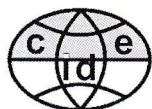


Eugen DIJMĂRESCU

– coordonator –

SISTEMUL FINANCIAR INTERNĂȚIONAL ÎN DERIVĂ?



Centrul de Informare și Documentare Economică

București, 2019

CUPRINS

Cuvânt înainte de Eugen Dijmărescu.....	7
1. Sistemul financiar internațional.....	17
1.1. Sistemul financiar internațional	17
1.1.1 Sistemul financiar internațional – aspecte teoretice	18
1.1.2. Reglementarea versus dereglementarea piețelor.....	23
1.1.3. Limitele libertății pieței	33
1.2. Noua paradigmă: sfârșitul multilateralismului	37
1.3. Provocări cu care se confruntă sistemul financiar global – inovațiile operaționale.....	51
1.4. Sustenabilitatea sistemului financiar. Incluziunea financiară	58
2. Sistemul financiar global în ciclul post-criză	67
2.1. Coordonarea politicilor economice în plan global. Populismul economic și resuscitarea protecționismului izolaționist	67
2.1.1. Coordonarea politicilor în plan global post-criză.....	68
2.1.2. Populismul economic post-criză	73
2.1.3. Resuscitarea protecționismului izolaționist	75
2.2. Războiul valutar. Fractura banking–piețe de capital.....	80
2.3. Revoluția digitală.....	88

2.3.1. Tehnologii cu impact asupra sistemului financiar.....	89
2.3.2. Aplicabilitatea tehnologiilor digitale în sectorul financiar	93
2.3.3. Dezvoltarea sectorului fintech.....	95
2.4. Un alt sistem financiar global. Euro – un activ concurent sau de stabilitate? RMB – un activ de rezervă sau o pârghie politică?	100
2.4.1. Scurt istoric. Structură. Riscuri actuale	100
2.4.2. De la hegemonia economică la hegemonia monetară	105
2.4.3. Euro –un activ concurent sau de stabilitate? ..	108
2.4.4. Renminbi – un activ de rezervă sau o pârghie politică?	111
2.5. Integrarea piețelor financiare internaționale	115
3. Drumul spre moneda globală: globalizarea tehnologiei de plată, a mijloacelor de plată sau a monedei?	123
3.1. Intensificarea procesului de globalizare	123
3.1.1. Globalizarea	124
3.1.2. Măsurarea procesului de globalizare.....	127
3.1.3. Evoluția procesului de globalizare.....	129
3.2. Spre o tehnologie digitală globală de plată?.....	141
3.3. Ruptura între avansul global al mijloacelor de plată, credit și economisire și tentația naționalistă de închidere a piețelor: iluzia echilibrului prin respingerea deschiderii.....	151
3.4. Ordinea economică mondială la orizontul 2030.....	158
Referințe bibliografice.....	167

1. Sistemul financiar internațional

1.1. Sistemul financiar internațional

Amalia FUGARU

Adâncirea gradului de integrare a economiilor naționale în sistemul financiar internațional era considerat principalul motor al creșterii economice înainte de 2007. Astfel, într-o economie care participa la acest ansamblu de relații internaționale se producea o alocare mai bună a resurselor (cel puțin a capitalului), exista un câștig de productivitate (pentru că scădeau costurile de tranzacționare internațională), respectiv scădeau riscurile (cel puțin cele legate de oferta de capital).

Criza financiară din 2007-2009 a pus sub semnul întrebării nu numai integrarea sistemului financiar internațional, dar și contribuția acestuia la creșterea economică. Mai mult, dereglementarea, procesul care a stat la baza extinderii globale a sectorului financiar, nu a mai fost considerată un factor pozitiv la creșterea economică. Dorința de „a face ordine” în sectorul financiar internațional a venit din dorința de a împiedica o altă criză ca cea din 2007.

