

## Opinii atipice despre criza financiara

Subiectul crizei financiare internationale ramane in continuare in atentia tuturor. Diversele mijloace de comunicare sunt pline de informatii despre acest subiect. Pe langa descrierea sa, pasul urmat este, inevitabil, explicarea crizei.

Desigur, reperatele generale le cunoastem. Cresterea exagerata a preturilor proprietatilor imobiliare a generat o valoare in crestere la randul sau, a carei fundament s-a dovedit nu foarte solid (vorbim de criza financiara internationala, nu de situatia din Romania). Pe baza acestei valori a crescut intr-un ritm accelerat dimensiunea creditarii, ce a dus la cresterea suplimentara a valorii proprietatilor imobiliare, intr-un ciclu de crestere real-estate/credite ce se alimenta continuu de la fiecare din cele doua componente.

La un moment dat sistemul a cedat si ne-am trezit in situatia actuala: proprietatile imobiliare nu mai valoreaza atat de mult, creditele nu mai pot fi rambursate, produsele financiare de toate tipurile au pierdut semnificativ din valoare, lichiditatea s-a evaporat, investitorii s-au speriat, s-a declansat o criza financiara globala ce a determinat caderi sau dificultati serioase pentru institutii mari si mici, afectand intreg sistemul, pietele bursiere au scazut puternic, valutele si dobanzile au inceput sa fluctueze in mod serios, guvernele au fost fortate sa intervina, si asa mai departe.

Acum, urmeaza faza a doua: sursele de finantare ale companiilor s-au restrans drastic, investitiile companiilor au scazut la randul lor, urmeaza restructurari de companii, concedieri sau incetiniri ale angajarilor, populatia isi reduce consumul, nivelul productiei si al comertului exterior scade, companiile si indivizii sufera, statele, la randul lor, se confrunta cu probleme macroeconomice, exista temeri legate de inflatie, exista deficite si datorii in crestere, iar recesiunea globala se instaleaza incet, incet.

Pe scurt, aceasta este povestea la care asistam de peste un an de zile si un scenariu ce ar putea avea loc in viitor. Inevitabil, apar intrebarile: *cum au fost posibile toate acestea, cine este de vina si de ce nu s-au luat masuri la timp?*

Este simplu sa gasim vinovati si explicatii. Iata varianta cea mai des intalnita: cativa bancheri lacomi, profitand de sustinerea guvernelor si de ignoranta populara, au provocat o criza mondiala severa, iar acum oamenii muncii de la orase si sate sufera pe toate meridianele, iar guvernele, in loc sa ajute clasa muncitoare, pompeaza bani in aceleasi institutii financiare care au provocat criza. Cam asa se prezinta, in cateva cuvinte, explicatiile la moda prin presa lumii. Insa un asemenea tablou, ce aminteste inevitabil de propaganda unor regimuri demult apuse, reprezinta numai o imagine trunchiata a unei realitati mult mai complexe.

Hadeti sa analizam aceasta realitate si din cateva unghiuri mai putin abordate.

Institutitiile bancare si financiare, la fel ca orice alt tip de companie, au drept obiectiv major obtinerea de profituri si dezvoltarea afacerilor. Aceasta abordare individualista a

fiecarei companii, replicata de sute de mii si milioane de ori la nivelul unei tari, este motorul economiei de piata, iar acest motor asigura alocarea cat mai eficienta a resurselor. Mai mult, acest sistem este si sursa progresului de toate tipurile: economic, social, stiintific, al standardelor de viata, si asa mai departe.

Desi presa insista de regula pe manageri, pentru ca sunt mai vizibili, actionarii companiilor au un rol major in tot acest angrenaj. Actionarii sunt cei care cer rezultate si isi impart profiturile, fie in mod direct prin dividende, fie in mod indirect prin cresterea valorii detinerilor in companii. Managerii, cu toate bonusurile lor spectaculoase si cu puterea pe care, fara indoiala, o detin, au totusi un rol secundar.

