent, natura crizei economice, ne conduce la două concluzii simple: (1) criza actuală nu face nota discordantă față de alte „accidente” ciclice în mersul economiei; (2) de fiecare dată, în vajnică tradiție marxistă, care inundă astăzi mai toate manualele, recurența ciclică a economiei este postulată drept „călcâiul lui Ahile” al capitalismului. Teorii economice inspirate din Marea Depresiune din anii 1930, însă demult respinse din logica sănătoasă a științei economice, sunt în prezent resuscitate prin apelul la intervenționism și reglementare extremă a mediului financiar-bancar<sup>2</sup>.

Două sunt, însă, problemele unei asemenea retorici, care trimite, cumva catastrofic, la frazeologia marxistă de „last stage in human civilization”. În primul rând, modelul american, „capitalismul” occidental, în general, nu (mai) au practic nimic în comun cu sistemul pieței libere. În al doilea rând, în privința soluțiilor, guvernele au abandonat orice sfioasă încredere în forța mecanismelor auto-reglatoare ale pieței, de unde și înclinația de administrare a acelorași „medicamente” care, de fapt, au declanșat boala.

Ideea că, în prezent, sistemul economic occidental este unul capitalist, de „piață liberă”, este la fel de absurdă ca și pretenția unor radicali naționaliști că politica economică a URSS a fost, în ultimii săi ani, una „laissez-faire”. Cum putem pretinde, însă, că politicile ultimelor decade au săvârșit „dereglementarea și liberalizarea mediului de afaceri”, de vreme ce asistăm la expansiunea sistematică, aproape pe cicluri democratice, a sferei sectorului guvernamental?

În realitate, *incriminarea capitalismului devine un soi de pârgă* latentă pentru extinderea și mai mult a puterii statului. De exemplu, în America anilor 1930, Președintele Hoover era acuzat de „colaboraționism” cu politicile *laissez-faire*, deși intervențiile sale erau complet anti-capitaliste. Scopul acestuia era de a împiedica reducerea salariilor. Totuși, tocmai reducerea salariilor ar fi restaurat, cumva, cererea de muncă și ar mai fi domolit șomajul masiv. Mai apoi, prin invocarea șomajului drastic rezultat chiar din politicile lui Hoover, adversarii capitalismului și-au asigurat, cu ușurință, un nou val de intervenționism, prin politicile de orientare socialistă din *New-Deal*-ul lui Roosevelt.

Debutul erei republicanismului democratic, angajarea în cele două războaie mondiale și mai ales dezvoltarea sistemelor de securitate socială, introduse în perioada Marii Depresiuni, au generat creșterea mărimii guvernelor, la sfârșitul secolului al XX-lea, până la 40 și peste 50 de procente în PIB. În ultimele decenii, în Franța și Germania, de exemplu, ponderea cheltuielilor guvernamentale în PIB a

---

<sup>2</sup> În realitate, sistemul financiar american – locul de unde criza ar fi plecat, prin efect de antrenare – este deja puternic reglementat. Creată în 1934, puternica *Securities and Exchange Commission* reglementează toate tipurile de tranzacții financiare, de la înregistrarea valorilor mobiliare până la difuzarea informației corporatiste. Iar din 2002, *Sarbanes-Oxley Act* extinde și mai mult domeniul de intervenție al SEC.

depășit sistematic 50%. Mai putem spune, oare, că avem de-a face cu „economie de piață”, când peste jumătate din avuția nou creată în fiecare an este distribuită, arbitrar, pe criteriile politice ale programelor de guvernare?!

Mult prea frecvent, dezbaterile pe agenda crizei se poartă în tandemul *consecințe - soluții*, explicabil de altfel pentru obsesia neoclasică de pragmatism empiric și activism etatist. Este lipsită de sens, însă, orice tentativă de „combatere” a crizei – așa cum triumfalist anunță rapoartele oficiale – în absența oricărei probe de discernământ asupra *cauzelor* fundamentale, anatomice așa spune, ale ciclului afacerilor.

Pe scurt, istoria recentă a crizei este următoarea: în ultima decadă, decidenții politici monopolizati ai principalelor monede din lume au purces la reducerea ratei dobânzii și expansiune monetară, convinși că astfel vor dezlega obstacolele din calea prosperității economice. Originile recesiunii actuale trebuie căutate în anii de expansiune monetară promovată generos de *Federal Reserve System* – Banca Centrală a SUA. Din 2001 și până în 2008, FED a invadat piețele financiare cu valuri de monedă, care s-au scurs în credit artificial ieftin și, în consecință, în dezvoltări economice cu insuficientă prudență investițională. În ultimii cinci ani, rata dobânzii de politică monetară a evoluat sistematic, în termeni reali, în bandă zero și chiar negativă. Aceeași *politică a banilor ieftini* a fost adoptată și de Banca Japoniei, care a vărsat în băncile subordonate bani cu dobândă nominală zero. În același sens, Banca Centrală Europeană a căutat să sufle în pânzele ciuruite ale creșterii economice din Europa cu reducerea ratei dobânzii, vreme de mai mulți ani, la circa 2%.

În SUA, sistemul bancar – stimulat și prin reglementări de tip *welfare state* – a expandat nesăbuit creditul, către categorii tot mai largi de debitori, cu ipoteci garantate guvernamental sub sloganul politic „o casă pentru fiecare american”. Dobânzile extrem de scăzute promovate de FED au distrus stimulentele de economisire și au deschis robinetul împrumuturilor și al consumului. Astfel, povara datoriilor s-a umflat dramatic.

De aceea, responsabilitatea crudă a mersului ciclic al economiei, pe ritm de boom and bust, revine tocmai autorităților monetare, cele care țin frâiele sistemului monetar și care, periodic, eliberează injecții financiare. Ca și în cazul dopajului, iluzia de prosperitate e de scurtă durată, până ce „organismul” economic resimte acut nevoia de a curăța plăgile de tip bubble speculativ.

Orice tentație de a ignora legile economice este sancționată, mai devreme sau mai târziu, prin astfel de crize, „curative”, menite să salubrizeze o structură economică deformată artificial, prin „capitalul” ieftin țâșnit din tiparnițele – reale și virtuale – ale băncilor centrale. În plină febră consumatoristă, stimulată prin rate ale dobânzilor aproape neglijabile, chiar real negative, „piața” nu a făcut decât să răspundă la stimulente, să exacerbeze consumul și îndatorarea, în dauna economisirii și acumulării sănătoase de capital.

Orice creație monetară ce umflă, suplimentar, piața creditului, nu reprezintă altceva decât injecție de *capital fictiv* în sistemul economic, cu efect redistributiv în planul structurii sociale a proprietății. O anumită putere de cumpărare se scurge, nejustificat, în mâinile acelor categorii de

persoane cărora le-a fost destinat creditul ieftin, prin politici guvernamentale ce răsturnau exigențele pieței.

Criza imobiliară de pe piața americană este cel mai evocvent exemplu în toată istoria acestei crize. FED a exportat sistematic iluzia de prosperitate, prin capital fictiv, prin injecții de lichiditate în sistem și o rată a dobânzii mult sub nivelul pe care l-ar fi dictat piața. Între 2001 și 2004, FED a coborât rata dobânzii de politică monetară sub 2% și, din iulie 2003 până în iunie 2004, la aproape 1%. Asemenea rate ale dobânzii nu acopereau nici măcar ritmul creșterii prețurilor, ceea ce înseamnă că sistemul funcționa cu rate ale dobânzii real negative. În aceste condiții, este lesne de înțeles explozia creditelor și a datoriilor: oamenii erau stimulați să se împrumute de vreme ce debitorul urma să înapoieze, în termeni reali, valori mai mici decât cele luate cu împrumut.

Orice discuție pe marginea crizei imobiliare ar fi lipsită de relevanță în absența componentei keynesiste a expansiunii ipotecare. În consonanță cu virtuțile pe care Keynes le atașa consumului, creșterea prețurilor la proprietățile imobiliare a fost mijlocul de susținere, prin multiplicare ipotecară, a unui nivel și mai ridicat al consumului. Noi credite ipotecare au alimentat consumul și supraîndatorarea, și toate acestea pe o bază valorică a proprietăților imobiliare artificial umflată. Aici, se cuvine a menționa și rolul guvernului în garantarea creditului imobiliar. Atâta vreme cât, prin legislații și organisme financiare demne de un autentic *welfare state* socialist, guvernul garantează principalul și dobânda creditului ipotecar, atunci nu mai există nicio motivație pentru care creditorul ar adopta prudență în managementul creditării.

Proprietățile imobiliare au fost cumpărate, pe o scară largă, prin anticiparea absurdă a creșterii perpetue a prețurilor lor. Astfel, au luat naștere diverse instrumente financiare derivate, tranzacționate cu aceeași credință eronată că FED-ul are capacitatea - autoproclamată – de a ține la distanță recesiunea. Alan Greenspan a încurajat dezvoltarea universului derivatelor financiare, care au susținut mare parte a creșterii globale din ultimul deceniu.

Iar schemele federale de *bailout*, de ordinul trilionului de dolari, nu vor face decât să prelungească agonia și să facă și mai dureroasă, în viitor, refacerea economică. În același registru, programele guvernamentale de creare de locuri de muncă vor reteza, prin „evicțiune”, din oportunitățile sectorului privat, și vor amplifica *misalocarea resurselor* în cadrul structurii de producție.

