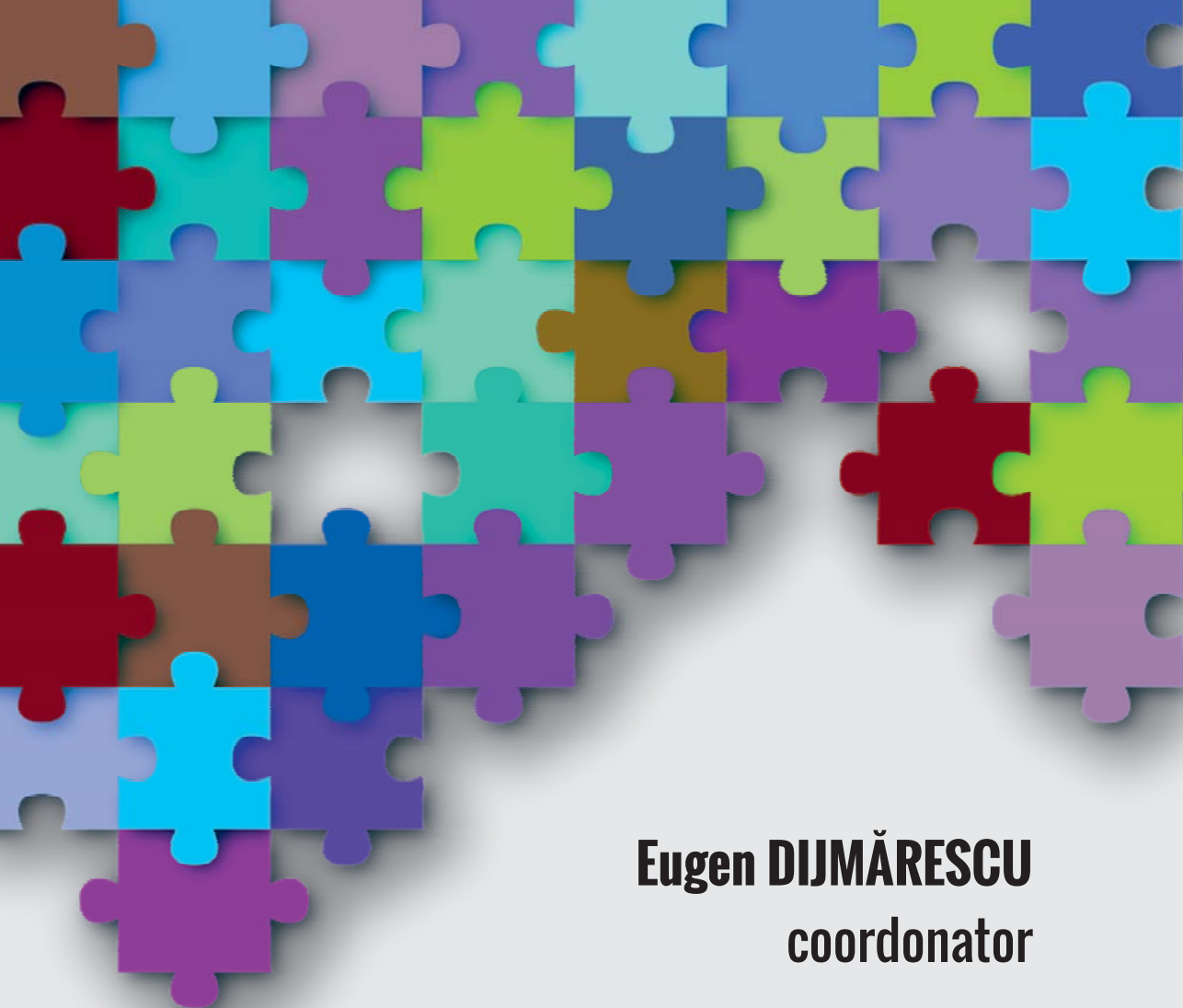




Eugen DIJMĂRESCU
coordonator

SISTEMUL FINANCIAR INTERNAȚIONAL ÎN DERIVĂ?



Centrul de Informare și Documentare Economică

Eugen DIJMĂRESCU
– coordonator –

**SISTEMUL FINANCIAR
INTERNATİONAL
ÎN DERIVĂ?**



ACADEMIA ROMÂNĂ
Institutul de Economie Mondială

Colectiv de autori:
Eugen DIJMĂRESCU
Amalia FUGARU
Sorin-Nicolae CURCĂ
Robert-Ionuț DOBRE
Andrei RĂDULESCU

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României
Sistemul financiar internațional în derivă? / coord.: Eugen Dijmărescu. -
București : Editura Centrului de Informare și Documentare Economică,
2019

ISBN 978-973-159-228-2

I. Dijmărescu, Eugen (coord.)

336



București, România

Editor și redactor coordonator: Valeriu IOAN-FRANC

Redactor: Paula NEACȘU

Coperta: Nicolae LOGIN

Concepția grafică, machetare și tehnoredactare: Luminița LOGIN

Toate drepturile asupra acestei ediții aparțin autorilor.

ISBN: 978-973-159-228-2

Apărut 2019

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

Cuvânt înainte

La un deceniu distanță de la căderea Lehman Brothers, care a marcat intrarea în criza globală, se poate spune că Lumea s-a preocupat insistent pentru ca viitorul să fie mai bine pregătit și stabilitatea financiară să fie protejată. Dar, mai bine nu înseamnă și echivalentul unui scut de netrecut. Istoria economică a Lumii a relevat că motorul declanșării unei crize nu este mereu același și, de fiecare dată, ceea ce este mai sofisticat, mai în vogă, poartă cu sine și declanșatorul crizei. Cartea de față se concentrează asupra unei componente a economiei, sistemul financiar. Poate cea mai importantă azi, dar nu singura.

Recent, Christine Lagarde atrăgea atenția asupra legăturilor complexe dintre sectorul financiar și economia reală (Lagarde, 2018), un aspect pe care cei mai mulți politicieni contemporani crizei l-au ignorat, lipsa lor de reacție determinând creșterea facturii acestora. Reglementarea sistemului financiar urmărește o țintă mișcătoare, determinată atât de faptul că progresul tehnologic mută relațiile financiare în alte sfere, cât și de faptul că societatea își schimbă criteriile valorice.

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

locuri de muncă și avansul tehnologic prin cooperare realizate în ultimele șapte decenii.

Este un truism faptul că societățile din sectorul financiar-bancar favorizează profitul înaintea prudenței pe termen lung și opțiunile pe termen scurt față de preocuparea pentru sustenabilitate. Dacă Europa a limitat din 2014 valoarea bonusurilor anuale ale celor angajați în efectuarea operațiunilor de trezorerie la valoarea venitului anual fix, nu același lucru s-a întâmplat în SUA unde bonusurile plătite în contul rezultatelor anului 2017 s-au ridicat la 31,4 miliarde dolari, respectiv o medie de 184.220 dolari, adică la cel mai înalt nivel de după 2006 (191.360 dolari) (Chocron, 2018), încă o dovadă a îndepărtării administrației Trump de nevoia de reformă a reglementărilor de pe cea mai mare piață de capital a lumii. Lucrurile n-ar sta așa dacă guvernele însele nu ar fi averse de resurse pentru a-și onora promisiunile electorale sau pentru a acoperi deficitele rezultate din perseverența în aplicarea unor politici proaste.

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

Pe măsură ce organismele internaționale (FMI, UE) și-au accentuat abordările de tratament colectiv al gestionării practicilor de control al piețelor financiar-bancare, au apărut și

susținătorii unui tip de populism economic pe care îl socotesc mai util decât să accepte noi reduceri de prerogative ale suveranității. Populismul economic este înțeles ca o respingere a restricțiilor în implementarea politicilor economice, astfel încât autoritățile independente (de genul băncilor centrale) și regulile pe care ele le impun cu privire la echilibrul macroeconomic să fie filtrate și prelucrate de autoritățile alese/numite pe criterii politice.

Atractivitatea populismului economic se bazează pe două deficiențe care pot să se manifeste în ceea ce privește politicile economice. Pe de-o parte, implementarea politicilor economice este afectată de lipsa simultaneității, în sensul că politicile economice produc costuri pe termen scurt pentru politicienii care le implementează și aduc câștiguri de bunăstare pe termen lung pentru populație. Acest neajuns este corectat prin delegarea formulării și implementării politicilor către autorități independente care formulează reguli. Pe de altă parte, implementarea politicilor economice este afectată de faptul că este redistributivă în favoarea unei minorități și dezavantajează eficiența redistribuirii. Acest defect poate fi corectat prin renunțarea la delegarea formulării și implementării politicilor către autorități independente și reguli, respectiv readucerea deciziilor și implementării politicilor la nivelul decidenților aleși. Suntem în plină manifestare a unui conservatorism deschis către extrema dreaptă.

Lucrarea este rezultatul unei cercetări întreprinse de oameni din generații diferite, afiliați unor instituții diferite și care doresc să împartă propria lor viziune asupra momentului de răscruce la care se află finanțele globale. Elaborată sub patronajul Institutului de Economie Mondială, cartea nu se oprește la inovațiile operaționale și reglementările pieței financiare, ci se dedică, în principal, analizei politice a factorilor de influență asupra sistemului financiar. Suntem deja la momentul de răscruce care are o greutate enormă asupra ordinii mondiale existente, a dezvoltării și stabilității, inclusiv a păcii. Orizontul de timp pe care cercetarea l-a ales este 2030, circumscris efectelor măsurilor de stabilitate întreprinse de organismele internaționale de cooperare specializate, duratei previzibile a măsurării efectelor generate de îndoielile politicienilor și consumatorilor, precum și limitei

anticipării avansului tehnologic în domeniul financiar-bancar. Proiectând pe baza dinamicilor recente, China apare ca devenind prima economie a Lumii, *ceteris paribus*. Va fi puterea ei manufacturieră și comercială însoțită și de un echivalent pe planul noii arhitecturi financiar-bancare globale? Și cum se va poziționa o putere centralizată într-o piață deschisă? Are loc un proces de dez-occidentalizare a leadership-ului mondial, etapă în care viitorul se naște fie prin negocieri între blocurile economice, fie printr-un bilateralism obositor și cu efecte puține. Alte opinii dau revoluției digitale capacitatea de a anula în scurt timp toate încercările de izolaționism ale celor frustrați.

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

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

într-un cadru larg de colaborare între state (Gallarotti, 2004; Eichengreen, 2011; Gaspar, Hagan și Obstfeld, 2018).

Perspectiva sistemului financiar global nu poate fi disociată de cea a altor componente ale globalizării. La trei decenii după căderea zidului Berlinului și îmbrățișarea economiei de piață de multe alte state, se resimte cu tot mai multă pregnanță un curent de abandonare a pieței libere și libertăților individuale. America se retrace brutal din fostul său rol de protejare a ordinii internaționale liberale, rivalitatea între marile puteri se simte tot mai puternic, simultan cu promovarea (cel puțin de către Rusia și China), a unei neo-autocrații mai apropiate de cultura politică a multor populații decât democrația. Unele state socotesc că decuplarea progresului economic de democrație este posibilă (cel mai notabil caz fiind cel al Turciei) și de durată. Companiile care au fost vectorii de înaintare a globalizării, din orice domeniu al economiei, au făcut-o de pe poziția valorilor occidentale ale economiei de piață și reglementărilor aplicabile ei prin instituționalizarea lor de către organisme multilaterale. Or, ceea ce se întâmplă în mai toate țările estice ale UE nu face decât să probeze că s-a intrat într-o etapă nouă a geopoliticii, de distrugere creativă din interior (Schumpeter, 1942), liantul care a părut să reflecte aspirațiile comune nemaifiind capabil să întrețină unitatea. Un proces similar se dezvoltă în raporturile trans-atlantice. Modelul economic al dezvoltării bazat pe migrația capitalului și companiilor, integrarea transfrontalieră a piețelor de producție și desfacere, nu a fost în tradiția economiilor din Estul Europei și orice avans în direcția aceasta, după trezirea din euforia libertății, li se pare multora îndreptat doar împotriva „tradițiilor”. Suntem în situația unui risc geopolitic emanat din însăși tranziția parcursă. Declinul macro-volatilității economice, de care ne-am bucurat timp de peste două decenii, făcut posibil tocmai de interconectarea economiilor, este periclitat serios de evoluțiile geopolitice și de replierea spre interior, preferată de lideri care au redescoperit primatul dreptului național împotriva acordurilor internaționale, pentru a da temei atitudinilor autoritariste (cazul trecerii de la democrație la autoritarism al Partidului Legii și Justiției, din Polonia, este doar un exemplu).

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

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

Un fapt interesant în legătură cu globalizarea financiară este că, spre deosebire de indicele globalizării totale, globalizarea financiară de facto a fost superioară celei de jure. Aceasta înseamnă că liberalizarea de jure la nivel global, în general, a fost catalizată de extinderea trans-continentală a relațiilor financiare, chiar și atunci când acestea nu au avut un suport comun de reglementare/supraveghere. Credem că trebuie manifestată suficientă precauție față de creșterea ponderii intermedierei non-bancare pe piețele financiare și că interacțiunea cu băncile a instituțiilor care o fac posibilă schimbă comportamentul piețelor ca reacție la șocuri. Activele totale ale instituțiilor financiare non-bancare (devenite jucători de prim rang ai globalizării) au ajuns la cca 160 trilioane dolari, depășindu-le pe cele ale băncilor (Financial Stability Board, 2018). De aici nevoia ca supravegherea sectorului non-bancar să se întărească considerabil, canalele de propagare în piață a șocurilor fiind, la rândul lor, mai diverse.

În luna septembrie 2018 un grup format din ex-reprezentanți din linia întâi ai Fed și Trezoreriei SUA, a elaborat un raport cuprinzând opt recomandări pentru gestiunea unei crize, bazat pe experiența anilor 2007-2009 (Liang, McConnell, Swagel, 2018). Dintre cele opt recomandări, a căror logică conduce spre

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

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

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

politice pro-uniune să poată înfrânge rezistența euro-scepticilor și a celor care cred că nu trebuie aduse modificări la tratatele existente, greu de asumat în contextul politic prezent (Thomsen, 2018).

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

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

Dinamica tehnologiei nu poate fi oprită: deja inteligența artificială și reglementarea plăților prin blockchain și într-o proporție în creștere cu criptomonedă intră nu doar într-un conflict cu conservatorismul băncilor centrale, dar și cu al tuturor celor care se tem de viitor. Blockchain este precursorul unui sistem financiar global descentralizat, care, deși mai riguros în exercițiu decât omul subiectiv, nu exclude definitiv riscul sistemic. Se poate opune rezistență procesului? Pot autoritățile monetare și cele guvernamentale să îl împiedice? Probabil că doar să-l întârzie, cu atât mai mult cu cât plusul pe care tehnologia blockchain-ului îl aduce protecției datelor personale și informațiilor cu caracter privat este cu mult mai mare decât ce oferă reglementările actuale care, de fapt, măresc transparența lor. Blockchain-ul este, pe un alt plan, un fenomen asemănător apariției internetului cu un sfert de secol în urmă.

Deși există, în special la băncile centrale și organismele lor colective, o reținere față de criptomonedă (asimilate unei bule sau scheme Ponzi) (BIS, 2018), înlocuirea încrederii în instituțiile tradiționale, precum băncile comerciale și băncile centrale, cu cea bazată pe registrul transparent și distribuit al tranzacțiilor (DLT) nu poate fi stopată nici administrativ, nici prin apelul la tradiții. În loc să le respingă, trebuie deja ca băncile centrale să se dedice internalizării fenomenului, înainte ca procesul însuși să determine atribuțiile lăsate autorităților centrale.

Cealaltă componentă a expansiunii serviciilor financiare pe baza noilor tehnologii, fintech-ul, cunoaște un progres rapid: volumul creditelor a crescut de la 11 miliarde în 2013 la 284 miliarde dolari în 2016 (Claessens, Frost, Turner, Zhu, 2018). Fintech-ul crește mai ales în țările unde venitul este ridicat, sistemul bancar mai puțin competitiv și reglementările bancare mai puțin constrângătoare. Aceasta face ca, deocamdată, primul utilizator al fintech-ului să fie China, dar, chiar dacă sunt la distanță remarcabilă, pe locurile următoare sunt SUA și Anglia. Beneficiarii fintech-ului sunt cei care încep un startup, companiile mici, studenții, consumatorii.

Viitorul sistemului financiar depinde de felul în care politica și inovația tehnologică vor conviețui, se vor înfrunta până când

una dintre ele va domina. Prezentul ne dovedește că politica continuă să rămână în urma științei, dar ignoranța nu mai poate fi folosită la fel de politicieni în urma accesului sporit la informație. De aceea, credem că pașii înapoi, posibili prin manipulare, nu vor fi, totuși, definitivi. Oamenii vor afla că o monedă virtuală este mai puțin pretabilă la corupție și că formula asociativă a gigantilor financiari cu puterea nu poate fi o expresie a libertății pieței și, prin urmare, nici a democrației. Deja peste 50% din populația globului se înscrie în standardul de clasă mijlocie și bogată, cu perspectiva ca în 2030, orizontul propus în cartea de față, numărul acestora să fie de 5,6 miliarde de persoane (în creștere cu 1,8 miliarde de persoane față de prezent), comparativ cu 450 milioane înscrși în categoria celor săraci și a 2,3 miliarde încă expuși vulnerabilităților (Kharas și Hamel, 2018). Aceasta este una dintre cele mai grăitoare dovezi a ceea ce a adus și poate aduce, în continuare, globalizarea.

Analiza evoluției din ultimii 12 ani a indicatorilor pieței financiar-bancare indică o divergență a indicatorilor de integrare calculați pentru piețele SUA, Chinei și zonei Euro. În timp ce convergența măsurată pentru piața monetară și cursurile de schimb real efective s-a îmbunătățit, indicatorii aferenți ratelor de dobândă ale bonurilor de tezaur cu scadență la 10 ani și indicatorilor bursieri probează un curs divergent, ceea ce lasă deschisă poarta șocurilor asimetrice, capabile să afecteze dezvoltarea și stabilitatea economică la nivel global.

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

Eugen Dijmărescu

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.

Analizii 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.

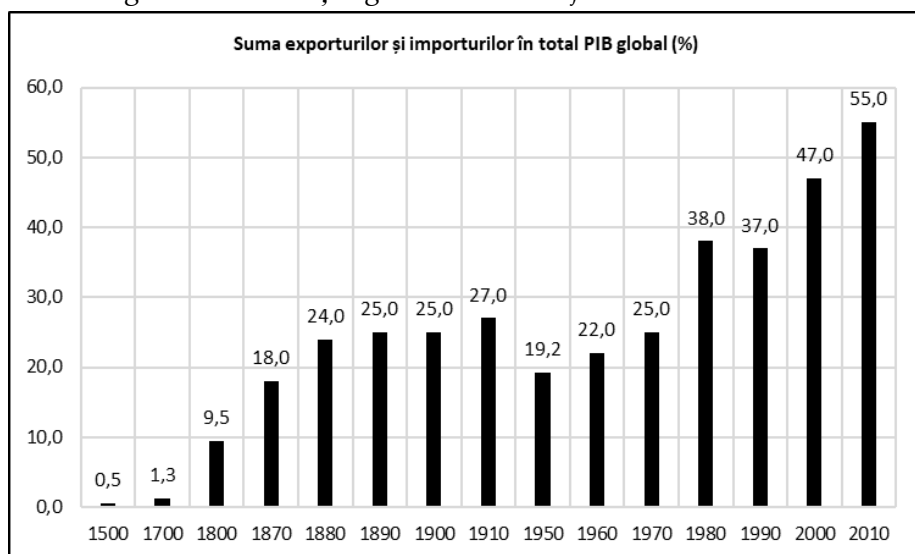
Aprofundarea subiectului sistemului financiar internațional prin analiză este anevoioasă pentru că trebuie să țină cont de complicațiile generate de cel puțin trei din temele care îl

¹ Cele două noțiuni – internațional și global – sunt folosite aici intersanjabil, 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.

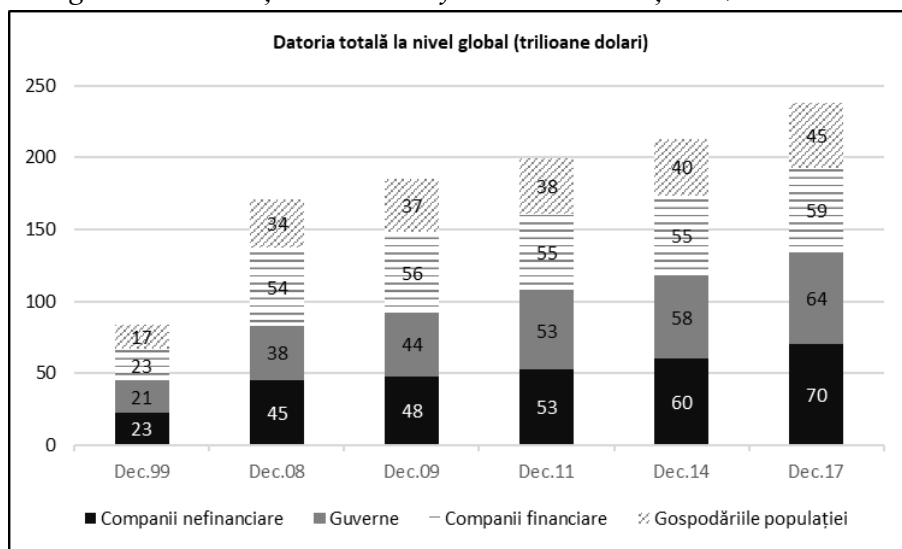
Importanța sistemului financiar pentru creșterea economică (într-un sistem capitalist) este asociată cu ideea, expusă de Schumpeter încă din anul 1911, conform căreia capitalismul este o metodă în care schimbarea structurii economice se produce permanent dinspre interiorul ei („distrugerea creativă”), 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.

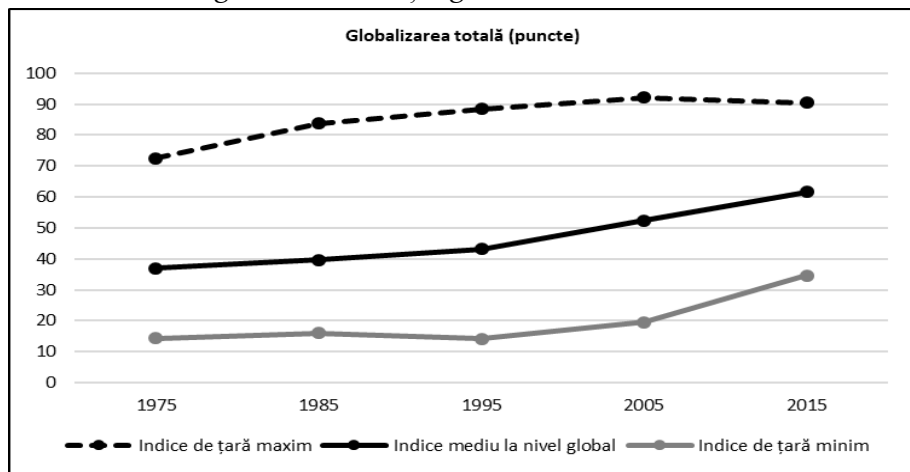
Figura 1.2. Evoluția sistemului financiar internațional, 1999-2017



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).

Reglementarea sectorului financiar internațional înainte de al doilea război mondial are un caracter național pronunțat⁴, dar ea se referă în special la protejarea consumatorului. Inspirația pentru autoritățile din diferitele jurisdicții pare să își fi găsit sursa în cele două momente dificile din istoria financiară a SUA – panica din 1907 (care a produs o contagiune la nivel internațional) și criza din 1929-1933 (care a constituit un fenomen de nivel internațional).

Unul dintre efectele intervenției de reglementare după panica din 1907 a fost acela că cele 12 bănci regionale care acționau ca bănci centrale pentru zona pe care o controlau, au devenit și supraveghetori ai băncilor din zona lor de autoritate (aceste bănci nu puteau acorda credite decât cu un anumit tip de colateral) și un fel de împrumutător de ultimă instanță. Mai mult, instituțiile de clearing primiseră și ele rol de supraveghere al băncilor (Komai și Richardson, 2011). Interesul pentru protejarea consumatorilor a fost determinat de natura evenimentului din 1907, când clienții care își depozitaseră economiile la bănci și-au pierdut încrederea într-o parte dintre acestea și au încercat să își retragă economiile. Panica a început după ce aceste bănci, care finanțaseră încercarea unui grup de investitori de a specula pe bursa acțiunilor unei anume companii, nu au mai putut să facă față cererilor de retragere a depozitelor. Intervenția unui grup de bancheri, condus de J.P. Morgan, care au garantat de facto depozitele deponenților, a evitat transformarea acestei crize de lichiditate într-o criză de solvabilitate.

Criza din 1929-1933 a generat mai multe rezultate în domeniul reglementării financiare, dar principalele sunt cuprinse în „Legea bancară din 1933”, cunoscută după numele inițiatorilor ei ca legea Glass-Steagall din 1933. Prevederile acestei legi au conturat cadrul sectorului financiar din SUA pentru o perioadă de timp extinsă și se referă în principal la: înființarea unui sistem

⁴ Chiar dacă crizele financiare, care s-au extins de la nivelul unei piețe la nivel internațional, au fost numeroase ele nu au generat un răspuns al reglementatorilor pentru că, fie ei nu existau, fie se considera că aceste fenomene fac parte din natura de autoechilibrare a sistemului financiar (în special în cazul sistemului financiar care se sprijinea pe etalonul aur).

național de garantare a depozitelor bancare; separarea băncilor comerciale de cele de investiții; impunerea unor reguli mai stricte în ceea ce privește reglementarea activității băncilor, astfel încât să fie reduse riscurile operaționale rezultate din conduita angajaților băncilor; creșterea rezervelor minime obligatorii pentru băncile care aveau rezultate necorespunzătoare etc.

Reglementarea sectorului financiar după criza din 2007-2009 a încercat să satisfacă două deziderate: să diminueze riscurile de apariție a crizei din cauzele comune care duc la astfel de evenimente, respectiv să combată cauzele specifice acestui episod. Următoarele procese sunt considerate cauze comune ale episoadelor de criză financiară (Claessens și Kodres, 2014): (i) expansiunea financiară rapidă (boom-ul creditului); (ii) aprecierea rapidă a prețului activelor (cel mai frecvent tip de astfel de fenomen fiind bula prețurilor de pe piața imobiliară); (iii) crearea de noi instrumente de investiții al căror flux de venituri depinde de evoluția favorabilă continuă a economiei (în cazul crizei din 2007-2009 a fost cazul CDO – obligațiuni garantate cu creanțe); (iv) liberalizarea financiară și dereglementarea (în sensul în care, deși rolul sectorului financiar și al celui bancar, în special, a crescut foarte mult la nivelul schimburilor internaționale, reglementarea și supravegherea acestora nu au ținut pasul).

Cauzele noi, specifice acestui episod, cărora s-a încercat să li se găsească remediul prin reglementare sunt următoarele (Claessens și Kodres, 2014): (i) boom-ul rapid urmat de falimentul gospodăriilor populației din cauza creditului imobiliar (autorii citați arată că, deși creditul imobiliar a mai fost subiectul unor expansiuni rapide încheiate prin criză, arareori s-a manifestat în cazul gospodăriilor populației, ci mai degrabă în cazul sectorului companiilor nefinanciare); (ii) extinderea efectului de pârgă la mai multe sectoare (companii, gospodăriile populației) și piețe, în condițiile în care colateralele erau prea puțin lichide, diminuând capacitatea sistemului de a absorbi chiar și șocuri de mică anvergură și conducând la pierderea rapidă a încrederii în valoarea colateralelor și la contagiune; (iii) complexitatea și lipsa de transparență în ceea ce privește alocarea riscurilor creditelor cu risc ridicat (sub-prime), expansiunea la nivel global a deriva-

tivelor și lipsa transparenței operațiunilor sistemului bancar paralel („shadow banking system”); (iv) expansiunea fără precedent crizei a integrării financiare internaționale în deceniul anterior.

Lista măsurilor de reglementare, așa cum a fost însumată de Claessens și Kodres (2014), se referă la măsurile care au fost adoptate la nivel internațional/regional și nu amintește inițiativele la nivel național (unele datând dinainte de criză, așa cum este cazul României): (i) adoptarea cerințelor de capital Basel III; (ii) adoptarea ratei de acoperire a lichidităților LCR („liquidity coverage ratio”); (iii) identificarea instituțiilor financiare de credit de importanță sistemică și supunerea lor unui control mai riguros și adoptarea unor norme la nivel național sau regional privind rezoluția bancară; (iv) reglementarea securitizării; (v) adoptarea unor principii de compensare astfel încât să fie evitată stimularea asumării de riscuri excesive; (vi) tratamentul similar al unor tipuri de tranzacții în sistemele de contabilitate de la nivel internațional; (vii) construirea unor baze de date la nivel internațional cu privire la contrapartidele bilaterale și riscurile în cazul băncilor de importanță sistemică la nivel global; (viii) reformarea derivatelor OTC.

În cazul piețelor financiare, în acest moment reglementarea se lovește cel puțin de două compromisuri. Primul are în vedere legătura dintre avansul sectorului financiar și creșterea economică. Astfel, după criza financiară din 2007-2009, s-a considerat că sectorul financiar trebuie re-reglementat, iar această reglementare nu ar avea efecte de tipul împiedicării creșterii economice, adică nu ar afecta modul în care sunt alocate resursele financiare către cele mai productive utilizări. Însă, o astfel de argumentație are la bază două considerații, implicite, legate de reglementator: (i) reglementatorul știe mai bine decât actorii de pe piața financiară cum trebuie să administreze riscurile; (ii) reglementatorul știe care este definiția, pentru fiecare actor al pieței financiare, a unei investiții prudente. Există multe păreri, mai nou chiar inițiative de politică economică (cum este cazul SUA), care argumentează că re-reglementarea de după criza financiară are efecte negative în ceea ce privește alocarea eficientă a resurselor, împiedicând astfel creșterea economică.

Al doilea compromis, care afectează reglementarea sectorului financiar în prezent, se referă la protecția consumatorului, având în vedere faptul că lipsa unei concurențe suficiente pe piață îl face pe consumator vulnerabil la produse de calitate îndoielnică. Însă, așa cum s-a arătat mai sus, compromisul acesta se referă la capacitatea firmelor de a mai inova, iar în cazul companiilor din sectorul financiar lipsa de inovare și lipsa concurenței pot duce la crearea de firme prea mari pentru a mai da faliment (care pot deveni un cost și mai mare pentru contribuabili și nu numai pentru consumatorii de servicii financiare).

Plecând de la acest al doilea compromis, de care se lovește reglementarea piețelor financiare, poate că un alt obstacol pe care trebuie să îl depășească reglementarea este dificultatea în a răspunde la două întrebări. Aceste două întrebări sunt rezultatul evoluției globale de după criza din 2007-2009: (i) ce anume doresc reglementatorii din domeniul serviciilor financiare să reglementeze (prin referire la eșecurile pieței și compromisurile amintite mai sus)?; (ii) cum ar putea cineva să reglementeze integrarea financiară internațională din prezent?

Re-reglementarea împreună cu dezvoltarea rețelelor globale de comunicare (în special rețelele de socializare, dar nu numai), care pot oferi și servicii de natura celor financiare, a dus la o avalanșă de oportunități care nu existau în domeniul financiar înainte de criză (vezi tehnologia blockchain și criptomonede). Reglementatorii nu au încă o poziție față de aceste piețe și produse pentru că nu este foarte clar nici ce fel de riscuri incumbă și nici cât de importante sunt ele pentru sănătatea sistemului financiar.

Piețele financiare încearcă să profite de oportunitățile oferite de extinderea internetului și dezvoltă produse (aplicații) care depășesc capacitățile reglementatorilor (atât ca jurisdicție⁵, cât și

⁵ Un exemplu în acest caz sunt serviciile financiare (servicii bancare de bază ca de exemplu cont curent, plăți cu cardul de debit etc.) de tipul celor care sunt oferite de Revolut și alte companii de același gen (alternative bancare digitale).

din punct de vedere cantitativ sau al conținutului). Numărul de servicii financiare oferite de alternativele dezvoltate, în special, prin proliferarea internetului, provoacă dificultăți reglementatorilor. Dacă în prezent sectorul financiar este preocupat de integrarea din ce în ce mai mare a inteligenței artificiale în toate segmentele sale (front office, middle office și back office) pentru a optimiza activitatea și a crește profiturile⁶, reglementatorii din Regatul Unit abia au reușit să definească rigorile pe care trebuie să le îndeplinească domeniile peer-to-peer landing și crowd-funding, în care consumatorii nu sunt protejați de vreun organism național de garantare.