Prin urmare, presiunea permanenta pentru obtinerea de rezultate vine din partea actionarilor, iar acest lucru este perfect normal intr-o economie de piata. Dupa cum am vazut, companiile cele mai eficiente, care aloca cel mai bine resursele disponibile, obtin rezultate. Celelalte se restrang sau dispar. Actionarii doresc sa isi investeasca fondurile numai in companii eficiente, pentru a isi maximiza castigurile, tot asa cum un investitor la bursa cauta actiunile cele mai performante sau un deponent la banca urmareste dobanzile cele mai mari. Prin urmare, managementul unei companii are tot interesul sa ii mentina fericiti pe actionari, altfel acestia si-ar lua banii si ar cauta alte companii mai bune.

Acestea nu sunt povesti din cartile de economie. Sa luam numai exemplul ABN AMRO, pana in 2007 una dintre cele mai mari banci din Europa, cu operatiuni in 63 de tari, active de 912 miliarde euro (iunie 2008) si un profit de 10 miliarde euro in 2007. Ce s-a intamplat la ABN? Datorita unor rezultate financiare sub asteptari si a unui pret la bursa in stagnare (inainte de criza, intr-o perioada in care alte banci au crescut), actionarii au hotarat ca valoarea de piata nu reflecta in mod corect valoarea activelor si au dat tema conducerii bancii sa gaseasca o varianta de vanzare sau fuziune. In final, ABN a fost divizata si cumparata de un consortiu format din alte trei banci, incetand sa existe ca entitate independenta (ABN a devenit RBS in Romania, dupa cum probabil ati vazut). Acesta este numai un exemplu din multele posibile.

Prin urmare, actionarii cer profituri si rezultate. Inseamna aceasta ca toata criza financiara nu a fost determinata de cativa bancheri lacomi, ci de cativa actionari lacomi? Haideti sa vedem cine sunt actionarii.

In mod traditional actionarii marilor corporatii, financiare sau nu, sunt considerati a fi cativa investitori bogati, care au avut noroc, viziune sau o combinatie a acestor doua elemente, si detinand foarte multi bani, controleaza corporatii. Aceasta este, inasa, o imagine din filme. Desi un asemenea scenariu nu este in intregime neadevarat, el reprezinta numai o parte al unui tablou mult mai complex.

Marii actionari ai corporatiilor, inclusiv ai bancilor atat de blamate pentru prezenta criza, sunt investitorii institutionalii de toate tipurile: fonduri mutuale, societati de investitii, fonduri de pensii, fonduri de indici, *hedge funds*, societati de asigurari, fonduri suverane

(fonduri organizate de state), institutii internationale, fundatii si asa mai departe. Mergeti pe *Yahoo Finance* sau pe alte siteuri publice si verificati acest lucru.

Desi toate aceste entitati sunt conduse, la randul lor, de persoane cu multi bani care conduc masini scumpe si isi fac vacantele in locuri exotice, sursele de finantare ale entitatilor provin, intr-o mare masura, de la marele public (reamintire: in tot acest articol ne referim la criza financiara si situatia *internationala*, nu la cea din Romania).

Prin urmare, soferi, contabili, fermieri, profesori, notari, muncitori in constructii sau industria auto, farmacisti, ziaristi, brokeri, secretare, actori, cercetatori, aviatori si multe alte categorii socio-profesionale contribuie la fonduri de pensii, incheie asigurari, depun bani in banca sau investesc in fonduri mutuale; acesti bani trebuie investiti la randul lor (o mare parte din ei investesc si direct la bursa).

Toti acesti soferi, actori si cercetatori vor urmari cu atentie ce se intampla cu banii lor. Daca fondurile si bancile in care au depus banii nu le aduc castigurile asteptate, atunci isi vor retrage economiile si le vor depune in alte fonduri, care performeaza mai bine. Prin urmare, toate aceste fonduri si banci sunt in permanenta presate sa obtina rezultate, si preseaza la randul lor companiile in care investesc pentru a obtine profituri cat mai mari (pierderea sprijinului actionarilor este un dezastru pentru o companie, intrucat aceasta isi pierde sursele de finantare, ceea ce inseamna o moarte sigura).