În ciuda tuturor acestor măsuri de circumscriere a piețelor financiare, următoarea criză financiară nu își va avea originea în sectorul bancar, iar riscurile din sistemul financiar nu au dispărut ci s-au mutat în alte regiuni ale pieței, cum este cazul produselor financiare nereglementate sau oferite pe platforme legate de internet. Internetul este însă un univers în care, susțin unii reglementatori, câștigătorului i se permite să ia totul.

Secțiunea de față încearcă să arate că 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.

1.1.1 Sistemul financiar internațional – aspecte teoretice

În înțelegerea generală a subiectului, așa cum arată și lexiconul *Financial Times*, sistemul financiar global este format din ansamblul relațiilor dintre companiile financiare (fie ele reglementate, așa cum este cazul băncilor sau nereglementate/puțin reglementate, așa cum este cazul sectorului cunoscut sub denumirea de „*shadow banking*”), reglementatori și instituțiile supranaționale.

Analiztii expun problematica relațiilor financiare internaționale folosind termenul de sistem financiar global/internațional¹, dar literatura de specialitate face diferența între sistemul monetar internațional și sistemul financiar global. Diferența dintre cele două, care este de interes pentru această lucrare, vine din faptul că primul se referă la bani (monedă) iar ultimul la active financiare. Moneda, din punctul de vedere al sistemului monetar internațional, este considerată ca fiind nepurtătoare de dobândă, ci doar unitate de cont și mijloc de schimb necesar intermediarii tranzacțiilor cu bunuri și servicii.

Sistemul monetar internațional se referă la ansamblul relațiilor monetare și al instituțiilor de guvernanță prin care se sting obligațiile de plată în interiorul, respectiv între țări (Fossler, 2011). Sistemul financiar internațional se află la originea și în centrul alocării creditului la nivel global și cuprinde toate instituțiile financiare (fie ele de credit sau nu, piețele financiare) prin intermediul cărora se pot comercializa active financiare (Fossler, 2011). Tema acestei secțiuni o constituie sistemul financiar internațional și nu cel monetar.

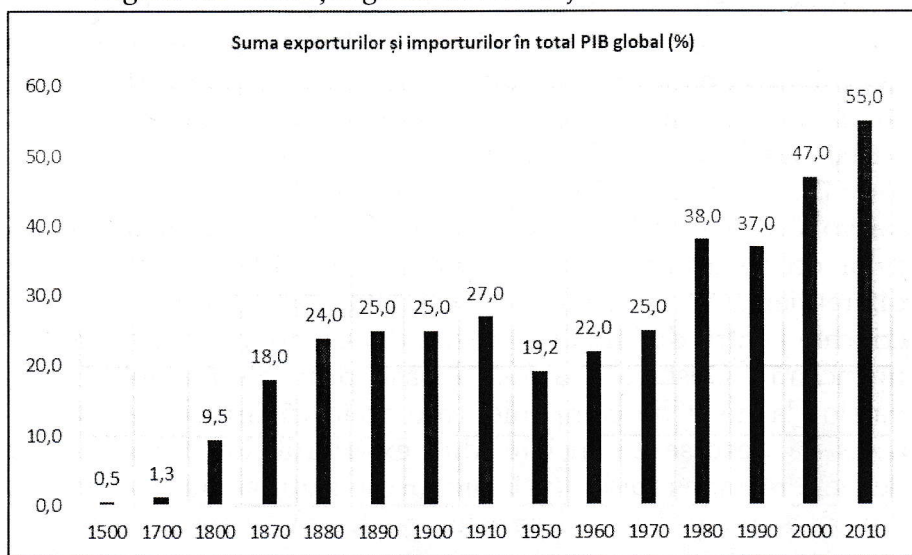
Aprofundarea subiectului sistemului financiar internațional prin analiză este anevoioasă pentru că trebuie să țină cont de complicațiile generate de cel puțin trei din temele care îl

¹ Cele două noțiuni – internațional și global – sunt folosite aici interșanjabil, deși din punctul de vedere strict al teoriei relațiilor internaționale ele nu au același conținut. Prima dintre ele se referă la interacțiunea dintre două sau mai multe țări, în timp ce a doua se referă la întreaga lume, un termen sinonim fiind „universal”.

alcătuiesc – comerțul internațional, sistemul financiar, respectiv globalizarea.