Raportul FMI cu privire la sănătatea sistemului financiar global din primăvara acestui an arăta că există trei riscuri la adresa stabilității financiare (IMF, 2018a).

Primul este scăderea calității creditului. Acesta este rezultatul accesului facil la lichiditate (într-un mediu dominat de rate scăzute ale dobânzii), care a permis unor companii cu un credit scoring mai scăzut să contacteze împrumuturi pe piețele financiare. FMI arată că astfel de credite au însumat la nivelul anului 2017 aproape 800 de miliarde de dolari. Cel mai probabil, creșterea acestui risc nu reprezintă în primul rând un eșec al reglementării sectorului financiar, ci un eșec al coordonării la nivel global al politicilor monetare. Totuși, FMI arată că există probleme cu privire la implementarea reglementărilor financiare post-criză. Aplicarea reglementărilor ar fi trebuit să reducă acest risc.

A doua vulnerabilitate este legată de creșterea datoriei externe a economiilor emergente și a statelor cu un nivel scăzut de dezvoltare. Nivelul datoriei externe este perceput ca un risc pentru că, pe măsură ce ciclul de creștere a ratelor dobânzilor de politică monetară se va face simțit, lichiditatea la care au acces aceste economii va scădea rapid, direcția fluxurilor financiare inversându-se. Proiecția FMI este că fluxurile financiare către

⁶ Unele estimări (Autonomous, 2018) vorbesc despre o economisire de aproximativ 1.000 de miliarde de dolari pentru sectorul financiar până în anul 2030 din utilizarea inteligenței artificiale.

aceste economii vor scădea cu 60 de miliarde de dolari anual. Ca și la riscul anterior, ceea ce se întâmplă nu poate fi pus pe seama unui eșec al reglementării sistemului financiar, ci atribuit politicilor macroeconomice laxe în economiile emergente.

A treia vulnerabilitate este legată de neconcordanța între activele și pasivele denuminate în dolari ale băncilor internaționale ne-americane, atât în ceea ce privește nivelul, cât și maturitatea. Acest risc reprezintă o problemă de aplicare insuficientă a reglementărilor sectorului financiar post-criză.

Ceea ce rezultă din acest raport al FMI este că, în ansamblu, sectorul bancar la nivel internațional este sănătos, însă alți analiști atrag atenția asupra faptului că nu se poate spune același lucru despre sectorul financiar internațional.

Între riscurile menționate de aceștia, primul derivă din aceea că, în ciuda faptului că băncile la nivel global sunt mai bine reglementate și riscurile din activitatea lor au scăzut, au crescut riscurile asociate activităților pe care sectorul nebancar le-a preluat de la sectorul bancar. Problema principală este că sectorul nebancar nu este nici reglementat și nici supravegheat în ceea ce privește aceste servicii și produse financiare.

Un alt risc menționat de analiști se referă la faptul că reglementatorii nu au încă o idee clară despre impactul pe care o criză în domeniul bazelor de date, transmiterii acestora, utilizării acestora le-ar putea avea asupra sectorului financiar, în condițiile în care din ce în ce mai multe produse financiare (clasice sau noi) sunt oferite în spațiul virtual, iar sectorul fintech este în mare parte nereglementat.

Enumerarea acestor din urmă riscuri aduce în discuție dificultățile pe care le presupune reglementarea integrării serviciilor financiare la nivel internațional, având în vedere că reglementarea clasică nu pare să fi reușit decât să împingă riscul financiar dinspre sectorul financiar clasic spre companiile care poate nici nu sunt parte a sectorului financiar, dar își desfășoară activitatea în mediul online. Astfel, la limită, întrebarea care se pune este cum ar putea cineva să reglementeze internetul și serviciile financiare tranzacționate online.

Internetul, deși a pornit ca o inițiativă libertariană din care monopolul impus cu forța era exclus *ab initio*, a dezvoltat, prin lipsa unui reglementator puternic, așa cum este guvernul, un model de „capitalism digital” în care acumularea averii se produce în doi pași – prin acapararea unei audiențe globale, care depinde de companie pentru un anumit serviciu, și apoi vânzarea de alte produse către acești clienți sau comercializarea informațiilor despre acești clienți către alte companii (Arthur, 2017). Acest model de acumulare este însoțit de ignorarea sau eludarea cu bună știință a regulilor fiscale. La baza acestui capitalism digital stau cel puțin două vulnerabilități ale reglementatorilor și supraveghetorilor naționali și regionali/internaționali: internetul este un mediu de comunicare care depășește granițele naționale, iar avansul tehnologic face din ce în ce mai dificil controlul lui; revoluția globală produsă de internet pune în centrul ei intimitatea fiecăruia dintre noi, pentru că datele noastre personale devin „materie primă” pentru această industrie revoluționară.

Între organismele care s-au ocupat de supravegherea internetului există înțelegerea argumentelor pro și contra reglementării⁷. Însă, concluzia lor este că reglementarea conținutului care apare în mediul online trebuie să facă diferența între

⁷ Conform lui Darlington (2009) argumentele contra reglementării internetului se referă la: (i) internetul a fost creat ca o rețea liberă, care permite schimbul între participanți care se cunosc și au încredere unii în alții; (ii) internetul este un mediu în care informația este extrasă de consumator și singurul tip de informație care trebuie reglementat este cel care este împins către consumator; (iii) internetul nu poate să fie reglementat pentru că, fiind o rețea globală, orice demers în acest sens nu este eficient; (iv) internetul este mult prea tehnic și avansează mult prea rapid pentru ca reglementatorii să poată face față în mod eficient ratei de progres; (v) orice formă de reglementare pentru orice domeniu are lacune și este imperfectă, ceea ce dă naștere altor riscuri decât cele care au fost urmărite în primă fază. Invers, argumentele în favoarea reglementării internetului sunt: (i) internetul este un tip de comunicare ca oricare altul (radio, tv) și, ca atare, trebuie reglementat; (ii) reglementarea conținuturilor ilegal, nociv, injurios nu trebuie să fie egală; (iii) activitatea criminală trebuie combătută, fie că ea se desfășoară pe internet sau nu; (iv) natura comunicării pe internet s-a modificat spre comunicarea în masă și, ca atare, internetul trebuie să fie reglementat ca orice alt mijloc de comunicare în masă.

ceea ce este ilegal, ceea ce este nociv și ceea ce este jignitor/in-jurios (Darlington, 2009).

Aplicarea cunoștințelor din domeniul reglementării internetului la reglementarea sistemului financiar internațional nu ajută pentru că nu rezolvă nici eșecul clasic al pieței, privind asimetria informațională, și nici modificarea de comportament pe care o pot induce companiile („nudge”), mai ales că acestea dețin suficiente informații de ordin personal ale consumatorilor pentru a le putea construi un profil psihologic complex și a le influența alegerile.

Dezbaterea modului de reglementare a internetului și marilor companii din domeniu nu ajută discuția despre reglementarea sistemului financiar internațional, ci o introduce într-un cerc vicios⁸, pentru că multe păreri despre reglementarea internetului sugerează ca soluție reglementarea care există în domeniul serviciilor financiare (pentru că ar trebui să rezolve asimetria informațională).

1.1.3. Limitele libertății pieței

Limitele libertății pieței ar putea fi judecate din trei perspective: prima, cea mai facilă pentru economiști, ia în considerare doar mișcarea pendulatoare a pieței între intervenția guvernului și concurența perfectă; a doua care încearcă să facă diferența între înțelegerea scopului eficienței pieței, nu din punctul de vedere al bunăstării, pe care trebuie să o producă, ci al libertății individuale, pe care trebuie să o genereze; a treia, vine dinspre filosofia morală și spune că evaluarea din punct de vedere al criteriilor pieței s-a extins în domenii ale vieții umane în care nu a fost cuprinsă până acum.

⁸ Conform altor păreri, sectorul financiar ar trebui să fie reglementat la fel cum sunt reglementate sectoarele sanitar, al producției de alimente, construcțiilor și materialelor de construcții pentru segmentul rezidențial sau al producției de autovehicule și al traficului rutier.

Unii economiști, critici ai piețelor, sunt de părere că există cel puțin două categorii de situații în care piața nu deservește adecvat interesele indivizilor și duce, în mod necesar, la intervenția guvernului: prima se referă la externalități [atunci când indivizii nu iau în considerare efectul extern (asupra altor participanți la schimburile de pe piață) al propriilor lor decizii, cazul boom-ului de pe piețele financiare fiind un astfel de exemplu], iar cea de-a doua la cele două moduri în care indivizii pot lua decizii -intuitiv/emoțional sau rațional-, dar care nu sunt întotdeauna în echilibru (deciziile emoționale pot domina la un moment dat creând probleme pentru indivizi, caz care este cu atât mai important atunci când companiile pot utiliza, în mod rațional, profilul psihologic al indivizilor potențiali consumatori pentru a se folosi de emoțiile acestora în direcționarea alegerilor) (De Grawe, 2017).

Creșterea discrepanței dintre individ și bunăstarea colectivă (extinderea sistemului pieței) prin intermediul a trei seturi de contradicții între indivizi și rezultatul pieței duce, de fapt, la atingerea limitelor interne ale sistemului pieței. Primul set se manifestă la nivel emoțional și vizează inegalitatea rezultată din distribuția pe care o face piața prin mecanismul prețurilor, respectiv dorința unor indivizi de a se angaja în acte de caritate (astfel de emoții pot însă degenera în mișcări sociale violente). Al doilea set se referă la motivațiile intrinseci și cele extrinseci pentru care indivizii se angajează în schimburi pe piață. Astfel, indivizii pot să presteze un serviciu pentru că au o satisfacție din aceasta (motivație intrinsecă) sau pentru că sunt satisfăcuți de recompensa pe care o primesc (motivație extrinsecă), iar angajatul este, de cele mai multe ori, interesat doar de sistemul de prime (motivație extrinsecă, la care angajatorul poate foarte ușor să renunțe). Ultimul set conflictual vorbește despre cooperare și competiție (interpretate atât la nivel emoțional cât și rațional) pentru că fiecare dintre ele poate conduce la funcționarea pieței, dar poate și să provoace un conflict între bunăstarea individuală și cea colectivă (De Grawe, 2017).

Pentru alți economiști, mecanismul competitiv al piețelor nu are ca scop să producă bunăstare individuală (printr-o alocare

Pareto optimă), ci să susțină/extindă libertatea individuală (Sen, 1993). În lucrarea lui Sen, libertatea individuală este considerată din punctul de vedere a două aspecte: oportunitate, respectiv proces. Oportunitatea se referă la capacitatea indivizilor de a realiza lucruri cărora au motive serioase să le atașeze o valoare. Procesul se referă la acea procedură prin care individul, pe cont propriu, face o alegere liberă (Sen, 1993).

Din punctul de vedere al filosofiei morale, aspectul de proces, despre care vorbește Sen, nu este în totalitate valabil. Astfel, filosofia morală consideră, pe baza a două obiecții bazate pe idealuri morale, că gândirea caracteristică pieței și piețele în general s-au extins în sfere ale vieții care erau considerate până acum în afara acestui fenomen și că acest parcurs nu este de dorit (Sandel, 1998).

Prima obiecție este reprezentată de argumentul legat de coerciție și se bazează pe idealul moral al consimțământului dat în condiții corecte. Această obiecție se referă la faptul că piața poate duce la apariția unei stări de nedreptate atunci când indivizii sunt obligați să se angajeze în tranzacții din cauza stării lor de inegalitate sau necesitate economică acută (Sandel, 1998).

A doua obiecție reprezintă un argument legat de corupție și se referă la faptul că, în cazul anumitor bunuri, procesul de evaluare și schimb pe piață produce o degradare (Sandel, 1998) (în această situație se încadrează acele aspecte care țin de intimitatea noastră – profilul psihologic, donarea organelor etc.).

Filosofia morală consideră că libertatea nu poate fi definită ca fiind schimburile voluntare pe care indivizii le fac pe o piață, indiferent de condițiile în care are loc acest schimb (Sandel, 1998).

Singurul punct comun care poate fi găsit între cele trei tipuri de limite ale libertății pieței discutate mai sus este faptul că ele sunt variabile în timp. Faptul că nu reprezintă un reper imuabil ridică probleme atât din punctul de vedere al politicilor de reglementare cât și al celor de redistribuire.

Concluzia în ceea ce privește sistemul financiar internațional privit ca o piață de servicii financiare la nivel global, este că, indiferent de tipul de obiecții formulate cu privire la libertatea piețelor și pornind de la faptul că ele apar post factum, piețele vor

evolua în direcția dorită de actorii angajați în schimburi, iar îngrădirea relațiilor de schimb (reglementarea) devine din ce în ce mai dificilă pe măsură ce obiectul schimbului sunt elemente ale economiei cunoașterii (informații).

1.2. Noua paradigmă: sfârșitul multilateralismului

Eugen DIJMĂRESCU

Finanțele (în sens generic) constau într-un comerț al anticipațiilor ce se desfășoară în cadrul unui sistem interconectat, în situații de informații asimetrice ale participanților și care comportă incitări prociclice. Acest comerț are efecte de amplificare și o dinamică nelineară. Sistemul financiar are însă un rol esențial în alocarea resurselor în timp și spațiu, în condiții de incertitudine (Levine, 1997).

Înainte de primul război mondial, lumea intrase deja pe calea găsirii ancorelor de stabilitate, legarea cursurilor de schimb de etalonul aur și libertatea circulației capitalurilor fiind germenii acestuia. Bretton Woods a adus o primă restructurare, prin instituirea sistemului de cursuri de schimb „fixe, dar ajustabile” și, prin îngrădirea libertății de circulație a capitalurilor, a instituit primatul intervenționismului național asupra liberalismului. Realitatea a evoluat în direcția eșecului reprimării circulației capitalurilor: în fapt, contribuția pe care acordurile de la Bretton Woods a avut-o la redresarea economiilor de după al doilea război mondial chiar a încurajat, apariția și dezvoltarea pieței eurodolarilor, companiile multinaționale ocolind suprataxa americană asupra ieșirilor de capital prin împrumuturile offshore în dolari, mijlocite de băncile internaționale. Ambiția americană («as good as gold») s-a năruit și, din 1976 (acordurile din Jamaica), lumea a intrat în epoca flotării cursurilor de schimb și a liberalizării circulației capitalurilor, politicile interne fiind supuse armonizării cu evoluțiile celor de plan internațional.

În prezent, stabilitatea nominală a monedelor nu mai este legată de un curs de schimb față de o deviză convertibilă centrală, ci depinde din ce în ce mai mult de stabilitatea prețurilor, a puterii de cumpărare a monedei. În fapt, după criza financiară trecută, s-a realizat o convergență a monedelor de referință ale

lunii – dolarul, euro, lira sterlină și yenul – către un nivel al stabilității monetare exprimat prin evoluția prețurilor din economie în jurul valorii de +/- 2% anual, măsurată într-o perioadă de termen mediu (Trichet, 2018). Această convergență aritmetică a definiției de stabilitate monetară poate fi considerată drept una din cele mai profunde transformări de după criză.

Pe de altă parte, îndatorarea publică nu a încetat să crească. Practic, în quasi-totalitatea economiilor, situația bugetară a continuat să se degradeze după criză, în indiferență totală față de mobilurile care au stat la baza ei. Atât datoria publică, cât și cea privată au continuat să crească pe plan global, fără a se fi dezvoltat nicio măsură anticiclică, ceea ce menține un grad ridicat de vulnerabilitate a sistemului economic și financiar global.

Soluțiile de contracarare a vulnerabilităților ar trebui să fie globale, dar acest lucru nu este ușor de atins din considerente care sunt legate de structura diferită de finanțare a economiilor: economia europeană este finanțată în proporție de 75% de bănci, în timp ce economia americană doar în proporție de 25%. Altfel spus, povara aplicării cerințelor Basel III, a capitalizării suplimentare a băncilor și, în extremis, a salvării lor, are un impact mult mai larg asupra economiilor europene.

Chiar dacă s-au îndreptat într-o direcție bună, reformele născute după criza din 2007-2008 prin efortul Comitetului de la Basel, a Consiliului pentru Stabilitate Financiară și a G20, sprijinite de acțiunile FMI și BCE, nu sunt suficiente pentru a determina o schimbare radicală în domeniul financiar și monetar. La un deceniu după criză, piața financiară depășește 320.000 de miliarde dolari, adică este de 4 ori mai mare decât PIB-ul mondial, purtând cu sine un comportament instabil și generator de externalități considerabile.

Costul economic și social al crizei trecute este considerabil în termenii oportunităților pierdute: PIB-ul UE ar fi putut fi cu 20% mai mare dacă condițiile din precedenții 15 ani ai crizei ar fi continuat. Pe de altă parte, costul politic al acesteia este incalculabil, prin faptul că s-a produs o decredibilizare a elitelor și modelelor deschise ale economiei mondiale, cât și a liberalismului. Agravant este faptul că mediul financiar global este mai mult

dominat de incertitudine decât supus riscului. Riscul poate fi modelat și controlat, incertitudinea nu.

La umbra și cu participarea sistemului bancar, generator el însuși de monedă privată, se extinde un “shadow banking” (intermediarii financiari non-bancari) al cărui volum de operațiuni a depășit echivalentul a 100.000 de miliarde dolari (2012), de la 27.000 de miliarde dolari în 2002, și care uzează de operațiuni quasi-repo cu active pe termen scurt (bonurile de tezaur americane pe termen scurt fiind preferate) ca de o emisiune de lichiditate, folosită în operațiunile de finanțare a terților. O parte semnificativă a sistemului financiar contemporan își generează, astfel, propria monedă, cu propria ei viteză de circulație (mai alertă), amplificând astfel cererea de active financiare și dilatarea pieței, proces față de care politicile publice sunt ezitante.

Un aspect care nu poate fi lăsat deoparte este transformarea/scăderea atractivității piețelor publice (burselor): numărul firmelor listate la bursele americane a scăzut la 3.627 în 2016, față de 4.943 cu patru decenii în urmă (Stulz, 2018). În contrast cu spiritul întreprinzător al americanilor, în condițiile creșterii populației de la 219 la 324 milioane, numărul firmelor listate/1 milion locuitori, a scăzut de la 23 la 11. Ce a dispărut de pe piețele publice? În principal firmele mici și mijlocii și cele care au pus accentul pe finanțarea activelor intangibile (neattractive pentru speculatori), în principal din domeniul cercetării și al dezvoltării. Este axiomatic faptul că în condițiile reducerii dramatice a ponderii societăților cu active de până la 100 milioane dolari, de la 61,5% din totalul companiilor listate (1975) la doar 22,6% în 2015, acestea s-au îndreptat către sursele alternative de finanțare de pe piață.

Prima parte (2007-2009) a crizei financiare globale a fost un „run on the shadow banking” (Gorton și Metrick, 2009) care a îmbrăcat două forme: pe de o parte ne-reînnoirea de către investitori a liniilor de finanțare (sau, dacă au făcut-o, la un cost exorbitant), iar pe de altă parte creșterea pretențiilor de

„haircut”.¹ Astfel s-a ajuns la o rarefiere a titlurilor susceptibile de a fi folosite drept colateral, ceea ce a rezultat în criza de lichiditate. Un haircut de 20% aplicat asupra unei piețe repo de 10.000 de miliarde dolari (echivalentă cu mărimea sistemului bancar american) a dat naștere unei nevoi suplimentare de finanțare netă de 2.000 miliarde dolari, generând interacțiunea riscului de credit cu cel de lichiditate.

Se poate spune că reformele aduse controlului și funcționării sistemului financiar global după criza prin care a trecut au fost substanțiale și îndrăznețe, dar nu radicale: cursa mecanismelor sofisticate între industria financiară și reglementatorii pieței este aprioric pierdută de ultimii, mai ales pe planul durabilității efectelor. Un egoism naționalist a făcut să nu se pună tranșant problema repunerii în cauză a sistemului monetar național și internațional, teama fiind cea dintâi căreia îi putem atribui replierea către încrederea în ordinea monetară națională.

Astfel, răspunsul politicilor publice la o criză sistemică rămâne axat pe trei coordonate: 1) socializarea pierderilor; 2) creșterea datoriei publice pentru a stăvili efectul recesionist al crizei; 3) scăderea dobânzii de politică monetară pentru a facilita curățarea bilanțurilor agenților economici.

Pentru a îndepărta cât mai mult o asemenea perspectivă, statele au împins sarcina asigurării/protejării stabilității financiare către băncile centrale, formulele de QE (Quantitative Easing) și presiunea pentru reducerea dobânzii de referință fiind subordonate obiectivelor macro-economice de stimulare a cererii și reconstituire a solvabilității companiilor, o formă de stabilitate asistată, de respirație artificială (Cailleteau, 2018). Cu acest tratament, datoria totală a statului, publicului, companiilor și băncilor a revenit în țările avansate, după o perioadă scurtă de reducere, la o mărime de circa 4 ori PIB-ul, ca și în 2009.

Lipsa de progrese semnificative în ceea ce privește interacțiunea între un sistem financiar liberalizat și regimurile naționale de politică monetară și financiară, inapte să prevină apariția

¹ Diferența între valoarea de piață a unui activ folosit drept colateral la un împrumut și valoarea atribuită la momentul împrumutului.

dezechilibrelor, începe timid să fie luată în seamă la nivel european, dar contextul politic, deteriorat între timp, ține la distanță orizontul unei soluții adecvate.

Situația actuală a îndatorării statelor nu este inedită, dar este extraordinară: FMI estimează datoria totală din lume la 164.000 miliarde de dolari (Fiscal Monitor, 2018), respectiv de 2,25 ori PIB-ul global, adică de circa două ori mai mare decât înaintea declanșării crizei datoriilor din 2007. Exceptând Germania, datoria globală a crescut în mai toate țările G20. Excesul îndatorării, susținut de excesul finanțării pe termen scurt, atât din partea sistemului bancar, cât și prin „shadow banking” a dus la interacțiunea riscului de credit cu riscul de lichiditate, respectiv între volumul datoriei și natura ei.

Atitudinea de a nu stopa/încetini apetitul public și privat al îndatorării, dar de a pune praguri gradului de îndetorare al băncilor este absolut meschină. S-a ajuns în situația ironică în care cei cărora le sunt impuse cele mai multe reglementări să fie, în continuare, cei mai îndatorați. Asta inclusiv datorită situării dobânzilor la un nivel mic, ceea ce le face să acționeze ca un analgezic asupra simptomelor supraîndatorării.

Incapacitatea politicilor publice de a preveni ciclurile financiare și a frâna elasticitatea excesivă la creditare a sectorului financiar, traduce eșecul politicilor interne în fața efectului de amplificare a finanțelor globale. Slăbiciunea acestor politici publice nu este străină de comportamentul micro-economic, al agenților economici, ale căror decizii sunt eminamente pro-ciclice și întemeiate pe o combinație a susținerii liberalizării pieței financiare cu o politică de stabilitate a prețurilor pe termen scurt (Borio, 2014).

În ansamblul său, sistemul financiar este confruntat cu „trinitatea profană” (Unholy Trinity), (Boughton, 2012; Padoa-Schioppa, 1988; Obsfeld și Taylor, 2017), de trei ori multiplicată:

- Nu poți avea în același timp stabilitatea cursului de schimb, libertatea de mișcare a capitalului și o politică monetară autonomă;

- Nu poți năzui să te bucuri concomitent de stabilitate financiară, integrare în sistemul financiar internațional și de o politică de stabilitate financiară națională;
- Nu poți avea în același timp democrație, suveranitate națională și integrare în economia mondială.

Incapacitatea de a da soluții celor trei trileme conduce opțiunile politicianilor către soluția unei dileme: o țară nu poate avea o politică monetară independentă (și adaptată propriei sale situații conjuncturale) decât dacă mișcările de capital sunt reglementate și acompaniate de politici macro-prudențiale riguroase.

Și totuși, în pofida valului de contestare la adresa sistemului bancar și financiar, mai ales după neplăcerile crizei declanșate în 2008, cu toate reformele inițiate spre a calma apetitul tuturor pentru bani, sfera finanțelor continuă să se dilate, să crească. După FSB (FSB, 2018) la sfârșitul anului 2016, instituțiile financiare din țările care reprezintă 80% din PIB-ul mondial aveau active în valoare de 340.000 de miliarde dolari (comparativ cu 145.000 de miliarde în 2003), împărțite astfel:

- Băncile centrale: 26.200 de miliarde
- Sectorul bancar: 137.800 de miliarde
- Instituțiile financiare publice: 16.000 de miliarde
- Companiile de asigurări: 29.100 miliarde
- Fondurile de pensii: 31.000 de miliarde
- Alte instituții financiare (definiție largă pentru shadow banking): 99.200 de miliarde. Aici se regăsesc fondurile de investiții, instituțiile financiare captive (holdinguri), societățile de gestiune a activelor (securities firms), vehiculele de finanțări structurate, hedge funds, fondurile imobiliare și funciare, casele de compensație.

Explicațiile unei asemenea evoluții țin, probabil, de următorii trei factori: 1) multiplicarea resurselor financiare este, într-o mare parte, propice creșterii economice (globalizarea a făcut ca economiile emergente și cele sub-dezvoltate financiar să caute recuperarea decalajelor față de statele dezvoltate); 2) dezvoltarea formelor de economisire determinată de prudență (creșterea

nivelului de trai a încurajat economisirea, al cărei nivel depășește deja investițiile – saving glut); 3) crearea de cerere prin crearea de monedă (bilanțurile băncilor centrale au crescut astfel: Fed, de la 900 miliarde dolari în 2007 la 4.500 miliarde în 2017, echivalând cu 25% din PIB, Banca Japoniei, de la 1.500 la 5.000 miliarde dolari, respectiv 100% din PIB și BCE de la 1.000 la 4.500 miliarde, până la 40% din PIB-ul zonei Euro).

Pro memoria – de ce Brexit-ul chiar doare?: în 1964 mărimea sistemului bancar britanic echivala cu 64% din PIB. În 2007 era deja echivalentă cu de cinci ori valoarea PIB-ului.

Existența unei cereri nu face în mod automat o ofertă legitimă din punct de vedere social. Cel puțin o parte a exploziei finanțelor răspunde unei cereri pentru care este dificil de măsurat riscul pe care utilitatea ei îl poate cauza economiei. Chiar dacă nu există o limită fizică a expansiunii de ofertă financiară, o limită etică față de motivația ei socială ar trebui să preocupe reglementatorii pieței (Cailleteau, 2018).

Multiplicarea financiară, sub toate aspectele, conduce către dematerializarea accelerată a plăților, în fața băncilor centrale punându-se problema gestionării unui statut monetar care poate să fie completat, deja, în maniere multiple. Ideea încetățenită conform căreia băncile sunt intermediari pasivi, care nu creează monedă, ci doar o alocă, este dificil de conciliat cu expansiunea creditului (a masei monetare), motiv pentru care observăm deja un consens relativ între Banca Angliei, Fed, BCE și FMI potrivit căruia «creditele determină depozitele» și nu invers (Kumhof și Jakab, 2016)! Ideea că băncile ar acorda împrumuturi în funcție de lărgirea sau reducerea bazei monetare de către banca centrală nu mai corespunde prezentului, cu atât mai mult cu cât unele țări avansate au renunțat deja la rezervele obligatorii. Observația conduce către fragilitatea pe care băncile centrale o încearcă, având drept instrument de intervenție de bază doar rata dobânzii, în tentativa de a asigura atât stabilitatea prețurilor, cât și stabilitatea financiară. O reformă ambițioasă a sistemului financiar, oricât de multă autoritate ar avea băncile centrale, nu se poate imagina doar cu mijloacele acestora.

Marja de manevră a politicii monetare convenționale tinde spre epuizare odată ce nivelul prezent și predictibil al ratei dobânzii fixate de banca centrală rămâne scăzut (Blanchard și Summers, 2017) și intervenția ei devine lipsită de semnificație. În plus, dacă pentru sectorul bancar s-au cizelat mecanisme de protecție a deponenților și cele de privatizare a pierderilor prin procedurile de rezoluție bazate pe bail-in, în privința sectorului financiar non-bancar, ca și a deficitului bugetar și creșterii datoriei publice, contribuabilii sunt încă expuși riscului de acoperire a pierderilor. Ceea ce mult timp a părut un tabu se insinuează tot mai adânc în practica de azi, soluția reducerii poverii datoriei publice devenind „monetizarea fericită”: QE și formula „whatever it takes” (Mario Draghi, Londra, 26 iulie 2012) au contribuit deja la reducerea costului îndatorării publice. Dar practica încurajează statele să persevereze pe drumul îndatorării.

Fără bănci și finanțe, economia ar fi condamnată la stagnare și sărăcire și o parte însemnată a prosperității noastre ar fi imposibilă. Totuși, caracterul invaziv al finanțelor, în sensul creșterii bilanțului prin ofertă către sectorul real sau consumatori, este indiferent la utilitatea socială și întreținut de sectorul public prin cererea sa recurentă de finanțare. Pe de altă parte, cei care din motive politice, populiste și electorale exercită presiuni asupra băncilor centrale și sistemului bancar pentru a ține dobânzile la un nivel scăzut, trebuie să nu uite caracterul de neliniște al capitalismului și că deponenții vor privi cu mai multă deschidere oferta fondurilor monetare și de plasament, astfel încât o mare masă de resurse se va muta către o sferă a industriei financiare mai puțin reglementată, dar care va specula cu siguranță pe emisiunile de bonuri de tezaur ale guvernului. Concurența sistemului bancar devine, deodată, mai virulentă.

Acum, când inovația în finanțe revine în prim plan, inclusiv prin mijloace tehnologice (TIC), trebuie să se poată discerne între cât de mult intențiile nobile înlesnesc ocolirea sau arbitrajul constrângerilor unor reglementări cu caracter prudential sau fiscal. Băncile sunt o țintă a preocupărilor de acest fel, fie din punct de vedere al reglementărilor, fie al căutării de noi oportunități de dezvoltare a afacerilor: o problemă financiară nu devine

sistemică decât atunci când producătorii privați de monedă sunt prinși în angrenaj. Ori, asta vizează în primul rând băncile și amalgamul entităților financiare din bula « shadow banking ».

După prima criză financiară a globalizării au exultat părerile celor care cereau ca operațiunile băncilor să fie raționalizate, ca reglementările să fie mai numeroase și mai severe. La un deceniu după, viața a îndreptat băncile către o continuare a cursului anterior crizei: băncile mari din 2008 au devenit băncile gigantice de azi (bilanțul J.P. Morgan este acum de peste 2.500 de miliarde dolari, față de 1.500 de miliarde în 2007), cele mai mari 20 grupuri bancare europene reprezintă dublul cotei de piață față de cele mai mari 20 bănci americane, bilanțul agregat al europenilor fiind de 30.000 de miliarde euro, de peste două ori mai ridicat decât al băncilor americane (13.000 de miliarde). Consecința este doar acceptarea formulei «too big to fail». Dar miile de pagini de reglementări născute pentru a arăta existența unor proceduri fiabile de rezoluție nu au cum să dea rezultate într-un week-end și să facă plauzibil scenariul protejării funcțiilor vitale. De altfel, în perioada post criză, mecanismul rezoluției nu a fost testat nici în cazul unor bănci mai mici, ci doar autoritatea naționalizării totale sau parțiale prin injecție de capital din resursele fondurilor de garantare a depozitelor.

În paradigma reglementărilor actuale, activitatea bancară constă în maximizarea rentabilității și a riscului în limita constrângerii date de capital. Cu alte cuvinte, reglementatorul pieței stabilește nivelul minim cerut pentru fondurile proprii și banca caută să maximizeze profitabilitatea ținând seama de această restricție. O inversare a paradigmei, cel puțin pentru marile bănci sistemice, ar putea consta în asumarea unui prag explicit de toleranță socială în materia pierderilor. Aceasta ar presupune o imixtiune a reglementatorului sau supraveghetorului pieței pentru ca banca/boardul să nu admită angajarea peste o limită (stabilită valoric) care excede un anume nivel al riscului și în interiorul căreia pierderile ar putea fi suportate de instituțiile publice, precum fondurile de garantare a depozitelor și cele de rezoluție bancară, pentru ca ele să nu se extindă dincolo de limita negociată a toleranței. Impunerea unui prag de toleranță a

intervenției publice ar putea fi mai realistă în aplicare decât continua cerință de majorarea a capitalului într-un raport direct cu expunerea. Ceea ce pentru o bancă de talie mică sau mijlocie poate fi o alegere pertinentă, nu mai are cum să fie la fel pentru băncile gigantice, unde nu rata fondurilor proprii ar putea fi soluția fezabilă, ci comensurarea unor miliarde de unități monetare care pot fi înscrise în pragul de toleranță.