La noi, căutând să discearnă între „criză financiară” și „criză economică”, președintele Băsescu arunca vina pe „băieții deștepți” cu gulere albe à la Wall Street, care au născocit instrumente financiare ce, iată, au bulversat întreaga lume într-un deranj financiar comparabil cu șocul Marii Depresiuni. Însă, din motive de consistență logică, pe linia recentelor progrese personale într-ale economiei, președintele Băsescu nu poate pretinde că ceva s-ar putea numi „*reforma statului*”, fără demitizarea tranșantă a pretinselor virtuți ale intervenționismului statal.

*Vinovată este „piața”?* Eu nu cunosc această persoană! Piața nu este o entitate, una care să adopte decizii, adecvate ori nedorite. „Piața” nu reprezintă decât o etichetă pentru sistemul schimburilor voluntare de drepturi legitime de proprietate privată. Niciun fel de forțe „automate” sau „anonime” nu acționează „mecanismul” pieței. Singurii factori care „dirijează” piața și determină prețurile sunt acțiunile oamenilor; piața liberă înseamnă oameni, Ionescu,

Popescu, Marinescu etc., ce urmăresc scopuri legitime și care utilizează, deliberat, *mijloace economice* pentru atingerea scopurilor lor.

Proprietatea privată nu a fost inventată de nimeni, *ea există prin însăși esența naturii umane*. Astfel, economia de piață nu este ceva accidental sau artificial, care să poată fi înlocuit prin orice alt mod de acțiune. Aș spune, de fapt, că *economia de piață este starea naturală a societății moderne*. „Naturală” nu poate fi decât *pieța liberă*, ca sistem spontan de interacțiune socială ce funcționează lin, în armonia cooperării sociale, și în care mecanismul prețurilor libere orientează resursele productive, precum o „mână invizibilă”, către cele mai valoroase utilizări. „Artificială” este, spre deosebire, intervenția guvernului, cea care induce dezechilibre economice și sincope în alocarea eficientă a resurselor.

Deși capitalismul este sistemul economic pe care s-a clădit civilizația și prosperitatea occidentală, politicile mai tuturor guvernelor occidentale se ghidează, în prezent, după idei total anticapitaliste. Păcatul ultim al etatismului este credința că guvernul poate rezolva orice probleme ale oamenilor.

Problema este că, în nemăsurata-i generozitate, „inginerul social” din sfera puterii politice interferează cu legile economice, cu ordinea naturală a unei realități guvernată de legități universale. Orice încercare de a transforma lumea fără a ține cont de legile rarității, ale pieței, ale monedei etc. va avea tot atât succes cât ar avea un decret guvernamental ce i-ar sili pe oameni să zboare. Iar atunci când guvernării forțează limitele legilor economice, consecința înseamnă conflict și exploatare, sărăcie și dezordine spirituală. *De aceea, fie și doar în planul său moral, „prezumția de vinovăție” asupra crizei trebuie să treacă dincolo de „mâna invizibilă” a capitalismului, în „mâna vizibilă” a statului și a monopolului monetar etatist.*

## **2. Cauzele crizei: „mecanisme de transmisie” în analiză empirică**

**2.1. Politica monetară.** Factorul determinant fundamental al crizei este politica inflaționistă de la începutul anilor 2000. Sfătuit de Ben Bernanke – actualul guvernator al băncii centrale a SUA (FED), pe atunci simplu membru al consiliului guvernatorilor, Alan Greenspan a decis să reducă rata dobânzii prin emisiunea de bani. Am asistat astfel la o „relaxare monetară” extrem de serioasă, indiferent de standardul la care ne raportăm: rata dobânzii a scăzut de la 6,25% la începutul anului la 1,75% la sfârșitul acestuia. Ea a continuat să scadă, atingând un nivel record de 1% în 2003, nivel la care a rămas timp de un an. Atenție, este vorba de rata nominală a dobânzii! În contextul creșterii prețurilor, rata reală a fost chiar negativă, timp de 2 ani și jumătate – ceea ce înseamnă că băncile au fost plătite ca să ia bani de la Fed, bani pe care i-au canalizat în economie ținând cont de celelalte stimulente și constrângeri politice care le influențează deciziile.

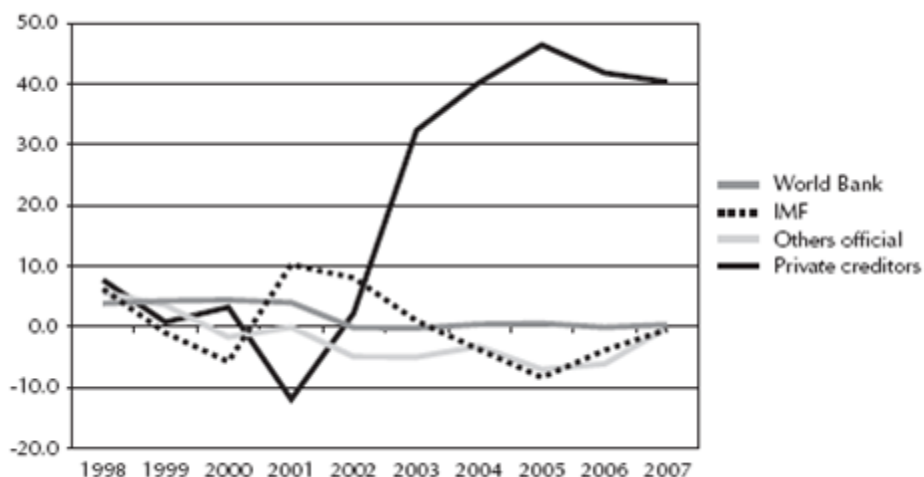
Dar SUA nu a mers singură în acest război contra stabilității economice. Banca Japoniei (BoJ) adoptase deja o politică similară, oferind băncilor subordonate bani cu dobândă nominală zero, iar

Banca Centrală Europeană (ECB) a redus rata dobânzii la circa 2%, nivel la care a menținut-o aproape 4 ani. Astfel, până în 2006 rata reală a dobânzii în zona euro și în Japonia s-a situat, de asemenea, la un nivel apropiat de zero. În Marea Britanie, banca centrală (BoE) a condus politica monetară după un tipar similar.

O parte din banii puși la dispoziție de băncile centrale au fost jucați „pe teren propriu” – investiți în propriile economii. Cel mai bun exemplu îl constituie tocmai *boom*-ul imobiliar din SUA, însă astfel de fenomene au existat oriunde condițiile monetare au permis înflorirea speculei imobiliare: Spania și Islanda sunt două exemple elocvente. Cercetătorii OECD au coroborat statistici din diverse țări și au arătat cum amplitudinea avântului pieței imobiliare este asociată direct cu amploarea expansiunii creditului.

Cealaltă parte a banilor au fost jucați „în deplasare”, adică au luat calea investițiilor străine, concretizate la rândul lor în exploatarea celor mai riscante oportunități ivite. La scară istorică, expansiunea creditului către economiile în dezvoltare nu are precedent decât în episodul similar din a doua jumătate a anilor 1970 și începutul anilor 1980, care a fost urmat de celebra „criza a datoriilor” (afectate au fost în special state din America Latină).

**Fluxurile de credit către țările în dezvoltare, % din total**



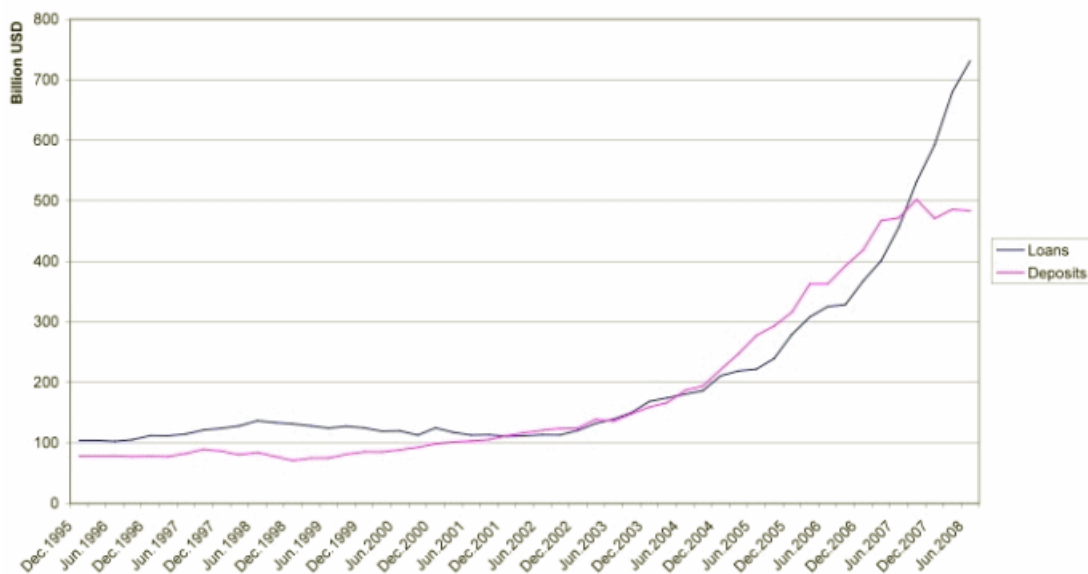
În principal, aceste fluxuri de capital au fost filtrate de către sistemul bancar. Astfel, grupurile financiare occidentale au atras masiv resurse pe termen scurt și la un cost redus de pe piața financiară internațională folosindu-le pentru a sponsoriza creșterea cifrei de afaceri a subsidiarelor lor din economiile emergente în curs de dezvoltare. Mare parte din aceste influxuri de capital au fost investite tot în active imobiliare – plasamente puțin lichide și riscante prin natura lor, dar foarte profitabile când timp piața continua să crească. Acest fenomen s-a înregistrat și în Europa de Est, inclusiv în România.