Bineinteles, la nivel principial, nicio persoana nu si-a dorit aceasta criza: nici soferul care a depus bani intr-un fond mutual, nici administratorul de fond care i-a investit banii, nici managerul companiei la care fondul a investit; de asemenea, nici persoana care a luat un nou credit cand valoarea casei i-a crescut si nici banca ce i-a acordat creditul si dupa aceea l-a vandut mai departe nu si-au dorit vreo criza. Insa toate persoanele care astazi infiereaza cu manie proletara lacomia bancherilor (dar au urmarit cu atentie performantele fondului de pensii sau al investitiilor/economiilor proprii, si/sau au beneficiat de mai multe credite) au contribuit, intr-o anumita masura, la situatia actuala.

In consecinta, pe langa bancheri, manageri lacomi si investitori cu multi bani, unul din vinovatii principali pentru aceasta criza (posibil chiar cel mai important) este unul despre care nu prea se vorbeste foarte mult: marele public din tarile dezvoltate.

Haideti sa ne imaginam urmatorul scenariu: presupunem ca, anterior crizei si cu multi ani inainte de declansarea sa, ar fi existat o institutie financiara care sa estimeze in mod corect riscurile investitiei in credite securitizate (sau *collateralized debt obligations* – CDO, una din principalele cauze ale problemelor actuale) si s-ar fi ferit complet de ele, iar aceasta in timp ce toate celelalte concurente ale sale ar fi obtinut profituri mari de pe urma CDO. Oare cum ar fi reactionat actionarii unei asemenea institutii? Credeti ca s-ar fi bucurat, multumind managerilor ca au fost prudenti si nu au riscat sa declanseze o criza? Sau s-ar fi uitat pe rapoartele financiare ale competitorilor si ar fi tras concluzia ca au facut o investitie proasta? Oare ce ar fi facut un investitor la bursa, chiar si din Romania, intr-un asemenea scenariu? Ar fi ales tocmai acele companii cu profituri mai mici (si randamente mai mici la bursa) pentru ca sunt mai prudente intr-o perioada de

ascensiune accelerata a burselor si pietelor? Poate abordarea ar fi valabila pentru un segment minoritar, insa nu rezista unei generalizari.

In prezenta criza, marii vinovati par a fi bancherii, intrucat radacinile crizei au venit din sistemul financiar. In criza declansata in anul 2000, marii vinovati erau antreprenorii din IT, intrucat radacinile acelei criza au venit din zona *dot-com*. Insa astazi nimeni nu acuza managerii Google, Yahoo sau Amazon.com, ci pe cei ai lui Bear Stearns, Lehman Brothers si Goldman Sachs.

Ultimii ani, inainte de declansarea crizei, au reprezentat in multe tari o perioada de expansiune economica. Aceasta a avut diverse manifestari, iar o buna parte din ele au avut efecte directe asupra locuitorilor acestor tari: joburi mai bune, venituri in crestere din salarii si din investitii, posibilitati de creditare mai extinse si in consecinta case mai mari (sau mai multe), masini mai luxoase, un standard de viata mai ridicat, vacante mai palpitante si televizoare LCD cu ecrane mai mari.

Toata lumea s-a bucurat fara sa isi puna problema daca proprietatile pe care le detin chiar valoreaza cat cred ca valoreaza, daca salariile pe care le primesc sunt sustenabile pe termen lung (sau meritate), daca randamentele investitiilor sunt juste in raport cu riscurile asumate, daca toate creditele acumulate pentru case, masini sau consumul zilnic sunt suportabile si asa mai departe. In mod similar, si managerii, bancherii si investitorii cu multi bani s-au bucurat de expansiunea economica, sporindu-si averile, incasand bonusuri din ce in ce mai mari si cumparandu-si cate o a treia casa pe o insula exotica.

Eu nu am o problema cu niciunul din lucrurile de mai sus, pentru ca reprezinta trasaturile unui comportament normal intr-o economie de piata. Fiecare foloseste in interes propriu contextul favorabil, fie ca este un sofer care are o investitie intr-un fond mutual, fie ca este administratorul acelui fond mutual. Toata lumea vrea sa castige mai mult si sa traiasca mai bine, chiar daca unii pornesc de la mai putin iar altii de la mai mult.