Ne aflăm pe tărâmul opțiunii între mai multe bănci mijlocii și mici sau al preferinței pentru băncile mari. În acest domeniu observăm o intensificare a presiunii de separare a operațiunilor comerciale de cele de investiții, ceea ce poate fi calea către o credibilizare a rezoluției prin privatizarea pierderilor.

O altă alternativă poate fi reprezentată de instituirea unui prag minimal al calității creditului pentru toate băncile clasificate mari, în vederea calificării lor pentru un sprijin public în caz de dificultăți. Agențiile de rating fac deja o distincție între calitatea intrinsecă a creditului băncilor (cât de mult se sprijină pe propriile resurse) și calitatea finală a creditului, care ține seama și de sprijinul ipotetic al statului în caz de nevoie. Nota creditului final este influențată, evident, de ratingul statului. Desigur, această alternativă are conotația unei atitudini restrictive din partea puterii publice, care ar putea institui regula admiterii funcționării pe teritoriul național numai a acelor instituții de credit care au un rating apropiat celui al statului sau doar superior.²

Un membru influent al Comitetului de la Basel și fost membru al Consiliului guvernatorilor Fed (Tarullo, 2012) propune ca indicator de ghidare a redimensionării entităților bancare limitarea creșterii datoriei pe termen scurt a băncilor dincolo de mărimea depozitelor, pornind de la legătura de cauzalitate care a stat la baza „run”-ului din 2008.

În timp ce în sectorul economiei reale marile grupuri industriale suferă ciclic astfel de recalibrări, în industria bancară această practică nu s-a aplicat. În fond, suntem în fața unei decizii similare cu cea pe care americanii au luat-o în Japonia înfrântă

² Vezi disputa Pierre Cailleteau – Jean-Claude Trichet în *La vulnérabilité du système financier mondial*, 2018

după al doilea război mondial, când zaibatsu-rile au fost dezmembrate.

Funcția sistemului financiar este cea de a aloca capitalul, de a diversifica și împărți riscul. Dar, un sistem menit să diversifice și să disipeze riscul, devine el însuși o sursă de risc (Summers, 2010). Acest adevăr nu trebuie ocolit atunci când proiectăm perspectiva sistemului.

Ce soluții sunt probabile pentru o calmare a creșterii capitalului financiar?

În primul rând regândirea cerinței de lichiditate. Băncile sunt întotdeauna în situația complicată de a deține active dificil de valorificat (mai ales creditele acordate întreprinderilor, și cu o notă de dificultate crescută cele pentru IMM-uri) și de a lichida un pasiv (depozitele) convertibil imediat în monedă, deci exigibil la valoarea nominală. Printr-o înțelegere de refinanțare cu banca centrală, băncile comerciale ar putea recurge la dimensionarea activului greu de lichidizat prin limitarea lui la volumul depozitelor la vedere și datoria scadentă în următoarele 12 luni (King, 2016). În acest fel, banca ar dobândi o garanție de lichiditate reînnoibilă an de an.

În al doilea rând, o soluție poate consta în atenuarea freneziei piețelor financiare susținută de investitorii instituționali. În esență, aceștia sunt încurajați de obiectivele politicilor publice, deținătorii activelor fiind fondurile de pensii, fondurile suverane, companiile de asigurări, ale căror plasamente sunt mereu o speculație à la hausse contra titlurilor de trezorerie. Caracterul lor de a fi acționari ai mai tuturor marilor întreprinderi ale lumii le dă stabilitate și în același timp le oferă o piață sigură de plasament a resurselor, în limita unui risc mediat de raportul între a opera drept asset owners sau prin asset managers. *BlackRock, State Street, PIMCO, Vanguard, Amundi* ș.a. domină piețele financiare pe care mișcă sute de miliarde de dolari în fiecare săptămână. Appetitul lor pentru cumpărarea de titluri de trezorerie întreține falsa credință a politicienilor de la putere că își pot permite orice. Impunerea unei cerințe trimestriale de „disclosure” asupra vitezei de rotație a portofoliului ar fi un prim pas către limitarea goanei după profit imediat, născut mai mult dintr-o speculație

financiară, decât dintr-un plasament sigur. Investitorii instituționali administrează mii de miliarde de dolari în toată lumea și, în consecință, impactul lor asupra stabilității este copleșitor. Tocmai de aceea apropierea lor de un regim de supraveghere dominat de prudențialitate, ca și în cazul băncilor, ar putea fi o cale către o moderație mai bine stăpânită a piețelor financiare.

A treia cale ar fi cea de a face pasivul statelor mai elastic. Datoria suverană se află la cele mai înalte niveluri și aceasta inclusiv ca urmare a politicilor de scădere a dobânzilor de către băncile centrale. Ceea ce statele ignoră în mod voit este caracterul pro-ciclic al îndatorării, care o face să crească permanent. Cei care au cunoscut restructurarea (Argentina, Grecia, Ucraina) au făcut cunoștință cu obligațiunile indexate la creșterea PIB și cu obligațiunile extensibile: în cazul primelor cuponul este indexat cu variația PIB-ului nominal; în cazul al doilea scadența lor se poate extinde la declanșarea unui indicator predefinit (diferențialul de dobândă, variația veniturilor fiscale sau a PIB etc.). Găsirea cumpărătorilor interesați de astfel de titluri este mai dificilă, dar pentru state riscul supraîndatorării s-ar reduce (IMF, 2017). Deocamdată niciunul din statele avansate, a căror datorie publică este în creștere, nu a recurs la soluție, deși există un sentiment pozitiv față de posibilitatea folosirii acestor instrumente. Însă, conjunctura a favorizat, cel puțin temporar, statele prin beneficiul dobânzilor scăzute și al unei îndatorări „ieftine”. Probabil că semnalul ar putea fi impus cu șanse de succes de către instituțiile financiare multilaterale care ar putea uza de instrumente de creditare indexate la PIB, măcar pentru statele a căror precaritate în rambursarea datoriei externe este o realitate. Pe plan intern rolul de stimulare al acestor instrumente ar trebui să revină băncilor centrale care să acorde un haircut mai mic pentru instrumentele indexate la PIB, dar și guvernelor care ar putea admite o deducere fiscală pentru cumpărătorii respectivelor titluri.

Economia mondială avansează în ritmuri de creștere robuste, care dau confortul stabilității. Acesta este momentul în care regulile precedente de desfășurare a schimburilor și mișcărilor de capital sunt puse sub semnul contestării, dintr-o „înțelegere” a

pericolului pe care un regim acceptat la nivel global îl poate aduce ținutelor egoismului național.

Pe de altă parte, sistemul financiar pare, la rândul lui, stabil și confortabil pentru capitalul pe care îl pune la dispoziție tuturor. În multe locuri discuțiile despre reglementare, prudențialitate și risc apar ca fiind în primul rând ale altora, ale celor care vor să și-l apropie, și cu conotație de potențială îngrădire a accesului nostru la resursele pieței.³ De aceea, refugiul către naționalism apare ca favorizând ieșirea dintr-un angrenaj pe care alții vor să-l impună. În fapt, tocmai dezmembrarea cooperării face loc instrumentelor din shadow banking, cu riscurile pe care ele le pot avea. Criptomonedele nu sunt un sistem de generare ordonată a ofertei de monedă, dar prosperă din teama că ceea ce este cunoscut, dar supus autorităților publice într-un cadru de angajament multilateral, poate deveni instabil ca urmare a dorinței de ruptură pe care o întreținem. Atitudinea celor care resping criptomonedele este mai degrabă retrogradă decât dovadă a stăpânirii de sine: știrbirea rolului de emisiune al băncilor centrale este deja un fapt împlinit și ele ar trebui să observe că tocmai voința de repliere spre interior a politicilor monetare împinge noile tehnologii spre crearea de monede virtuale, recunoscute ca mijloc de plată pe piețele financiare. Tocmai pentru că criptomonedele nu cunosc granițe, abordarea lor ar trebui să fie o răspundere globală (Lagarde, 2018).

Băncile centrale au fost întotdeauna caracterizate de păstrarea unei atitudini prudente, chiar conservatoare. Prezentul o ia însă înaintea capacității lor de adaptare, determinând o conviețuire a două sisteme, oarecum asimilabilă aptitudinilor de economisire ale pensionarilor în contrast cu apetitul pentru nou și risc al tinerilor. Deoarece este tot mai evident că stabilității financiare nu îi pot răspunde adecvat mijloacele politicii monetare, băncile centrale sunt fie în poziția structurării unor raporturi

³ Faptul că FMI este lipsit de mijloace de a impune măsuri corective altor state (a căror piață financiară, prin mărime, poate afecta întregul sistem), decât celor care sunt într-un program de asistență financiară cu Fondul, este un argument de care se uzează pentru a-i contesta legitimitatea și eficacitatea. Vezi Gnath, Mildner și Schmucker, 2012.

de conlucrare cu alte autorități ale pieței, căutând să nu devină subordonate lor, fie să caute o redefinire a statutului, înclinând mai mult balanța spre reglementarea și supravegherea segmentelor de piață care sunt creatoare private de monedă, însușindu-și un rol mai mare în economie. Formula de supraveghere macro-prudențială experimentată în prezent apare ca fiind neconcludentă, dissipând răspunderea instituțiilor membre.

Supravegherea macro-prudențială nu poate fi efectivă prin enunțuri ale conducătorilor, ci doar prin acțiuni ale instituțiilor. În legătură cu acest aspect, băncile centrale ar trebui să renunțe la funcția de mediator al riscurilor financiare în favoarea celei de inițiator al politicilor de protecție a stabilității financiare (Praet, 2011). Asumarea acestui rol se justifică cu atât mai mult cu cât liderii locali doresc să se îndepărteze de multilateral.

Practica post-criză a dovedit că în funcție de atributele conferite băncilor centrale în diferite jurisdicții, acestea au acționat cu rol de consiliere în materia politicilor micro și macroeconomice, mai pregnant sau disimulat în publicațiile proprii, și în principal prin pârgăia politicii monetare. Acest mecanism poate fi însă pervers, căci caracterul prea restrictiv al acestuia poate declanșa riscul unei recesiuni în economia reală, căreia operatorii micro-economiei vor căuta să-i răspundă cu un apel agresiv la sursele alternative de finanțare (Cunningham și Friederich, 2016). Înaintarea nu poate avea loc, însă, decât acceptând că piața a luat-o cu mult înaintea reglementatorilor ei și că supravegherea acestuia este incompletă. Necesitatea reformei instituțiilor de supraveghere a pieței este deja o urgență. Acțiunea nu trebuie să întârzie, căci semnificația instituțiilor tradiționale va fi erodată în fața piețelor de către inteligența artificială.

1.3. Provocări cu care se confruntă sistemul financiar global – inovațiile operaționale

Sorin-Nicolae CURCĂ

Epoca post-criză a fost una a tehnologiilor disruptive și a inovației. Toate acestea au pus pe baze noi funcționarea sistemului financiar și au schimbat perspectiva asupra modului de interacțiune a instituțiilor financiare cu consumatorul, au facilitat sporirea vitezei de procesare a tranzacțiilor, automatizarea proceselor etc.

Tendențele au fost în general de descentralizare și de integrare (WEF, 2018). Neîncrederea în instituțiile financiare existente, „fricțiunile” dintre clienți și acestea, rigiditatea cadrelor de reglementare, au permis dezvoltarea unor companii cu un nou tip de abordare a sectorului financiar, în afara celui tradițional, care au oferit soluții noi, bazate pe tehnologie, alternative acestuia, mai bine adaptate nevoilor pieței și cerințelor consumatorului final. Continuând un trend lansat odată cu introducerea și utilizarea pe scară largă a calculatoarelor și a internetului, acestea au favorizat interconectivitatea și au ajutat la depășirea barierelor existente între țări, companii, indivizi în direcția asigurării unui acces mai bun la servicii specifice și a realizării incluziunii financiare.

Sistemul de plăți a fost influențat cel mai mult de apariția noilor furnizori de servicii financiare. Aceasta s-a concretizat mai ales în diminuarea rolului intermedierei și migrarea consumatorilor către zona companiilor nou intrate pe piață, care oferă soluții de plată noi, mai atractive. Cele mai multe dintre acestea sunt giganți din domeniul comerțului online care au dezvoltat mijloace de plată prin intermediul platformelor proprii, precum AliPay, Apple sau Google, sau companii *fintech*, precum Mondo sau PayPal (Scardovi, 2016).

În ceea ce privește **creditarea**, inovația s-a manifestat mai ales sub forma platformelor P2P (peer-to-peer), care au revoluționat modul în care companiile și indivizii pot fi finanțate(ți), eliminând deficiențele sistemului tradițional și aliniind oferta nevoilor debitorului. Astfel, intermediarul tradițional a fost înlocuit cu platforma digitală, prin care se pot oferi servicii suplimentare, inclusiv analize de risc, iar beneficiile nu mai sunt calculate ca marjă netă a dobânzii ci sub formă de comisioane rezultate din intermediere (Scardovi, 2016).

Pe lângă cele de mai sus, evoluții similare s-au înregistrat în domeniul asigurărilor, în domeniul piețelor de capital etc.

Toate acestea s-au înscris în contextul mai larg al tendinței de **dematerializare a proceselor și tranzacțiilor** din ultimii ani, care s-a manifestat odată cu apariția plăților electronice și a criptomonedelor. La nivel mondial, încrederea în utilizarea mijloacelor digitale a crescut în rândul populației și este de așteptat ca, pe măsură ce noile generații se vor maturiza (în prezent serviciile digitale sunt utilizate cu predilecție de tineri), aceasta să sporească.

În țări ca Suedia, peste 50% din numărul total de sucursale bancare nu lucrează decât cu mijloace electronice și digitale (nu acceptă bani cash) ca urmare a creșterii numărului de persoane care utilizează cardul bancar și aplicațiile de plată pe mobil (precum Swish) și se estimează că până în 2025 numerarul va fi eliminat în totalitate și din activitatea comercianților (în prezent doar 13% din plățile în magazin se fac cu numerar) (IMF, 2018b).

Tendințe asemănătoare se înregistrează și în unele țări din Asia sau Africa (precum India, Pakistan, Tanzania), iar sisteme precum M-PESA (din Kenya), destinat realizării de plăți pe mobil, și altele construite pe același model (precum M-Paisa, în Afganistan) pot fi date ca exemple. Pe lângă faptul că facilitează îndeplinirea uneia dintre funcțiile importante ale sistemului financiar, cea de mijlocire a plăților, acestea favorizează incluziunea financiară, răspunzând astfel cerințelor de dezvoltare durabilă promovate de organizațiile internaționale.

Raportate la sistemul financiar în ansamblul său, toate evoluțiile prezentate anterior ridică unele probleme a căror rezolvare reprezintă în același timp provocări pentru acesta. Printre ele: 1. cum se poate adapta sistemul financiar tradițional tendințelor de digitalizare și noilor exigențe ale consumatorilor? 2. cum trebuie să fie integrate noile tehnologii/companiile *fintech* în cadrul acestuia? 3. cum pot fi gestionate noile riscuri specifice și cum poate fi sectorul *fintech* reglementat? În legătură cu cel din urmă aspect capătă sens: 4. cum trebuie să se poziționeze instituțiile de reglementare în raport cu funcționarea criptomonedelor și, într-un sens mai larg, cu controlul asupra datelor?

În prezent sistemul financiar se află în plin proces de transformare și este dificil de stabilit care va fi impactul dezvoltării tehnologiei asupra sa. Platformele digitale, soluțiile de plată etc. au deschis calea unui nou mod de abordare a clientului și au permis dezvoltarea unor modele de afaceri care au adus avantaje competitive deținătorilor acestora.

Inovația a permis companiilor *fintech* să dezvolte aplicații care facilitează clienților înlocuirea utilizării numerarului, favorizează elaborarea de oferte personalizate și oferirea de consiliere în funcție de obiceiurile de cumpărare și stilul de viață.

Instituțiile financiare tradiționale se află însă la început de drum în cadrul acestui proces. Modelele de afacere pe care le practică tind să nu mai fie compatibile cu obiceiurile și așteptările consumatorilor. Prin comparație cu companiile *fintech*, așa cum subliniază unii autori, acestea sunt percepute din ce în ce mai mult ca fiind suprareglementate și ineficiente (WEF, 2018).

Principalele motive pentru care companiile existente nu au evoluat în același timp cu furnizorii de noi servicii digitale au fost infrastructura moștenită și „barierele” culturale. Transformarea sistemelor informatice existente implică eforturi financiare și logistice mari iar reducerea rețelei de unități care ar rezulta în urma adoptării diverselor tehnologii ar însemna disponibilizarea sau reconversia personalului, dobândirea de noi competențe și abilități.

Totuși, s-au conturat soluții pentru cele de mai sus, iar o parte sunt deja aplicate. Dintre acestea putem enumera:

cultivarea relațiilor de colaborare a instituțiilor financiare tradiționale cu companiile *fintech*, care se află în expansiune, realizarea de investiții în vederea extinderii capacităților digitale dincolo de cele existente, construirea de afaceri noi și crearea astfel de noi piețe. Implementarea acestora ar presupune raționalizarea proceselor interne prin utilizarea capacităților digitale existente, crearea de platforme digitale proprii pentru a dezvolta noi instrumente și pentru a elimina procesele costisitoare și redundante, înlocuirea treptată a activităților de front-office cu soluții digitale dar și instruirea personalului (Scardovi, 2016).

Dincolo de accentul pus pe tehnologie, apariția sectorului *fintech* a vizat multiple sectoare acoperite de instituțiile financiare în mod tradițional de-a lungul timpului, ceea ce a provocat schimbări de optică, dar și mutații din perspectiva structurii pieței și a ofertei de produse și servicii. Tendința a fost ca accentul să nu se mai pună atât de mult pe infrastructura fizică și pe capital, cât pe capacitatea de prelucrare a datelor. În plus, ca urmare a expansiunii companiilor *fintech* în sectorul SME, o bună parte din instituțiile financiare tradiționale și-au reorientat activitatea către sectoare cu valoare adăugată mai mare (precum corporate bankingul și private bankingul) (Barbagallo, 2018).

În prezent *fintech*-urile dețin doar un mic procent din cota de piață a furnizorilor de servicii financiare însă potențialul uriaș pe care îl au poate face ca în viitor acestea (odată cu dezvoltarea lor) să schimbe arhitectura sistemului financiar.

Dezvoltarea sectorului formal este importantă pentru buna funcționare a sistemului financiar global și, în acest context, ne putem întreba: este necesară integrarea companiilor *fintech* în cadrul acestuia? Și, dacă da, cum poate fi realizat acest lucru?

Răspunsurile depind de amploarea riscurilor pe care le implică menținerea acestora în zona serviciilor alternative, iar soluția credem că trebuie să se afle în mâna autorităților de reglementare.

Faptul că cele mai multe din companiile care activează în sectorul *fintech* se află în afara cadrului care reglementează prudențial sectorul tradițional face ca, în cazul unor evenimente

destabilizatoare, atât acestea, cât și consumatorii să nu fie protejați (aceștia nu sunt acoperiți de schemele de asigurare a depozitelor, de exemplu) iar utilizarea abuzivă a datelor personale și dificultățile în cunoașterea clientelei să genereze riscuri care să favorizeze fraudă electronică, evaziunea fiscală, spălarea de bani, finanțarea terorismului etc.

În acest context, monitorizarea atentă a evoluțiilor de către băncile centrale și instituțiile de supraveghere, înțelegerea fenomenului și adaptarea reglementărilor sunt necesare.

Principala provocare în ceea ce privește adoptarea unui cadru de reglementare adecvat companiilor *fintech* este asigurarea protecției consumatorului și reducerea riscurilor, fără a diminua capacitatea de inovare a acestora (IMF, 2018b).

În acest moment, există o lipsă de coordonare a cadrelor de reglementare referitoare la companiile care oferă servicii financiare alternative la nivel mondial. Acest lucru duce la fragmentarea piețelor și la concentrarea *fintech*-urilor în jurisdicții mai puțin reglementate (precum China), ceea ce are efecte directe asupra „compoziției” pieței financiare.

Atât la nivelul SUA cât și al UE, spre exemplu, nu există cadre unitare care să reglementeze activitatea companiilor *fintech*, ci acestea sunt supuse prevederilor adoptate la nivelul fiecărui stat/stat membru în parte. În plus, acestea pot opta pentru o varietate de licențe emise de o multitudine de autorități de reglementare și/sau supraveghere care nu asigură coerență în ceea ce privește autorizarea și funcționarea lor (Christiansen et al., 2018).

Cu toate acestea, unele eforturi în direcția uniformizării reglementărilor există și sunt cu atât mai importante cu cât pot asigura predictibilitatea și, în cazul companiilor, reducerea costurilor cu implementarea lor.

La nivelul SUA, Conferința Supraveghetorilor Băncilor de Stat (CSBS) a inițiat deja măsuri în ceea ce privește armonizarea cerințelor de acces la furnizarea de produse și servicii bancare iar OCC (Office of the Comptroller of the Currency) a propus oferirea unor licențe speciale companiilor *fintech*, care să le asigure un

statut similar băncilor și să le permită acordarea de împrumuturi, constituirea de depozite și alte operațiuni. De asemenea, la nivelul UE, Autoritatea Bancară Europeană a făcut eforturi în direcția definirii drepturilor consumatorilor în sectorul *fintech*, iar Comisia Europeană a publicat mai multe documente referitoare la stabilirea unui cadru comun de reglementare în ceea ce privește funcționarea acestor companii (Christiansen et al., 2018).

În plus, referitor la spălarea banilor și finanțarea terorismului, The Financial Action Task Force (FATF) a inițiat campanii de informare a membrilor săi cu privire la abordarea companiilor *fintech*.

Dincolo de aspectele prezentate mai sus, atrag atenția și unele probleme mai profunde precum modul în care ar trebui să reacționeze băncile centrale la funcționarea criptomonedelor, care pot avea un impact direct asupra politicii monetare, sau la problema deținerii controlului asupra datelor.

În ceea ce privește primul aspect, este relativ unanim acceptat în rândul economiștilor faptul că, în prezent, criptomonedele nu pot înlocui moneda fiduciară din cauza deficiențelor pe care le au (volatilitatea ridicată, canale reduse de distribuție) și care fac dificil ca acestea să își îndeplinească funcțiile specifice (de mijloc de plată, de unitate de cont, respectiv de etalon al valorii). De aceea, ele pot fi mai degrabă asimilate activelor speculative (IMF, 2018b).

Cu toate acestea, nu este exclus ca odată cu îmbunătățirea tehnologiilor utilizate, care pot asigura o relativă stabilitate, și pe fondul pierderii încrederii în monedele existente, criptomonedele să câștige teren și să le concureze pe acestea din urmă, cu implicații directe asupra politicii monetare și a stabilității financiare.

În ceea ce privește cel de-al doilea aspect, în contextul utilizării noilor tehnologii și a unei nevoi crescânde de informație, devine din ce în ce mai importantă problema controlului asupra datelor. Așa cum apreciază unii autori, acesta ar putea deveni în anii următori o forță care ar putea duce la crearea unor poli de putere în cadrul sistemului financiar (UNEP Inquiry, 2014).

Tehnologiile API și relativa lipsă de reglementare în acest domeniu au făcut posibilă dezvoltarea unor agregatori care centralizează informația și permit distribuirea în timp real a acesteia, astfel încât clientul să poată efectua tranzacții din conturile deținute la diferite bănci și să aibă acces la produsele și serviciile oferite de toate acestea în cadrul unei singure platforme.

Noua directivă referitoare la serviciile de plăți (PSD2), la nivelul UE, prevede, în acest sens, introducerea unor noi furnizori de astfel de servicii de informații de cont (AISP – Account Information Service Provider) și reglementează acest aspect.

Însă, în lipsa unor reglementări mai punctuale, dezvoltarea acestui tip de control a datelor ar putea avea un impact semnificativ asupra sistemului financiar, înlocuind, pe lângă cele pe care deja le-am exprimat, relația tradițională a băncii cu clientul, aducând într-o nouă perspectivă conceptul de „secret bancar” și influențând deciziile de cumpărare.

1.4. Sustenabilitatea sistemului financiar.

Incluziunea financiară

Sorin-Nicolae CURCĂ

Conceptul de sustenabilitate este din ce în ce mai utilizat în literatura de specialitate. Lansat la sfârșitul anilor 1980 de Comisia Mondială pentru Mediu și Dezvoltare și folosit cu precădere începând cu summitul de la Rio de Janeiro din 1992, cu sensul de „dezvoltare durabilă”, acesta a făcut obiectul a numeroase analize și s-a aflat de-a lungul timpului pe agenda diferitelor organizații internaționale.

Utilizarea sa în planul finanțelor este de dată relativ recentă și privește măsura în care sistemul financiar poate contribui la îndeplinirea acestui deziderat. Abordările sunt diverse și se referă în principal la modul în care sistemul financiar își poate îndeplini funcțiile centrale (de asigurare a posibilităților de economisire și de alocare a resurselor) în strânsă legătură cu cerințele economiei, ale societății și ale mediului (UNEP, 2015). Aceasta implică în general două chestiuni: adoptarea de politici cu efecte pe termen lung și integrarea factorilor de mediu, sociali și de guvernanță (ESG) în decizia de finanțare.

De-a lungul timpului au existat eforturi diverse în direcția alinierii sistemului financiar la diferitele obiective de dezvoltare durabilă. Acestea au vizat elaborarea de măsuri pentru promovarea principiilor care stau la baza integrării factorilor de mediu și sociali în activitatea furnizorilor de servicii financiare, obținerea de angajamente din partea acestora, elaborarea de strategii etc. Teoria, predominantă la nivelul instituțiilor de reglementare și a actorilor direct implicați pe piața financiară, potrivit căreia implementarea de proiecte care să nu afecteze mediul sau societatea este în mod exclusiv responsabilitatea consumatorului, a făcut însă ca acestea să aibă un impact limitat la nivel internațional (UN Environment, 2018).

În perioada post-criză, discuțiile cu privire la rolul pe care sistemul financiar trebuie să îl aibă în asigurarea dezvoltării sustenabile s-au reluat și au fost catalizate de adoptarea Acordului de la Paris și de stabilirea de către UNGA (United Nations General Assembly), ca parte a așa-numitei *Agende 2030*, a obiectivelor de dezvoltare durabilă (SDG) (UN Environment, 2018). Alături de dezbaterile referitoare la nevoia de a îmbunătăți funcționarea sa astfel încât să poată fi asigurată stabilitatea financiară, acestea au subliniat necesitatea unui sistem financiar care să poată asigura finanțarea unor acțiuni importante care să contribuie la reducerea emisiilor de dioxid de carbon, dezvoltarea energiei regenerabile, reducerea sărăciei ș.a.

Participarea sectorului privat este importantă dacă ținem cont de faptul că implicarea resurselor publice ar putea însemna creșterea deficitelor bugetare și o eficiență mai mică în alocarea resurselor. În plus, aceasta este justificată de impactul negativ pe care finanțarea unor proiecte care pot determina creșterea nivelului poluării sau defrișarea pădurilor, de exemplu, îl poate avea asupra mediului și a societății în general.

În directă legătură cu cele prezentate mai sus, tranziția către un sistem financiar incluziv, care să susțină o dezvoltare durabilă și care să asigure o creștere economică sănătoasă, pe termen lung, ar trebui să se realizeze în strânsă legătură cu atingerea următoarelor obiective (UNEP, 2015):

Adâncime – așa cum arată unele studii, adâncimea financiară (exprimată prin raportul dintre creditul privat și PIB, de exemplu) influențează în mod direct creșterea economică;

Acces – privește alocarea capitalului în funcție de calitatea așteptată a proiectelor și nu în funcție de situația financiară a solicitantului;

Eficiență – se referă la asigurarea unui cost al creditului care să permită atât finanțarea datoriei cât și efectuarea de investiții productive care să aducă plus-valoare;

Stabilitate financiară – are în vedere funcționarea sistemului financiar astfel încât finanțarea investițiilor să nu pună în pericol stabilitatea financiară și, mai departe, economia în ansamblul său;

Toate acestea presupun dezvoltarea de produse și servicii financiare specifice (precum creditele „verzi”, *green-bondurile*, respectiv serviciile digitalizate, dacă avem în vedere alte aspecte ale dezvoltării durabile, precum incluziunea financiară) și adaptarea cadrelor de reglementare astfel încât să fie încurajate, pe de o parte, inovația în domeniu și, pe de altă parte, eliminarea acelor proiecte care nu îndeplinesc condițiile de sustenabilitate.

În prezent, procesul de transformare a sistemului financiar în direcția celor discutate mai sus este la început și se caută mijloace adecvate pentru implementarea celor mai bune practici care să contribuie la îndeplinirea acestor obiective. Într-o perspectivă teoretică, aceasta ar trebui să vizeze definirea clară, standardizată a conceptelor și a factorilor de durabilitate pentru a facilita integrarea unitară a acestora în activitatea instituțiilor financiare. Totodată, ar trebui să se urmărească elaborarea de strategii comune pe termen lung, îmbunătățirea transparenței și disciplinei pe piețele financiare, adaptarea modelelor de afacere din perspectiva culturii organizaționale etc. Toate acestea pot fi realizate cu participarea instituțiilor financiare și a altor actori de pe piața financiară, a autorităților naționale, respectiv a organismelor care pot lansa inițiative la nivel internațional (UN Environment, 2017).

La nivelul *pieței financiare* este importantă asumarea de către instituțiile financiare a factorilor sociali și de mediu, integrarea lor în activitatea de management și odată cu aceasta, dezvoltarea de noi produse, abilități și stimulente care să elimine barierele ce stau în calea transformării acestora.

Intervenția *autorităților naționale* este importantă în măsura în care piața nu poate face progrese și din acest punct de vedere capătă sens elaborarea de foi de parcurs care să ofere direcții clare cu privire la modul în care poate fi mobilizat capitalul, acordarea de stimulente fiscale pentru încurajarea investițiilor private (sub forma granturilor, garanțiilor, liniilor de credit pe termen lung), care pot avea impact în ceea ce privește partajarea riscurilor și protecția mediului, precum și elaborarea de măsuri la nivelul autorităților de reglementare și supraveghere.

Nu în ultimul rând, inițiativele manifestate *la nivel internațional* ar trebui să asigure definirea direcțiilor principale de acțiune și coordonarea politicilor implementate la nivel național sau la nivel de piață, care nu pot funcționa singure într-o lume din ce în ce mai interconectată și afectată de probleme similare.

În această direcție se manifestă destule tendințe, numărul inițiativelor care susțin cauza sustenabilității sistemului financiar fiind în creștere în ultimii ani. Dacă la sfârșitul anului 2013 existau 139 de măsuri cu caracter politic și de reglementare în 44 de jurisdicții, în 2017 numărul acestui tip de inițiative a crescut până la 300, în 54 de jurisdicții la nivel național și internațional (UN Environment, 2018).

Platforme precum PRI (*Principles for Responsible Investment*), UNEP Inquiry ș.a., care funcționează sub egida ONU, G20 sau G7, inițiative precum Sustainable Banking Network sau Înaltul grup de experți în sustenabilitate financiară (HLEG), care funcționează la nivelul Uniunii Europene, au efectuat diverse studii cu privire la modalitățile prin care poate fi realizată convergența către finanțele durabile, au lansat diverse programe pentru promovarea acestora, pentru informarea factorilor de decizie și actorilor de pe piețele financiare, precum și pentru introducerea principiilor de sustenabilitate în managementul riscului.

Alături de acestea, mai multe de țări au adoptat foi de parcurs, ghiduri și politici în legătură cu cele mai bune practici în domeniul sustenabilității, toate vizând probleme diverse, specifice sistemului bancar, finanțelor digitale, obligațiunilor „verzi”, asigurărilor etc.

Indonezia a fost prima țară din lume a cărei autoritate de reglementare (OJK) a elaborat, în 2014, o foaie de parcurs care să ofere orientări cu privire la modul în care sistemul financiar se poate subscrie obiectivelor de dezvoltare sustenabilă. Aceasta stabilea recomandări referitoare la creșterea ofertei de produse și servicii financiare „verzi”, prin reglementări și stimulente de natură fiscală și non-fiscală, care să încurajeze inovarea în acest domeniu, impulsionează cererii prin inițierea de campanii care să faciliteze conștientizarea potențialului pe care îl reprezintă implementarea de proiecte ecologice, respectiv îmbunătățirea

practicilor în domeniul gestionării riscurilor specifice și al supravegherii proiectelor cu finanțare din fonduri pentru dezvoltare durabilă (Banktrack, 2018).