Sistemul financiar internațional s-a dezvoltat ca o consecință a schimbului internațional de bunuri și servicii. Comerțul internațional cu bunuri și servicii a cunoscut o dezvoltare accelerată după a doua jumătate a secolului al XIX-lea. Etapele globalizării comerțului cu bunuri și servicii sunt deja locuri comune² iar statisticile arată că la începutul actualului deceniu (imediat după criza financiară din 2007-2009) peste jumătate din valoarea producției globale de bunuri era expusă activității de comerț internațional.

Figura 1.1 Comerțul global în ultima jumătate de mileniu



Sursa: prelucrare după datele din Penn World Tables; Klasing și Milionis (2014); Estevadeordal, Frantz și Taylor (2003)

² Este vorba despre accelerarea comerțului internațional pe parcursul secolului al XIX-lea și începutul secolului XX, urmată de stagnarea din perioada interbelică și creșterea de după a doua conflagrație mondială, succedată de expansiunea de după 1980.

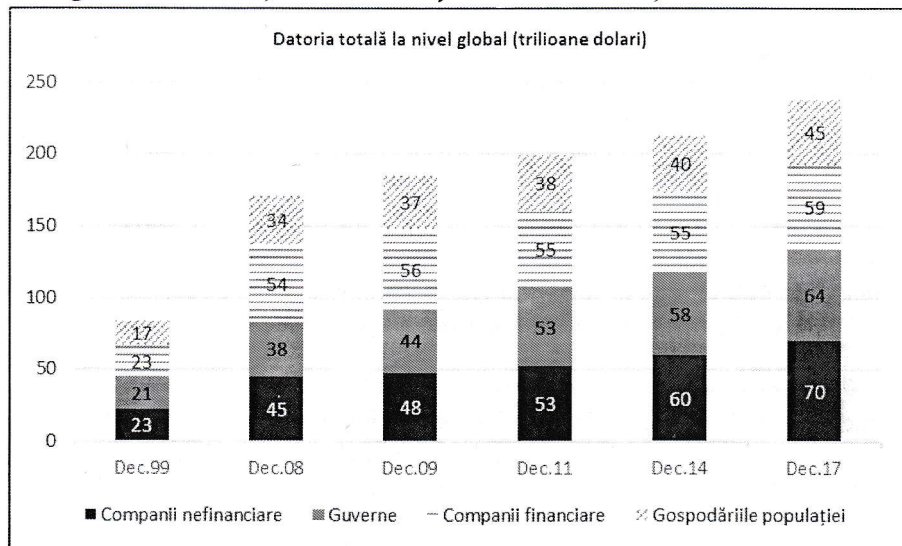
Importanța sistemului financiar pentru creșterea economică (într-un sistem capitalist) este asociată cu ideea, expusă de Schumpeter încă din anul 1911, conform căreia capitalismul este o metodă în care schimbarea structurii economice se produce permanent dinspre interiorul ei („distrugerea creativă”), iar factorul care întreține acest proces este inovarea. Serviciul adus de sistemul financiar nu este explicit în procesul descris de Schumpeter, ci doar este presupus a face parte din capitalism. Această presupunere, împreună cu lipsa unor serii lungi de date credibile și, mai recente, criza financiară din 2007-2009, fac dificilă demonstrarea (sau chiar o neagă) contribuției sectorului financiar la creșterea economică.