Figura de mai jos confirmă faptul că explozia creditării în economiile în dezvoltare din estul Europei are la origine politica monetară permisivă de la începutul anilor 2000. Conform datelor statistice, de la mijlocul anului 1997, în momentul în care s-a declanșat panica *subprime*, dinamica depozitelor a încetat să mai țină pasul cu evoluția creditului, sectorul bancar acumulând brusc și

vertiginos datorii de circa 250 miliarde dolari, majoritatea pe termen scurt. Se estimează că 90% din aceste datorii sunt deținute de băncile europene.

Figura de mai jos confirmă faptul că explozia creditării în economiile în dezvoltare din estul Europei are la origine politica monetară permisivă a FED, Japoniei și țărilor europene de la începutul anilor 2000. Conform datelor statistice, de la mijlocul anului 1997, în momentul în care s-a declanșat panica *subprime*, dinamica depozitelor a încetat să mai țină pasul cu evoluția creditului, sectorul bancar acumulând brusc și vertiginos datorii de circa 250 miliarde dolari, majoritatea pe termen scurt. Se estimează că 90% din aceste datorii sunt deținute de băncile europene.

### Evoluția depozitelor și creditelor externe ale sectorului bancar în Europa de Est



Politica banilor ieftini nu ne spune însă decât o parte a poveștii crizei financiare actuale. Alte câteva elemente au contribuit la trasarea detaliilor acesteia.

**2.2. Distorsionarea stimulentei și hazardul moral.** Efectele politicii de expansiune monetară au fost acutizate de distorsionarea stimulentei care modelează comportamentul agenților economici, ale instituțiilor financiar-bancare în primul rând.

În vârful acestui monetar-bancar sistem se află banca centrală în calitatea sa de producător monetar. În acest domeniu avem un monopol de stat, care poate decide să crească oferta de bani într-un ritm mai mare sau mai mic în funcție de interesele politice. Important este faptul că banca centrală poate extinde oricând masa monetară, deoarece banii de hârtie pe care îi produce costă practic... zero. Astfel, devine foarte simplu pentru stat să adopte politica *too big to fail*, prin care banchierii și ceilalți actori importanți din sistemul financiar sunt încurajați să se îndatoreze și să investească imprudent. Dacă investițiile se întorc cu profit, banii se duc în buzunarele banchierilor și ale celorlalți jucători de pe piață. Dacă investițiile aduc pierderi, acestea sunt externalizate prin inflație. Practic, statul salvează de la faliment banchierii pentru că nu îl costă aproape nimic să producă banii necesari acoperirii respectivelor



pierderi. Crizele „rezolvate” astfel sunt celebre (menționăm doar câteva exemple, cu „rezonanță” internațională): Mexic, 1994; Asia de Sud-Est, 1997; Rusia, 1998; Turcia 2001; Argentina, 2001.

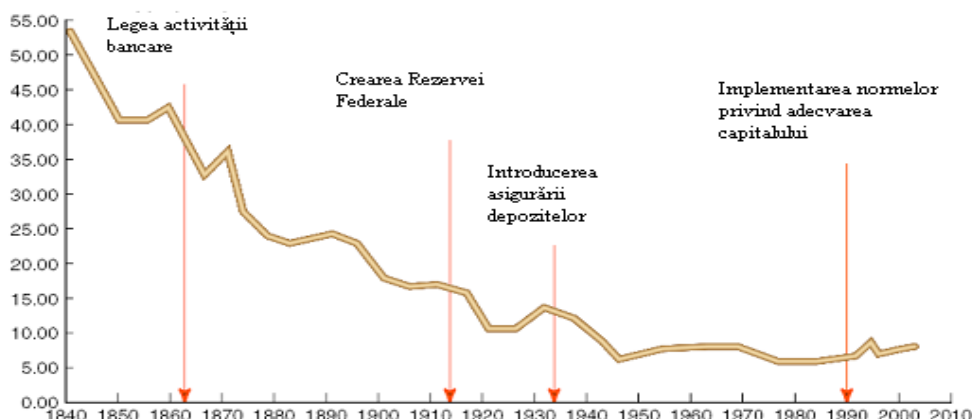
Mizând pe capacitatea statului de a-i salva, bancherii se comportă nesăbuit – fenomen cunoscut sub numele de „hazard moral”. Nimănui nu-i mai pasă de raționalitatea economică din moment ce eventualele pierderi pot fi pasate statului. De fapt, raționalitatea este întoarsă pe dos. Devine rentabil să speculezi, să te îndatorezi, pentru că numai așa poți câștiga. Dacă stai pe margine și te porți prudent, nu faci decât să irosești o oportunitate și să pierzi (în raport cu ceilalți). Pur și simplu aceasta este logica după care funcționează sistemul. Indiferent câte reglementări i se aduc, tendința către crize este încorporată în sistem. Ea nu poate fi evitată decât prin reformarea din temelii a acestuia.

Hazardul moral este acutizat de diversele reglementări guvernamentale, precum programul de garantare a depozitelor. Însă furnizarea unei plase de siguranță pentru bănci și clienții acestora nu duce decât la înrăutățirea lucrurilor, sporind riscul crizelor sistemice. În fața efectelor neintenționate ale propriilor măsuri, autoritățile nu s-au dezis de propria înțelepciune, reacționând pentru menținerea *status-quo*-ului și propunând alte măsuri.

Așa s-a ajuns ca în prezent, sistemul financiar să reprezinte cel mai reglementat domeniu din economie. De aceea, a pune crizele acestuia pe seama erorilor comise de agenții implicați, grație gradului prea mare de libertate de care se bucură, face dovada unui serios handicap intelectual. Politica de reglementare prudentială alimentează cercul vicios amintit mai sus: băncile au și mai puține stimulente de a adopta un comportament prudent în măsura în care supervizarea exercitată de autoritatea publică înlocuiește managementul privat al riscului. Altfel spus, statul încearcă să limiteze hazardul moral printr-o politică ale cărei efecte nu fac decât să accentueze această problemă.

Fără autorități de supraveghere, creditor în ultimă instanță și garanții guvernamentale, riscul activității bancare este suportat exclusiv de bancheri. În absența unei plase de siguranță, băncile sunt stimulate să păstreze mai mult capital, în scop preventiv. Intervenția statului are efectul neintenționat de a înlocui responsabilitatea privată cu cea publică, motivând băncile să păstreze cât mai puțin capital și sporind, astfel, riscul fragilității sistemului financiar. Apare o asimetrie a responsabilității. Dacă banca are profit, banii sunt încasați de proprietarii acesteia; dacă banca are pierderi, ele vor fi împărțite între acționari și stat (contribuabili).

## Evoluția ratei capitalului băncilor în SUA



După cum se poate observa din figura de mai sus, pe parcursul secolului XX rata capitalului a scăzut treptat. Acesta este poate cel mai semnificativ aspect al fragilității sistemului bancar. Și nimeni nu a reușit să-l explice altfel decât prin prisma stimulentei perverse la care este supus sistemul prin interferența autorității politice.

**2.3. Reglementări nocive.** Deși determinat decisiv de politica monetară greșită a principalelor bănci centrale – factor care el singur este responsabil de fragilitatea sistemului financiar prin creșterea ratei de îndatorare – aspectul crizei economice actuale este și rezultatul unor măsuri legislative specifice care, intenționat sau nu, au afectat stabilitatea sistemului prin acumularea de active neperformante. Aici ne referim în primul rând la politica inspirată de stat prin care băncile din SUA au acordat preferențial împrumuturi „sub-standard”.

### Reglementări interne și „bomba” *subprime*

Avem în vedere programul guvernului american de încurajare a creditării populației sărace – așa-numitele credite *subprime* – pe fondul mai vechii politici de creștere a numărului proprietarilor de case. Măsurile legislative adoptate în acest sens au distorsionat alocarea creditului, în sensul stimulării expansiunii construcției de locuințe și creșterii ponderii împrumuturilor neperformante.

Ca peste tot în lume, autoritatea politică riscă să derapeze pe tărâmul angajamentelor care aduc voturi dar care sunt dificil de susținut în viitor; între acestea, angajamentul de a facilita cumpărarea unei case intră în categoria *oldies but goldies* a promisiunilor populiste. Peste ocean, povestea implicării statului în îmbunătățirea situației locative a națiunii a început în 1934, cu înființarea Federal Housing Administration (FHA). Această instituție avea misiunea de a garanta împrumuturile ipotecare și de a încuraja astfel băncile să crediteze cumpărarea de locuințe. De la bun bun început, standardele prevăzute pentru eliminarea cazurilor de neplată au fost firave, dar ele s-au subțiat și mai mult pe parcurs. Inițial, FHA a cerut solicitantului de credit să ofere un avans de minim 20% din valoarea ipotecii – avans considerat relativ redus de băncile vremii. Treptat, această cerință s-a diluat într-atât încât, în 2004, FHA cerea debitorilor să vină cu un avans de doar 3%, iar în Congres se pregătea modificarea legislației pentru a scădea acest nivel la 0%!