Alături de aceasta, **Brazilia** a luat măsuri în ceea ce privește managementul riscurilor provocate de mediu, evidența numărului creditelor „ecologice”, integrarea factorilor de durabilitate în sectorul pieței de capital și al asigurărilor și încurajarea pieței *green-bondurilor*. Banca centrală a acesteia a introdus cerințe privind limitarea accesului la credite subvenționate pentru solicitanții din mediul rural care nu îndeplinesc condiții referitoare la protecția mediului, a lansat acțiuni pentru îmbunătățirea transparenței pe piața financiară, a emis recomandări pentru încurajarea investițiilor în active „verzi” etc. La sfârșitul anului 2015, peste 17% din împrumuturile acordate companiilor se regăseau în proiecte compatibile cu dezvoltarea durabilă (UN Environment, 2017).

În aceeași linie, cu sprijinul Federației Camerelor de Comerț și Industrie și a *UNEP Inquiry*, **India** a luat măsuri în vederea creșterii procentului de credite pentru dezvoltarea energiei regenerabile și încurajarea *green-bondurilor*. În ceea ce privește cel din urmă aspect, ca urmare a măsurilor de transparentizare a activității pe piața de capital și cu implicarea IFC, în 2017, India s-a clasat pe locul șapte într-un top al celor mai mari piețe ale obligațiunilor „verzi”, cu o valoare de 2,1 miliarde de dolari (UN Environment, 2017).

În **China**, după primele ghiduri pentru acordarea creditelor „ecologice” elaborate de Comisia de Reglementare (CBRC) și după înființarea *Green Finance Task Force* care, în colaborare cu Banca Populară Chineză, a elaborat recomandări clare referitoare la fluxurile de informații, cadrul de reglementare și stimulentele fiscale necesare atingerii obiectivelor de creare a unor finanțe durabile, în 2017 aceasta a aprobat „Ghidul pentru crearea sistemului financiar verde” care stabilește noi etape în tranziția către sustenabilitate (UN Environment, 2017).

Nu în ultimul rând, banca centrală a **Marocului** împreună cu autoritățile de reglementare și cu instituțiile financiare au lansat o foaie de parcurs care privește includerea principiilor ESG

în managementul și evaluarea riscurilor, dezvoltarea de instrumente și produse financiare „ecologice”, promovarea incluziunii financiare, precum și îmbunătățirea transparenței și disciplinei pe piețele financiare (UN Environment, 2017).

Printre țările care au luat măsuri similare celor de mai sus se mai regăsesc Argentina, Nigeria, Singapore, Africa de Sud și altele.

Dincolo de necesitatea evoluției în direcția economiei „verzi”, *incluziunea financiară* poate contribui în mod particular la dezvoltarea durabilă. Aceasta privește atragerea, în cadrul sistemului formal, a populației care nu are acces la servicii financiare, astfel încât aceasta să beneficieze de posibilitatea de a economisi, de a efectua plăți, de a contracta credite, de a achiziționa polițe de asigurări (Hannig, 2010) etc.

Incluziunea financiară a devenit un subiect de interes mai ales în ultimii ani, odată cu dezvoltarea instituțiilor de microfinanțare și a tehnologiilor și este importantă din cel puțin două puncte de vedere: poate contribui la reducerea sărăciei și poate reprezenta o oportunitate de a dezvolta noi afaceri pentru instituțiile financiare.

Preocupările pentru aceasta sunt legate de implicațiile pe care accesul la produse și servicii financiare le poate avea asupra gospodăriilor și asupra economiei în general.

Așa cum au demonstrat mai multe studii empirice realizate în ultimii ani, deținerea unui cont bancar și accesul la produse de finanțare pot contribui semnificativ la creșterea nivelului veniturilor gospodăriilor și la îmbunătățirea nivelului de trai, la mai buna gestionare a riscurilor financiare generate de lipsa unor mijloace care să intermedieze încasarea de sume împrumutate de la debitori, la reducerea costurilor pe care le implică plata în numerar a unor drepturi din partea autorităților guvernamentale, precum și la reducerea corupției (World Bank, 2018).

În plus, la nivel macroeconomic incluziunea financiară poate favoriza creșterea cererii agregate și a consumului datorită reducerii asimetriilor informaționale care elimina barierele dintre beneficiari și investitori, poate contribui la reducerea inegalității

veniturilor și, prin aceasta, poate avea un impact direct asupra stabilității financiare (Mehrotra, 2015).

Văzută ca fiind un obiectiv important de către factorii de decizie politică, aceasta a făcut obiectul mai multor inițiative, precum cele ale *Grupului de Experți în Incluziune Financiară (FIEG)*, înființat în noiembrie 2009 sub egida G20, ale *Parteneriatului Global pentru Incluziune Financiară (GPFI)*, adoptat în cadrul Summitului de la Seoul din 2011 sau cele ale *Financial Access Survey (FAS)* – aparținând FMI) sau *Global Findex* (inițiat de Banca Mondială), care au analizat și au promovat măsuri și strategii pentru creșterea gradului de acces la servicii bancare, au încurajat dezvoltarea de noi instrumente pentru aceasta și au dezvoltat indicatori specifici care oferă o măsură asupra evoluțiilor în cadrul acestui sector.

Soluțiile care au fost aplicate la nivelul diferitelor țări/re-giuni au fost diverse și au vizat fie atingerea unor obiective de natură calitativă (educația financiară, dezvoltarea de abilități), fie cantitativă, de ordin numeric. Printre acestea s-au remarcat următoarele (Mehrotra, 2015):

- ✓ **Agentul bancar** – presupune încheierea de contracte între instituțiile financiare și agenții de vânzare cu amănuntul pentru promovarea și vânzarea/prestarea de servicii financiare direct populației. Astfel de soluții au avut un impact important în țări precum Brazilia, Peru, Mexic, Chile etc.;
- ✓ **Plățile cu telefonul mobil** – au avut un impact direct asupra reducerii costurilor cu tranzacțiile (costurile tranzacțiilor în Filipine, de exemplu, reprezintă în prezent 1/5 din cele pe care le implică plata prin intermediul mijloacelor tradiționale) și cu transportul de numerar, asupra „extinderii punctelor de acces” și atragerii de utilizatori din rândul non-clienților. Acest serviciu a fost introdus pentru prima dată în Filipine, în 2004, și s-a dezvoltat ulterior fulminant în Kenya și India;
- ✓ **Diversificarea furnizorilor** de servicii financiare, prin simplificarea reglementărilor privind accesul la acestea,

incluzând instituții specializate pentru microdepozite, ONG-uri care inovează în domeniul financiar, instituții financiare nebankare ș.a.;

- ✓ **Reformarea instituțiilor bancare cu capital de stat** mai puțin viabile din punct de vedere economic însă cu prezență sporită în zonele în care se găsește populație „nebankarizată” (cum ar fi zonele cu populație săracă sau cele rurale). Astfel de măsuri au fost aplicate în Indonezia și Brazilia;
- ✓ **Implementarea unor programe pentru protecția consumatorilor** care pot asigura atât protejarea cât și educarea acestora cu privire la drepturile și responsabilitățile pe care le implică utilizarea serviciilor financiare (precum cele implementate în Peru);
- ✓ Utilizarea unor **informații din afara cadrul normativ tradițional** la acordarea de credite, pentru persoane sărace care nu îndeplinesc anumite criterii de bonitate, precum istoricul tranzacțiilor efectuate prin intermediul contului curent.

Impactul acestor politici a fost semnificativ la nivel mondial. Potrivit bazei de date *Global Findex*, în anul 2017, 69% din populația adultă avea deschis cel puțin un cont personal la o instituție financiară sau la un furnizor de servicii financiare mobile, procent în creștere față de anii precedenți (62% în 2014 și 51% în 2011) (World Bank, 2018).

Cea mai mare parte a posesorilor de conturi se regăsea în economiile dezvoltate, unde 94% dintre cetățeni colaborau în acest sens cu un furnizor de servicii financiare. În economiile aflate în curs de dezvoltare procentul adulților care aveau deschis cel puțin un cont curent era doar de 63%.

Dezvoltarea soluțiilor oferite prin intermediul furnizorilor de telefonie mobilă sau prin internet a înlesnit accesul la servicii financiare mai ales în țări în care veniturile mici sau distanța până la cea mai apropiată bancă constituiau o piedică în calea stabilirii unei relații cu aceasta. Modelul cel mai reprezentativ este Kenya

unde introducerea sistemului de plăți M-PESA a făcut ca, în prezent, peste 82% din populația adultă să dețină un cont bancar.

Accelerarea procesului de incluziune financiară în următorii ani, inclusiv prin continuarea investițiilor în digitalizare, ar putea duce la îmbunătățirea acestor rezultate, atenuând și mai mult diferențele care încă există între diferitele economii/regiuni, între bărbați și femei, între săraci și bogați, la nivel mondial.

2. Sistemul financiar global în ciclul post-criză

2.1. Coordonarea politicilor economice în plan global. Populismul economic și resuscitarea protecționismului izolaționist

Amalia FUGARU

Unul dintre efectele prăbușirii bursiere din toamna anului 1929 a fost și scăderea comerțului internațional. Pe acest fond, în iunie 1930, Președintele SUA a semnat un decret care introducea taxe vamale pentru aproximativ 20.000 de produse. Această decizie, urmată de unele similare din partea altor națiuni, a condus la scăderea comerțului la nivel global de la 5,3 miliarde dolari în ianuarie 1929 la 1,8 miliarde dolari în decembrie 1933¹. De la prăbușirea comerțului internațional și până la izbucnirea războiului mondial, tocmai pentru apărarea unor drepturi naționale (fie ele de dezvoltare economică, cum era cazul Germaniei, fie legate de teritoriu, cum era cazul statelor atacate de Germania), nu a mai fost decât un pas.

Deciziile și disputele din prezent cu privire la introducerea de taxe vamale, relația de cauzalitate dintre globalizare, criza financiară, creșterea economică slabă și nemulțumirile populației față de creșterea incertitudinii pot duce oare la același dezno-dământ?

Analizele raționale cu privire la legăturile instituționale la nivel internațional, cauzalitatea dintre problemele care apar la

¹ Datele sunt preluate din The Economist, 2008

același nivel și deciziile de politică la nivel național sau măsura în care un anumit tip de politică reușește să răspundă unui anumit fel de problemă care afectează populația pot permite evitarea recurgerii la violență generalizată. În acest sens, pot fi de ajutor atât cunoașterea istoriei, cât și cumpătarea în analiza normativă.

2.1.1. Coordonarea politicilor în plan global post-criză

Concomitent cu desfășurarea și extinderea crizei izbucnite în august 2007 spre toate sectoarele economiei, au apărut primele episoade punctuale și, mai apoi, decizii de cooperare sistematizată la nivel global în ceea ce privește coordonarea politicilor economice.

Prima intenție a coordonării intervențiilor în economie a fost aceea de stopare a contagiunii, atât între economiile lumii cât și între diferitele sectoare ale economiei la nivel internațional. Următorul scop urmărit de coordonarea politicilor economice a fost acela de a readuce economiile statelor pe făgașul creșterii economice, după instalarea recesiunii care a succedat momentului de criză.

Tipurile de intervenții alese pentru ambele obiective au avut în vedere corectarea vulnerabilităților despre care se considera, pe baza analizelor de la acel moment², că ar sta la baza declanșării crizei. Principalele subiecte de interes pentru realizarea coordonării politicilor la nivel global erau legate de revenirea stabilității sistemelor monetar și financiar la nivel internațional.

Sistemul monetar internațional este definit ca un ansamblu de reguli și condiții care permit realizarea tranzacțiilor din balanța de plăți (ECB, 2011) în timp ce sistemul financiar internațional se referă la tranzacțiile internaționale cu active financiare. Este foarte adevărat că materializarea celor din urmă

² Literatura de specialitate s-a extins după criză în încercarea de a defini și clasifica fenomenul, a identifica factorii primari și relațiile de cauzalitate, a prioritiza soluțiile și a scrie programe de intervenție.

nu s-ar putea face dacă nu ar exista tranzacțiile caracteristice sistemului monetar internațional.

Criza financiară globală, înțeleasă în sensul existenței unor tensiuni care preced anumite schimbări și care se manifestă ca un „amalgam de evenimente” (Claessens și Kose, 2013), afectează stabilitatea sistemelor internaționale, financiar și monetar. Aceste tensiuni își au originea în vulnerabilitățile care, fie există în arhitectura sistemelor monetar și financiar de la nivel internațional, fie sunt rezultanta funcționării lor.

Coordonarea politicilor economice (monetare sau financiare) după criza începută în 2007 a fost îndreptată cel puțin spre patru domenii (ECB, 2011): întărirea supravegherii; introducerea unor mecanisme mai eficiente pentru prevenirea și soluționare crizelor; întărirea cooperării internaționale; dezvoltarea guvernanței la nivel global.

Întărirea supravegherii a fost necesară pentru că extinderea crizei la nivel global a arătat că supravegherea nu a reușit să facă față provocărilor globalizării sistemelor monetar și financiar. Supravegherea a fost întărită cel puțin din trei puncte de vedere. Astfel, în primul rând s-a pus un accent mai mare pe supravegherea multilaterală pentru ca supravegherea să se potrivească mai bine cu efectele generate de interconectarea din ce în ce mai acută a relațiilor economice la nivel internațional. Factorul principal care a determinat avansul în întărirea supravegherii la nivel global a fost inițiativa G20, de la reuniunea de la Pittsburgh din 2009³, de a crea un cadru în care politicile naționale să fie compatibile astfel încât să fie posibilă atingerea unor obiective decise de comun acord.

În al doilea rând, a fost îmbunătățită supravegherea sectorului financiar, având în vedere că una dintre vulnerabilitățile

³ Documentul la care se face referință este „Framework for Strong, Sustainable and balanced Growth”. Realizarea acestor obiective este urmărită de către FMI, care prin intermediul rapoartelor sale (World Economic Outlook și Global Financial Stability Report), contribuie la identificarea legăturilor și posibilelor efecte de contagiune dintre economiile lumii, având în vedere deciziile economice de la nivel național.

perioadei pre-criză a fost determinată de dezechilibrul dintre supravegherea sectorului financiar la nivel național și creșterea integrării financiare la nivel mondial tocmai prin înmulțirea, adâncirea și creșterea complexității relațiilor financiare. Instituția care a fost creată (în aprilie 2009 prin transformarea Forumului pentru Stabilitate financiară – Financial Stability Forum-) pentru a duce la îndeplinire acest scop la nivel internațional este Consiliul pentru Stabilitate Financiară (Financial Stability Board). Spre deosebire de ceea ce exista înainte de criză, acest nou organism cooperează atât cu FMI, pentru a semnaliza vulnerabilitățile legate de legăturile între sectoarele economice la nivelul economiei globale⁴, cât și cu BIS, pentru a dezvolta instrumente macro-prudențiale.

În sfârșit, supravegherea bilaterală realizată de FMI în cadrul Articolului IV⁵ a urmărit întărirea capacităților instituției din trei puncte de vedere: creșterea autorității FMI în fața statelor membre, cu privire la obligația acestora de a implementa măsurile convenite; creșterea relevanței supravegherii bilaterale prin realizarea de studii care să abordeze probleme comune statelor aflate în circumstanțe similare⁶; extinderea monitorizării fluxurilor de capital.

Introducerea unor instrumente pentru prevenirea crizelor, precum și a unor mecanisme pentru soluționarea acestora, s-a făcut atât la nivel internațional, prin creșterea fondurilor⁷ și îmbo-

⁴ Acest domeniu este cunoscut în prezent ca fiind supraveghere macroprudențială.

⁵ FMI, conform prevederilor Acordului care reglementează Articolul IV, are obligația de a controla gradul de concordanță între obligațiile pe care și le asumă fiecare stat în parte în cadrul monitorizării din Articolul IV și modul în care sunt aduse la îndeplinire aceste obligații.

⁶ Unul dintre rezultatele palpabile ale întăririi supravegherii bilaterale este elaborarea regulată a Raportului „Fiscal Monitor”.

⁷ După decizia G20, în cadrul summit-ului de la Londra din 2009, de a tripla fondurile aflate la dispoziția FMI până la nivelul de 750 miliarde dolari, a urmat decizia din 2010 de mărire a resurselor bazate pe cota aferentă fiecărui stat membru.

gățirea tipurilor de instrumente⁸ pe care FMI le are la dispoziție pentru sprijinirea statelor înainte de manifestarea unor dezechilibre, cât și la nivel regional, prin intermediul noilor instrumente elaborate la nivelul UE (și al Zonei euro)⁹ sau între statele din Asia¹⁰.

Întărirea cooperării internaționale s-a concretizat într-un cadru de reglementare și de supraveghere al sectorului financiar internațional dezvoltat de către Comitetul Basel pentru Supraveghere Bancară și se referă la Acordul Basel III, al cărui scop este de a crește reziliența¹¹ sectorului financiar, la care se adaugă inițiativele Consiliului de Stabilitate Financiară cu privire la scăderea riscurilor determinate de instituțiile financiare de impor-

⁸ După criză, au apărut cel puțin două tipuri de instrumente care, fie aveau atașate condiții ex-ante (Flexible Credit Line, apărut în 2010), fie vizau state care nu aveau probleme de balanță de plăți, dar era posibil să aibă (Precautionary Credit Line, apărut în 2010).

⁹ Cadrul de monitorizare, prevenție și corecție a politicilor economice în interiorul UE a fost perfecționat după criză. Dacă până în 2011 au apărut instrumente precum Mecanismul European de Stabilizare Financiară și Facilitatea Europeană de Stabilitate Financiară, în perioada ulterioară în cadrul de monitorizare au fost adăugate rapoarte anuale cu privire la creștere și rapoarte care alertează cu privire la apariția dezechilibrelor; în cadrul de prevenție au fost adăugate obiectivul pe termen mediu (MTO) cu privire la sustenabilitatea finanțelor publice și a datoriei publice, respectiv Procedura de Dezechilibru Macroeconomic (și Tabloul de bord); cadrul de corecție a fost îmbogățit prin introducerea Procedurii de deficit excesiv (conform căreia statele membre se angajează să readucă nivelul excesiv al deficitelor sau al datoriei în limitele considerate normale, sub amenințarea unor sancțiuni care pot ajunge la 0,2% din PIB) și Procedura de Dezechilibru Excesiv (conform căreia statele membre trebuie să prezinte Planuri de Acțiune pentru corectarea dezechilibrelor excesive sub amenințarea unor sancțiuni).

¹⁰ Liniile de swap existente între statele din Asia încă din anul 2000 au fost transformate într-o singură resursă pentru accesarea căreia era nevoie și de existența unui acord cu FMI.

¹¹ Reziliența este definită într-un document al Comisiei UE ca reprezentând „capacitatea unei persoane fizice, a unei gospodării, a unei comunități, a unei țări sau a unei regiuni de a rezista, de a se adapta și de a-și reveni rapid din situații de stres și de șoc”. (Comisia UE, 2012)

tanță sistemică. La nivelul UE a luat ființă în 2010 Comitetul European pentru Risc Sistemic a cărui responsabilitate este supravegherea macroprudențială a sistemului financiar în vederea prevenirii sau reducerii riscurilor sistemice la nivelul Uniunii Europene.

Întărirea guvernanței globale s-a făcut cel puțin prin intermediul a două reforme. Astfel, cooperarea politicilor economice la nivel global a fost făcută la nivelul G20 (depășind importanța deciziilor luate în cadrul G7), iar transformarea Forumului pentru Stabilitate financiară în Consiliu de Stabilitate Financiară a permis dialogul, analiza reciprocă a politicilor, respectiv implementarea standardelor și corecțiilor necesare de către autoritățile responsabile din fiecare stat.

Teoria economică pe care se bazează așteptările cu privire la succesul unei cooperări în planul politicilor economice la nivel global este aceea a eșecurilor pieței. Cu alte cuvinte, criza și vulnerabilitățile din sistemele monetare și financiare sunt considerate suficiente motive de eșec al pieței pentru a motiva o intervenție la nivel internațional printr-o cooperare a politicilor cel puțin în trei cazuri: atunci când bunăstarea la nivel global are de câștigat din deciziile de politică economică la nivelul unui stat; în cazul în care politicile unui stat trebuie descurajate pentru a nu afecta bunăstarea la nivel global; în situația în care este necesară compensarea statelor care au de pierdut pentru că preferă un beneficiu la nivel global în favoarea unui beneficiu unilateral (OECD, 2010).

Cooperarea globală în oricare dintre aceste situații aduce un beneficiu pentru că, fie se creează externalități pozitive, fie sunt descurajate externalitățile negative (OECD, 2010). Însă, cercetarea istorică întreprinsă în literatura de specialitate (de exemplu, înainte de criză Gallarotti, 2004 sau după declanșarea crizei Eichengreen, 2011) arată că, la nivel global, cooperarea în politicile economice poate avea (dar nu este obligatoriu să se întâmple așa) șanse mai mari de reușită dacă se manifestă patru condiții (Eichengreen, 2011): (i) cooperarea se concentrează pe aspecte tehnice, desfășurate între experți care împărtășesc același cadru de

cunoaștere și au șanse mai mari de a ajunge la un consens; (ii) cooperarea este instituționalizată în sensul existenței unor reguli care să ajute la delimitarea comportamentelor și așteptărilor cu privire la rezultate; (iii) cooperarea are ca scop menținerea status-quo-lui cu privire la politici; (iv) cooperarea are loc într-un cadru mai larg de colaborare între state.

2.1.2. Populismul economic post-criză

Populismul economic a fost definit în literatura de specialitate ca o experiență caracteristică statelor din America de Sud. În aceste cazuri mix-ul de politici economice se concentrează pe creșterea economică și redistribuirea veniturilor în defavoarea riscurilor legate de creșterea prețurilor sau de capacitatea de acoperire a deficitelor, iar reacția mediului economic extern sau a agenților economici afectați de politicile economice agresive sunt ignorate (Dornbush și Edwards, 1991).

Sucesiunea stărilor economiei, care rezultă dintr-un astfel de mix de politici economice, numără patru faze (Dornbush și Edwards, 1991): (i) în prima fază economia și salariile în termeni reali cresc, iar rezervele valutare, acumulate anterior, permit finanțarea expansiunii cererii agregate fără să provoace inflație; (ii) în lipsa unor câștiguri de productivitate și pe fondul scăderii rezervelor valutare, devin necesare măsuri de politică economică în sensul deprecierei cursului de schimb, limitării liberalizării contului de capital. Prețurile cresc, dar politicile salariale țin pasul cu aceasta, în timp ce bugetul public își adâncește deficitul. (iii) pe fondul accelerării inflației, anumite mărfuri sunt din ce în ce mai rare, iar scăderea rezervelor valutare duce la fuga capitalurilor. Deficitul bugetar și datoria publică se deteriorează semnificativ iar încercările de reechilibrare prin tăierea cheltuielilor nu duc decât la scăderea veniturilor salariale. (iv) în condițiile unei crize severe, de obicei un alt guvern preia efortul de stabilizare a economiei beneficiind și de ajutor extern (FMI).

După criza financiară declanșată în august 2007 au apărut și opinii care susțin însă că un anumit tip de populism economic poate fi util în anumite circumstanțe. Populismul economic este

înțeles ca o respingere a restricțiilor în implementarea politicilor economice (Rodrik, 2018), astfel încât autorități independente (de genul băncilor centrale independente) și regulile pe care ele le impun cu privire la echilibrul macroeconomic sunt ignorate (dacă nu chiar desființate).

Atractivitatea populismului economic se bazează pe două deficiențe care pot să se manifeste în ceea ce privește politicile economice. Pe de-o parte, implementarea politicilor economice este afectată de problema inconsistenței de timp, în sensul în care politicile economice produc costuri pe termen scurt pentru politicienii care le implementează și aduc câștiguri de bunăstare pe termen lung pentru populație. Acest defect este corectat prin delegarea formulării și implementării politicilor către autorități independente care formulează reguli. Pe de altă parte, implementarea politicilor economice este afectată de faptul că este redistributivă în favoarea unei minorități și dezavantajează eficiența redistribuirii. Acest defect poate fi corectat prin renunțarea la delegarea formulării și implementării politicilor către autorități independente și reguli, respectiv readucerea deciziilor și implementării politicilor la nivelul decidenților aleși.

Unii autori sunt de părere că cel de-al doilea caz de defect al implementării politicilor publice poate să constituie un temei suficient pentru a accepta, temporar, devierea de la regulile impuse de autoritățile independente. În astfel de situații, populismul economic poate fi acceptat ca reprezentând răul mai mic, necesar, în schimbul respingerii populismului politic (Rodrik, 2018)¹².

Populismul politic și reparația lui în secolul al XXI-lea nu sunt neapărat legate de criza economică și efectele ei. Există autori care consideră că există suficiente dovezi pentru a spune că populismul politic se alimentează din opoziția opiniei publice față de problemele imigrației, liberalizării culturale, ale globalizării și pierderii de suveranitate (Galston, 2018; Cuperus, 2017). Pe de altă parte, există autori care subliniază că deși există o legătură între populismul economic și cel politic, populismul politic este alimentat de părerea generalizată despre direcția – declin – în care merge lumea (Elchardus, 2017). Există și opinia că

¹² Rodrik consideră că populismul politic se referă la situația în care majoritatea calcă în picioare drepturile minorității.

politicile populiste sunt rezultatul percepției publice asupra inegalității (Franko și Witko, 2017), tot așa cum au apărut păreri conform cărora reapariția populismului este atât rezultanta factorilor economici, cât și a unei revolte culturale, în sensul în care problemele de tip economic alimentează opiniile opuse liberalismului (Springford și Tilford, 2017)

Încercarea de a stabili o legătură între criza financiară și resuscitarea populismului politic vine și din ușurința cu care discursul politic populist s-a infiltrat în societate în ultimii ani. Populismul politic nu are însă o definiție clară. El este reprezentat cel puțin sub trei fațete (Surel, 2011): (i) un element necesar al democrației, pentru că prin el este legitimată puterea, reprezentată de puterea poporului; (ii) o ideologie preluată de diferite facțiuni politice în lupta pentru obținerea puterii politice; (iii) un tip de retorică utilizată de anumiți politicieni.

În ceea ce privește atractivitatea ideologiei populiste în acest moment una dintre cauze poate fi climatul de insecuritate în care rezultatele economice sunt incerte (Luengo-Cabrera, 2018). Rezultatele economice, fie ele legate de criză sau nu, se referă mai exact la așteptările la nivelul societății și nu la nivel individual (Elchardus, 2017).

Luând în considerare acestea, soluțiile pentru combaterea populismului politic se referă la (i) non-acțiune, pe motiv că populismul politic face parte din jocul democratic și preluarea ideologiei sau retoricii nu face decât să exprime nemulțumirea față de ignorarea legitimității puterii (Ankersmit, 2017); (ii) recunoașterea dificultăților cu care se confruntă societatea, dar fără defetismul și dorința de păstrare a status-quo-ului (Elchardus, 2017); (iii) implementarea de politici pentru combaterea inegalității (Schultz, 2018).

2.1.3. Resuscitarea protecționismului izolaționist

În mod evident, protecționismul și izolaționismul nu sunt sinonime, dar protecționismul poate să conducă la izolaționism. Izolaționismul se referă la o politică de concentrare a interesului pentru ceea ce se întâmplă în interiorul țării și de respingere a implicării în chestiuni care privesc afacerile internaționale. Protec-

ționismul comercial reprezintă o alegere de politică economică în care sunt adoptate bariere comerciale cu scopul protejării economiei de posibilele pericole ale comerțului internațional (Guarino, 2018).

Ca și în cazul populismului, discutat în secțiunea anterioară, resuscitarea protecționismului este considerată o consecință a crizei și a globalizării. Dezbaterile la nivel internațional despre protecționism (mai ales despre consecințele acestuia) au fost determinate de mesaje și respectiv deciziile de politică economică ale Administrației Trump. Izolaționismul, pe de altă parte, pare să se manifeste în SUA încă dinaintea alegerilor prezidențiale din 2016, cel puțin din două motive. Pe de-o parte, publicul s-a reorientat către problemele interne (și ca urmare a crizei) și și-a pierdut interesul și preocuparea față de problemele din afara țării. Pe de altă parte, decizia Administrației Obama de dezangajare a trupelor americane din Irak și Afganistan a contribuit la scăderea interesului cu privire la problemele care afectează restul lumii.

Protecționismul comercial este considerat un răspuns adecvat în fața actualei încetiniri a creșterii economice la nivel global. Legătura dintre încetinirea avansului economic și comerțul la nivel global pare solidă dacă se are în vedere evoluția de dinainte de criză, când creșterea economică bazată pe avansul comerțului a reușit să scoată într-un timp record miliarde de persoane din sărăcie (Hilton, 2017), sau evoluția de după criză, când producția s-a adresat mai mult cererii interne, iar ritmul de creștere a comerțului internațional a fost mai slab decât cel al creșterii economice (Cœuré, 2018).

Unele estimări arată că, la nivel global, rata de creștere a comerțului a încetinit cu 25% în perioada 2011-2016 comparativ cu perioada 2001-2007 (Morgan Stanley, 2017). Cauzele pentru care comerțul internațional a încetat să mai contribuie la creșterea economică, așa cum se întâmplase înainte de criză, pot fi împărțite în două grupe.

Prima grupă se referă la cauze de ordin macroeconomic. Între acestea se numără cauze care țin de ciclul economic (mone-da americană prea puternică față de celelalte valute, scăderea prețurilor bunurilor), cele care țin de modificarea motorului creșterii

în țările dezvoltate, respectiv lipsa progreselor în ceea ce privește relațiile comerciale internaționale (Morgan Stanley, 2017).

A doua grupă se referă la cauze de ordin microeconomic și se referă la faptul că funcționarea lanțurilor de aprovizionare internaționale este afectată de incertitudini care derivă cel puțin din trei tipuri de modificări (Hilton, 2017). Prima schimbare arată că, în condițiile în care importurile de completare au devenit o parte esențială a lanțurilor de aprovizionare internaționale, deprecierea monedei naționale nu mai este o strategie câștigătoare pentru că valoarea mărfurilor importate poate fi atât de mare încât să acopere câștigul realizat din depreciere. Al doilea tip de modificare vizează pierderea importanței criteriului prețului de vânzare în fața celui al calității produselor, în condițiile în care serviciile post-vânzare au căpătat o importanță deosebită, motiv pentru care relațiile cu un furnizor de calitate nu vor fi abandonate ușor, în ciuda unor presiuni politice (cum este cazul celor care ar apărea din impunerea unor restricții specifice protecționismului). În al treilea rând, corporațiile au devenit suficient de puternice, astfel încât își pot permite să negocieze de pe poziții aproape egale cu reprezentanții națiunilor (fie ei și demagogi).

Politica de protecționism încearcă să apere anumite interese considerate vitale pentru economia unei țări, fie că este vorba despre industrii cheie, de anumite mărfuri sau despre locurile de muncă. Protecționismul aduce la îndeplinire aceste obiective prin intermediul tarifelor, cotelor, subvențiilor, barierelor administrative, politicilor de antidumping sau a controlului cursului de schimb.

O parte a literaturii de specialitate arată că efectele protecționismului sunt întotdeauna negative, în sensul în care se limitează alegerile și prețurile sunt mai mari pentru consumatori, industriile noi tind să nu se maturizeze niciodată, controlul cursului de schimb poate duce la inflație pe termen lung, iar reacțiile similare de răspuns din partea celorlalte state pot da naștere războaielor comerciale.

Analiza din punct de vedere economic a protecționismului comercial arată că există efecte la nivel macroeconomic atât pe termen scurt și mediu – în sensul în care creșterea economică

decelerează și prețurile cresc pentru că incertitudinile duc la amânarea deciziilor de investiții și la scăderea cererii agregate, cât și pe termen lung, pentru că potențialul de creștere este afectat negativ de alocarea ineficientă a muncii și capitalului, în lipsa avansului productivității generat de concurența implicită a accesului la piețele internaționale (Cœuré, 2018).

Protecționismul comercial este considerat opusul liberalizării comerțului. Teoria pe care se bazează liberalizarea comerțului este înrădăcinată în ideile lui David Ricardo a cărui teorie a avantajului comparativ pune capăt viziunii asupra comerțului internațional ca un joc cu sumă nulă, infirmând în acest fel atât avantajele autarhiei (protecționismul izolaționist) cât și viziunea mercantilismului (reglementarea schimburilor economice cu scopul de a crește puterea statului în detrimentul celorlalte puteri statale) (Chu, 2018).