Insa am o problema cu cei care vad numai o parte a ecuatiei: nu numai cei cu multi bani si-au sporit averile si standardul de viata in perioada de expansiune economica, ci populatii intregi au facut acest lucru (desigur, pastrand proportiile: nu s-a imbogatit toata lumea peste noapte, insa fiecare a beneficiat mai mult sau mai putin); iar atunci cand a venit criza, aceasta a afectat pe toata lumea. A analiza problema fara a lua in calcul toate aspectele ei nu inseamna decat populism ieftin.

Mai departe, un alt set de intrebari la moda este urmatorul: *cum au permis autoritatile din diverse tari sa se ajunga aici? De ce nu s-au luat masuri pentru a preveni aceasta criza? Oare a fost vorba de o mare conspiratie?*

In primul rand, crizele sunt complexe. Este usor sa gasim explicatii privind in urma, insa de cele mai multe ori nici in acest mod nu identificam toate detaliile si particularitatile evenimentelor trecute. Prin urmare, este cu atat mai dificil sa depistam crize in avans. Cu atat mai mult cu cat fiecare criza este diferita de precedenta. Acum avem criza creditelor ipotecare. In trecut am avut criza *dot-com*, criza *savings&loans* sau criza petrolului.

Mai mult, activitatea economica duce in mod inevitabil la acumularea unor tensiuni macroeconomice ce trebuie eliberate, din cand in cand, printr-o criza. Altfel, in istoria de zeci si sute de ani a gandirii economice, s-ar fi gasit o metoda sa se evite toate crizele (au fost incercate si asemenea metode, insa ele au dus la unele din cele mai mari crize din istorie – ma refer la metoda economiei planificate din comunism sau din regimurile fasciste, spre exemplu). Prin urmare, nu exista solutii pentru a preveni toate crizele.

In plus, nimeni nu poate sti care va fi factorul declansator al urmatoarei crize. Odata sunt creditele ipotecare. Alta data sunt companiile de tip dot-com, decizia Tailandei de a devaloriza *baht*-ul, incapacitatea Rusiei de a isi onora obligatiile pentru titlurile emise, problemele din sistemul bancilor de economii din SUA, cresterea accelerata a preturilor imobiliarelor in Japonia, extinderea necontrolata a conglomeratelor in Coreea de Sud, prabusirea intentionata a doua avioane in World Trade Center la New York sau decizia OPEC de a pune embargo pe petrol. Cum ar putea fi prevazute si prevenite toate acestea? In alte cazuri, crize asteptate nu se intampla, asa cum a fost prefigurata criza informatica generata de trecerea la anul 2000, sau sutele de crize de toate tipurile prefigurate de diversi anlisti, profeti sau astrologi.

Acum multe persoane se plang ca autoritatile din diverse tari nu au luat masuri la timp pentru a controla creditele ipotecare, tot asa cum in trecut s-au plans ca nu s-au luat masuri pentru protectia investitorilor in companii pe internet, ca nu s-au luat masuri pentru a reduce dependenta de petrol sau ca nu s-au luat masuri pentru a reglementa mai bine sistemul *savings & loans* (toate acestea generatoare de crize in trecut).

Practic, pentru a preveni orice fel de criza, ar trebui restrictionate *toate* domeniile activitatii economice. Insa acest lucru nu este de dorit, intrucat ajungem la problema veche de cand lumea a legaturii dintre rentabilitate si risc. Prudenta maxima in investitii, spre exemplu, si evitarea oricarei crize care sa afecteze economiile personale, ar insemna ca populatii intregi sa isi tina banii la saltea, insa acest lucru nu se intampla.