La puțin timp după înființarea FHA, în 1938, în cadrul programului New Deal lansat de președintele Roosevelt, a fost creată Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), cu scopul de a cumpăra ipotecile garantate de FHA. Fannie Mae a acționat astfel ca un braț prin care guvernul refinanțează băncile obișnuite, oferindu-le acestora posibilitatea de a extinde și mai mult creditarea.

În 1968 guvernul a despărțit formal activitatea Fannie Mae de bugetul de stat, măsură prin care a reușit să „reducă” semnificativ datoria publică (deoarece datoria acumulată de Fannie Mae nu se mai regăsea în situația contabilă a statului). În esență, măsura guvernului nu a fost diferită de practicile atât de blamate la care au recurs firme private precum Enron în anii 1990 și băncile de investiții în anii 2000. Aceste companii au înființat instituții speciale (SIV – *special investment vehicles*) cu unicul scop de a-și mări capacitatea de îndatorare fără ca acest *leveraging* să se reflecte în situația contabilă a firmei-mamă.

Fannie Mae a fost privatizată, dar activitatea sa a rămas strict reglementată, mai ales în ceea ce privește obligația de a asigura creditarea segmentelor sărace ale societății. O parte din activitatea de creditare ipotecară a fost preluată de nou-înființata Government National Mortgage Association (Ginnie Mae). Se cuvine să precizăm că Ginnie Mae a dezvoltat conceptul de obligațiune acoperită cu ipotecă – *mortgage-based security* (MBS), prin intermediul căruia guvernul a externalizat o parte a datoriei publice, transferând-o investitorilor privați – instrument financiar considerat astăzi drept „activ toxic”.

În 1970 a fost creată Federal National Mortgage Corporation (Freddie Mac) pentru a titriza creditele ipotecare convenționale. În timp, activitățile celor două instituții, Fannie Mae și Freddie Mac, s-au dezvoltat după un tipar similar, ambele atrăgând resurse de pe piața de capital și folosindu-le pentru a prelua de la bănci creditele ipotecare.

Din 1992 Congresul și guvernul au obligat Fannie Mae și Freddie Mac să cumpere tot mai multe ipoteci, orientându-se cu precădere spre clasa oamenilor cu venituri scăzute. Ponderea ipotecilor asociate creditelor pentru persoane cu venituri reduse a crescut în portofoliul celor două instituții guvernamentale de la 42% în 1996 la 52% în 2005.

Pentru a-și finanța creșterea portofoliului, Fannie Mae și Freddie Mac s-au împrumutat pe piața de capital. Practic, au recurs la revânzarea activelor din portofoliu sub forma obligațiunilor garantate cu ipotecă – instrumente financiare care s-au bucurat de un deosebit succes deoarece au oferit participanților la piață ocazia de a investi în titluri cu risc scăzut. În cursul procesului de titrizare, statul a oferit indirect o sinecură agențiilor de rating, chemate să noteze emisiunile de obligațiuni. De remarcat că cele trei agenții de rating cunoscute – Standard & Poor's, Moody's și Fitch – sunt principalele organisme de acest gen acreditate de guvernul SUA, iar mari investitori instituționali precum firmele de asigurări și fondurile de pe piața monetară nu pot investi decât în active certificate de agențiile de rating! Nu este de mirare că agențiile de rating au oferit nota maximă titlurilor financiare emise de instituții care acționează conform obligațiilor la care sunt supuse prin legislația care le reglementează activitatea.

În anii 2003 și 2004, în timp ce erau investigate de legislativ pentru comiterea unor fraude contabile, Fannie Mae și Freddie Mac și-au salvat onoarea prin promisiunea de a acorda mai multe fonduri pentru finanțarea achiziției de case de către persoanele sărace. În acest mod cele două instituții

au devenit cei mai importanți cumpărători de credite ipotecare *subprime*, cu o expunere totală de 1 trilion dolari, contribuind decisiv la creșterea și căderea balonului speculativ.

### **Eșecul reglementărilor globale**

La nivel global, eșecul politicii de reglementare s-a manifestat prin efectele adverse ale Acordului de la Basel. Acordul de la Basel – cunoscut sub numele „Basel I” – a apărut în 1988 și a cerut tuturor băncilor să păstreze un nivel al capitalului de 8% din valoarea ajustată la risc a activelor pe care le dețin. Această valoare se calcula după o metodologie stabilită de un organism inter-guvernamental.

Oarecum previzibil, instituțiile bancare au încercat să păcălească sistemul, speculând porțițele existente inerent în orice reglementare publică. Pe scurt, băncile au decis să își modifice portofoliul în favoarea acumulării disproporționate de active riscante. Și, desigur, crizele financiare nu au dispărut, ci au continuat să se repete cu aceeași frecvență ca și înainte de adoptarea acordului – vezi criza asiatică din 1997.

Ca o consecință neintenționată a prevederilor Acordului de la Basel (între timp „modernizat” prin acordul Basel II – formă în care s-a dovedit incapabil să prevină criza actuală), băncile au recurs la scoaterea activelor cu grad ridicat de risc în afara bilanțului propriu utilizând în acest scop titrizarea și instrumente financiare complexe. De exemplu, băncile au realizat că pot credita agenții economici în mod indirect, prin intermediul unei instituții specializate, evitând astfel necesitatea creșterii capitalului propriu. Pe scurt, băncile pot crea instituții financiare separate, care emit obligațiuni (se finanțează prin îndatorare, în special pe termen scurt) folosind resursele colectate pentru acordarea de credite. Cu toate că din punct de vedere juridic banca nu este considerată titularul portofoliului de credite, în sens economic, între aceasta și instituția intermediară există o strânsă dependență, deoarece ultima folosește garanțiile implicite și explicite oferite de prima pentru a se dezvolta. După cum experiența a demonstrat, în eventualitatea producerii unei crize, banca-mamă nu își poate abandona subsidiarele-copii, deoarece falimentul acestora ar dăuna reputației sale.

Există și alte motive care ne îndreptățesc să afirmăm că politica de reglementare „prudențială” subminează în realitate funcționarea eficientă a pieței. În particular, modificarea sistemului de management al riscului și politica vizând creșterea transparenței determină de fapt piețele să fie mai puțin stabile, sporind șansele producerii unei crize.

Reglementări emise de autoritățile publice naționale și internaționale, de tipul Basel I și II, constrâng băncile să renunțe la politica lor independentă și să adopte modele standard de evaluare cantitativă a riscului. Cu un secol în urmă, băncile erau conduse în mod antreprenorial (în sensul economic al termenului). Ele erau preocupate de identificarea proiectelor de investiții rentabile, cărora să le asigure finanțarea necesară. Deoarece mediul economic este incert iar mulțimea investițiilor posibile extrem de eterogenă, analiza fiecărei propuneri de finanțare avea un puternic accent antreprenorial, speculativ. Băncile încercau să descopere, anticipativ, forma concretă în care să își fructifice capitalul propriu și cel atras astfel încât să obțină cel mai mare profit posibil. Misiunea lor nu era, din această perspectivă, diferită de misiunea oricărui alt întreprinzător, care știe că numai identificând oportunități de afaceri încă neexploatate, inovând, surclasându-i pe ceilalți, poate supraviețui pe piață.

În prezent, lucrurile stau complet diferit. Consecință directă a politicii de reglementare a riscului, dimensiunea antreprenorială veritabilă a funcționării băncilor este înlocuită, din ce în ce mai mult, cu activitatea tipic birocratică. Oportunitățile de investire (activele) sunt împărțite de autoritatea publică pe categorii de risc, iar riscul urmează să fie calculat conform unor modele și după o metodologie aprobată tot de stat. Incertitudinea este exclusă din modelele matematice. Băncile sunt puternic încurajate (a se citi, obligate) să se supună normelor tehnice emise de autoritatea de supraveghere bancară. Este din ce în ce mai puțin loc pentru exercitarea abilității antreprenoriale, pentru că instituțiile financiare nu-și mai pot derula afacerile după propria politică, ci după cum le dictează autoritatea de reglementare. Activitatea bancară este mai puțin speculativă și mai mult birocratică.

La fel cum un număr de studenți care au de rezolvat individual aceeași ecuație, vor sfârși prin a ajunge la aceeași soluție, instituțiile financiare (re)acționează în grup. *Ex post*, comportamentul studenților capătă trăsături de turmă, deoarece toți au parcurs raționamente similare pentru a ajunge la soluția ecuației. La fel se întâmplă și cu instituțiile financiare care, puse în fața datelor pieței și a cerinței de respectare a unor condiții prudențiale, trebuie să calculeze portofoliul optim. Nu ne putem aștepta ca din aceste calcule să rezulte portofolii foarte diferite. Din contră. Dacă așa stau lucrurile, atunci este firesc să ne așteptăm ca participanții la piață să urmeze trasee similare, după cum le dictează calculele.

Omogenizarea evaluării riscului duce la omogenizarea portofoliilor și, mai departe, la similitudinea actelor de tranzacționare, deci la comportamentul de turmă. Comportamentul de turmă nu este efectul naivității, necunoașterii, asimetriei informaționale sau imitației, ci tocmai rezultatul „cunoașterii identice” – a faptului că toți participanții la piață evaluează riscul diverselor investiții în mod similar, datorită legislației în domeniu.