Contrar teoriei ricardiene, există numeroase exemple de țări care au cunoscut o creștere economică accelerată (cum este cazul modernizării economiilor SUA și Germaniei la sfârșitul secolului al XIX-lea) sau care au reușit să construiască industrii de vârf (cum este cazul Coreei de Sud, Japoniei sau Taiwan-ului) folosindu-se de protecționism sub forma tarifelor sau subvențiilor.

Nemulțumirile exprimate față de globalizarea comerțului nu sunt însă neîntemeiate. Globalizarea a contribuit la creșterea economică, dar beneficiile nu au fost echitabil distribuite. Literatura de specialitate amintește faptul că, în teoria economică, globalizarea este considerată o dezvoltare pozitivă doar atâta timp cât se fac transferuri care să îi compenseze pe cei care nu au câștigat din globalizare – ceea ce în realitatea recentă nu s-a întâmplat (Cœuré, 2018).

Însă, chestiunea esențială în ceea ce privește protecționismul și globalizarea constă în diferența dintre definirea problemei și alegerea soluției. Astfel, problema este generată de distribuirea inequitabilă a beneficiilor globalizării comerțului internațional, iar soluția propusă se referă la ridicarea de bariere în calea comerțului internațional. Soluția ar trebui, cel mai probabil, să se refere la modalități de a distribui echitabil beneficiile globalizării.

Secțiunea de față a încercat să arate că relațiile de cooperare la nivel internațional (desfășurate în anumite condiții) pot oferi

detensionarea situațiilor, deși nu sunt niciodată o garanție a succesului, iar conotația peiorativă atașată unor concepte care nu se bucură de o definiție clară, așa cum sunt populismul sau protecționismul, nu ajută atunci când variantele de decizie sunt limitate (alternativa fiind, de exemplu, izolaționismul sau populismul politic).

2.2. Războiul valutar. Fractura banking-piețe de capital

Andrei RĂDULESCU

Războiul valutar constituie una din provocările cele mai importante în sfera economiei mondiale în ciclul economic post-criză. Lansată în cadrul unui discurs al Ministrului de Finanțe din Brazilia în 2010¹, expresia se referă la implementarea de politici de depreciere a cursului valutar, cu scopul de a ameliora propria competitivitate internațională, în detrimentul altor state.

Privind retrospectiv, aceste măsuri de depreciere a cursului de schimb nu constituie o noutate, ele fiind implementate inclusiv în perioada de dinainte de Al Doilea Război Mondial. De altfel, pentru a evita astfel de confruntări valutare în plan global, sistemul Bretton-Woods era axat pe un regim de cursuri de schimb fixe.

Revenind la perioada contemporană, în contextul incidenței Marii Recesiuni (cea mai severă criză economico-financiară globală din ultimele decenii), băncile centrale au intervenit agresiv reducând ratele de dobândă de referință spre minime istorice și implementând măsuri neconvenționale (programe de cumpărare de titluri de stat și alte active). Aceste decizii au avut ca obiectiv reducerea costurilor de finanțare și relansarea creditării, cu impact pozitiv asupra cererii interne.

Pe de altă parte, măsurile de relaxare a politicii monetare în principalele blocuri economice ale lumii au contribuit la deprecierea cursului de schimb real efectiv, cu impact pozitiv asupra competitivității internaționale pe termen scurt.

De asemenea, pe parcursul ultimilor ani s-au înregistrat evoluții divergente din perspectiva cursului de schimb real efectiv (după cum se poate observa și în figura 2.1.), ceea ce confirmă confruntarea valutară globală, dată fiind absența coordonării politicilor monetare.

¹ <https://www.ft.com/content/33ff9624-ca48-11df-a860-00144feab49a>

În acest context, în primul rând, se menționează, programele de cumpărare de titluri de stat și titluri ipotecare derulate de Rezerva Federală în Statele Unite, acestea contribuind la deprecierea cursului real efectiv al dolarului cu peste 15% între începutul anului 2009 și jumătatea anului 2011.

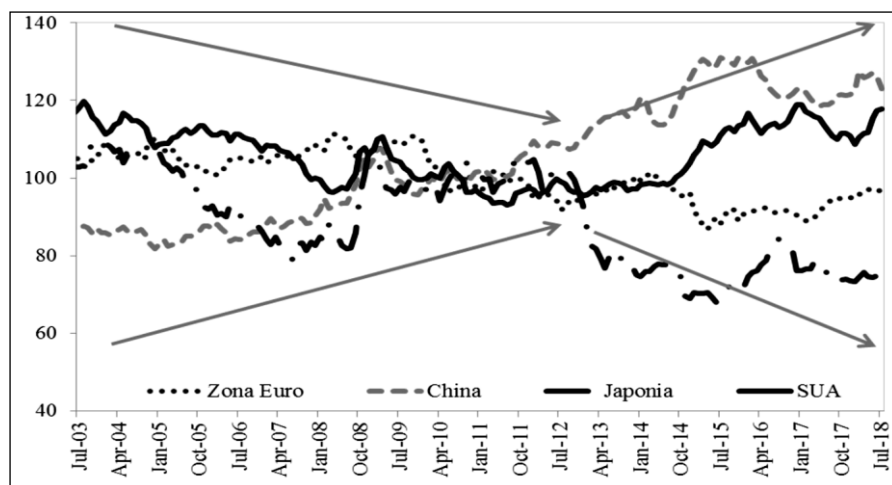
Totodată, politica monetară relaxată implementată în Zona Euro a contribuit la deprecierea cursului real efectiv al monedei unice europene cu aproximativ 20% între toamna anului 2009 și primăvara anului 2015.

Se evidențiază însă deprecierea cursului real efectiv al yenului nipon cu peste 30% de la momentul implementării măsurilor din cadrul Abenomics (în 2011) până la jumătatea anului 2015.

Pe de altă parte, cursul real efectiv al yuan-ului a înregistrat o tendință de apreciere în intervalul 2005-2016, cu mici perioade de ajustare, după cum se poate nota în figura 2.1.

Într-un studiu din 2017, O. Blanchard (fostul economist șef al Fondului Monetar Internațional) considera faptul că războiul valutar este o consecință a lipsei de coordonare a politicilor economice din țările dezvoltate și economiile emergente din perioada de după declanșarea Marii Recesiuni.

Figura 2.1. Cursul de schimb real efectiv (2010 = 100)



Sursa: Banca Reglementelor Internaționale (BIS)

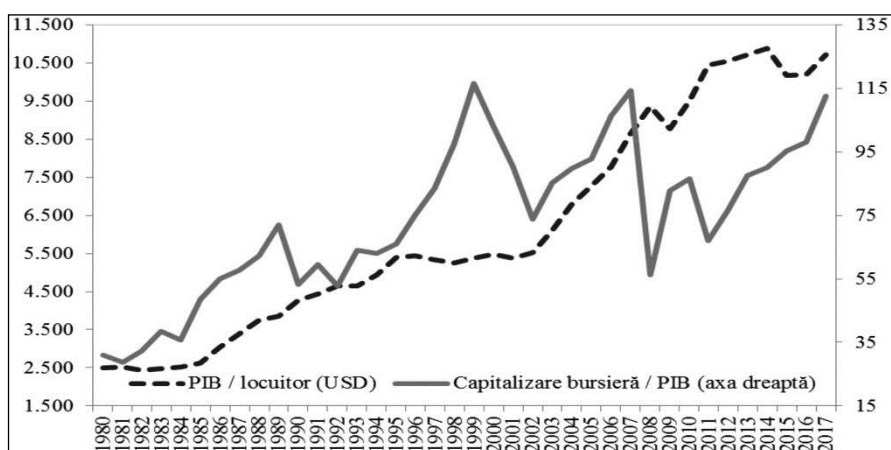
Pe de o parte, în țările dezvoltate politica economică a fost puternic dependentă de măsurile de relaxare monetară, în contextul constrângerilor (marjei reduse de manevră) politicii fiscal-bugetare în ultimul deceniu.

Pe de altă parte, excesul de lichiditate din economiile dezvoltate a fost direcționat și spre oportunitățile investiționale oferite de statele emergente și în dezvoltare, contribuind de multe ori la acumularea de dezechilibre macroeconomice, mai ales în țările care nu au acordat atenția cuvenită reformelor structurale.

Din perspectivă empirică, confruntarea valutară globală reflectă divergențele existente la nivelul gradului de dezvoltare din piețele de capital, cu impact asupra costurilor de finanțare. Țările cu piețe de capital mai slab dezvoltate se confruntă cu un cost mai ridicat al finanțării, iar economiile cu piețe de capital dezvoltate beneficiază de un acces mai rapid și mai ieftin la finanțare.

Finanțarea prin piața de capital reprezintă pilonul fundamental pentru dezvoltarea unei economii. Studiile empirice evidențiază corelația dintre dezvoltarea pieței de capital și nivelul de dezvoltare a unei economii. Această dependență la nivel global este reflectată în figura 2.2.

Figura 2.2. PIB/locuitor vs. capitalizarea bursieră/PIB la nivel global



Sursa: Banca Mondială (2018)

În sfera economiei mondiale coeficientul de corelație dintre dinamica PIB/locuitor și evoluția raportului capitalizare bursieră/ PIB pentru perioada 1980-2017 a fost de 66%, conform estimărilor elaborate utilizând baza de date a Băncii Mondiale. Cu toate acestea, analiza pe țări indică diferențe importante în ceea ce privește acest coeficient de corelație: de la 68,7% în zona euro, la 76,2% la nivelul Organizației de Cooperare și Dezvoltare Economică, respectiv 84,1% în Statele Unite.

Totodată, un nivel ridicat de dezvoltare a pieței de capital (care presupune și o participare activă pe piață) permite evaluarea permanentă a valorii activelor și a percepției de risc investițional. Astfel, țările care au implementat cu succes măsuri de dezvoltare a pieței de capital și-au ameliorat și nivelul indicatorului PIB/locuitor.

Rolul pieței de capital în procesul de dezvoltare economică a fost subliniat de mai mulți economiști de-a lungul ultimelor decenii. În acest context, menționez planul de dezvoltare aplicat în Germania în al șaptelea deceniu al secolului trecut, la inițiativa Ministrului Economiei (Karl Schiller):

“... In this concerted action, as we call it, by unions and employers’ associations, ...shaping the budget... in a manner appropriate to the economic situation and financial planning for the coming years will play just as important a role in this as the rehabilitation of the capital market...”

*Karl Schiller, Ministry of Economy,
German Federal Republic, January 1967²*

Diferențele importante în ceea ce privește gradul de dezvoltare a pieței de capital în plan global sunt reflectate de evoluția primei de risc. În acest studiu am aplicat metode econometrice standard și am utilizat baza de date Bloomberg (perioada 2003-2018) pentru a estima evoluția primei de risc pe piețele de acțiuni din Statele Unite (prima economie a lumii, cu o

² http://germanhistorydocs.ghi-dc.org/docpage.cfm?docpage_id=2126

pondere de 23% în PIB-ul global) și Germania (prima economie a Uniunii Europene).

Prima de risc pe piața de acțiuni (ERP) reprezintă un indicator fundamental în sfera piețelor financiare, putând fi asimilat unui conector între dimensiunile reală și financiară ale economiei.

Pe parcursul ultimelor decenii s-au dezvoltat mai multe metode pentru estimarea primei de risc pe piața de acțiuni, cea mai aplicată fiind CAPM (Capital Assets Pricing Model), sintetizată în formula de mai jos.

$$ERP = E(Ra) - R_f = \beta a * (E(Rm) - R_f) \quad (1)$$

unde $E(Ra)$, R_f , $E(Rm)$ și βa reprezintă randamentul așteptat al investiției într-un anumit titlu pe piața de capital, randamentul la activele fără risc (rata de dobândă la titlurile de stat), randamentul așteptat la nivel de piață și elasticitatea randamentului investiției în titlul respectiv comparativ cu randamentul pieței.

Ulterior, am estimat o serie de regresii pentru a cuantifica dependența primei de risc pe piața de acțiuni în SUA și Germania de anumiți indicatori: raportul capitalizare bursieră / PIB (barometru pentru dezvoltarea pieței de capital); cursul de schimb real efectiv (barometru al competitivității internaționale); dinamica producției industriale (variabilă proxy pentru investițiile în economia reală).

Spre exemplu, pentru ambele țări am estimat următoarea regresie:

$$ERP = c(1) * prodind + c(2) * marketcapPIB + c(3) * REER \quad (2)$$

unde ERP, prodind, marketcapPIB și REER reprezintă prima de risc pe piața de acțiuni, dinamica producției industriale, raportul capitalizare bursieră/PIB și cursul de schimb real efectiv.

De asemenea, am aplicat și filtrul econometric Hodrick-Prescott³ pentru a estima componentele structurale ale indicatorilor de mai sus. Această metodă utilizată frecvent de macroeconomiști este sintetizată în relația următoare:

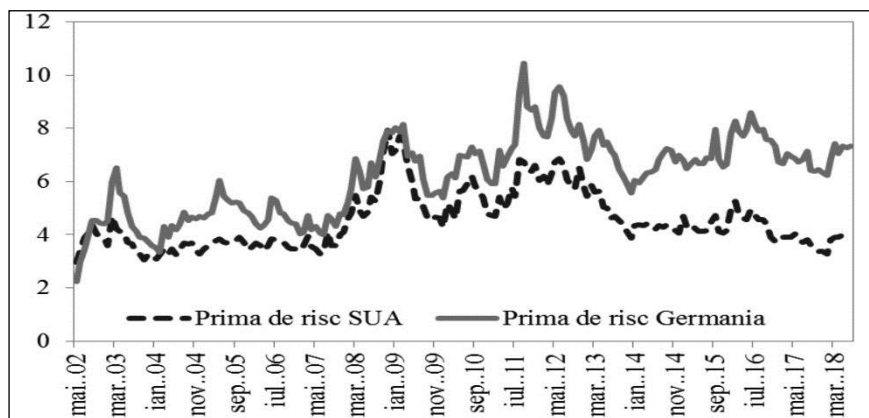
$$\text{Min} \sum_{t=1}^T (Y_t - Y_t^*)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} ((Y_{t+1}^* - Y_t^*) - (Y_t^* - Y_{t-1}^*))^2 \quad (3)$$

unde Y_t este indicatorul, iar Y_t^* reprezintă componenta structurală a acestuia. De asemenea, λ constituie un parametru de ajustare, pentru care am luat în considerare nivelul sugerat de Hodrick-Prescott pentru analiza cu date lunare.

Am utilizat software-ul econometric E-Views și baza de date Bloomberg (observații lunare) pentru perioada septembrie 2003 – iunie 2018.

Rezultatele estimărilor econometrice sunt sintetizate în figura 2.3.

*Figura 2.3. Evoluția primei de risc pe piața de capital:
SUA vs. Germania*



Sursa: estimările autorului pe baza datelor Bloomberg

³ Hodrick, R. and Prescott, E. C. (1997), "Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation". *Journal of Money, Credit and Banking*, 29 (1), pp. 1-16.

Conform rezultatelor estimărilor elaborate, prima de risc din Germania a fost mai ridicată față de nivelul din Statele Unite în ultimii 15 ani, cu mențiunea că decalajul s-a intensificat după 2011 (momentul incidenței crizei datoriilor suverane în zona euro).

Totodată, deși Banca Centrală Europeană (BCE) a implementat, începând cu 2015, măsuri de relaxare monetară fără precedent, decalajul dintre primele de risc din piețele de acțiuni din Germania și Statele Unite a persistat la un nivel ridicat.

Nu în ultimul rând, după cum se poate observa în figura 2.3., prima de risc din Germania nu a mai revenit la nivelul anterior declanșării Marii Recesiuni.

Cu alte cuvinte, percepția de risc pe piața de acțiuni din Germania este mai ridicată față de nivelul din Statele Unite, cu implicații pentru costul de finanțare în economie, dinamica investițiilor companiilor și nivelul de dezvoltare economică.

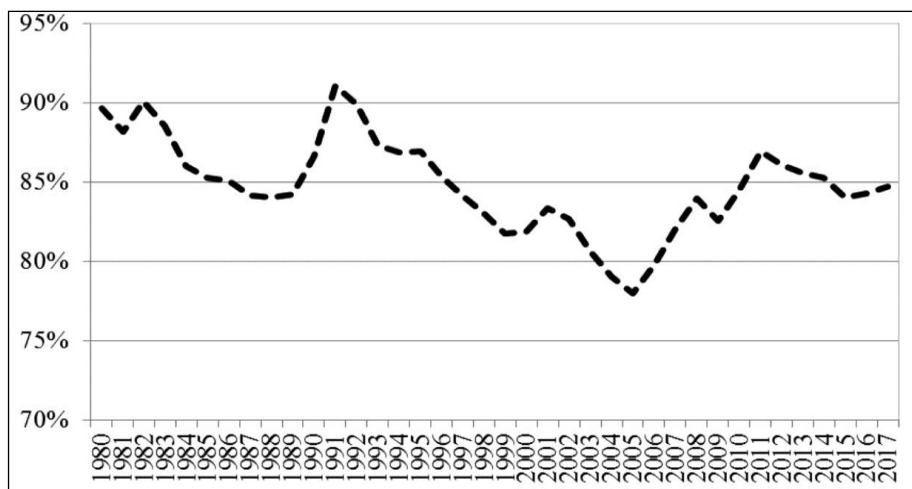
De asemenea, rezultatele analizei elaborate indică faptul că în Germania prima de risc a fost mai dependentă de evoluția producției industriale (relație invers proporțională) și de dinamica cursului real efectiv (relație direct proporțională) în perioada 2003-2018.

Pe de altă parte, în SUA prima de risc a fost mai dependentă de evoluția raportului capitalizare bursieră/PIB în ultimii 15 ani.

Nu în ultimul rând, rezultatele analizei elaborate arată dependența ridicată a diferențialului de primă de risc (Germania vs. SUA) de evoluția raportului capitalizare bursieră / PIB (relație pozitivă) și de dinamica cursului de schimb real efectiv (relație invers proporțională).

În încheiere, subliniem faptul că diferențialul de primă de risc pe piața de acțiuni dintre Germania și SUA este reflectat și de nivelul PIB/locuitor (Figura 2.4.).

Figura 2.4. PIB/locuitor în Germania (% din nivelul SUA)



Sursa: calculele autorului pe baza datelor Fondului Monetar Internațional (FMI)

Rezultatele acestei analize sunt relevante pentru procesul de dezvoltare economică din țările membre ale Uniunii Europene, date fiind următoarele aspecte:

- dependența de finanțarea din sectorul bancar (pondere de 45,9%, comparativ cu nivelul de doar 31% din SUA);
- absența integrării fiscal-bugetare;
- dinamica lentă a reformelor structurale în regiune.

În acest context, se recomandă Germaniei și țărilor membre ale zonei euro și Uniunii Europene să accelereze măsurile pentru dezvoltarea piețelor de capital și pentru integrarea acestora.

Subliniem faptul că finalizarea Uniunii Piețelor de Capital este imperativ necesară pentru contracararea tensiunilor comerciale globale și a războiului valutar, dar și pentru pregătirea următoarei etape a globalizării în contextul Revoluției Digitale.

2.3. Revoluția digitală

Sorin-Nicolae CURCĂ

Comparabilă cu alte trei mari momente importante la scara istoriei, perioada actuală este asimilată unei „a patra revoluții industriale”, dacă privim prin prisma dezvoltării tehnologiei. Similar apariției motorului cu aburi și mecanizării, a electricității și, mai aproape, a dezvoltării microprocesoarelor, digitalizarea a transformat numeroase aspecte ale vieții economice și sociale.

Caracteristicile principale ale unui asemenea fenomen sunt două: caracterul disruptiv și nevoia de adaptare (IMF, 2018b). Flexibilitatea și cvasi-universalitatea tehnologiilor conduc la adoptarea lor de cât mai mulți indivizi, într-un număr din ce în ce mai mare de domenii de activitate, ceea ce face ca transformările pe care le implică să fie ireversibile. Pe de altă parte, ritmul accelerat în care se produc toate aceste schimbări, susținut de puterea din ce în ce mai mare a calculatoarelor, cere noi cunoștințe, abilități și face necesară o capacitate sporită de acomodare la acestea.

Cel puțin la fel de mult ca în alte domenii de activitate, în domeniul financiar digitalizarea a schimbat relațiile de muncă, relațiile de afaceri ș.a.m.d. Tehnologiile, unele dintre ele universal aplicabile, au permis dezvoltarea de soluții care au schimbat total modul în care instituțiile financiare interacționează cu utilizatorul și în care funcționează procesele operaționale.

În ciuda oricăror anticipări pesimiste, neîncrederea în instituțiile financiare tradiționale și înăsprirea reglementărilor după criza din 2008-2009 nu au inhibat, ci au creat noi oportunități și au stimulat inovarea în cadrul acestui proces.

După introducerea pe scară largă a calculatoarelor și a accesului la Internet, care au permis dezvoltarea unor aplicații specifice la nivelul instituțiilor financiare existente, în perioada post-criză cele mai importante schimbări au venit, favorizate și de

îmbunătățirea și diversificarea canalelor de comunicații, odată cu dezvoltarea companiilor *fintech* și a criptomonedelor. Acestea au valorificat oportunități create de tehnologie de care nu s-au bucurat companiile financiare tradiționale și au arătat că funcționarea sistemului financiar poate fi pusă pe o bază nouă.

2.3.1. Tehnologii cu impact asupra sistemului financiar

Avansul tehnologic produs în ultimii ani a permis dezvoltarea de soluții în diverse domenii de activitate. Dintre cele care au aplicabilitate în sectorul financiar amintim următoarele: tehnologia *blockchain*, analizele de tip *Big Data*, *Internet of Things* (IoT), *Cloud Computing*-ul, *Inteligența Artificială* (AI), tehnologiile *biometrice* și *realitatea augmentată/virtuală* (OECD, 2018).

Tehnologia *blockchain* a apărut odată cu lansarea criptomonedei Bitcoin și s-a dezvoltat ulterior mai ales în legătură cu sistemul de plăți și cu domeniul contractelor inteligente¹ (platforma Ethereum).

Blockchain-ul este un registru public, descentralizat, administrat în comun de membrii rețelei care asigură funcționarea acestuia (și nu de o autoritate centrală), ceea ce îi oferă siguranță, îl face mai puțin predispus la fraudă, cenzură sau manipulare și preferabil bazelor de date tradiționale.

Modelul este similar celui dezvoltat de Ralph Merkle în 1979 (arborele Merkle)². Tranzacțiile/schimburile de date sunt organizate sub formă de *blocuri* și, validate în cadrul sistemului distribuit cu ajutorul criptografiei, sunt adăugate celor înregistrate anterior, alcătuind o structură cronologică de tip lanț, compactă, de sine stătătoare.

¹ Contractele inteligente sunt acorduri contractuale care se implementează/execută cu ajutorul aplicațiilor software. Acestea din urmă includ protocoale care pot asigura în mod automat negocierea clauzelor contractuale sau executarea în cazul nerespectării acestora.

² Arborele Merkle este o structură de date specifică (tip arbore) utilizată pentru a verifica integritatea structurilor mari de date.

O caracteristică a *blockchain*-ului este aceea că datele nu pot fi șterse sau modificate ceea ce face ca această soluție să nu fie cea mai potrivită pentru utilizarea în afaceri (inclusiv în sectorul financiar) în situațiile în care integrează date cu caracter personal care pot fi păstrate perioade limitate de timp, informații cu regim special etc.

Potrivit estimărilor companiei de consultanță Crunchbase, în 2018, la nivel mondial, peste 1,3 miliarde de dolari au fost investite în startup-uri bazate pe *blockchain*, cele mai multe fiind proiecte orientate pe cercetare. De asemenea, potrivit cifrelor avansate de banca spaniolă Santander, implementarea *blockchain* în departamentele de back-office ale instituțiilor financiare, ar putea determina pentru acestea economii de peste 20 de miliarde de dolari anual (The Economist, 2018).

Spre deosebire de *blockchain*, *analizele de tip Big Data* au căpătat importanță odată cu creșterea volumului de date generate de dispozitivele digitale care au pătruns într-un număr din ce în ce mai mare de activități și care au dezvoltat o putere din ce în ce mai mare de calcul. Acestea oferă informații importante care pot sta la baza fundamentării deciziilor cu privire la portofoliile de investiții, identificării fraudelor, creării de campanii de marketing personalizate etc.

Datele utilizate în *analizele de tip Big Data* sunt caracterizate de *volum* ridicat, *varietate* și *velocitate* (se referă la viteza cu care sunt generate și procesate datele), trăsături cunoscute în literatura de specialitate sub acronimul de cei 3V (SAS, 2018).

Acestea pot fi date structurate sau nestructurate, sub formă de fișiere text, video sau audio și pot proveni din surse diverse, precum operațiunile cu clientela, bazele de date ale clienților, informațiile referitoare la utilizarea internetului, aplicațiilor mobile sau rețelelor de socializare ș.a.

Dincolo de aspectul cantitativ, în *analizele de tip Big Data* este importantă calitatea prelucrării datelor. Procesate eficient acestea pot determina, la nivelul instituțiilor financiare, reducerea cheltuielilor și îmbunătățirea proceselor de management.

În legătură cu *Big Data*, în domeniul finanțelor sunt utilizate *Internet of Things (IoT)* și *Cloud Computing-ul*.

Internet of Things (IoT) desemnează acele tehnologii care permit conectarea diverselor obiecte fizice și schimbul de informații între acestea, prin intermediul internetului, și este una dintre sursele de date pentru analizele de tip *Big Data* (însă nu numai). Acesta permite înregistrarea obiceiurilor de consum și comportamentul utilizatorilor, informații care pot fi valorificate în vederea stabilirii profilului de risc al clienților sau construirii de oferte personalizate.

Conceptul de *Internet of things (IoT)* a fost utilizat pentru prima dată de Kevin Ashton în 1999 însă tehnologia a devenit un fenomen în ultimii ani, odată cu diminuarea dimensiunii cipurilor, care a permis integrarea acestora în diferite obiecte și transformarea lor în dispozitive cu putere de calcul, care pot să proceseze și să transmită date.

Cloud computing-ul permite stocarea datelor (inclusiv cele utilizate în analizele *Big Data*) și rularea de aplicații pe servere externe, în afara infrastructurii IT a utilizatorului. Acestea pot fi ușor accesate prin intermediul browserului de internet.

Serviciile care pot fi utilizate în cloud sunt diverse: de la extinderea capacităților proprii de stocare a datelor, până la sporirea puterii de calcul, utilizarea de aplicații de birou ș.a.

Principalele avantaje ale utilizării serviciilor de *cloud computing* sunt: eliminarea cheltuielilor cu implementarea și întreținerea infrastructurii IT, accesul mai ușor la date, posibilitatea de a beneficia de capacități extinse de stocare etc.

Deși oferă beneficii nete, în prezent numai 10% din volumul total de activitate care ar putea fi transferată în *cloud* se desfășoară prin intermediul acestui tip de servicii (ZDNET, 2018).

Inteligența Artificială (AI) se referă la utilizarea mașinilor inteligente, capabile să simuleze diverse aspecte ale inteligenței umane precum recunoașterea, învățarea, raționamentul sau rezolvarea de probleme. În domeniul financiar adoptarea acesteia a determinat automatizarea activității de back-office, înlocuirea consilierilor specializați cu roboți digitali etc.

În strânsă legătură cu aspectele inteligenței umane pe care le abordează, *inteligența artificială* integrează diverse ramuri printre care: învățarea automată (*machine learning*), rețelele neuronale, învățarea profundă (*deep learning*), calculul cognitiv, viziunea computerizată și procesarea limbajului natural (*Natural language processing* - NLP)³.

Însă, în domeniul finanțelor aceasta este legată, în principal de utilizarea conceptului de *machine learning* care permite recunoașterea de modele pe baza comportamentelor sau informațiilor din trecut și de cel de *deep learning*, bazat pe utilizarea rețelelor neuronale, care permite lucrul cu date complexe, nestructurate.

Pe lângă cele de mai sus, *tehnologiile biometrice* permit recunoașterea caracteristicilor fiziologice (amprentele digitale, fața, vocea etc.) și de comportament (mersul) ale indivizilor și sunt utilizate la identificarea acestora și autentificarea lor în bazele de date/aplicațiile instituțiilor financiare.

Utilizarea acestora presupune folosirea de dispozitive de scanare, de programe software pentru conversia datelor, de baze de date specifice și contribuie la îmbunătățirea securității operațiunilor și diminuarea riscului de fraudă sau de furt de date.

Aceste tehnologii nu sunt încă utilizate pe scară largă în instituțiile financiare, cea mai mare parte a proiectelor care le vizează aflându-se în faza de testare.

Nu în ultimul rând, *realitatea augmentată/virtuală* (AR/VR) poate fi utilizată în vederea îmbunătățirii experienței utilizatorului, adăugând noi dimensiuni în interacțiunea acestuia cu instituția financiară.

Similar tehnologiilor *biometrice*, și acestea sunt puțin utilizate în practică, cele mai multe dintre proiectele AR/VR fiind, în prezent, în teste.

³ Pentru o prezentare a ramurilor specifice *Inteligenței artificiale* (AI) vezi SAS (2018), *Artificial Intelligence. What it is and why it matters*, disponibil la adresa https://www.sas.com/en_us/insights/analytics/what-is-artificial-intelligence.html

Alături de cele prezentate mai sus există și alte tehnologii care pot avea impact asupra sistemului financiar (precum tehnologiile API care permit conectarea unor entități diferite la baze de date sau platforme comune, în vederea schimbului de date etc.).

2.3.2. Aplicabilitatea tehnologiilor digitale în sectorul financiar

Tehnologiile digitale au vizat multiple aspecte ale funcționării instituțiilor financiare și au impactat în diferite feluri sistemul financiar. Dacă în anii 1970 erau introduse **plățile** cu cardul și câteva decenii mai târziu, odată cu dezvoltarea Internetului și a platformelor pentru comerț digital, plățile prin intermediul aplicațiilor de online banking, în prezent tendința este de migrare a acestora către aplicațiile de telefonie mobilă și alte soluții care asigură utilizatorului mobilitate sporită, viteză în procesarea tranzacțiilor și accesibilitate.

Soluțiile sunt diverse și integrează în bună măsură inovațiile pe care revoluția digitală le-a făcut posibile. Sistemul de plăți M-PESA, creat în 2007 de subsidiara kenyană a Vodafone, Safaricom, unul dintre cele mai de succes modele de afaceri bazate pe tehnologie, este unul dintre exemple. Acesta funcționează prin transformarea cartelei SIM într-un cont bancar care poate stoca o monedă virtuală ce poate fi transferată altor utilizatori.

Alături de M-PESA, serviciile de plată de tip „open loop” (sau „closed loop”)⁴ permit efectuarea de plăți cu telefonul sau pe Internet prin intermediul tehnologiilor NFC (*Near Field Communication*) (Apple Pay, Samsung Pay etc.), *1-click payment*

⁴ Serviciile de tip „open loop” sunt cele care au o utilizabilitate largă, permițând efectuarea de plăți în orice mediu permite rețeaua procesatorului (de exemplu cardurile Visa, Mastercard). În schimb, serviciile de tip „closed loop” permit efectuarea de plăți doar în anumite medii specifice (precum plățile în magazin cu cardurile de cumpărături);

ș.a., ce asigură valorificarea rețelelor de plăți existente și înlocuirea aparatelor POS (Scardovi, 2016).

Pe lângă cele de mai sus, tehnologia *blockchain*, deși încă nu oferă soluții concrete, se află în teste și nu este exclus ca aceasta să fie implementată⁵.

Toate acestea se dezvoltă pe măsură ce apar noi intermediari, noi canale de distribuție și se testează noi tehnologii (Scardovi, 2016). În plus, aceste aspecte schimbă relația clientului cu instituția financiară și stabilesc un nou tip de legătură, inclusiv în ceea ce privește controlul datelor, cu noul furnizor de soluții financiare digitale. Nu în ultimul rând, este amplificată concurența, tehnologiile utilizate de instituțiile financiare tradiționale pierd teren și devin mai puțin relevante.

În ceea ce privește **creditarea**, tehnologiile digitale au făcut posibilă dezvoltarea platformelor P2P (peer-to-peer) care au creat oportunități noi de împrumut, cu costuri mai reduse, și de finanțare pentru indivizii neacceptați anterior pe piața financiară tradițională. În plus, acestea au facilitat dezvoltarea unor noi modele de afaceri pentru întreprinzători, în care riscul este transferat în primul rând investitorilor, iar beneficiile vin din zona comisioanelor încasate din intermediere și nu din marja de dobânda netă pe care o încasează instituțiile financiare tradiționale (Scardovi, 2016).