La finalul anilor 1960 a început să fie testată ipoteza lui Schumpeter din punctul de vedere al sectorului financiar. În fapt, ceea ce se valida era o relație între dezvoltarea economică și dezvoltarea financiară, fără însă să fie clar dacă este vorba despre corelație sau cauzalitate. Una dintre criticile aduse studiilor întreprinse în anii 1960-1970 arăta că acestea nu dovedeau decât o formă de corelație, în care finanțarea doar urma parcursul dezvoltării economice pentru a o susține. Prin intermediul analizelor econometrice de la începutul anilor 1990 a fost posibilă diferențierea între cauzalitate și corelație. Aceste încercări au fost criticate pentru definiția pe care au dat-o noțiunii de „dezvoltare financiară”. Obstacolul a fost depășit prin intermediul analizei datelor la nivel de companie, care arăta că firmele care aveau acces la resurse financiare din exteriorul lor înregistrau o dezvoltare mai rapidă. Însă nici acest rezultat nu constituia o dovadă a ipotezei lui Schumpeter, pentru că nu explica modul în care sectorul financiar contribuie la creșterea economică. După criza financiară au apărut studii care au încercat să rezolve și acest neajuns prin modele care descriu influența asupra creșterii economice atunci când sectorul financiar nu funcționează eficient. Pe de altă parte, criza financiară a arătat că piețele financiare, atunci când nu funcționează corect, afectează negativ creșterea economică pe termen lung. Pentru o trecere în revistă a literaturii vezi King și Levine (1993), respectiv Yongseok (2013).

Indiferent de relația cauzală dintre sistemul financiar și creșterea economică, dinamica rapidă a evoluțiilor de pe piețele de capital a determinat Fondul Monetar Internațional să își înființeze un departament de analiză a acestora în anul 2001, pentru ca, mai apoi, în anul 2002 să înceapă să publice o serie trimestrială de analize sub titlul „Raport asupra stabilității financiare globale”. Motivul principal, așa cum este explicat în cuvântul înainte al ediției din martie 2002, este acela că fluxurile de capital din sectorul privat reprezintă motorul creșterii economice globale.

Globalizarea, așa cum o definește Dreher (2006), reprezintă nu o stare, ci un proces prin care granițele dintre națiuni sunt erodate prin încurajarea fluxurilor de capital uman, financiar, tehnologic, ceea ce duce la formarea de rețele între actori din diferite țări și continente.

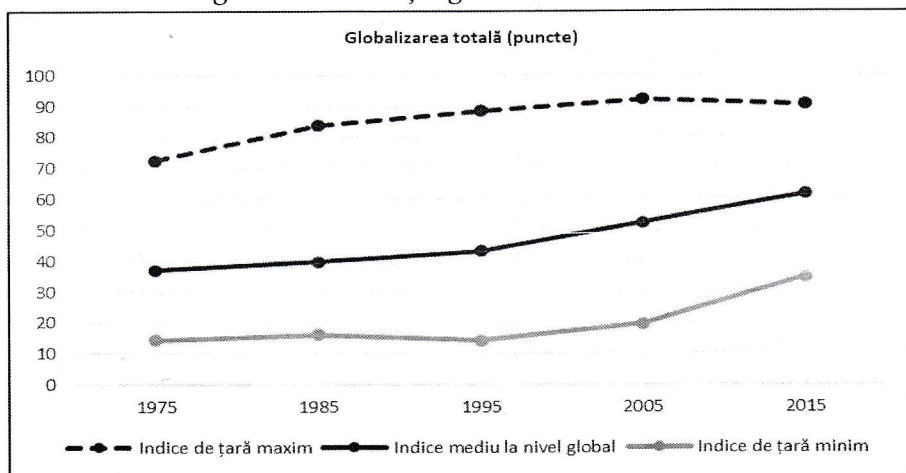
Figura 1.2. Evoluția sistemului financiar internațional, 1999-2017



Sursa datelor: prelucrare după datele publicate în Tanzi (2018)

Evident că globalizarea, fie că este acceptată și măsurată așa cum o face Dreher (2006), fie că este măsurată prin alți indici³ nu este un fenomen caracteristic perioadei actuale. Globalizarea poate, în funcție de conținutul său politic, social, economic sau tehnologic, să fie considerată ca o caracteristică a expansiunii imperiilor antice, a marilor mișcări migratorii dinspre Asia către Europa în epoca medievală (calculată ca procent al populației dislocate în totalul populației), a avansului comerțului, în special după a doua jumătate a secolului al XIX-lea, sau a prezentului dominat de tehnologia internetului.