Comportamentul de turmă este accentuat de reglementările care vizează creșterea transparenței. Dintr-o perspectivă tradițională, fiecare competitor pune preț pe secretizarea afacerilor sale, pentru că pericolul de a fi imitat îi reduce profitul potențial. Așa cum fiecare fabricant de ciocolată concurează pentru banii publicului, străduindu-se permanent să ofere sortimente originale și păstrând cu sfințenie secretul asupra fabricării acestora, la fel fiecare investitor este motivat să păstreze secretul asupra „rețetei sale de făcut bani”. Eliminarea acestui secret, divulgarea afacerilor și strategiilor desființează practic competiția. La ce bun să te mai străduiești să descoperi noi oportunități de profit, dacă strategia ta va deveni vizibilă tuturor? O bancă bună este aceea care investește într-un proiect pe care concurenții săi l-au scăpat din vedere. Dacă secretul bancar și „opacitatea” diverselor investiții sunt condamnate oficial, cum mai putem avea bănci bune și bănci proaste? Vom avea doar... bănci – simple agenții ale statului însărcinate cu acordarea creditelor, a căror funcționare birocratică nu poate fi departajată în funcție de competitivitate.

Suntem tentați să credem că pledoaria pentru transparență a fost alimentată, incidental, de interesul firesc al contribuabililor de a cunoaște maniera în care statul distribuie fondurile publice. În domeniul public, transparența este justificată, pentru că cetățenii sunt îndreptățiți să ceară socoteală modului în care sunt cheltuiți banii lor. Dar, în domeniul privat, transparența – înțeleasă ca diseminare publică a modului în care o companie acționează – nu este justificată. Compania trebuie să dea socoteală exclusiv proprietarilor (acționarilor). În măsura în care îi este impusă divulgarea de informații, dreptul de proprietate al acționarilor are de suferit. Astfel, transparența nu este o valoare în sine, ci doar în relație cu dreptul de proprietate al celui care inițiază un act economic.

### 3. Redresarea economiei și rolul statului

Dacă intrarea în socialism a însemnat naționalizarea proprietății private, atunci ieșirea din socialism nu se poate face altfel decât prin denaționalizare, prin refacerea instituției esențiale a economiei de piață – proprietatea privată. Pornind de la această pildă de istorie recentă, în special pentru noi, românii, putem trasa liniile generale ale oricărei „strategii” economice de redresare în condiții de recesiune. Elementul fundamental ține de înțelegerea cauzelor determinante, definitorii, ale crizei, așa cum au fost ele zugrăvite în secțiunea anterioară. În consecință, dacă derapajul recesionist este rezultatul conjugat al expansiunii continue a mijloacelor bănești, ca încununare a intervenției statului în economie, atunci ieșirea sănătoasă din recesiune nu poate purta tot marca imixtiunii guvernului în funcționarea piețelor, în speță în alterarea funcției economice esențiale a banilor. Altfel, mult prea ușor vom confunda *politicile anticiclice* cu cele *prociclice*. De fapt, cea mai serioasă capcană a șanselor de redresare economică provine dintr-o astfel de confuzie, ridicată adesea la rang de... „gândire strategică”.

În primul rând, se cuvine a înțelege, dincolo de cauzele monetariste ale ciclului afacerilor, tocmai consecințele difuzării în economie a *capitalului fictiv*, prin intermediul sistemului bancar și piețelor financiare. Unele sectoare economice se umflă, artificial, în timp ce altele își reduc, în termeni relativi, dezvoltarea. Structura de producție a economiei apare ca o fragilă arhitectură de resurse, bunuri de capital fizic și uman, din alcătuirile căreia izvorăsc bunuri de consum. În această configurație de tip caleidoscopic, resursele sunt alocate și realocate pe criteriile rentabilității economice, în funcție de anticipările antreprenoriale și de evoluțiile din mecanismul prețurilor.

În condițiile în care băncile centrale și sistemul bancar emit și transmit *capitalul fictiv* în cadrul structurii de producție, întreg procesul de alocare a resurselor este alterat. Prin creație monetară, *cash* sau scripturală, rata dobânzii coboară (artificial) sub *rata naturală a dobânzii*, adică cea care ar avea în spatele său manifestarea preferințelor de timp ale publicului, materializate în raportul dintre economisire și consum. La o rată a dobânzii mai redusă, indusă tocmai de expansiunea artificială a creditului, multe planuri de afaceri care înainte erau socotite neprofitabile capătă o aparență de profitabilitate. Susținătorii expansiunii creditului nu se înșeală atunci când pretind că expansiunea monetară aduce cu sine, pe termen scurt, un avant al afacerilor. Problema lor ține de imposibilitatea înțelegerii lipsei de sustenabilitate a unei astfel de politici, care orientează alocarea resurselor în alt ritm și în alte direcții decât cele compatibile cu mersul liber al pieței, în condițiile unui sistem monetar nealterat de injecții arbitrare de lichiditate.

În funcție de domeniile astfel injectate, putem vorbi despre dechiderea „cutiei Pandorei” către un vast șir de *malinvestiții*, care se traduc de fapt în *suprainvestire*, respectiv *subinvestire*. În general, o asemenea expansiune monetară se va repercuta la nivelul prețurilor, care vor începe treptat să crească, și care vor răsturna multe din așteptările de profitabilitate ale oamenilor de afaceri. În timp, în domeniile care au absorbit prioritar și preponderent capitalul fictiv țâșnit din mașinăria creației monetare, oamenii de afaceri vor realiza că au extins excesiv structura de capital corespunzătoare afacerilor lor. Aceștia

sunt cei care, sub vălul atrăgător al creditului ieftin, au *suprainvestit* în raport de exigențele reale ale pieței. Când necesitatea de a restrânge unele dezvoltări economice - excedentare - devine inevitabilă, atunci începe drama ajustării economice, cunoscută astăzi sub numele de „recesiune” sau criză.

De exemplu, în prezent, piața imobiliară din SUA, dar și cea din Europa Centrală și de Est, suferă o astfel de „contractie”, de fapt o adaptare necesară, firească, la condițiile economice reale. Stimulați de creditul de investiții relativ mai ieftin și de expansiunea fulminantă a derivatelor ipotecare, oamenii de afaceri au deschis „fronturi de luptă” imobiliare peste capacitatea reală, de solvabilitate, a pieței. Aflate în imposibilitatea de a continua finanțarea lor, multe din proiectele imobiliare rămân, pentru o vreme sau pentru totdeauna, în paragină. Aceasta este imaginea dezolantă pe care ne-o oferă suprainvestirea indusă de *politica banilor ieftini*. Căci existența nevoilor de spații locative nu înseamnă, în același timp, și existența unei puteri de cumpărare reale necesară satisfacerii acesteia.

Cu cât politica expansionistă din domeniul monetar continuă mai mult, cu atât vor fi mai grave *malinvestițiile* și, bineînțeles, mai dureroase vor fi și revenirile pe calea creșterii economice sănătoase. De aceea, trebuie înțeles că, pe fondul expansionist transferat mediului de afaceri, încetinirea sau chiar întreruperea *politicii banilor ieftini* fac semnele recesiunii să devină inevitabile. De aceea, remediul adevărat al crizei nu poate stă niciodată în suplimentarea „circulației monetare”, căci aceasta înseamnă o confuzie gravă între politicile *anticiclice* și cele *prociclice*.

Revenind pe tărâmul crizei economice actuale, orice economist conștient de forța mașinăriei sistemului monetar ar trebui să aplaude luările de poziție precum cea a cancelarului german Angela Merkel, care identifică corect natura monetaristă a ciclului economic și punctează explicit asupra cauzelor fundamentale: „*Criza nu s-a produs din cauză că am injectat prea puțini bani pe piețe, ci pentru că am susținut o creștere economică injectând prea mulți bani, și acum vedem că această creștere nu este durabilă*”. De altfel, așa cum demonstrează economiștii clasici, politica monetară expansionistă stă la baza oricărei teorii serioase asupra ciclului economic al afacerilor. De aici deducem, așadar, responsabilitatea sporită a autorităților monetare în gestionarea mersului economiei, nu doar pe termen scurt și pentru anumite sectoare ale economiei, ci și pe termen lung și pentru întreaga structură de producție.

#### **4. Rolul statului în depășirea crizei economice : soluția laissez-faire**

Criza economică internațională care poate fi datată ca începând în a doua parte a anului 2008, când principalele economii dezvoltate ale lumii au intrat în recesiune (deși efectele în sectorul financiar s-au simțit încă din vara anului 2007), a adus cu sine o utilizare amplă a ambelor pârghii – monetară și fiscală – de către băncile centrale și guvernele din multe state ale lumii. Cu toate acestea, direcțiile pe care le-a luat atât politica monetară cât și politica fiscală în această perioadă sunt profund greșite și nu vor duce la o soluționare a crizei. Dimpotrivă, intervențiile discreționare la o scară fără precedent ce au avut loc în majoritatea statelor

afectate de criză sunt în cel mai bun caz un paliativ pe termen scurt, dar pe termen lung acestea vor amplifica criza economică, creând condițiile unei stagnări economice și unui mediu inflaționist cu efecte negative de durată asupra condițiilor necesare pentru prosperitatea economică în viitor.

## **I. Politica monetară**

### **a) Obiectivele politicilor monetare de criză**

La nivel monetar, obiectivele băncilor centrale din SUA, Europa, dar și din alte țări a fost protejarea sistemului de plăți al economiei (i.e. sistemul bancar) și prevenirea unei deflații ca urmare a prăbușirii unor bănci sau instituții financiare de credit.