Într-un mod similar funcționează platformele de *crowd-funding* care permit finanțarea de proiecte cu caracter social în schimbul unei recompense viitoare și așa-numitele *equity-based platforms*, prin intermediul cărora indizii primesc pachete de acțiuni în cadrul companiilor pe care le finanțează (OECD, 2018).

Alături de acestea, tehnologiile *Big Data* au permis includerea în analiza profilului de risc al clienților a unor variabile non-tradiționale, precum activitatea acestora pe rețelele sociale.

Toate tendințele descrise mai sus se regăsesc și în domeniul **asigurărilor**, respectiv al **investițiilor** pe piața financiară. Platfor-

⁵ Pentru mai multe informații vezi The Economist, *Technology Quarterly. Cryptocurrencies and blockchains. Chasing the rainbow*, September 1st 2018;

mele P2P (peer-to-peer) și aplicațiile mobile sunt canale care asigură o mai mare flexibilitate solicitantului de polițe de asigurări, acesta având posibilitatea, de exemplu, să combine riscuri cu anumite persoane. Precum în cazul platformelor de creditare, tehnologiile *Big Data* și *AI* sunt utilizate la calculul primelor de asigurare, implicând un număr ridicat de variabile, ceea ce oferă rezultate mai precise, iar tehnologiile *biometrice* pot oferi date despre vârsta, starea de sănătate, comportamentul asiguratului (OECD, 2018).

În ceea ce privește investițiile, platformele dedicate oferă posibilitatea de a opta pentru portofolii predefinite, de a efectua tranzacții automate bazate pe utilizarea de algoritmi, corelându-le cu profilul de risc al utilizatorului. Alături de acestea, tehnologiile *AI* pot permite optimizarea portofoliilor prin recunoașterea, pe baza modelelor, a investițiilor performante (OECD, 2018).

De asemenea tehnologiile prezentate anterior pot oferi soluții pentru îmbunătățirea securității în domeniul cibernetic, pentru eficientizarea proceselor și reducerea costurilor, pentru educarea consumatorilor sau facilitarea modului în care companiile financiare comunică cu aceștia.

2.3.3. Dezvoltarea sectorului *fintech*

Apariția sectorului *fintech* a fost determinată pe de o parte de înăsprirea cadrelor de reglementare pe piața financiară tradițională ca urmare a crizei financiare și, pe de altă parte, de boom-ul tehnologic. Într-un context mai larg, aceasta a fost favorizată de problemele cu care s-a confruntat sistemul financiar în perioada post-criză și de „fricțiunile” dintre instituțiile tradiționale și consumatori (Cortina et al., 2018).

Pe acest fond, numărul companiilor care activează în domeniu a evoluat într-un ritm accelerat în ultimii ani. În 2015 se numărau peste 4.000 de astfel de entități, cele mai multe funcționând în sectorul bancar, al piețelor de capital și al asigurărilor (Cortina et al., 2018).

În literatura de specialitate conceptul de „*fintech*” se referă la noile industrii care se bazează pe tehnologii inovative și noi modele de afaceri, pentru a furniza servicii financiare alternative sectorului tradițional (OECD, 2018).

Furnizorii care activează în acest domeniu sunt în general companii de nișă, care valorifică oportunități tehnologice încă neexploatate de companiile financiare tradiționale, iar soluțiile propuse de acestea acoperă o gamă largă de produse și servicii financiare, de la plăți și acordarea de împrumuturi, până la asigurări și investiții.

Astfel, în funcție de domeniul în care activează, s-au conturat mai multe subsectoare, printre care: cele referitoare la plăți digitale (PayTech), la banking (BankTech), la asigurări (InsuranceTech), la wealth management (WealthTech), la implementarea reglementărilor (RegTech), crearea de marketplace-uri etc.

În prezent, sectorul *fintech* este la început însă potențialul de dezvoltare pe care îl are face ca acesta să poată avea, pe termen lung, un impact semnificativ la nivelul sistemului financiar. Așa cum arată statisticile, numărul clienților care utilizează produse sau servicii furnizate de aceste companii este în creștere. Dacă la nivel mondial numărul operațiunilor de plată prin intermediul dispozitivelor mobile inteligente era, în 2009, de 70,1 milioane, în 2012 au fost înregistrate 212,3 milioane de operațiuni, iar în 2016 447,9 milioane de operațiuni. Cele mai multe au fost inițiate din Asia și Africa (Statista, 2018).

Alături de aceasta, dacă în 2012 volumul creditelor acordate prin intermediul platformelor digitale P2P a fost de 1,2 miliarde de dolari, în 2013 acesta s-a situat la 3,5 miliarde de dolari, în 2014 la 9 miliarde de dolari, pentru ca în 2015 să atingă nivelul de 64 de miliarde de dolari (Statista, 2018).

Evoluțiile prezentate mai sus sunt strâns legate de avantajele de care dispun companiile *fintech* în fața competitorilor tradiționali și de beneficiile pe care le aduc clienților.

În primul rând, acestea vin cu noi modele de afaceri (precum platformele digitale P2P) care facilitează și îmbunătățesc

interacțiunea cu utilizatorul, făcând posibilă asigurarea de servicii mai rapide și mai eficiente prin utilizarea de tehnologii care cresc accesibilitatea și viteza de furnizare a datelor (prin update-uri în timp real, conectivitate mobilă). În plus, ele pot oferi servicii personalizate, în funcție de apetitul de risc al clientului sau de stilul de viață, asigură o transparență sporită, pot oferi costuri mai mici datorită soluțiilor tehnologice pe care le utilizează, ce reduc cheltuielile cu personalul și infrastructura fizică, și au o flexibilitate mai mare în implementarea de campanii promoționale care să atragă și să fidelizeze clientela.

Toate acestea, împreună cu avantajele precum utilizarea modelelor predictive pentru targetarea clienților, regândirea modului de distribuție a produselor și serviciilor, facilitarea accesului la produse și servicii bancare pentru categoriile de clienți care sunt „nebankabili” sau „nebancați”, și astfel a incluziunii financiare, eficientizarea sectorului operațional, capacitatea de a efectua analize de date avansate (Capgemini, 2018), pun presiune pe instituțiile financiare tradiționale și fac necesar ca acestea să se adapteze în direcția actualizării sistemelor informatice și a managementului, cresc competiția și facilitează inovarea.

Companiile financiare tradiționale dețin însă în continuare cea mai mare cota din piața serviciilor financiare și au caracteristici specifice care le face să nu simtă încă „amenințarea” *fintech*-urilor. Acestea se bucură în continuare de avantaje precum managementul riscului, rețeaua de sucursale, reglementările, încrederea clienților, brand-ul, capitalul (Capgemini, 2018) etc.

Particularitățile menționate mai sus fac însă ca modelele de afaceri ale celor două categorii de entități să se întrepătrundă și să dea naștere unor relații de colaborare manifestate pe diverse paliere⁶. Sintetic, acestea pot îmbrăca în prezent următoarele forme (Capgemini, 2018):

⁶ Pe lângă aceasta se constată totuși și o tendință în sens invers, de migrare a companiilor *fintech* mari către sectorul financiar tradițional. *Fintech*-uri precum Zopa sau Monzo, de exemplu, au aplicat recent pentru a obține licențe care să le permită să funcționeze similar instituțiilor bancare;

- relații de colaborare bazate pe furnizarea către instituțiile financiare tradiționale de servicii de tip *white label* (dezvoltate de companii *fintech* însă implementate sub brandul propriu al băncii/instituției financiare);
- relații bazate pe dezvoltarea și găzduirea produselor și serviciilor *in-house* (în cadrul companiei);
- relații bazate pe *outsourcing*, în care prestarea serviciilor instituțiilor financiare tradiționale este externalizată către companii specializate (sunt prezente mai ales în domeniul asigurărilor);
- relații de colaborare care utilizează modele *API* (*Application Programming Interface*) ce permit conectarea și furnizarea de servicii de către companiile *fintech*, prin intermediul sistemelor informatice ale instituțiilor financiare tradiționale, sub brandul acestora;
- relații de colaborare bazate pe dezvoltarea, pentru instituțiile financiare tradiționale, de soluții *in-house* de sine stătătoare (precum platforme care funcționează independent sau alte soluții implementate atunci când se lansează produse de nișă);
- dezvoltarea de către instituțiile financiare tradiționale de acceleratoare sau incubatoare de afaceri pentru companii care activează în sectorul *fintech* (precum Visa Europe Collab);
- colaborarea prin intermediul marketplace-urilor, platforme care integrează produse și servicii de la diferite instituții financiare tradiționale (precum Alibaba).

Toate acestea temperează caracterul disruptiv al tehnologiilor, însă influențează în mod direct atât structura pieței financiare (din perspectiva furnizorilor), cât și oferta de produse și servicii.

Dincolo de aceasta, companiile *fintech* își păstrează, totuși, un rol important în ceea ce privește „pătrunderea” tot mai adâncă

a tehnologiei pe piața financiară. Pe măsură ce numărul acestora crește și sunt implementate noi soluții, procesele operaționale tind să se dematerializeze, începe să conteze din ce în ce mai puțin infrastructura fizică și accentul este pus din ce în ce mai mult pe accesul la date.

Alături de acestea, este facilitată funcționarea companiilor mici, cu capital redus, cărora li se deschid oportunități în abordarea afacerilor din perspectivă transfrontalieră și apar noi provocări pe piața financiară.

Din acest punct de vedere, rămâne important rolul autorităților de reglementare care, în funcție de cum se vor raporta la evoluțiile descrise mai sus, vor influența modul în care va funcționa în viitor sistemul financiar.

2.4. Un alt sistem financiar global. Euro – un activ concurent sau de stabilitate? RMB – un activ de rezervă sau o pârghe politică?

Robert-Ionuț DOBRE

2.4.1. Scurt istoric. Structură. Riscuri actuale

Sistemul financiar global (SFG) reprezintă cadrul general informal constituit din diverse instituții și acorduri bilaterale și multilaterale, precum și din companii și organizații care conduc la apariția fluxurilor de capital, atât în scopuri de finanțare a comerțului, cât și pentru realizarea investițiilor.

De la crearea sa la sfârșitul secolului al XIX-lea ca urmare a declanșării primului val de globalizare economică, SFG a suferit numeroase transformări ca urmare a creșterii nivelului de integrare a economiilor naționale, precum și a numeroaselor crize financiare. Această perioadă a fost marcată de crearea băncilor centrale (de exemplu, Sistemul Rezervelor Federale (FED) a fost creat în anul 1913¹), tratatelor bilaterale și multilaterale (GATT, Comunitatea Europeană a Cărbunelui și Oțelului (CECO) etc.) și a organizațiilor interguvernamentale (Banca Reglementelor Internaționale (BIS), Fondul Monetar Internațional (FMI), Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare (BIRD) etc.) (James și Patomäki, 2007).

Dinamica transformărilor sistemului financiar global poate fi caracterizată în termenii decalajului dintre liderul din domeniul tehnologic și urmăritorii săi (Maddison, 1982), în cadrul căruia

¹ Cele mai vechi bănci centrale din lume au fost înființate în Europa, încă din secolul al XVII-lea (Sveriges Riksbank, banca centrală a Suediei, a fost creată în anul 1668, iar Banca Națională a României a fost înființată în anul 1880, fiind a cinsprezecea bancă centrală a lumii), noutatea fiind aceea că Fed a primit și un alt obiectiv, acela de asigurare a lichidităților necesare combaterii crizelor financiare, în urma panicii din anul 1907.

doar liderul (chiar dacă nu este întotdeauna același) are capacitatea de a stabili sistemul internațional.

Pentru perioada scursă de la crearea sistemului financiar global pot fi date două exemple care să confirme ipoteza lansată anterior. *Primul* se referă la hegemonia britanică din secolul al XIX-lea, când Imperiul Britanic s-a aflat în avangarda descoperirilor științifice, fiind, de fapt, prima țară industrializată din lume. În acea perioadă, Marea Britanie a putut menține stabilitatea SFG prin împrumuturile contraciclice (având drept adresant țările ce sufereau șocuri sistemice) și prin nerestricționarea accesului la piețe proprii pentru bunurile produse de țările afectate de crize (Kirshner, 1996).

Cel de-al doilea descrie dominația SUA pe parcursul secolului XX, când puterea americană a fost chiar formalizată în cadrul acordului de la Bretton Woods prin constituirea FMI și BIRD cu obiectivul de a stabili sistemul financiar internațional în cazul declanșării unor crize (Kirshner, 1996). În această perioadă doar Statele Unite dispuneau de piețe financiare suficient de mari și de lichide pe care dolarul să poată fi tranzacționat în mod liber de către orice organizație, țară sau persoană din lumea întreagă. În plus, acestea au avut și încă au și puterea economică și militară pentru a garanta deschiderea către orice altă piață.

Urmând același raționament, pe măsura creșterii fără precedent a economiei Chinei, în condițiile în care se estimează că aceasta va deveni cea mai mare economie a lumii, ne putem aștepta la dominația economică a acestei țări în secolul actual. Câteva semne ale acestei transformări pot fi observate chiar de acum, prin propunerile de reformare a sistemului financiar global, deocamdată prin intermediul unui grup de țări, BRICS, (Brazilia, Rusia, India, China și Africa de Sud) în care China are cea mai importantă contribuție.

Astfel, țările BRICS au făcut presiuni în vederea reformării sistemului de participății la Fondul Monetar Internațional (FMI) (obiectiv îndeplinit în anul 2010 când economiile emergente au primit cu aproximativ 6% mai multe drepturi de vot²), precum și a guvernantei sistemului financiar internațional.

² <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr10477>

De asemenea, în anul 2015 a fost înființată Noua Bancă de Dezvoltare (NDB), etapa inițială de dezvoltare a unei alternative a BRICS la Grupul Băncii Mondiale (Oehler-Șincai și alții, 2016), ce are ca obiectiv declarat finanțarea marilor obiective de infrastructură ale țărilor membre. Pe fondul succesului relativ al NDB (până în luna mai 2018, banca a finanțat 21 de proiecte în valoare totală de 5,1 miliarde de dolari³), liderii BRICS au convenit să grăbească procesul de înființare a unei noi agenții de rating, considerându-se că activitatea agențiilor de rating existente nu răspunde cerințelor actuale de creștere economică și, mai ales, nevoilor specifice țărilor emergente (Oehler-Șincai și alții, 2016).

În plus, începând cu data de 1 octombrie 2016, moneda națională a Chinei, renminbi (RMB), a fost inclusă de către FMI în DST (Drepturi Speciale de Tragere, moneda virtuală a FMI), alături de dolar, euro, yen și lira sterlină, având o pondere de 10,92% din total (IMF, 2016) față de 41,73% alocate dolarului, 31,93% euro, 8,33% yenului și 8,09% lirei sterline.

Principalii *participanți* economici la SFG sunt investitorii instituționali și individuali, intermediarii financiari, companiile multinaționale, consumatorii privați, precum și băncile centrale ale țărilor lumii. Pe parcursul celor aproximativ 150 de ani de funcționare a SFG au fost dezvoltate *organisme de reglementare* la nivel internațional pentru a crește încrederea tuturor părților implicate. Cele mai importante organisme sunt:

- *Banca Reglementelor Internaționale*⁴, înființată în anul 1930, ca bancă a băncilor centrale, având drept obiective atingeră stabilității financiare și susținerea cooperării internaționale;
- *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*⁵, înființată pentru a coordona reglementarea valorilor mobiliare la nivel internațional;

³ <https://www.reuters.com/article/us-china-brics-bank/brics-development-bank-to-expand-lending-to-private-sector-idUSKCN1IU0P2>

⁴ <https://www.bis.org/>

⁵ https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco

- *International Association of Insurance Supervisors (IAIS)*⁶ care coordonează și susține supervizarea și reglementarea activităților de asigurări;
- *Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF)*⁷ care are drept obiectiv stabilirea de standarde și promovarea implementării eficiente a măsurilor legale, de reglementare și operaționale pentru combaterea spălării banilor, a finanțării terorismului și a altor amenințări legate de integritatea sistemului financiar internațional;
- *International Auditing Standards Board (IASB)*⁸ care stabilește standardele internaționale de contabilitate și de audit;
- *Financial Stability Board (FSB)*⁹, un organism care consiliază statele G20 (grupul care reunește economiile dezvoltate și marile economii emergente) cu privire la reforma sectorului bancar și supervizează reglementarea sistemului financiar global.

Stabilitatea financiară la nivel mondial a continuat să se îmbunătățească în ultima perioadă, pe măsură ce redresarea economică s-a amplificat, iar piețele globale au fost în plină expansiune. „Dar, în timp ce apele par calme, vulnerabilitățile apar în adâncuri, riscurile fiind redirectionate de la bănci la piețele financiare sub forma căutării unui randament mai bun, a primelor de risc mai mici și a unui leverage mai mare. Dacă ar fi lăsate nesupravegheate, aceste evoluții ar putea submina încrederea pieței, cu repercusiuni care ar putea pune în pericol creșterea globală” (Adrian, 2017).

Cu toate acestea, chiar dacă riscurile pe termen scurt par a fi mici, vulnerabilitățile pe termen mediu sunt în creștere; ultimele pot fi împărțite în cinci mari grupe. *Prima*, riscul de piață are o tendință ascendentă din cauza faptului că în piețe sunt prea mulți bani, iar activele care oferă un randament ridicat nu au înregistrat

⁶ <https://www.iaisweb.org/page/about-the-iais/>

⁷ <http://www.fatf-gafi.org/about/>

⁸ <https://www.ifrs.org/about-us/who-we-are/>

⁹ <http://www.fsb.org/about/history/>

un ritm de creștere atât de rapid (ponderea activelor care oferă un randament mai mare de 4% este de 5%, față de 80% în anul 2007) (Adrian, 2017). Acest lucru poate să determine investitorii instituționali să își schimbe comportamentul normal în căutarea unor randamente cât mai ridicate, deteriorându-și calitatea portofoliilor.

A doua, volatilitatea foarte redusă a diferitelor clase de active poate încuraja automulțumirea investitorilor și poate masca riscurile provenite din gradul ridicat de îndatorare al companiilor și din alte șocuri potențiale. Condițiile favorabile de creditare (dobânzile reduse și modelele de creditare relaxate ale băncilor) conduc la subevaluarea acestui tip de riscuri și la creșterea gradului de îndatorare a companiilor; în cazul apariției unor șocuri de genul crizelor financiare (sau al riscurilor geopolitice, creșterilor bruște ale inflației șamd), gradul de îndatorare se va transforma în vulnerabilitate (Adrian, 2017).

A treia, nivelul datoriilor în rândul economiilor dezvoltate și al celor mai mari economii emergente este în creștere, situându-se cu 60.000 de miliarde de dolari peste nivelul atins în perioada premergătoare crizei din 2007-2009, 80% din această sumă reprezentând datorii suverane sau corporatiste. De asemenea, serviciul datoriei a crescut în câteva economii majore, printre care China, Canada și Australia (Adrian, 2017).

A patra, gradul de îndatorare externă a multor economii emergente și cu venit redus s-a majorat, în condițiile în care primele de risc se află la un minim multianual. Principalii beneficiari ai creditelor cu condiții foarte avantajoase sunt țările din Africa. Această stare de fapt poate susține dezvoltarea economică a țărilor mai sus menționate, dar se poate transforma și într-o vulnerabilitate dacă primele de risc se deplasează către un nivel mai apropiat valorilor reale (Adrian, 2017), situație deloc improbabilă.

A cincea, dimensiunea, complexitatea și ritmul expansiunii creditelor (mai ales ale celor așa zise „credite din umbră”) din sistemul financiar al Chinei conduc la creșterea riscurilor la adresa stabilității financiare. Chiar dacă autoritățile chineze încearcă să reducă dimensiunea acestui fenomen prin introducerea

recentă a unei serii de măsuri, restricționarea creditului poate avea un impact negativ asupra potențialului de creștere economică (Adrian, 2017).

2.4.2. *De la hegemonia economică la hegemonia monetară*

Dominația economică exercitată de o țară este translatată de istoricii economiei și asupra dominației monetare, în sensul în care, în perioadele menționate în secțiunea anterioară, a avut loc și o dominație monetară a țărilor avansate asupra restului lumii. Astfel, economia secolului al XIX-lea a fost dominată de lira sterlină, iar Banca Angliei avea rolul de dirijor al finanțelor internaționale datorită faptului că Marea Britanie era cel mai mare finanțator mondial și dispunea de cele mai dezvoltate piețe financiare (Keynes, 1930).

La fel, dolarul a fost singura monedă internațională acceptată în cadrul sistemului instituit odată cu semnarea acordului de la Bretton Woods, fiind fixată în raport cu aurul, celelalte monede având o rată fixă de schimb față de dolar. Dominația dolarului a condus la creșterea semnificativă a influenței Rezervelor Federale (Fed) asupra sistemului financiar internațional, influență care continuă până astăzi, chiar dacă este diminuată în ultimele decenii, mai ales după renunțarea în anul 1973 la asocierea cu aurul.

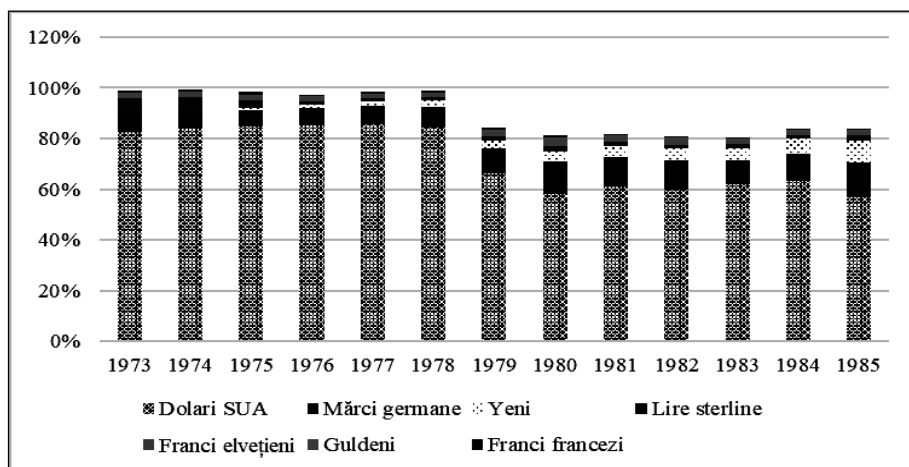
În literatura economică de specialitate există două puncte de vedere în ceea ce privește legătura dintre hegemonia economică și cea monetară a unei țări asupra restului lumii (Eichengreen și alții, 2018). *Viziunea tradițională*, bazată mai mult pe teorie decât pe dovezi empirice, conform căreia dominația economică și cea monetară merg mână în mână, derivă din modelele economice care se bazează pe externalități puternice între rețele, astfel încât avantajul economic obținut de primul jucător de pe o anumită piață este atât de puternic încât acesta reușește să cucerească întreaga piață; în cazul nostru, avantajul economic conduce la

obținerea unui cvasi-monopol în ceea ce privește folosirea monedei corespunzătoare drept mijloc de plată, valută de depozit și unitate de referință (Rey, 2001). De asemenea, persistența unui astfel de model poate fi foarte puternică, astfel încât înlocuirea unei monede dominante cu alta să nu poată fi realizată decât ca rezultat al unui șoc (de exemplu, a fost nevoie de șocul produs de al Doilea Război Mondial pentru ca lira sterlină să fie înlocuită cu dolarul american, chiar dacă economia americană o depășise pe cea britanică cu mult timp înainte).

Cu toate acestea, conform *noii viziuni*, teoretizată de Eichengreen, Mehl și Chițu în 2018, dovezile empirice corespunzătoare perioadei dintre 1913 și 1970 au arătat faptul că viziunea tradițională are lacune serioase. Lira sterlină a început să împartă cu dolarul statutul de cea mai importantă monedă internațională (în anul 1913, dolarul nu era folosit aproape deloc în tranzacțiile internaționale, iar 10 ani mai târziu avea o pondere egală celei a lirei sterline) la puțin timp după sfârșitul Primului Război Mondial, sugerând *posibilitatea coexistenței mai multor monede de largă circulație* (Eichengreen și alții, 2018). Același lucru se poate declara și despre ascensiunea mărcii germane (figura 2.5.) ulterioară șocului petrolier din anul 1973 sau a euro, a cărui apariție în anul 1999 a făcut ca folosirea acesteia ca monedă internațională de schimb să depășească suma ponderilor avute anterior de monedele aflate în componența sa (figura 2.6.).

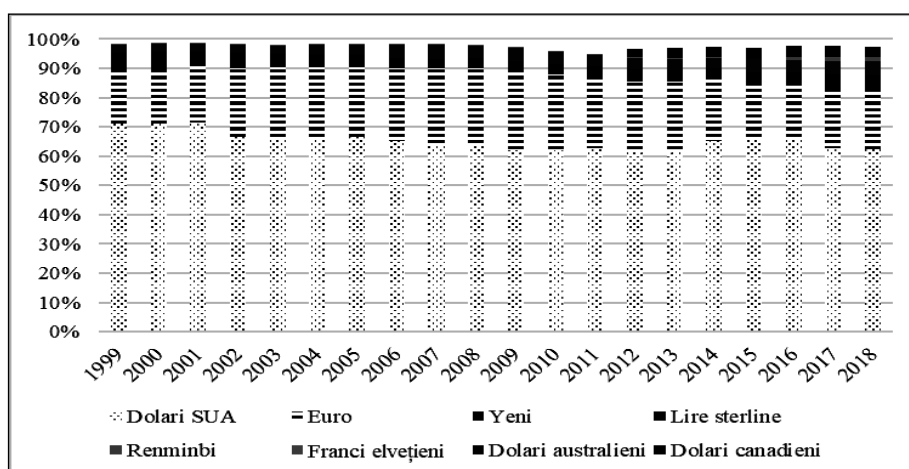
Chiar dacă ar putea conduce la o volatilitate mai ridicată, existența simultană a mai multor monede internaționale cu o putere relativ egală și a mai multor surse de lichiditate poate sugera existența unei adecvări mai bune între structura economiei globale și sistemul financiar și monetar internațional, deoarece în cazul creditării contraciclice sau de urgență nu este nevoie ca lumea să depindă de opinia și bunăvoința unei singure bănci centrale și a unui singur guvern. Astfel, dacă banca centrală ce reprezintă în mod tradițional sursa asistenței de urgență cu lichidități refuză sau nu poate furniza ajutorul necesar, atunci alte bănci vor putea face acest lucru (Eichengreen și alții, 2018).

Figura 2.5. Evoluția ponderii principalelor monede internaționale în perioada 1973-1985 (în %)



Sursa: reprezentare a autorului pe baza datelor Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), International Financial Statistics (IFS)

Figura 2.6. Evoluția ponderii principalelor monede internaționale în perioada 1999-2018 (în %)



Sursa: reprezentare a autorului pe baza datelor Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), International Financial Statistics (IFS)

2.4.3. Euro –un activ concurent sau de stabilitate?

La crearea sa în anul 1999, moneda euro nu s-a dorit a fi un concurent pentru dolarul american, ci o soluție pentru problema europeană a volatilității celor 11 piețe componente care putea induce schimbări bruște ale competitivității naționale și perturba tranzacțiile din cadrul pieței unice, așa cum s-a întâmplat în anul 1992 (Eichengreen, 1994). Totuși, nu se poate spune că nu au existat lideri ai Uniunii Europene care să nu viseze la crearea unui rival sau a unei contraponderi pentru dolar drept rezultat al funcționării armonioase a euro.

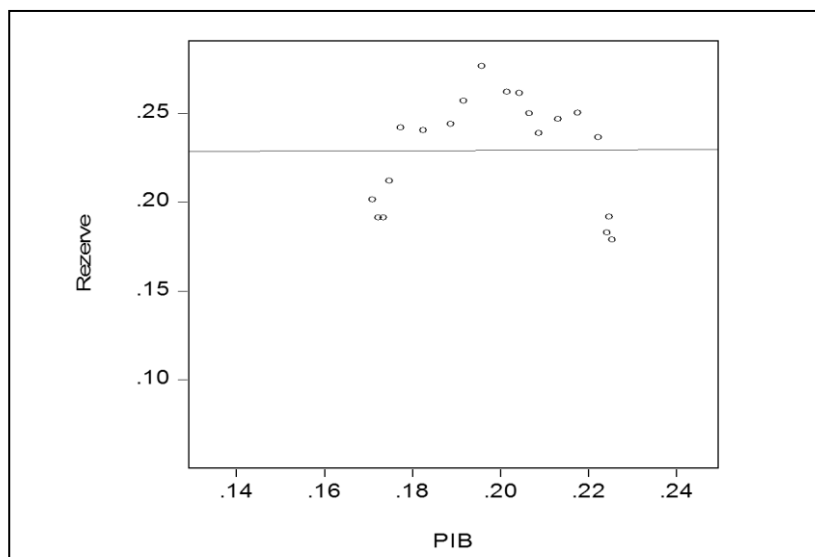
Iar lucrurile chiar au luat această turnură imediat după adoptarea euro: moneda unică europeană a devenit o monedă internațională de rezervă, o ancoră pentru ratele de schimb ale monezilor altor țări, o monedă de realizare a schimburilor valutare internaționale sau de emisiune a obligațiunilor internaționale, dobândind un rol mult mai important (așa cum se observă și în figura 2.5) decât marca germană, cea mai importantă monedă aflată în compoziția sa înainte de 1999 (Eichengreen și alții, 2018).

Valoarea monedei euro în calitate de monedă internațională a scăzut odată cu declanșarea crizei datoriilor suverane din anul 2009 și cu creșterea temerilor din piețele financiare referitoare la lichiditatea piețelor financiare europene. Cu toate acestea, inițierea în 2014 de către Banca Centrală Europeană a programului de relaxare cantitativă și dobânzile foarte scăzute practicate în Zona Euro au crescut atractivitatea euro-obligațiunilor pentru mulți actori internaționali, atât din țările dezvoltate, cât și din cele emergente, ridicând din nou ponderea euro în totalul rezervelor internaționale, până la valoarea de 20% (figura 2.6.).

Pentru a verifica existența unei legături de corelație-cauzalitate între evoluția economică a zonei euro și folosirea monedei acesteia ca monedă internațională de rezervă (așa cum rezultă din teoriile prezentate în secțiunile anterioare), am efectuat o analiză de corelație între ponderea PIB-ului agregat al țărilor din Zona Euro în PIB-ul agregat la nivel mondial și ponderea rezervelor denominate în euro în cadrul rezervelor totale internaționale

corespunzătoare perioadei 1999-2017, practic toată perioada de existență a monedei euro.

Figura 2.7.: Analiza corelației dintre evoluția PIB și ponderea monedei euro în totalul rezervelor internaționale în perioada 1999-2017



Sursa: reprezentare a autorului pe baza datelor Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), International Financial Statistics (IFS) și World Bank

În consecință, am folosit coeficientul de corelație r Pearson, rezultând o valoare a corelației de $r=0,00604$ la un prag de semnificație $p>0,01$. Prin urmare, se poate afirma că între cele două serii de date nu a putut fi descoperită nicio corelație de tip liniar (de asemenea, figura 2.7. este semnificativă). Cu toate acestea, ponderea Euro în totalul rezervelor internaționale poate fi estimată printr-o regresie care folosește o funcție polinomială de gradul doi, având o valoare de 0,82 a coeficientului de determinare R^2 .

De aceea, în opinia noastră, ponderea monedei euro în cadrul rezervelor internaționale nu este determinată doar de evoluția PIB-ului Zonei Euro, ci și de încrederea pe care această

regiune o poate furniza investitorilor, instituționali și privați. Mai mult, așa cum s-a putut observa în cazul crizei datoriilor suverane din 2009, comportamentul piețelor tinde să devină unul conservator în astfel de situații: banii se deplasează către locurile deja bine cunoscute: dolarul. Motivele neîncrederii în euro au fost multiple: solvabilitatea băncilor, sustenabilitatea datoriilor suverane, nivelul scăzut de integrare financiară, bancară și a piețelor de capital.

Încrederea în euro nu se poate construi fără reforme, mai ales cele care privesc uniunea bancară, uniunea piețelor de capital și reformele fiscale.