Figura 1.3. Evoluția globalizării 1975-2015



Sursa: date preluate de la www.theglobaleconomy.com; pe baza informațiilor provenite de la The Swiss Institute of Technology, Zurich

³ În ceea ce privește studiile care definesc globalizarea redusă la noțiunea de comerț internațional și fluxuri financiare internaționale, măsurarea globalizării se referă la indicatori care să surprindă nivelul de restricții de jure aplicate asupra liberei circulații a bunurilor, serviciilor și capitalurilor. În această logică, Samimi, Lim și Buang (2011) au clasificat indicatorii globalizării de jure în două categorii mari – indicatori sintetici (de tipul celor dezvoltati de institutele de cercetare economică) sau indicatori singulari care, la rândul lor, pot fi clasificați în aceia care urmăresc comerțul internațional (de tipul gradului de deschidere) sau sistemul financiar internațional (ca, de exemplu, investițiile străine directe).

Ceea ce pare să diferențieze prezentul val de globalizare de altele dinaintea lui pare să fie rezultanta a cel puțin doi factori. Primul dintre aceștia se referă la extinderea în termeni geografici a actorilor participanți la procesul de globalizare. În prezent, cu câteva excepții din zone izolate geografic (ca de exemplu jungla amazoniană), aproape tot globul participă într-un fel sau altul la constituirea acestor rețele de agenți care încurajează fluxurile transfrontaliere amintite mai sus. Al doilea factor are în vedere complexitatea comunicării dintre actorii participanți la aceste fluxuri. Este suficient să fie rememorat scandalul recent legat de una dintre marile rețele de socializare și accesul său la datele personale ale utilizatorilor pentru a demonstra modul în care actuala globalizare afectează nu numai fluxurile umane, dar și cele comerciale sau politice.

Informația care poate fi reținută din această trecere în revistă a celor trei fenomene, la confluența cărora se găsește sistemul financiar internațional, este că erodarea de până acum a granițelor de către comerțul cu produse financiare este un fenomen care modifică deja sistemul financiar, dar și comerțul internațional, iar stoparea/încetinirea/reversarea globalizării (așa cum s-a întâmplat cu alte valuri de globalizare din trecut) nu va duce la întoarcerea sistemului financiar internațional la un moment în trecut, ci îl va canaliza către alte segmente ale pieței/produse.

1.1.2. Reglementarea versus dereglementarea piețelor

Reglementarea piețelor este un subiect de interes continuu pentru teoria economică. Principiile de bază ale microeconomiei spun că o piață cu concurență perfectă duce la maximizarea valorii pentru consumatori. Pentru piețele în cazul cărora nu există concurență perfectă se consideră că guvernele trebuie să intervină prin introducerea de reglementări.

Cazurile de eșec al pieței, care reclamă intervenția statului, conform manualelor de economie, sunt lipsa/slaba concurență, externalitățile, asimetria informațională, bunurile publice. Alături

de aceste eșecuri ale pieței clasice, trebuie menționat faptul că economia comportamentală (și neuroeconomia) demonstrează că preferințele consumatorilor sunt influențate semnificativ de modul în care le sunt prezentate variantele dintre care pot alege. Manualul clasic consideră că acest aspect face parte din categoria de asimetrie informațională, însă, având în vedere sumele de bani pe care companiile le cheltuiesc pentru a face uz de acest factor, literatura de specialitate i-a alocat un termen - „nudge” - („impuls”, „ghiont” și verbele „a impulsiona”, respectiv „a înghionti”, „a da un cot”) și deja a translatat-o în domeniul politicilor economice (începând cu reglementarea). Acest termen de „impuls” se referă la „o modificare a cadrului în care consumatorul face alegerea, care influențează decizia individului, fără însă să restricționeze, să crească prețul variantelor de alegere existente” (Guvernul Australiei, Office of Best Practice Regulation, 2012, p. 3)