Prin urmare, nu putem cere guvernelor lumii prudenta maxima, pentru ca atunci ar sufoca orice activitate economica si ar restrictiona progresul. Exemplul cel mai clar este la bursa: perioadele de crestere accelerata sunt urmate si de scaderi mari, insa trendul general ramane ascendent. In momentul in care scriu acest articol, indicele BET inregistreaza o scadere catastrofală de 68% de la inceputul anului, insa randamentul cumulat al perioadei 2000-2008 ramane 592%, adica o medie de 65%/an (sau 250% calculat in euro, pentru a compensa pentru inflatie, adica 28%/an in euro).

Oare ar trebui sa impiedicam scaderile la bursa prin masuri administrative? Acest lucru este imposibil. Bursa este o piata pe care se tranzactioneaza in mod liber actiuni; preturile fluctueaza, uneori scad puternic, alteori cresc la fel de puternic, iar tendinta generala ramane crescatoare. Tot la fel o economie, in ansamblul sau, poate fi privita ca o piata in care cumparatorii si vanzatorii sunt companiile, iar tranzactiile se fac cu resurse (bani, know-how, utilaje, personal, terenuri si cladiri, clienti, branduri, etc). Prin urmare si aceasta piata trebuie lasata sa functioneze cat mai liber, intrucat se auto-regleaza si, la fel

ca piata bursiera, mentine un trend ascendent pe termen lung (daca nu ar fi asa, atunci economiile nationale ar da faliment iar societatile umane ar involua).

Concluzia este ca o criza nu poate fi evitata pe termen nedefinit. Economia Americii, inca cea mai mare si mai eficienta economie la nivel global, este cel mai puternic afectata in prezent, insa nici tari mai prudente (si mai restrictive din punct de vedere al activitatii economice) precum Franta sau tarile scandinave nu raman neafectate.

In cel mai bun caz se pot lua masuri pentru a a atenua efectele unei crize, iar aici intervin diversele planuri de ajutorare a institutiilor financiare anuntate de autoritatile americane, europene sau asiatice. Faptul ca guvernele sustin financiar aceleasi institutii care sunt facute responsabile pentru criza ar trebui apreciat, nu blamat. In acest mod se spera la deblocarea creditarii si investitiilor – fenomene ce pun in miscare intregul mecanism economic, reducand impactul crizei asupra societatii. Sigur, putem muri cu principiul corectitudinii in brate, interzicand guvernelor sa sustina financiar institutiile financiare. Efectul? Prelungirea crizei de lichiditate, restrangerea activitatii economice, somaj si mai mare, venituri si mai scazute la nivelul populatiei si asa mai departe.

In concluzie, nu putem trata fenomene complexe, pe care o multitudine de economisti si analisti inca se straduiesc sa le inteleaga, cu detasarea cu care comentam un meci de fotbal. Lucrurile nu sunt niciodata atat de simple precum par, asa ca trebuie sa le privim din toate unghiurile.

Lectia pe care trebuie sa o invatam din prezenta criza nu este ca guvernele ar trebui sa reglementeze mai strict creditele imobiliare si activitatea bancilor. Acesta este un element corect, dar secundar. Insa lectiile principala sunt doua : 1. vor mai exista crize grave si in viitor, intrucat acestea sunt inevitabile in economiile in expansiune si 2. crizele sunt pretul pe care trebuie sa il platim pentru cresterea economiilor tarilor si a standardelor de viata individuale, cu atat mai mult cu cat publicul are un rol indirect dar major in declansarea lor.

Chiar daca acum aceasta criza ne acapareaza, ea va trece, iar pe ansamblu, natiunile, economiile, averile, veniturile si standardele de viata vor ramane mai ridicate decat erau in anii '50, in anii '70 si probabil chiar in anii '90. Progresul vine in salturi.

Toate acestea sunt adevaruri simple pe care este usor sa le aruncam la gunoi in favoarea unor teorii ale conspiratiei sau ale unor infierari proletare care par mai sofisticate, dar sunt inutile. Lectiile de mai sus ne vor ajuta sa intelegem mai bine ce se intampla in prezent, sa fim afectati mai putin de impactul prezentei crize si sa fim mai bine pregatiti pentru urmatoarea, oricand va veni ea.

**Razvan Pasol**