În ceea ce privește *uniunea bancară*, sunt necesare măsuri pentru a întări Mecanismul Unic de Supraveghere Bancară (pentru a limita anumite arii de creditare și pentru clasificarea și provizionarea mai strictă a creditelor), precum și Mecanismul Unic de Rezoluție Bancară (pentru crearea Mecanismului European de Stabilitate în vederea suplimetării fondurilor necesare combaterii riscurilor sistemice sau pentru adoptarea unei ierarhii comune a creditorilor în cazul lichidării băncilor) (IMF, 2018). De asemenea, se impun standardizarea regulilor naționale privind procedurile de insolvență, accelerarea proceselor de luare a deciziilor, precum și constituirea unei instituții europene responsabilă cu supervizarea aspectelor legate de spălarea banilor.

Continuarea procesului de *unificare a piețelor de capital* va conduce la micșorarea riscurilor transfrontaliere de creditare, prin creșterea accesului companiilor la o gamă mai variată de opțiuni de finanțare, atât domestice cât și din străinătate. Deși au fost înregistrate progrese notabile prin implementarea unui mecanism de diversificare a opțiunilor de finanțare a companiilor mici și mijlocii, sau prin emiterea unui nou prospect de reglementare pentru simplificarea normelor de finanțare a companiilor mici și mijlocii, este nevoie de implementarea unor măsuri suplimentare, precum: elaborarea unui cadru pentru emiterea de obligațiuni garantate, implementarea unor măsuri de reducere a barierelor ce stau în calea distribuției titlurilor de fonduri de investiții în toată Uniunea Europeană sau crearea unor planuri de acțiune referitoare la companiile fintech (IMF, 2018).

În cazul *reformelor fiscale*, existența unei Capacități Fiscale Centrale (CFC) care să constituie un fond de rezervă în vederea susținerii politicilor fiscale naționale în cazul unor crize, va întări abilitatea țărilor componente de a folosi politicile fiscale pentru realizarea stabilității macroeconomice. Acest fond de rezervă are drept propunere de buget suma de 30 de miliarde de euro pentru exercițiul bugetar 2021-2027, reprezentând aproximativ 0,2% din PIB-ul Zonei Euro din anul 2021 (IMF, 2018).

În aceste condiții, creșterea viitoare a rolului internațional al euro va reprezenta nu doar un indicator al încrederii globale în moneda unică europeană, ci și succesul obținut de țările membre în procesul lung și complicat de realizare a uniunii monetare, a uniunii piețelor de capital și de prevenire a șocurilor sistemice prin reformele fiscale.

2.4.4. *Renminbi – un activ de rezervă sau o pârghie politică?*

Așa cum previzionează teoria clasică menționată la începutul acestui capitol, nu peste mult timp China va deveni principala putere economică a lumii, iar moneda sa, renminbi, principalul candidat la detronarea dolarului din poziția de cea mai importantă valută de rezervă.

Cei mai importanți pași au fost făcuți deja în ceea ce privește *comerțul*, unde China reprezintă cel mai important partener pentru nu mai puțin de 75 de țări din întreaga lume (Einchengreen și alții 2018), conducând la plasarea monedei chineze pe locul secund în ceea ce privește volumul tranzacțiilor comerciale la nivel mondial (măsurat prin originea și destinația mărfurilor și investițiilor), depășind moneda euro începând cu anul 2013 (Wilson, 2015). Mai mult, unii experți previzionează că, în anul 2020, 50% din totalul comerțului internațional realizat de China se va efectua în moneda proprie (HSBC, 2017a). Realizările sunt remarcabile, având în vedere timpul foarte scurt trecut de la demararea liberalizării tranzacțiilor în renminbi cu țările partener din Asia în cursul anului 2009.

Au fost realizați pași importanți în ceea ce *privește liberalizarea graduală a accesului nerezidenților pe piețele financiare* din China, precum și al rezidenților pe piețele străine. Dezvoltarea piețelor de capital din China a făcut progrese semnificative, existând exemple recente, inclusiv lansarea diferitelor programe de tipul Stock/Bond Connect și deschiderea în 2016 a pieței interbancare a obligațiunilor chineze (CIBM) către o gamă mai largă de investitori internaționali. Includerea acțiunilor China A în indicii Morgan Stanley Capital International (MSCI) și includerea potențială a CIBM în indicii Global Bond sugerează, de asemenea, recunoașterea treptată a piețelor de capital din China la nivel internațional. Cu mai multe proiecte în derulare, piețele financiare ale Chinei vor continua să se transforme și să se adapteze la cerințele economiei sale în creștere (HSBC, 2017b).

De asemenea, a început și *liberalizarea graduală a conturilor de capital*, dar mai este un drum lung până la liberalizarea completă a acestora. De altfel, întrebarea care se pune este dacă guvernul chinez este dispus să lase acest lucru să se întâmple.

Un alt pas întreprins de China se referă la *crearea unei rețele de linii swap* între Banca Centrală a Chinei și alte bănci centrale, operațiune demarată în 2008 prin semnarea acordului de swap cu mai multe țări, printre care și Coreea de Sud. Astăzi, sunt încheiate acorduri de swap cu 34 de bănci centrale, prin intermediul cărora au fost transferate sume totalizând mai mult de 3.000 de miliarde de renminbi (HSBC, 2017b).

Din punctul nostru de vedere, cel mai important canal pentru a crește ponderea RMB în comerțul internațional, îl reprezintă *Belt and Road Initiative* (BRI), programul de investiții în străinătate și de finanțare a acestora prin intermediul băncilor de investiții, de dezvoltare și comerciale chineze, care își propune să realizeze conexiuni ale infrastructurilor de transport dintre Asia, Europa și Africa (teritorii care reprezintă aproximativ 63% din populația lumii și 30% din producția economică globală). Prin dezvoltarea acestei inițiative, China se așteaptă ca volumul comerțului său cu țările aflate de-a lungul rutelor Belt & Road să depășească 2.500 de miliarde de dolari USD anual în următorul deceniu (HSBC, 2017b).

Dar toate aceste proiecte și evoluții au un impact pe termen lung, chiar și în viziunea celor mai vocali susținători ai modelului chinez de dezvoltare. La nivel de tranzacții totale (aici sunt incluse și cele comerciale), doar 1,61% din totalul tranzacțiilor la nivel mondial au fost realizate în anul 2017 în moneda chineză (SWIFT, 2018), în ușoară scădere față de anul 2014. În ceea ce privește obligațiunile denominate în renminbi, acestea reprezintă mai puțin de 1% din volumul total al obligațiunilor emise la nivel internațional (Einchengreen și alții 2018), chiar dacă mai mult de 50 de bănci centrale au declarat că moneda chineză există deja în portofoliul lor de rezerve. De asemenea, renminbi este moneda în care sunt denominate doar o mică parte din datoriile băncilor internaționale, însumând aproximativ 500 de miliarde de dolari (Fernandez, 2015).

Una dintre cele mai mari priorități ale guvernului chinez în vederea transformării RMB într-un concurent al dolarului și al euro o reprezintă construirea unor piețe financiare dezvoltate și lichide. Chiar dacă piețele financiare chineze se află pe locul patru în lume ca volum de tranzacționare (după cele din Statele Unite, Zona Euro și Japonia), dacă raportăm aceste volume la valoarea PIB-ului său, China este depășită nu doar de multe alte țări dezvoltate, ci și de o serie de economii emergente, precum Brazilia, Malaezia sau Taiwan (Einchengreen și alții 2018).

Din punct de vedere al investitorilor, problemele piețelor chineze de capital se leagă de lipsa de transparență, volatilitatea foarte ridicată și implicarea foarte mare a guvernului chinez, deși volumul de tranzacționare al piețelor de capital din Shanghai și Shengzhen reprezintă aproape jumătate din volumul de tranzacționare al piețelor din Statele Unite (aproximativ 400 de miliarde de dolari zilnic în anul 2015) (Einchengreen și alții 2018).

De altfel, se poate ușor observa că întâlnim o problemă de voință politică atunci când discutăm despre crearea unor piețe lichide, pentru că acest lucru presupune limitarea și transparențizarea intervențiilor guvernului chinez, precum și informarea investitorilor, atât instituționali, cât și privați, în legătură cu condițiile financiare, proiectele și perspectivele emitenților chinezi de obligațiuni și acțiuni.

În concluzie, este posibil un viitor în care mai multe țări vor dispune de piețe financiare profunde și de mare anvergură și/sau altele vor ajunge la dimensiunea economică a Statelor Unite și a volumului de tranzacții de pe piețele sale monetare și de capital, iar tehnologia financiară va continua să evolueze în direcții care să faciliteze folosirea mai multor valute naționale în aceste tranzacții. Pe de altă parte, în ciuda tuturor acestor transformări tehnologice, este posibilă păstrarea status-quo-ului. Configurația viitorului sistem financiar global depinde de foarte mulți actori economici și politici: corporații, state, organizații internaționale, lideri politici, precum și din ce în ce mai mulți simpli cetățeni.

Cu toate acestea, pe termen mediu, dominația dolarului poate fi „amenințată” doar de euro, în condițiile în care strategia UE de reformare fiscală, bancară și a piețelor de capital este finalizată și implementată cu succes. Acest proces poate fi chiar accelerat în contextul intensificării măsurilor antiglobalizare și al renunțării la multilateralism. Așa cum am precizat, China poate juca un rol mai important în condițiile în care devine un „generator de încredere” la nivel mondial, prin transparentizarea și liberalizarea sistemelor bancar și financiar.

2.5. Integrarea piețelor financiare internaționale

Andrei RĂDULESCU

Componentă fundamentală a procesului de globalizare, integrarea piețelor financiare internaționale reprezintă unul din aspectele cele mai monitorizate de macroeconomiști și finanțiști, dat fiind impactul acestuia la nivelul politicilor economice și evoluției gradului de dezvoltare în sfera dimensiunilor națională, europeană și mondială.

Procesul de integrare a piețelor financiare s-a intensificat pe parcursul ultimelor decenii, concomitent cu dezvoltarea fluxurilor comerciale internaționale și eliminarea barierelor din calea circulației capitalului.

Astfel, în prezent, climatul financiar global se resimte din ce în ce mai mult la nivel regional și național. Se poate spune că evoluția pieței financiare dintr-o anumită țară/regiune depinde în primul rând de climatul din piețele globale și apoi de factorii specifici zonei (macroeconomici, politici etc.).

Creșterea gradului de integrare pe piețele financiare contribuie la o propagare mai rapidă a undelor de șoc (pozitive și negative) la nivelul burselor naționale, cu impact pentru dinamica indicatorilor din economia reală (dat fiind că piața financiară reprezintă un indicator avansat).

De asemenea, integrarea piețelor financiare internaționale este o consecință a diversificării investițiilor de la nivel național, spre plan regional și sfera globală.

Pe de o parte, acest proces a contribuit la convergența țărilor emergente și în dezvoltare spre grupul celor dezvoltate, îndeosebi la nivelul statelor care au avut continuitate în implementarea reformelor structurale (inclusiv a celor care vizează piața de capital), cum este cazul Poloniei.

Pe de altă parte, acest proces a condus la polarizare și la ajustări severe în țările cu dezechilibre macroeconomice și discontinuitate în implementarea reformelor structurale, la momentul incidenței unor unde de șoc în plan global. În perioadele de panică pe piețele financiare globale fluxurile de capital se retrag din astfel de țări, cu impact macro-financiar nefavorabil pe termen scurt și consecințe pe termen mediu [cazul României la finalul anilor 1990 și în perioada Marii Recesiuni (2008-2012)].

Majoritatea analizelor recente confirmă o creștere a gradului de integrare a piețelor financiare internaționale după 1990, pe fondul intensificării globalizării și al proceselor de integrare economică regională (cazul Uniunii Europene).

Astfel, în prezent, în luarea deciziilor de investiții și finanțare companiile și populația iau în considerare și climatul din piețele financiare internaționale, nu doar evoluțiile din plan intern.

Spre exemplu, studiul elaborat de Donadelli și Paradiso (2014) indică faptul că, prin includerea în portofoliul investițional a unor active din alte țări, se reduce nivelul riscului (mai ales atunci când asistăm la divergență între randamentele oferite de instrumentele interne comparativ cu cele externe).

De asemenea, procesul de integrare a piețelor financiare internaționale are consecințe nu doar la nivelul investițiilor financiare, dar și în economia reală, contribuind la o ameliorare a bunăstării și la atenuarea șocurilor specifice cu care se confruntă o anumită țară, după cum rezultă din studiul elaborat de Jappelli și Pistaferri (2011).

Pe de altă parte, un grad ridicat de integrare pe piețele financiare internaționale poate influența obiectivele de politică economică în țările fără restricții în ceea ce privește fluxurile de capital.

Astfel, studiul elaborat de Blanchard et al. (2010) subliniază faptul că obiectivele de politică economică ale unei țări pot să nu fie în concordanță cu evoluțiile din piețele financiare globale.

Acest aspect este evidențiat și de studiul realizat de specialiștii Organizației de Cooperare și Dezvoltare Economică

(OCDE) în 2018: intensificarea procesului de integrare a piețelor financiare internaționale a condus la modificări importante în ceea ce privește canalele de transmitere a șocurilor economice externe, cu implicații la nivel de decizii de politică economică.

Conform acestei analize, impactul șocurilor externe este cu atât mai puternic cu cât gradul de deschidere a economiilor este mai ridicat. Totodată, impactul multiplicatorului fiscal-bugetar este mai limitat, iar politicile de depreciere a cursului de schimb au impact mai redus asupra volumelor de comerț și mai ridicat la nivelul bilanțului financiar al companiilor cu expunere externă.

Nu în ultimul rând, integrarea piețelor financiare internaționale a condus la modificări de paradigmă în ceea ce privește politica economică, atât la nivel global, dar și regional și național. Se menționează în acest context concluziile reuniunilor din cadrul G-20, consolidarea arhitecturii zonei euro și accentul pus pe stabilitatea financiară la nivel național după incidența crizei economico-financiare globale (în vara anului 2007).

La nivelul G-20 s-au stabilit coordonate pentru convergența politicilor economice în plan global pe parcursul ultimului deceniu. Cu toate acestea, măsurile nu au fost implementate uniform în sfera principalelor grupuri economice din plan global.

Totodată, noua arhitectură a zonei euro (definită în perioada valurilor Marii Recesiuni) vizează măsuri pentru accelerarea convergenței economice regionale și întărirea rezistenței la șocuri. Subliniem însă faptul că nu toate țările europene au respectat spiritul acestei arhitecturi, astfel că la momentul 2018 s-a intensificat percepția de risc privind situația finanțelor publice din Italia (a treia economie ca dimensiune din regiune).

De asemenea, o serie de țări nu au continuat reformele structurale după încheierea acordurilor cu Fondul Monetar Internațional, confruntându-se cu intensificarea dezechilibrului macroeconomic în ultimele trimestre (spre exemplu țările din America de Sud, dar și România).

Din analiza zilnică a dinamicilor din piețele financiare internaționale pe parcursul ultimelor două decenii se evidențiază evoluții influențate de știrile macroeconomice din principalele

blocuri economice ale lumii (inclusiv deciziile și semnalele de politică economică), de informațiile din sfera companiilor listate, de fluctuațiile cotațiilor internaționale la țiței și alte materii prime și de evenimente cu caracter temporar (tensiuni geo-politice, terorism, catastrofe naturale).

Referindu-ne strict la ciclul economic post-criză, se observă o dependență puternică a climatului din piețele financiare internaționale de politica monetară relaxată fără precedent implementată în SUA, zona euro, China, Japonia și alte economiile ale lumii.

Aceste măsuri de relaxare monetară au determinat declinul costurilor reale de finanțare spre niveluri minime istorice și orientarea fluxurilor de capital spre active cu grad mai ridicat de risc.

Mai departe, am analizat procesul de integrare a componentelor piețelor financiare (piața monetară, piața de titluri de stat, piața de acțiuni și piața valutară) din SUA, China și zona euro (aceste țări contribuie cu aproximativ 60% la formarea PIB-ului mondial) din perioada august 2006 – august 2018. Am estimat un indicator de integrare pe baza unei metodologii similare cu cea a Băncii Centrale Europene¹.

În primul rând, am calculat un indicator compozit pentru fiecare componentă a pieței financiare din cele trei blocuri economice, utilizând ponderile acestor țări în PIB-ul global.

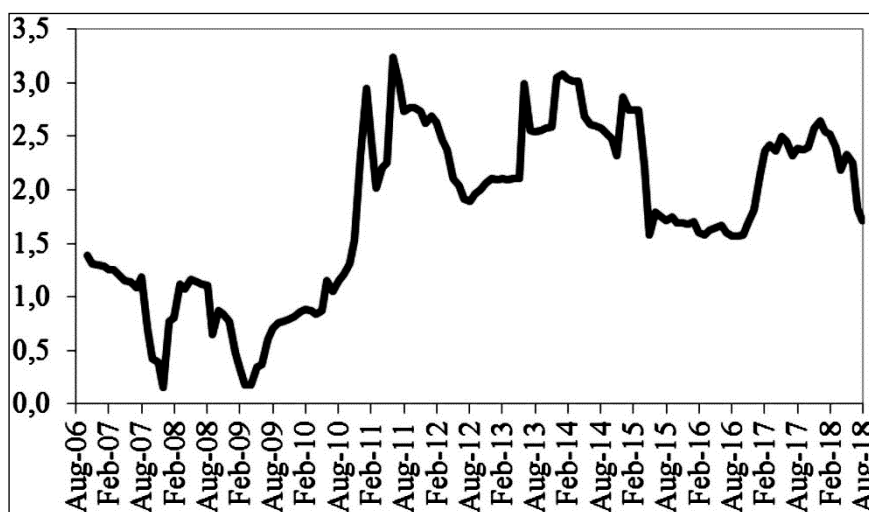
În al doilea rând, am calculat abaterea medie pătratică față de indicatorul compozit pentru fiecare componentă a pieței financiare din aceste țări.

Conform rezultatelor obținute s-au consemnat evoluții divergente ale indicatorilor de integrare calculați la nivelul componentelor piețelor financiare din SUA, China și zona euro în ultimii 12 ani, determinate de deciziile și semnalele divergente de politică monetară, dar și de diferențele de dezvoltare pe anumite categorii de piață.

¹ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/indicatorsfinancialintegration200509en.pdf>

În ceea ce privește piața monetară gradul de convergență între cele trei țări s-a ameliorat în ultimele luni. După cum se poate observa în figura 2.8, indicatorul abaterea medie pătratică se situează în prezent în zona minimelor din 2010. Considerăm că această evoluție a fost influențată de ciclul monetar post-criză din SUA, de stagnarea în zona minimelor istorice a ratelor de dobândă în zona euro și de implementarea de măsuri de relaxare a politicii monetare în China.

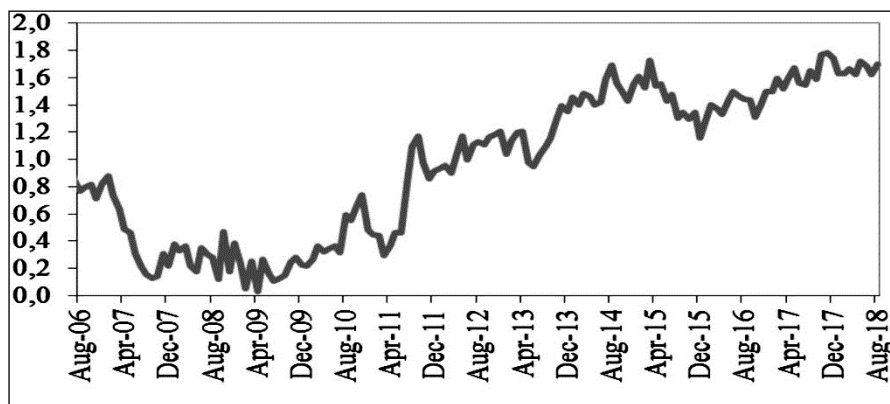
Figura 2.8. Indicator de integrare a piețelor monetare din SUA, China și zona euro



Sursa: estimările autorului pe baza metodologiei BCE și datelor Bloomberg

Pe de altă parte, gradul de convergență pentru ratele de dobândă la titlurile de stat pe scadența 10 ani din SUA, China și zona euro s-a redus în ultimele trimestre. Astfel, după cum se observă în figura 2.9, indicatorul abaterea medie pătratică s-a poziționat recent în zona maximelor istorice. Apreciem că această evoluție a fost determinată de divergența dintre creșterea înregistrată în Statele Unite (în contextul impulsului monetar) și scăderea din China.

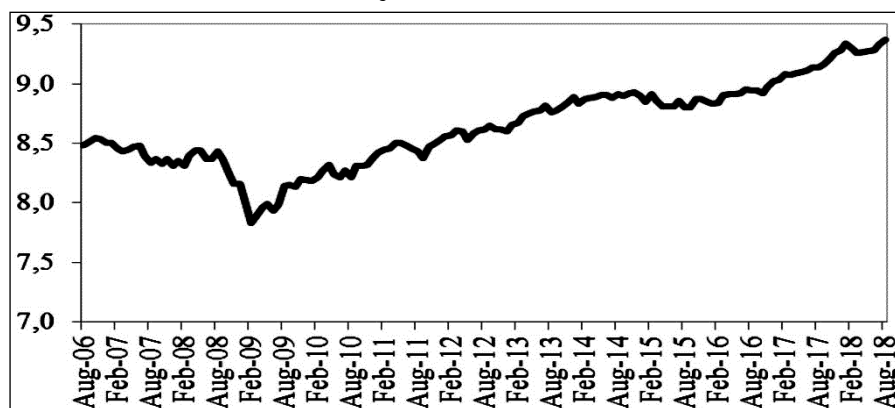
Figura 2.9. Indicator de integrare a piețelor de obligațiuni suverane din SUA, China și zona euro



Sursa: estimările autorului pe baza metodologiei BCE și datelor Bloomberg

Totodată, indicatorul de convergență din sfera indicilor bursieri din primele trei blocuri economice ale lumii s-a deteriorat în ultimii doi ani: după cum se poate observa în figura 2.10, indicatorul abaterea medie pătratică a atins valori record în această vară, dat fiind că tendința ascendentă din SUA nu a fost înregistrată pe piața din China (în contextul provocărilor cu care se confruntă a doua economie a lumii).

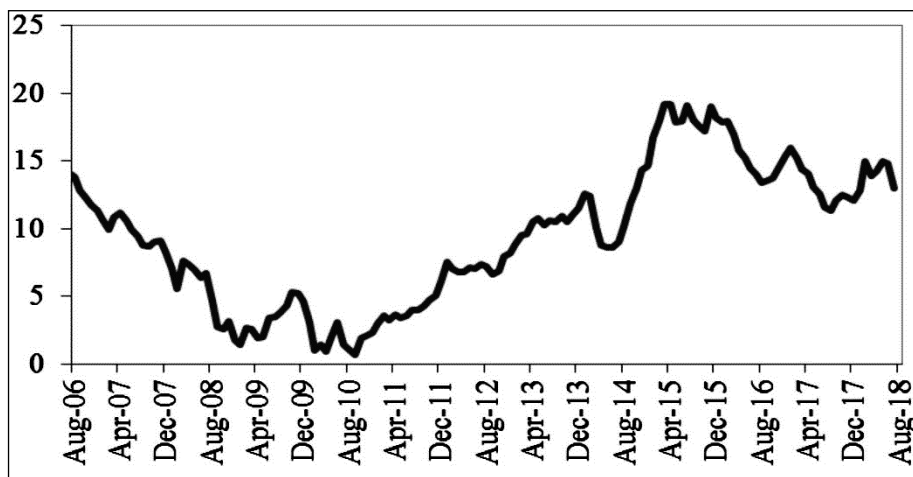
Figura 2.10. Indicator de integrare a piețelor de acțiuni din SUA, China și zona euro



Sursa: estimările autorului pe baza metodologiei BCE și datelor Bloomberg

Pe de altă parte, indicatorul de convergență din sfera cursurilor de schimb real efective s-a îmbunătățit în ultimele luni (indicatorul abaterea medie pătratică a atins recent minimumul din 2014, după cum rezultă din figura 2.11), pe fondul tendinței de apreciere înregistrată în SUA, China și zona euro.

Figura 2.11. Indicator de integrare a piețelor valutare din SUA, China și zona euro



Sursa: estimările autorului pe baza metodologiei BCE și datelor Bloomberg

În urma acestei analize, putem concluziona că există potențial de ameliorare pentru gradul de integrare a piețelor financiare globale, mai ales în contextul Revoluției Digitale.

O îmbunătățire sustenabilă a gradului de integrare a piețelor financiare globale contribuie la convergența proceselor de creștere și dezvoltare și la evitarea șocurilor asimetrice în plan global.

Nu în ultimul rând, atragem atenția cu privire la faptul că divergențele indicatorilor de integrare piața monetară vs. piața titlurilor de stat, respectiv din piața de acțiuni vs. cursul real efectiv nu sunt sustenabile, aspect care exprimă perspectiva unor ajustări / re poziționări ale fluxurilor internaționale de capital pe termen scurt.

În încheierea acestui capitol menționăm recomandările OCDE pentru adresarea provocărilor determinate de accelerarea procesului de integrare a piețelor financiare internaționale:

- implementarea de politici macroeconomice menite să contribuie la acumularea de marjă de manevră necesară la momentul incidenței șocurilor pe piețele globale;
- aplicarea de pachete integrate de politică economică, astfel încât efectele globalizării să fie resimțite și la nivel de dezvoltare;
- întărirea coordonării politicilor macroeconomice în plan regional, continental și global;
- intensificarea măsurilor de cooperare în materie de reglementare și contracararea evaziunii fiscale.

3. Drumul spre moneda globală: globalizarea tehnologiei de plată, a mijloacelor de plată sau a monedei?

3.1. Intensificarea procesului de globalizare

Amalia FUGARU

La începutul secolului XX, în perioada premergătoare primei conflagrații mondiale și la apusul epocii etalonului aur, exista opinia conform căreia un conflict militar între marile puteri europene nu ar fi fost posibil pentru că relațiile economice erau atât de interconectate la nivel internațional (de exemplu flota militară a Germaniei era asigurată în întregime de către firme din Londra) încât nimeni nu ar fi avut de câștigat dintr-o prăbușire a economiei (ca aceea provocată de un război).

După criza financiară care a început în august 2007 există opinii conform cărora globalizarea este nu numai una dintre cauzele încetinirii creșterii economice, dar și a creșterii migrației, ceea ce face necesară protejarea economiilor naționale prin politici care să țină la distanță riscurile care vin odată cu globalizarea.

Probabil că din punctul de vedere al celor care utilizează criptomonedele sau al celor care își conduc afacerile în partea ascunsă și netransparentă – sau chiar ilegală – a internetului (dark web) încercările de stopare a globalizării sunt naive și demagogice.

Globalizarea, în forma ei de astăzi, este o realitate care ar putea să însemne saltul către o altă era a dezvoltării sociale, tot așa cum „globalizarea medievală” a permis saltul spre epoca modernă, la începutul secolului al XVI-lea.

3.1.1. *Globalizarea*

Termenul de globalizare, deși pare să fi devenit un fel de parte secundară de propoziție care determină un substantiv sau un înlocuitor al acestuia (adică un fel de atribut), nu se bucură de o definiție unanim acceptată.

Literatura legată de acest subiect este bogată, dar de dată recentă, pentru că acest termen a început să facă parte din vocabularul uzual după 1990. Cu toate acestea, cuvântul „globalizare” a fost inclus în dicționarul Oxford undeva în anii '30 ai secolului trecut, iar în dicționarul Merriam-Webster aproape 20 de ani mai târziu.

Concepte asemănătoare și premergătoare înțelegerii care este atașată astăzi termenului „globalizare” apar la filosofii secolului al XVIII-lea – Kant și Hegel. Astfel, Eriksen (2014) arată că la Kant se găsește ideea că indiferent de diferențele dintre popoare, trebuie să existe între ele un dialog în condiții de echitate și respect reciproc, idee pe care filosoful din Kongsberg o denumea cosmopolitism. Hegel, chiar înaintea lui Kant își imaginase umanitatea, prin intermediul conceptului de „weltgeist”, ca o comunitate (Eriksen, 2014).

Din punct de vedere istoric, Eriksen (2014) arată că secolul al XIX-lea accelerează ambițiile de extindere la nivelul lumii atât a comerțului cât și a ideilor pe baza câtorva procese: expansiunea colonială, industrializarea și progresul tehnologic (vaporul propulsat de un motor cu aburi sau telegraful, pentru a exemplifica doar două dintre noutățile acelei epoci).

Detaliile oferite de descrierea progresului unor idei, extinderii utilizării unor tehnologii sau expansiunii obiceiurilor de consum din perspectivă istorică nu spun prea multe despre

ceea ce reprezintă globalizarea. Eriksen (2014) se ferește să spună ce este globalizarea, în schimb o vede ca pe un caleidoscop în care se găsesc interconectarea transnațională, suprapunerea dimensiunilor economică, politică, culturală și mediul înconjurător, din care pot rezulta tensiuni între globalizare și localizare.

Majoritatea lucrărilor situează prima menționare a termenului, într-o concepție apropiată de înțelegerea contemporană a acestuia, în anii '60 ai secolului trecut. Una dintre mențiuni, cea legată de „satul global” (aparținând unui cercetător în domeniul mijloacelor de comunicare în masă și popularizat de el în două lucrări apărute în 1962 și 1964¹) făcea aluzie la faptul că dezvoltările legate de electricitate (viteza de circulație a informației pe care aceasta le permitea) ar fi redus dimensiunile lumii la cele ale unui sat.

Mult mai aproape de înțelegerea din zilele noastre a termenului se află observația profesorului Levitt de la Harvard care susținea, într-un articol publicat în anul 1983, că diferențele între preferințele naționale sau regionale dispăreau, iar companiile care nu s-ar fi adaptat la aceste schimbări ar fi avut de suferit. În accepțiunea lui afacerile se globalizau, adică progresul tehnologic și modificarea comportamentelor sociale permiteau vânzarea unor produse similare la nivelul întregii lumi (Levitt, 1983).

Conceptele principale pe care McLuhan și Levitt le asociază cu termenul de globalizare – dispariția barierei teritoriale, respectiv dizolvarea preferințelor locale – nu contribuie la restrângerea câmpului de noțiuni prin care să definim globalizarea.

În literatura de specialitate și în enunțurile cotidiene globalizarea este identificată de cele mai multe ori ca fiind un fenomen,

¹ Este vorba aici despre Marshall McLuhan și cele două titluri care l-au făcut celebru – „The Gutenberg Galaxy: The Making of Typographic Man”, apărută în anul 1962 și tradusă în limba română sub titlul „Galaxia Gutenberg. Omul și era tiparului” la Editura Politică în anul 1975, respectiv „Understanding Media”, apărută în anul 1964 și tradusă în limba română sub titlul „Să înțelegem media. Extensiile omului” la editura Curtea Veche în anul 2011.

un proces, o forță, un sistem, o stare sau o eră. Însă toate aceste genuri proxime nu ajută în lămurirea conținutului termenului de globalizare, pentru că ele ne arată doar că avem de a face cu ceva aflat în desfășurare.

Sugestia lui Steger (2017) este că înțelegerea globalizării trebuie să lege acest concept de scara istoriei dezvoltării umanității. Astfel, globalizarea permite trecerea de la starea de modernitate (treaptă care a început după secolul al XVI-lea) către starea de globalitate postmodernă.

Globalitatea, spune Steger, este o stare a societății caracterizată de conexiuni și fluxuri de dimensiuni globale, care sunt de ordin economic, politic, cultural sau la nivelul mediului înconjurător și care fac irelevante granițele. Această stare de globalitate poate permite saltul către o altă stare socială, în care dimensiunea la care se manifestă conexiunile și fluxurile să se extindă (de exemplu la nivelul sistemului planetar) sau o stare în care să se modifice natura conexiunilor de ordin economic și politic (de exemplu către mai multă cooperare socială).

Privită din acest punct de vedere, globalizarea reprezintă „un set de procese sociale care se consideră că transformă starea socială din prezent într-una a globalității” (Steger, 2017). Sursa globalizării este considerată a fi transformarea modului în care are loc contactul dintre oameni.

Dacă este acceptată definiția lui Steger, atunci este necesar să se găsească acei factori care diferențiază starea de globalitate de alte tipuri de stări sociale. În demersul său de definire a globalizării, Steger a identificat în alte științe sociale acele trăsături care separă globalitatea de altă stări sociale. Astfel, din sociologie vine argumentul influenței reciproce între evenimente care au loc în localități aflate la distanțe mari sau cel al intensificării conștientizării lumii ca un întreg; din economie se remarcă trăsătura comprimării piețelor în timp și spațiu; politologia aduce în discuție faptul că exercițiul puterii este influențat de rețele de interese interregionale sau intercontinentale care apar pe măsura modificării relațiilor sociale (din punct de vedere al extinderii în spațiu, al intensității legăturii și al vitezei de desfășurare).