Introducerea de reglementări, pentru rezolvarea eșecurilor pieței, se lovește de probleme legate de particularitățile fiecărei piețe în parte. În acest sens, elaborarea unei reglementări corecte trebuie să aibă în vedere anumite compromisuri care derivă din particularitățile piețelor. Cel mai cunoscut compromis este cel între costurile și beneficiile reglementărilor.

În SUA se publică anual un raport („Report to Congress on the Benefits and Costs of Federal Regulations and Agency Compliance with the Unfunded Mandates Reform Act”) care prezintă costurile și beneficiile reglementărilor inițiate de guvern. Raportul este criticat pentru că analizează doar o fracțiune a reglementărilor și pentru că extrapolează beneficiile cele mai mari ale unora dintre reglementări la ansamblul reglementărilor emise în perioada studiată [deși agenția guvernamentală care produce raportul (Office of Management and Budget) arată că reglementările luate în calcul sunt cele care au cel mai mare impact și cost]. La nivelul anului financiar 2015-2016, Raportul arată că reglementările cele mai importante, provenind de la 16 agenții guvernamentale, au produs beneficii de aproximativ 35,8 miliarde de dolari cu un cost situat în intervalul 4,3-6,4 miliarde dolari (p. 22). În cazul UE, există un raport realizat în anul 2009 de Eurochambers („Counting the Cost of EU Regulation to

Business”) care arată că reglementările asupra mediului de afaceri venite dinspre instituțiile europene au avut un cost de aproximativ 1.000 de miliarde de euro în perioada 1998-2009 (p. 21).

Dintre celelalte patru tipuri de compromisuri, unul se referă la capacitatea de inovare a producătorului, iar celelalte trei la consumatori. Reglementatorul poate să impună respectarea unei legislații prin care se urmărește ca prețurile produselor reglementate să nu depășească un anumit nivel considerat prea mare. Însă, există posibilitatea ca reglementarea să ducă la un preț care să nu mai încurajeze investițiile din partea producătorului. Acest compromis, între prețul produsului și profitul pe care îl aduce, este cu atât mai important în cazul produselor care necesită investiții în cercetare și inovare.

Compromisurile care privesc consumatorii se referă la relațiile dintre (i) extinderea stimulentei și asigurarea continuității prestării serviciului, (ii) protejarea consumatorului și produsele inovative, (iii) beneficiile pentru un grup de consumatori câștigate în dauna altor consumatori. Primul tip de compromis este caracteristic situațiilor serviciilor de distribuție în rețea (apă, gaze, electricitate) sau serviciilor financiare de asigurări de tipul pensiilor. În aceste cazuri, compromisul pe care reglementatorul trebuie să îl aibă în vedere este între a permite ca firmele să dea faliment, astfel încât să crească gradul de satisfacere a nevoilor consumatorilor, și lipsa unei garanții privind continuitatea serviciului pentru consumatori, în situația în care firma dă faliment. Al doilea tip de compromis privește situațiile în care reglementatorul țintește condițiile minime de siguranță (incluzând aici nivelul de înțelegere din partea consumatorului) pe care produsele trebuie să le îndeplinească. În astfel de situații, reglementatorul trebuie să aleagă între a proteja sănătatea și bunăstarea consumatorului și restricțiile puse firmelor, care pot duce la limitarea capacității acestora de a face inovații. Ultimul tip de compromis descrie situațiile în care reglementarea produce efecte benefice pentru un anumit grup de consumatori, dar firmele își recuperează costurile suplimentare prin creșterea prețului de vânzare pentru toate celelalte categorii de consumatori (sau contribuabili).