În primul caz, teama unei disfuncțiuni ample în sistemul de plăți se datora unui posibil efect de domino, ca urmare a devalorizării așa-numitelor active „toxice” de pe bilanțurilor instituțiilor financiare, datorită interconectivității sistemului financiar internațional. O criză în sistemul bancar, ca urmare a falimentului unor instituții, ar fi putut provoca o reacție în lanț care ar crește de la sine, pe măsură ce deponenții ar fi cuprinși de teamă că și-ar pierde economiile și ar lua cu asalt băncile. Din acest motiv, de altfel, majoritatea statelor lumii au crescut garanțiile de stat asupra depozitelor în toamna anului trecut. O serie de falimente în sectorul bancar ar fi dus la o severă contracție a intermedierei financiare, fapt care ar fi creat probleme serioase investitorilor și sectorului productiv privind acoperirea nevoilor de finanțare în derularea activităților industriale curente sau începerea unora noi.

În al doilea rând - și în strânsă legătură cu primul - dispariția unei bănci atrage cu sine o diminuare a creditului care, aproape prin definiție, înseamnă o reducere a multiplicatorului monetar și duce deci la o modificare în agregatele monetare. Consecințele unei deflații monetare sunt considerate de majoritatea economiștilor ca fiind negative pentru activitatea economică datorită poverii suplimentare al acestora asupra debitorilor, dar mai ales datorită restrângerii activității economice ca urmare a inflexibilității prețurilor și salariilor. Această inflexibilitate, determinată de condiții de natură psihologică, culturală sau instituțională – în special, intervenții anterioare de stat sau girate de stat în activitatea economică, cum ar fi garantarea nivelului unor salarii minime, ratificarea unor pretenții non-realiste ale sindicatelor sau controlul unor prețuri – duce la dispriția companiilor a căror margine de profit mai redusă, în condițiile diminuării cererii nominale, nu poate acoperi costurile ridicate care nu au fost ajustate la condițiile reale ale forței de muncă și alți factori de producție. Consecința este o cădere a activității economice și o explozie a șomajului care va dura atât timp cât ajustarea factorilor nominali la factorii reali nu este realizată.

### **b) Excesul monetar și pericolul inflației**



Evitarea unei deflații presupune, în termenii ecuației monetare  $MV=PQ$ , stabilizarea părții stângi, adică menținerea nivelului masei monetare  $M$  în condițiile unei scăderi a vitezei de circulație a banilor,  $V$ , adică, și mai corect spus, în condițiile unei creșteri a cererii de deținere a monedei de către publiul devenit mefient față de sectorul bancar și care anticipă vremuri economice tulburi. Ca urmare, o creștere limitată a cantității de bani din economie în condițiile unei restrânger a creditării și a creșterii deținerii de monedă într-o economie cu prețuri inflexibile care suferă de pe urma unor malinvestiții (cauza crizei economice la nivel real) este justificată, însă autoritățile monetare din statele afectate au dat dovadă de un exces de zel în acest sens. Cazul cel mai elocvent este SUA, de altfel epicentrul crizei, politici sale monetare și fiscale eronate fiind de altfel copiate cu puțin spirit critic de autoritățile din Europa și alte regiuni. Numai din septembrie 2008 și până acum baza monetară a SUA a crescut de 1,25 ori, de la 800 la 1.800 de miliarde de dolari și această creștere continuă în pas alergător. Consecințele acestui exces monetar, deși momentan ascunse, vor fi o inflație galopantă care își va face apariția foarte probabil mult mai repede decât lag-ul mediu de 2 ani stabilit ca o aproximație de economistul Milton Friedman. Consecințe asupra activității economice vor fi dezastruoase.

Excesul monetar este doar una dintre erorile de politică monetară făcute de băncile centrale în actuala criză. A doua – din nou, cel mai bine exemplificată de cazul american – este utilizarea politicii monetare în rol de politică industrială. Concret, acest lucru înseamnă salvarea de la faliment în mod discreționar, prin infuzii monetare directe de la banca centrală, a unor instituții financiare insolabile, o dimensiune totală în contradicție cu rolul primordial, adesea declarat, al politicii monetare de a asigura obiective de ordin general, precum stabilitatea prețurilor. Intervenția în favoarea unei bănci sau alteia reprezintă, de fapt, o distorsiune a pieței realizată prin mijloace monetare și o încălcare a regulilor jocului pe care se bazează o economie de piață-liberă.

În concluzie, stabilizarea masei monetare este singurul rol acceptabil al politicii monetare în condiții de criză, iar exercitarea acestuia nu trebuie să presupună răsplătirea ineficienței unei instituții financiare sau a alteia. O anumită bancă poate intra în faliment, iar activele sale preluate în mod ordonat de alți acționari conform dreptului comercial, fără ca circulația monetară să sufere un șoc. Stabilitatea sistemului monetare nu este, în ultimă instanță dependentă, de soarta niciunei companii/bănci private, nu contează cât de mare este aceasta, iar competitivitatea unei instituții financiare nu trebuie să depindă de exercițiul discreționar al politicii monetare. Aceasta trebuie să constituie cadrul relativ neutru în care se desfășoară relațiile de producție și schimb din economia reală. Cea mai bună garanție pentru această neutralitate este tocmai abolirea băncilor centrale, denaționalizarea monedei și instaurarea unei competiții monetare între emitenți privați de monedă, conform propunerii formulate de celebrul economist Friedrich von Hayek cu câteva decenii în urmă.

## **II. Politica fiscală**

Criza economică declanșată în urma spargerii bulei imobiliare din SUA și mai multe economii europene, propagată prin sectorului financiar american și internațional expus la instrumentele derivate create pe baza creditului imobiliar, a reînviat în forță politicile fiscale expansioniste de stimulare a economiei. Formulate și puse în aplicare pentru prima dată în timpul Marii Crize, principiile teoretice și aplicațiile practice ale politicilor fiscale activiste au făcut obiectul unor numeroase testări și revizuri în ultimii 50 de ani, fiind în bună măsură discreditate până recent în comunitatea academică și de policymakers. Cu toate acestea, presiunea politică și poate chiar psihologică creată în Statele Unite și Europa de criza din momentul de față a dus la adoptarea unor vaste programe fiscale anti-ciclice ale căror rezultate rămân deocamdată extrem de îndoielnice.

### **a) Filozofia keynesiană de la baza politicii fiscale anti-ciclice**

În esență, obiectivul unei politici fiscale anti-ciclice este stabilizarea economiei prin managementul cererii agregate prescris de interpretarea curentă a gândirii economice a lui John Maynard Keynes, economist britanic din prima parte a secolului XX. În momentul de față turbulențele inițiale din sectorul imobiliar, transferate repede în sectorul financiar, au dus la o diminuare a investițiilor, iar anticiparea unui nivel al cererii mai redus a dus la o diminuare a producției industriale. Ca urmare a acestei situații, consumul s-a diminuat și rata șomajului a crescut, evenimente care au exacerbât căderea în spirală a cererii agregate. În aceste condiții, activitatea economică a coborât sub nivelul PIB potențial, o măsură care încearcă să capteze, în baza trendului istoric, ritmul sustenabil de creștere al unei economii în absența unor șocuri. În condițiile unei căderi a activității economice sub nivelul său normal, teoria keynesiană susține că în absența unei intervenții stabilizatoare a guvernului spirala descendentă se va amplifica până ce va atinge un punct de echilibru mult inferior nivelului la care opera anterior. Din acest motiv, o bună parte a guvernelor, atât din economiile dezvoltate cât și din economiile emergente intrate în recesiune sau afectate de o încetinire a ritmului de creștere economică, au considerat că eforturile anti-ciclice de la nivelul politicii monetare trebuie dublate de intervenții robuste la nivel fiscal. În consecință, s-au adoptat sau urmează să se adopte o serie întreagă de programe menite să stimuleze consumul și investițiile, fie prin cheltuieli publice (finanțate prin creșterea deficitelor bugetare), fie prin reduceri temporare de taxe (fără o reducere corespunzătoare a cheltuielilor publice, deci finanțate de asemenea prin deficite bugetare).

### **b) Carențele abordării keynesiene**

Deși în momentul de față popularitatea politicilor fiscale expansioniste în rândul autorităților guvernamentale este greu de contestat, bazele acestora și șansele lor de reușită sunt extrem de discutabile. Creșterea explozivă a deficitului bugetar pe fondul reducerii

veniturilor fiscale presupune atragerea unor finanțări masive din sectorul privat intern sau extern. Dacă acestea se realizează prin împrumuturi externe, acest lucru înseamnă o creștere a datoriei publice sau, cu alte cuvinte, o creștere a poverii fiscale viitoare a contribuabililor autohtoni. Anticiparea unor taxe mai ridicate în viitor duce, conform postulatului echivalenței ricardiene formulat de economistul american Robert Barro, la o creștere a economisirilor și o reducere a cheltuielilor – situație care contravine obiectivelor unei politici anti-ciclice de stimulare a cererii prezente. Cu toate că în forma sa tare echivalența ricardiană a făcut obiectul a numeroase critici, ideea că nu există un prânz gratis în economie este larg recunoscută și plata împrumuturilor în viitor va însemna deci un nivel mai redus al investițiilor și o creștere economică mai redusă. În cazul în care deficitul bugetar va fi finanțat prin atragerea economiilor de pe plan intern, acest lucru va duce – așa cum a arătat Milton Friedman – la o deviere a resurselor din sectorul privat către sectorul public. Investițiile și consumul generate de cheltuielile publice se vor face cu prețul investițiilor și consumului care ar fi putut fi generate de sectorul privat în absența intervenției guvernamentale. În consecință, multiplicatorul politicii fiscale va fi nul sau nesemnificativ. La toate acestea se adaugă ineficiența și distorsiunile cauzate de întreprinderile publice datorate absenței stimulentei economice și derogării de la calculul economic.

### **c) Intervențiile fiscale blochează ajustarea la malinvestițiile din trecut**

Cel mai important efect negativ al intervențiilor fiscale este totuși blocarea ajustării la erorile investiționale și rispa de capital realizată în perioada premergătoare crizei, dar revelată de aceasta. În cazul de față, este vorba de creșterea nesustenabilă a sectorului imobiliar, a consumului de bunuri durabile precum mașini, electornice etc sau, mai ales în SUA, a unor servicii precum educația universitară. Intervențiile guvernamentale au ca obiectiv tocmai „re-umflarea” acestor sectoare, deși criza a dovedit tocmai că acestea au crescut peste măsură, că trebuie să sufere o contracție și că resursele dirijate în aceste activități trebuie eliberate către alte sectoare. Aceste ajustări microeconomice sunt cheia ieșirii din criză, însă intervențiile guvernamentale bazate pe o optică macroeconomică le pierde cu totul din considerare. În plus, guvernul nu poate pretinde că știe în ce domeniu ar trebui relocat capitalul dirijat anterior către sectorul imobiliar, unde ar trebui reangajată forța de muncă, care sunt prețurile la care ar trebui să aibă loc ajustarea ș.a.m.d. În schimb, intervenția guvernamentală aduce cu sine ineficiența birocratică, corupția și clientismul inerent oricărei discreții a puterii.

În consecință, cel mai bun rol pe care guvernul îl poate juca, în vremuri de criză ca și în vremuri de prosperitate, este – parafrazând în mod liber dictonul lui Thomas Jefferson - să nu joace niciun rol în alocarea resurselor economice și să lase piața, adică acțiunea voluntară și cunoașterea personală a milioane de indivizi, să deruleze ajustările dureroase, dar fără îndoială necesare care vor asigura redresarea economică și prosperitatea viitoare.

## 5. Impactul crizei asupra economiei României

Conectarea tot mai intensă a economiei românești la fluxurile economice internaționale (reale și de capital) a favorizat procesul de catching-up înregistrat în ultima perioadă, evoluție evidențiată de ritmurile de creștere din perioada 2000-2008. Însă, o economie emergentă, încă marcată de rigidități structurale, deschisă la piața externă, poate fi profund afectată de asemenea conjuncturi economice nefavorabile. După cum observăm, propagarea crizei economico-financiare din SUA și Marea Britanie a atins și economia românească, care de la o creștere de 7,9% a PIB real în 2008 (*e adevărat, artificială*) se vede în situația de a-și reduce semnificat ritmul, fiind posibil să se ajungă la o rată chiar negativă în anii următori.

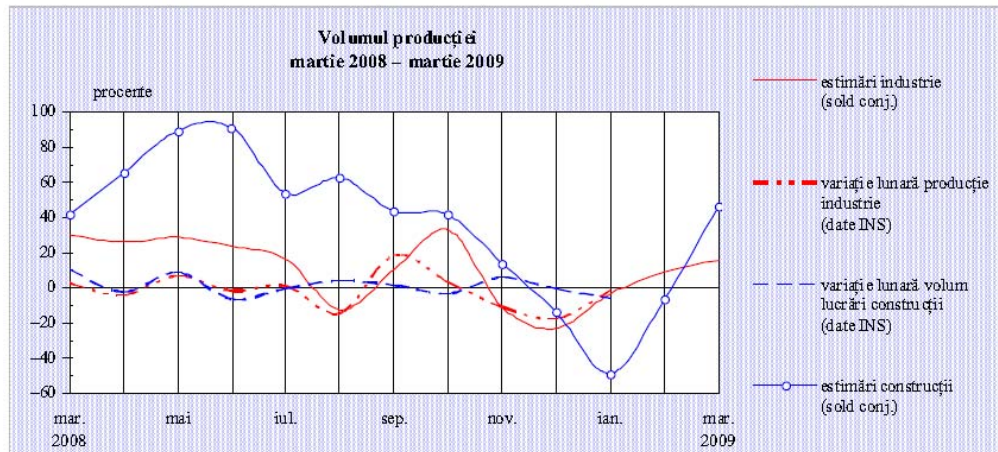
Analiza efectelor asupra economiei noastre vizează mai multe planuri: evoluția volumului producției, comenzilor în industrie, situația pe piața muncii și evoluția șomajului, iar în final analiza ritmului investițional în economie. Datele ce au stat la baza prezentei analize sunt oferite de BNR, prin Buletinul de conjunctură din martie 2009.

### *Producția de bunuri*

În România, oscilațiile conjuncturale în evoluția volumului producției în industrie și construcții sunt prezente chiar și în perioada anterioară lunii septembrie-octombrie 2008. Însă, după această perioadă, în intervalul octombrie – ianuarie, se constată o reducere a producției în aceste domenii, cel industrial fiind cel mai afectat.

Deși graficul următor surprinde persistența dificultăților cu care se confruntă acest sector, totuși previziunile cuprinse în Buletinul de conjunctură al BNR ilustrează o revenire a ritmului de creștere a producției începând cu luna martie. În sectorul industrial, revigorarea este generată de industria producătoare de mașini (a cărei cerere internă este suplimentată și de o creștere a cererii externe, mai ales pe piață germană). Tot o evoluție pozitivă se așteaptă să înregistreze și industria materialelor de construcții și cea de prelucrare a petrolului. Industria metalurgică și conexasă (construcții metalice etc), care s-a confruntat cu o reducere a producției și comenzilor în patru-cinci luni, pare să întrerupă evoluția negativă și să aibă o ușoară creștere în perioada următoare. Ramuri industriale precum cea textilă, încălțăminte, confecții, pielărie vor înregistra și în continuare o scădere a volumului producției, fiind direct influențate de reducerea cererii agregate (în special cea de bunuri finale venită din partea populației) și de reducerea veniturilor.

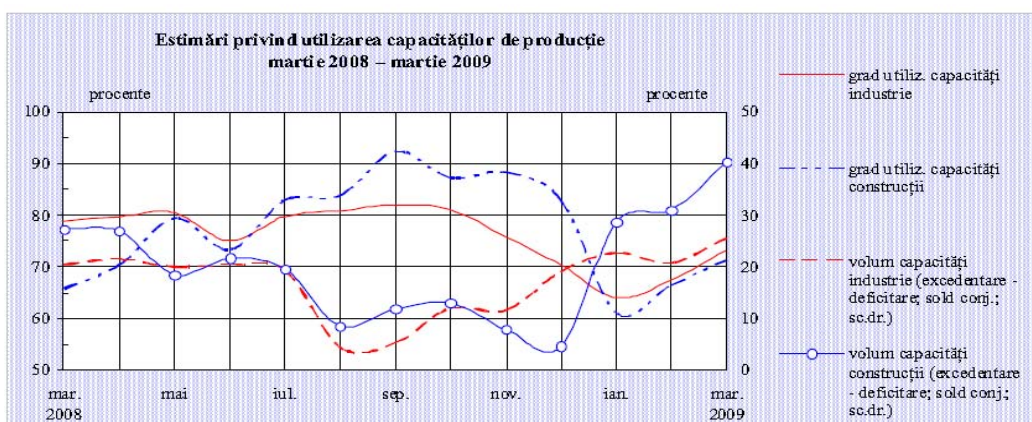
### *Evoluția volumului producției*



Sursa: [www.bnr.ro](http://www.bnr.ro)

Relansarea cererii de materiale de construcții nu însă trebuie pusă pe seama dezvoltării de noi proiecte imobiliare, ci mai curând pe necesitatea continuării și terminării lucrărilor deja contractate. Astfel se explică de ce previziunile din graficul alăturat ilustrează o creștere a volumului producției în construcții. De altfel, reducerea puternică a cererii de spații de locuit ca urmare, pe de o parte, a stopării creditării, iar pe de altă parte, a așteptărilor de reducere a prețurilor, va antrena foarte probabil o stagnare sau chiar reducere a interesului antreprenorial în acest domeniu pe termen mediu. Așteptările optimiste privind relansarea producției sunt susținute și de un alt indicator specific: gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie. Acesta înregistrează o creștere de la 67% în luna februarie a anului curent la 73% în martie, ceea ce denotă o relativă revigorare a producției.

#### *Estimări privind utilizarea capacităților de producție*

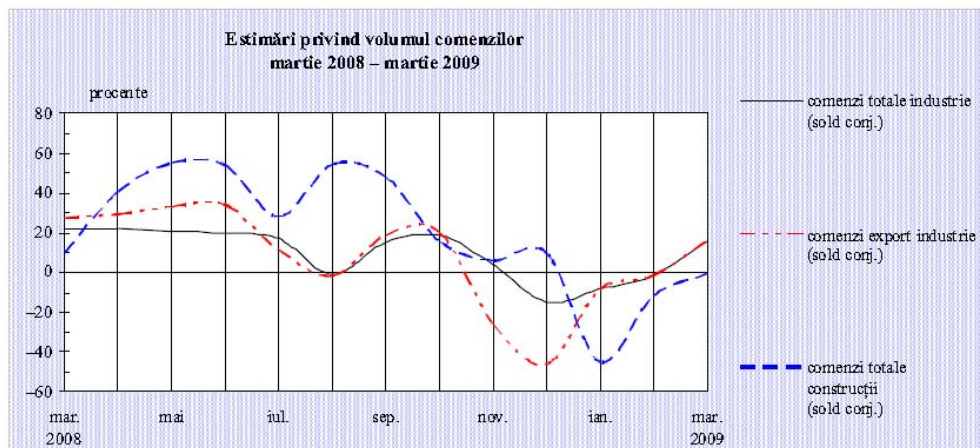


Sursa: [www.bnr.ro](http://www.bnr.ro)

Trebuie totuși menționat că, în contextul crizei actuale, se observă o evoluție asimetrică a ramurilor analizate. Acest fapt conduce inevitabil la o restructurare a economiei, la o reponderare a aportului diverselor ramuri la PIB. Rămâne de văzut dacă politicile economice ce vor fi implementate în perioada următoare vor contribui la acest proces de ajustare structurală sau vor urmări mai degrabă „salvarea” sectoarelor afectate cel mai puternic de criză. Ameliorarea perspectivei economice poate fi

coroborată și cu evoluția pozitivă a comenzilor în aceste ramurile de activitate a căror producție are un trend crescător (industria producătoare de autoturisme, a materialelor de construcții, a producției de petrol și derivați).

### *Evoluția comenzilor în industrie și construcții*



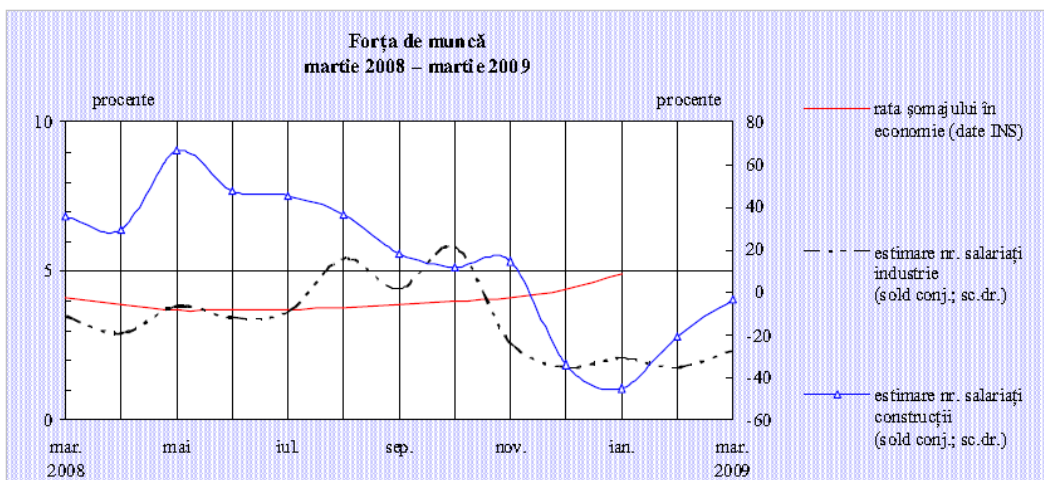
Sursa: [www.bnr.ro](http://www.bnr.ro)

Spre deosebire de acestea, comenzile în ramura construcțiilor sunt ușor negative (soldul conjunctural ilustrat de Buletinul de Conjunctura întocmit de BNR pentru martie 2009 fiind aproape de zero). Întreprinzătorii privați din industria textilă, confecții, încălțăminte, pielărie, servicii de transport, infrastructură energetică și-au redus producția ca urmare a reducerii cererii de bunuri specifice (atât interne cât și externe).

### *Piața muncii*

În conformitate cu înregistrările efectuate de ANOFM, numărul concedierilor a crescut în perioada septembrie-noiembrie 2008 cu aproximativ o treime față de perioada similară din anul anterior (cu un maximum de 16,8 mii persoane atins în luna noiembrie). Cele mai frecvente anunțuri de închidere a unor capacități de producție au provenit din sectorul industrial și cu deosebire din ramurile orientate cu predilecție către export (ca urmare a contractării cererii externe). Printre acestea s-au regăsit: industria petrochimică, metalurgie și construcții metalice, mijloace de transport rutier și componente auto, mașini, echipamente și aparate electrice. Dat fiind gradul relativ ridicat de specializare a acestor segmente industriale, reangajarea sau reconversia profesională a celor disponibilizați este dificilă, ceea ce accentuează dimensiunea șomajului ciclic.

### *Evoluția forței de muncă și a ratei șomajului*



Sursa: [www.bnr.ro](http://www.bnr.ro)

Rata șomajului a urcat cu 0.1 puncte procentuale din septembrie până în noiembrie, urmând ca în decembrie să crească la 4.4% și respectiv în ianuarie la 4.9%. Deteriorarea condițiilor de pe piața muncii sunt evidente, iar prognozele anticipează și în perioada următoare ajustări ale personalului angajat. De asemenea, un factor menit să amplifice dimensiunea șomajului în perioada următoare este și fluxul de migrație inversă a forței de muncă plecată în celelalte țări europene, generat de înrăutățirea condițiilor de angajare și sociale din țările primitoare.

Tendința generală manifestată pe piața muncii este de reducere a gradului de ocupare a forței de muncă și, implicit, de creștere a șomajului (ciclic, în special). O înrăutățire a situației angajărilor se va resimți în industrie, mai ales în acele ramuri care sunt obligate să își reducă producția de bunuri și servicii. Există totuși industrii care, datorită unei relative revigorări, au încetinit ritmul disponibilizărilor. Este vorba în special de ramura construcțiilor, așa cum este ilustrat și în graficul de mai sus.

În ceea ce privește ritmul de creștere salarială, 2009 debutează cu o inversare a trendului. În septembrie 2008, câștigul salarial mediu brut era situat la 1751 lei, acesta crescând constant până în luna decembrie la 2023 lei. Creșterea procentuală raportată decembrie/septembrie fiind de aproape 16%. În luna ianuarie, însă, are loc o reducere a câștigului salarial de aprox. 10% față de luna precedentă, ajungând la un nivel absolut de 1839 lei. Explicațiile unei ajustări relativ întârziate a salariilor în raport cu activitatea economică trebuie să aibă în vedere existența unei rigidități a salariilor nominale (chiar și în mediul privat), păstrarea condițiilor contractuale cu privire la salarii ce au fost negociate la începutul anului 2008.

Analiza evoluțiilor de pe piața muncii permite desprinderea unor concluzii importante. Prima evidențiază o agravare a situației șomajului la nivelul economiei, chiar dacă rata șomajului se situează în jurul a ceea ce teoria economică numește rată naturală. A doua privește presiunea din ce în ce mai mare asupra bugetului asigurărilor sociale, ca urmare a creșterii volumului de plăți de transfer (ajutor de șomaj etc) angajate de la buget. Ori, în condițiile existenței unui deficit bugetar deja mare, se simte nevoia unei regândiri a politicilor economice în domeniu. O a treia concluzie arată că evoluția câștigului salarial în special din sectorul privat se corelează cu situația economică și așteptările privind evoluțiile

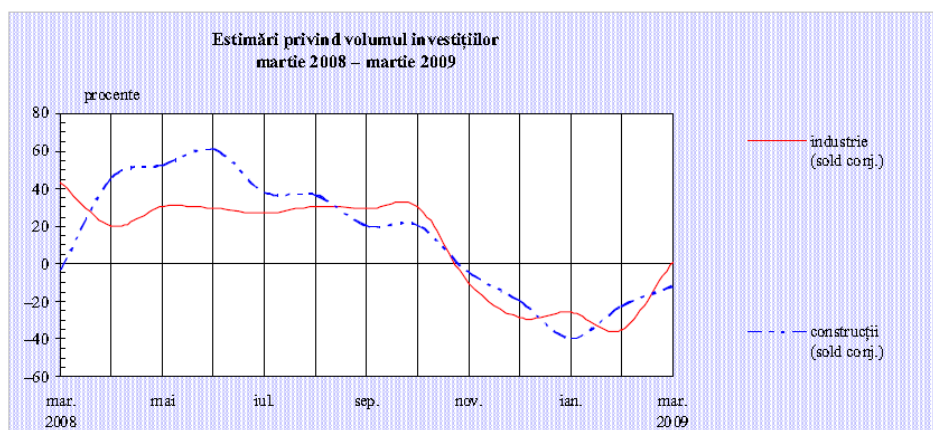


viitoare. Nu același lucru putem spune și despre sectorul public. Cu excepția anumitor reduceri de personal invocate de guvern (sau, mai bine spus, a înghețării locurilor vacante din organigramele administrației publice centrale și locale), a blocării anumitor sporuri, nu au fost luate măsuri reale de reformă astfel încât să se ajungă la o reducere a ponderii și rolului statului în economie.

### *Investițiile*

Nivelul investițiilor (formării brute de capital) a înregistrat o evoluție negativă pronunțată începând cu septembrie 2008, lună în care semnalele crizei mondiale și-au făcut simțită tot mai acut prezența și în economia României.

### *Estimări privind investițiile*



Sursa: [www.bnr.ro](http://www.bnr.ro)

După cum se observă din analiza graficului de mai sus, reducerea investițiilor în construcții va continua și în perioada următoare. O evoluție similară va fi înregistrată și în industriile producătoare de tehnică de calcul, aparate electrice și electronice. Stoparea trendului descendent va fi prezent mai ales în industrii precum cea metalurgică, construcții metalice, materiale de construcții, chimică, respectiv cea a transportului de energie, gaz metan.