Chiar dacă nu există o definiție unanim acceptată a globalizării, există un consens că ea afectează populația întregii lumi în toate aspectele existenței sale, că acest lucru se desfășoară cu o viteză în creștere și că asistăm la dispariția sau erodarea granițelor.

3.1.2. Măsurarea procesului de globalizare

Măsurarea globalizării este o întreprindere dificilă având în vedere faptul că nu există o definiție unanim acceptată a ceea ce reprezintă ea. Au fost dezvoltati indicatori prin care să se măsoare acest concept, însă literatura de profil subliniază că există cel puțin patru tipuri de neajunsuri cu privire la aceștia.

Prima critică asupra indicatorilor prin care se încearcă să fie surprinsă globalizarea vine tocmai din aceea că globalizarea incumbă multiple aspecte ale societății și este extrem de dificil ca acestea să fie cuantificate și apoi integrate într-un singur concept. Cel mai frecvent, aspectele legate de mediul înconjurător sunt omise atunci când sunt construiți indicatori sintetici de măsurare a globalizării.

În al doilea rând, analiștii din domeniu subliniază o contradicție în sfera de cuprindere a măsurătorilor pentru acest fenomen, pentru că, în marea lor majoritate, acești indicatori reflectă concepte naționale prin care, însă, se încearcă să fie măsurat și scalat un fenomen transnațional.

O altă observație împotriva acestor indicatori se bazează, în cazul indicatorilor sintetici, pe faptul că modul în care sunt agregate datele, cu privire la anumite aspecte pe care le include globalizarea, nu reflectă o măsură cu privire la globalizare, ci, mai degrabă, interesul/scopul în care au fost construiți de cercetători. În această categorie de critici, cel mai vizibil este faptul că anumite aspecte ale globalizării sunt ignorate în calcularea indicatorilor sintetici, de cele mai multe ori pentru faptul că avansul tehnologic depășește viteza de constituire și completare a bazelor de date. În plus, din punct de vedere geografic, regiunile globului

sunt reprezentate în cadrul indicatorilor sintetici în funcție de alegeri ale cercetătorilor (care nu sunt întotdeauna transparente).

Un neajuns adițional cu privire la modul de măsurare a globalizării este că în unele cazuri nu există continuitate în publicarea indicatorilor, ceea ce nu permite urmărirea fenomenului și consecințelor sale în timp.

Literatura de specialitate împarte acești indicatori în două grupe mari (vezi tabelul 3.1.) – indicatorii sintetici, care acoperă trei dimensiuni ale globalizării, respectiv indicatori simpli, a căror formulă de calcul fie măsoară globalizarea comerțului, fie globalizarea financiară. În prima categorie se înscriu indicatorii care măsoară globalizarea din punctul de vedere al dimensiunii: (i) economice prin intermediul a două grupe de indicatori – fluxurile comerciale de bunuri, servicii, capital, respectiv restricțiile asupra circulației bunurilor, serviciilor și capitalurilor; (ii) sociale prin indicatori care măsoară apropierea culturală față de restul lumii, respectiv ușurința de a intra în contact cu persoane și formații din alte părți ale globului; (iii) politice prin indicatori care se referă la prezența pe scena internațională a fiecărei țări în parte.

Tabelul 3.1. Indicatori prin care se măsoară globalizarea*

Indicatori sintetici	Indicatori simpli	
	Globalizarea comerțului	Globalizarea financiară
KFP	Gradul de deschidere (suma exporturilor și importurilor raportată la PIB)	Indicele FMI de măsurare a restricțiilor
KOF	Cotele medii ale taxelor vamale	Indicele Chinn Ito
CSGR		Investițiile străine directe
MGI		Activele și pasivele externe
NGI		
G-index		

* Detalii cu privire la conținutul acestor indicatori și la formula de calcul pot fi găsiți în sursa menționată

Sursa: Samimi, Lim, Buang (2011), pag. 5

3.1.3. *Evoluția procesului de globalizare*

Evoluția procesului de globalizare va fi evidențiată în cele de mai jos pe baza indicatorilor sintetici alcătuiți și adunați într-o bază de date de către KOF Swiss Economic Institute. Indicatorul principal al globalizării dezvoltat de KOF are la bază o definiție în care globalizarea este considerată ca „descriind procesele de creare, la distanțe intra sau inter continentale, a unor rețele de relații între actori, mediate prin intermediul diferitelor fluxuri de persoane, informații, idei, bunuri și capitaluri. Globalizarea este un proces care erodează granițele naționale, integrează economiile naționale, culturile, tehnologiile și guvernanța, și produce o relație complexă de interdependență reciprocă” (Clarck, 2000 și Norris, 2000).

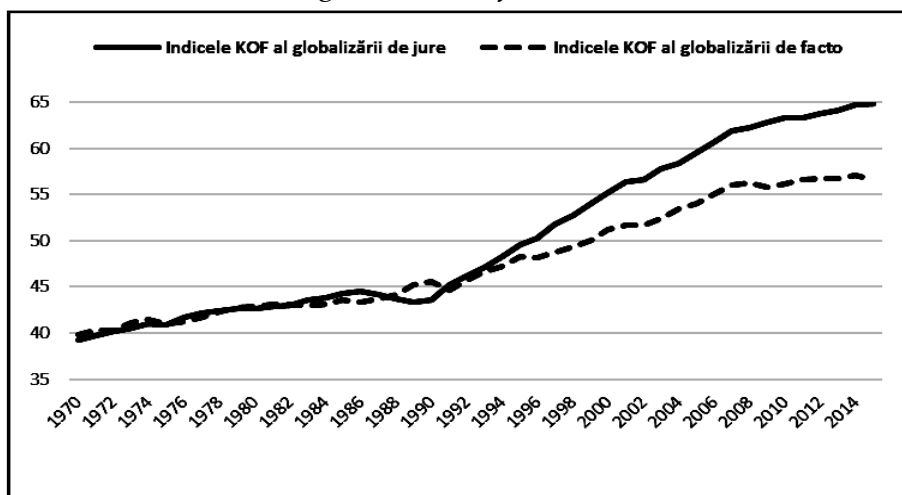
Indicatorii de globalizare sunt măsurați din punctul prevederilor legale care afectează globalizarea, astfel încât indicii sunt calculați fie de jure, fie de facto. În analiza de mai jos vor fi luați în calcul doar indicatorii de facto (în cele mai multe cazuri), având în vedere că nu sunt discutate cauzele acestor evoluții (una dintre ele fiind evoluția de jure a fluxurilor care caracterizează globalizarea). Toate celelalte dimensiuni ale globalizării (total, economic, social, politic), inclusiv componentele lor, care sunt evaluate de KOF vor fi urmărite în evoluția lor în timp.

Indicele sintetic (total) al globalizării arată că în perioada 1970-2015 indexul globalizării de jure a fost mai înalt decât cel al globalizării de facto. Altfel spus, deși legislația o permite, există mai puține fluxuri globale. Interesant este faptul că acest lucru este caracteristic perioadei de după 1991, așa cum se vede în figura 3.1.

Baza de date a KOF permite și o analiză la nivelul a șapte regiuni ale globului a indicelui globalizării de jure și de facto. Aceste regiuni sunt: Asia de Est și Pacific, Europa și Asia Centrală, America Latină și Caraibe, Orientul Mijlociu și Africa de Nord, America de Nord, Asia de Sud, Africa Subsahariană.

Prima observație din datele la nivel regional este că, exceptând regiunea America de Nord, în toate aceste regiuni indicatorul de jure a evoluat sub cel de facto până în anii '90 (momentul de inflexiune variază de la 1989 pentru America latină și Caraibe la 2001 pentru Asia de Sud), după care trendul s-a inversat. Cel mai probabil, acesta este efectul liberalizării comerțului și, mai ales, a fluxurilor financiare de după 1989. A doua observație este că diferența dintre nivelul indicelui globalizării de jure și de facto în anul 2015 este foarte mare în regiunea America de Nord și în America Latină și Caraibe, iar în alte regiuni, chiar dacă diferența se situează în apropierea nivelului înregistrat la nivel global, nivelul indicilor este mai jos decât cel la nivel global (așa cum este cazul Asiei de sud).

Figura 3.1. Evoluția comparativă a indicelui globalizării de jure și a indicelui globalizării de facto, 1975-2015



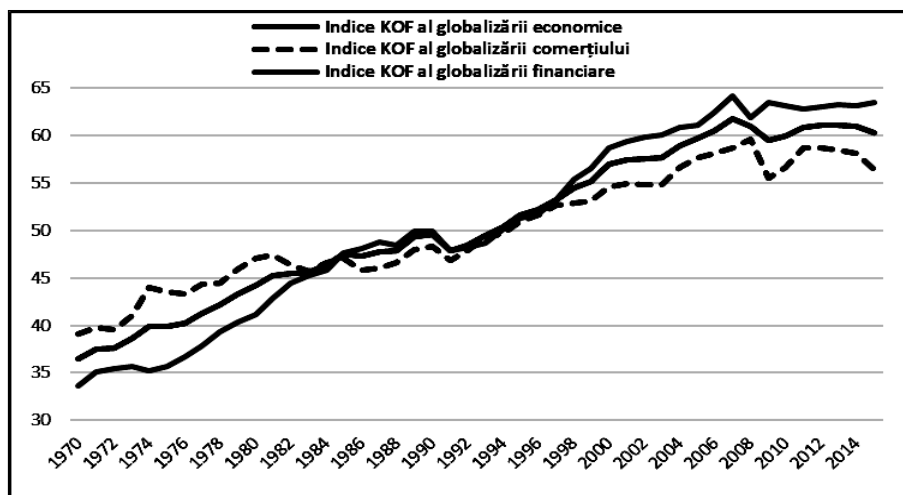
Sursa: <https://www.kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-globalisation-index.html>

Indicele globalizării economice contribuie cu o treime la calculul indicelui globalizării. Globalizarea economică (de facto) este privită prin intermediul a trei fenomene – comerțul cu bunuri și servicii, respectiv fluxurile financiare. Din prima

categorie, pe lângă comerțul cu bunuri și servicii mai fac parte și indicatori care urmăresc diversificarea geografică a partenerilor comerciali. Fluxurile financiare includ informații despre investițiile străine directe, investițiile de portofoliu, datoria externă, rezervele internaționale și fluxurile internaționale de venituri (Gygli, Haelg, Sturm, 2018).

Figura 3.2. arată că pentru aproape un sfert de veac (perioada 1983-1997) nivelurile globalizării comerțului și a fluxurilor financiare au fost aproximativ egale, iar apoi trendul globalizării a fost setat de fluxurile financiare.

Figura 3.2. Evoluția globalizării economice, a globalizării comerțului și a globalizării financiare, 1970-2015 (de facto)



Sursa: <https://www.kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-globalisation-index.html>

Ceea ce este alarmant, deși nu constituie o surpriză, este faptul că după criza financiară, care a adus și o reversare a globalizării economice pe ambele sale componente, deși globalizarea a revenit (nu la nivelurile de dinainte de criză), trendul pentru globalizarea comerțului este descendent, în timp ce cel financiar este ascendent.

Indicele globalizării comerțului cu bunuri și servicii, atât de jure cât și de facto, a avut același trend de reversare. Pe regiuni ale globului însă se pot observa comportamente diferite. Astfel: (i) trendul invers globalizării comerțului este cel mai accentuat în cazul regiunilor Asia de Sud și Africa Subsahariană; (ii) în regiunea Europa și Asia Centrală indicele globalizării comerțului stagnează; (iii) în regiunea America de Nord globalizarea este în extindere.

Indicele globalizării financiare a continuat să avanseze, dar mai încet, după scurta regresie determinată de criza financiară. Ca și în cazul anterior există diferențe pe regiuni. Astfel: (i) în cazul regiunilor Europa și Asia Centrală, Asia de Est și Pacific, respectiv America de Nord indicele globalizării financiare a crescut în ultima perioadă și nivelul este semnificativ superior celui total; (ii) indicele globalizării financiare pentru regiunea America Latină și Caraibe, Asia de Sud stagnează, iar pentru Africa Subsahariană crește, dar se află semnificativ sub nivelul celui total; (iii) indicele globalizării financiare pentru regiunea Orientul Mijlociu și Africa de Nord scade și se află sub nivelul celui total.

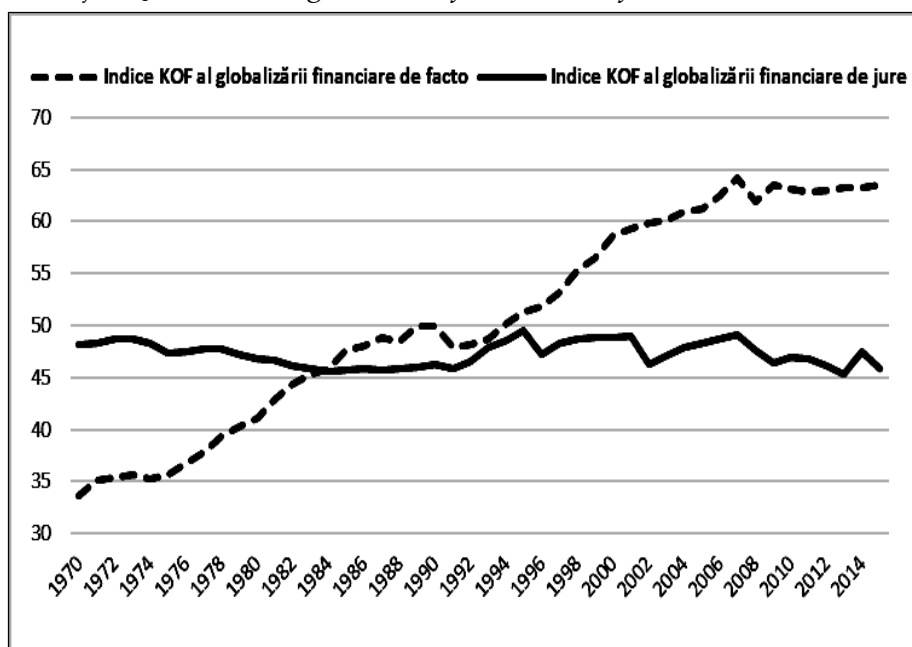
Un fapt interesant în legătură cu globalizarea financiară este că, spre deosebire, de indicele globalizării totale, globalizarea financiară de facto a fost superioară celei de jure. Aceasta înseamnă că liberalizarea de jure la nivel global, în general, a fost catalizată de extinderea trans-continentală a relațiilor financiare, chiar și atunci când acestea nu au avut un suport de reglementare/supraveghere.

Contribuția principală la evoluția indicatorului în acest fel, adică peste ceea ce este prevăzut de tratatele existente, au avut-o regiunile Asia de Est și Pacific, respectiv Asia de Sud, iar momentul care a marcat această modificare pare să se situeze în jurul anului 1984.

Indicele globalizării sociale contribuie cu o treime la calculul indicelui globalizării. Globalizarea socială (de facto) este înțeleasă prin intermediul a trei fațete ale globalizării – globalizarea interpersonală, globalizarea informațională și globalizarea culturală. Globalizarea interpersonală (de facto) este evaluată cu

ajutorul indicatorilor legați de traficul internațional de voce, transferurile (legate de posibilitatea de a călători în alte jurisdicții), turismul internațional, migrația. Globalizarea informațională este măsurată prin intermediul datelor legate de exporturile de tehnologie înaltă, numărul de studenți străini și numărul de cereri depuse pentru patente de invenții și inovații.

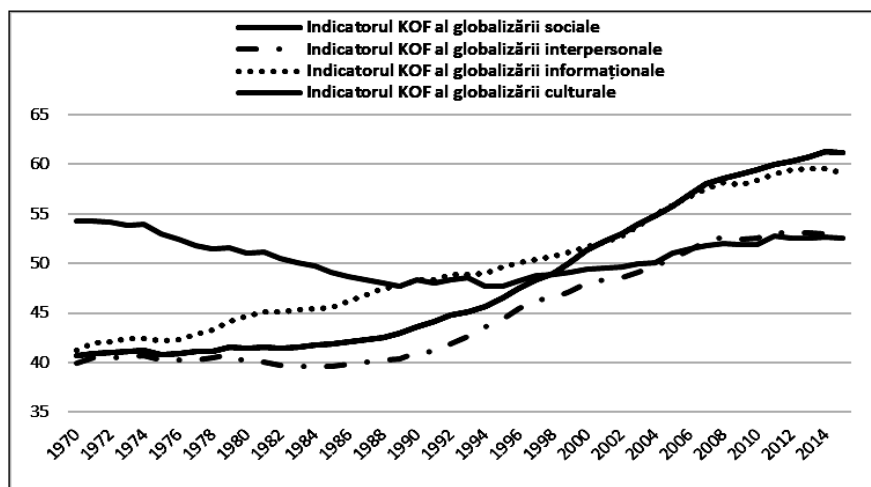
Figura 3.3. Evoluția comparativă a indicelui globalizării financiare de jure și a indicelui globalizării financiare de facto, 1975-2015



Sursa: <https://www.kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-globalisation-index.html>

Proporțiile globalizării culturale sunt stabilite în funcție de parametrii oferiți de comerțul cu bunuri culturale, comerțul cu servicii personale, numărul de cereri pentru înregistrarea de mărci, numărul de magazine aparținând unor lanțuri reprezentate la nivel mondial (ex. IKEA sau McDonald's) (Gygli, Haelg, Sturm, 2018).

Figura 3.4. Evoluția globalizării sociale, globalizării interpersonale, globalizării informaționale și globalizării culturale, 1970-2015 (de facto)



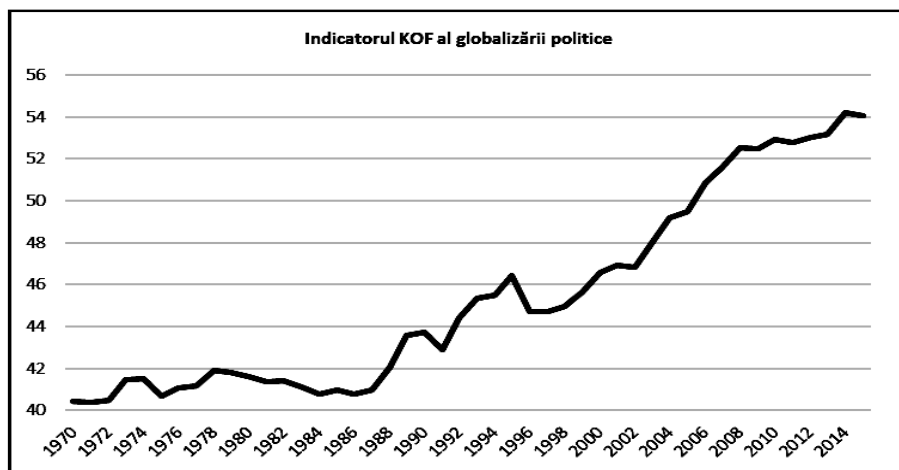
Sursa: <https://www.kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-globalisation-index.html>

Avansul globalizării sociale, așa cum arată figura de mai sus, pare să fie în special rezultatul evoluției globalizării informaționale (ceea ce nu constituie o surpriză) și al celei interpersonale. Un aspect interesant, care ar merita cercetat într-o altă lucrare, este legat de evoluția în timp a globalizării informaționale. În primul rând, indicele globalizării informaționale are o rată de creștere aproximativ la fel de mare în perioada de dinainte de extindere a utilizării internetului în toate activitățile zilnice, ca și în perioada de după manifestarea acestui fenomen. În acest caz trebuie investigată influența modului de măsurare a indicelui (componentele sale) asupra evoluției. În al doilea rând, indicele globalizării informaționale s-a plafonat și chiar pare să scadă la finalul perioadei analizate. În acest caz este necesară luarea în considerare a adecvării structurii indicelui compozit, având în vedere evoluțiile tehnologiei.

Un alt fenomen evidențiat de figura 3.4. care arată și o altă fațetă a componentei sociale a globalizării, este evoluția globalizării culturale. Astfel, acest indice a înregistrat un trend invers

globalizării în perioada 1970-1989, urmat de o stagnare în perioada 1989-1999, după care a înregistrat o creștere ușoară în perioada 1999-2008, iar ultima perioadă de măsurare (2008-2015) stagnează. Faptul semnificativ este că nivelul din 2015 al indicelui globalizării culturale este inferior celui din anul 1970. În cazul în care această problemă nu este rezultatul metodologiei cu privire la alcătuirea indicelui (structura) sau cu privire la măsurarea lui (inclusiunea tuturor surselor relevante de informație), atunci indică o percepție asupra globalizării care nu concordă cu ceea ce se întâmplă în plan economic și tehnologic.

Figura 3.5. Evoluția globalizării politice, 1970-2015 (de facto)



Sursa: <https://www.kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-globalisation-index.html>

Indicele globalizării politice (figura 3.5.) contribuie cu o treime la calculul indicelui globalizării. Globalizarea politică (de facto) este evaluată prin intermediul a trei factori: numărul de ambasade, numărul de participări la misiuni de menținere a păcii sub egida ONU, numărul de ONG-uri internaționale (Gygli, Haelg, Sturm, 2018).

Figura 3.5. arată că indicele globalizării politice s-a aflat, cu câteva excepții (1991, 1996 sau 2002), pe un trend ascendent după

anul 1987. Perioada 1978-1987 a fost caracterizată de o scădere ușoară, dar continuă a indicatorului.

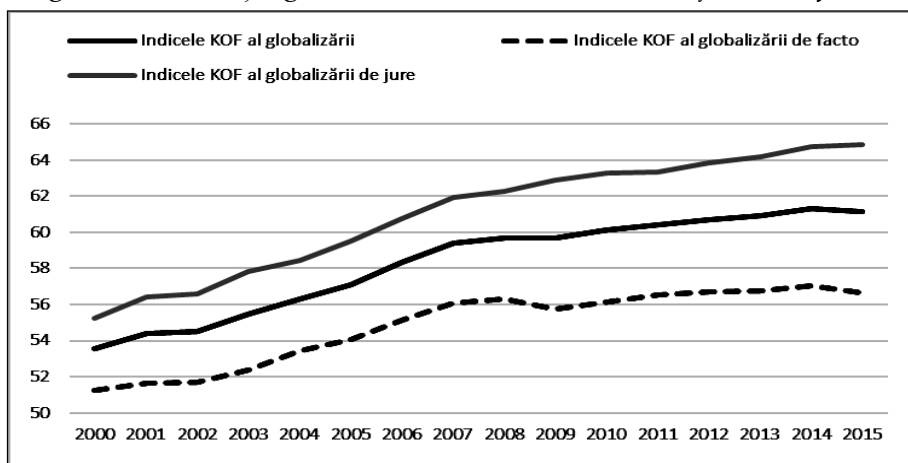
Un fapt care va trebui să fie verificat în practică este dacă inflexiunea indicatorului înregistrată în anul 2015 se va transforma într-o scădere și cât de mult va dura aceasta. Din punct de vedere regional evoluțiile la nivel global ale indicatorului în anul 2015 față de anul 2014 au fost următoarele: creștere în regiunile Asia de Est și Pacific, America Latină și Caraibe, respectiv Asia de Sud; stagnare în regiunile Europa și Asia Centrală, respectiv America de Nord; scădere în regiunile Orientul Mijlociu și Africa de Nord, respectiv Africa Subsahariană.

Ceea ce reiese din analiza evoluției globalizării, așa cum este măsurată prin indicii expuși mai sus, este că, așa cum era de așteptat, acest fenomen nu este egal răspândit, dar acest lucru nu poate împiedica adâncirea lui, în ciuda faptului că se constată o oarecare stagnare (chiar revers) în unele regiuni, care au reprezentat motorul expansiunii în anumite perioade.

La întrebarea dacă în prezent s-au atins limitele acestei intensificări a globalizării financiare se poate răspunde doar în măsura în care indicatorii măsurabili permit acest lucru. Un punct de plecare, în acest demers, îl poate reprezenta analiza evoluției indicatorilor prezentați mai sus pentru perioada de după criza financiară. Motivul pentru care acest lucru ar putea indica un trend al globalizării este faptul că acest fenomen a fost legat de adâncirea gradului de integrare financiară de dinainte de criza financiară, respectiv de limitarea accesului la finanțare în perioada care a urmat crizei. Trebuie menționat că informațiile oferite de indicatorii KOF sunt disponibile doar până în anul 2015, astfel încât analiza evoluției pentru perioada 2016-2018 este exclusă, deși ar putea oferi indicații despre direcția în care se îndreaptă globalizarea² (mai multă sau mai puțină).

² În ceea ce privește globalizarea comerțului trendul descrescător pare cert, dacă este avut în vedere războiul comercial dintre SUA și China. În cursul lunii

Figura 3.6. Evoluția globalizării, 2000-2015 (total, de jure și de facto)

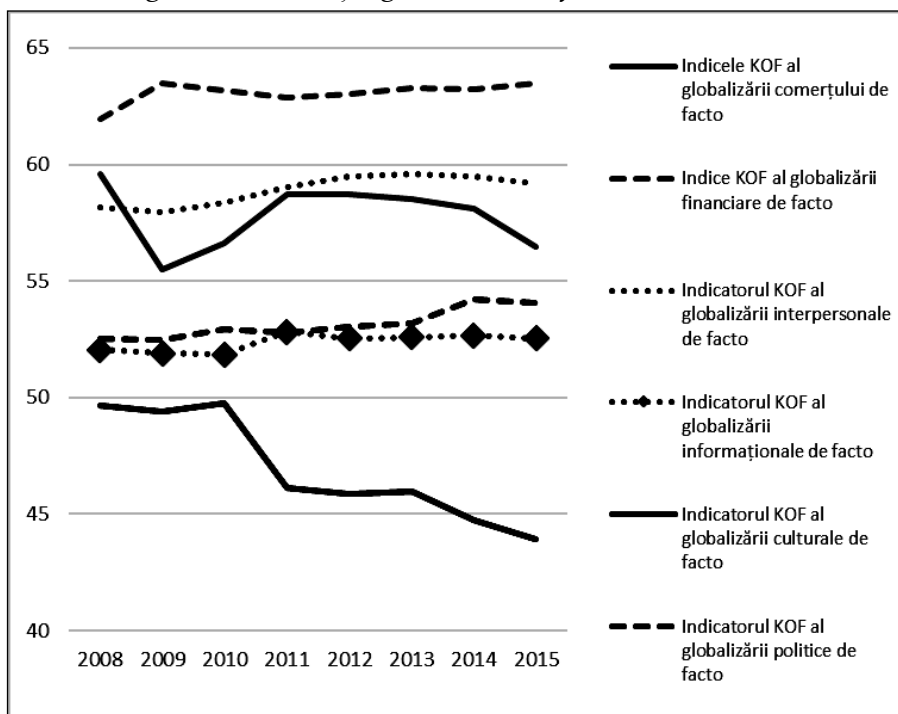


Sursa: <https://www.kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-globalisation-index.html>

În perioada 2000-2015 indicele globalizării de jure a crescut, dar este evidentă încetinirea creșterii sale după 2008. Indicele total al globalizării (figura 3.6.) a accelerat în perioada 2002-2008, a stagnat în 2008 și 2009, după care a crescut ușor, iar din 2013 a început să scadă.

septembrie 2018, Administrația Trump a anunțat că va impune noi taxe vamale pentru aproximativ 6.000 de produse (pentru produse care valorează aproximativ 200 miliarde de dolari). În cazul în care China ar alege să răspundă prin același tip de măsuri, Administrația de la Washington a amenințat că pregătește și alte taxe pentru importuri approximate la 267 miliarde dolari. Administrația Trump a mai impus în anul acesta încă două runde de taxe vamale pentru mărfurile importate din China – prima în luna iulie (pentru mărfuri importate în valoare de 34 miliarde de dolari), iar a doua în luna august (pentru mărfuri importate în valoare de 16 miliarde de dolari). După primele două runde de mărituri de taxe vamale, China a răspuns prin impunerea de taxe vamale pentru importuri din SUA însumând 50 de miliarde de dolari. China a anunțat, ca răspuns la măsura din septembrie, că pregătește măsuri contra importurilor din SUA, pentru mărfuri valorând aproximativ 60 de miliarde de dolari.

Figura 3.7. Evoluția globalizării de facto, 2008-2015



Sursa: <https://www.kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-globalisation-index.html>

În ceea ce privește indicele globalizării de facto (figura 3.7.), el a înregistrat o scădere în 2009, după care a crescut foarte ușor, iar din 2013 scade, mai mult decât indicele globalizării (total). Tendința indicatorului de facto nu este generată de decizii internaționale sau locale de ordin legal, ci de deciziile consumatorilor.

Analiza comparativă a tuturor componentelor indicelui KOF al globalizării (de facto) pentru perioada de după 2007 arată că indicele globalizării financiare nu a contribuit la scăderea indicatorului total. Există trei componente ale indicatorului globalizării de facto care au contribuit la scăderea sa în perioada 2008-2015, în ordinea descrescătoare a contribuției la diminuarea indicatorului ele fiind: globalizarea culturală, globalizarea comerțului și globalizarea interpersonală.

Cea mai mică scădere între acești trei indicatori este cea a indicatorului globalizării interpersonale, iar trendul pentru acest indicator este de stagnare. Astfel, contribuția la scăderea indicatorului globalizării (total) poate fi pusă pe seama indicatorilor legați de globalizarea comerțului, respectiv globalizarea culturală.

Indicele globalizării comerciale și-a revenit după scăderea care a urmat crizei financiare, dar după anul 2011 s-a încadrat pe un trend descendent. Indiferent de acest trend descendent, indicele globalizării comerciale la nivelul anului 2015 se situa încă peste nivelul înregistrat în punctul minim de după criza financiară (anul 2009). Probabil că pentru acest indicator o scădere semnificativă va apărea abia la nivelul anului 2018, când vor fi înregistrate rezultatele politicilor comerciale de retorsiune dintre SUA și China.

Indicele globalizării culturale pare să aibă o evoluție aparte față de ceilalți indici ai globalizării, pentru că el a intrat pe un trend descrescător încă din 2008, astfel încât criza financiară și problemele economice care au urmat nu pot fi considerate ca fiind cauza evoluției sale. Ceea ce individualizează acest indice, în comparație cu celelalte componente ale globalizării, este faptul că nivelul la care a ajuns el în anul 2015 se situează sub nivelul din anul 2000, moment în care globalizarea se afla într-o perioadă de accelerare. Este adevărat că acest indice a mai înregistrat o perioadă de scădere accelerată în perioada 1982 – 1989 (contrară celorlalte componente ale globalizării), iar nivelul indicelui din anul 2015 se situează peste minimul perioadei atins în anul 1995.

Așa cum s-a arătat mai sus, indicele globalizării culturale de facto este măsurat prin intermediul comerțului cu bunuri culturale, comerțului cu servicii personale, numărului de cereri pentru înregistrarea de mărci, numărului de magazine aparținând unor lanțuri reprezentate la nivel mondial (ex. IKEA sau McDonald's) (Gygli, Haelg, Sturm, 2018). Comerțul cu bunuri culturale se referă, conform definiției UNESCO, la acele „bunuri de consum prin care se transmit idei, simboluri și moduri de viață, așa cum sunt cărțile, revistele, produsele multimedia, software, înregistrări, filme, înregistrări video, programe audio-vizuale, meșteșuguri și modă” (UNESCO Framework for Cultural Statistics).

Se pot formula cel puțin trei ipoteze pentru explicarea evoluției indicelui globalizării culturale după 2008, însă testarea acestora nu își are locul în această carte. Prima dintre aceste ipoteze se referă la faptul că ne aflăm în fața unei probleme de statistică, în sensul în care înregistrarea statistică a tranzacțiilor cu bunuri culturale este deficitară din cauza mutării acestor tipuri de bunuri în mediul virtual. A doua ipoteză are în vedere un salt calitativ al acestor bunuri, în sensul în care bunurile culturale înregistrate prin acest indicator au fost înlocuite, pentru că tehnologia o permite, cu altele care satisfac mai bine cererea de consum. Un exemplu în acest sens este extinderea exponențială a cursurilor (majoritar gratuite) oferite pe platforme online (de tipul edX, Coursera, Udemy etc.) în detrimentul manualelor pe aceleași subiecte. A treia ipoteză explică comportamentul indicatorului globalizării culturale prin intermediul unei schimbări a percepțiilor publicului față de bunurile culturale comercializate la nivel global.

Modul în care componentele globalizării sunt integrate în indicatorul globalizării totale nu permite o analiză a cauzalității, dar ceea ce reiese din analiza datelor cu privire la indicatorii KOF ai globalizării este faptul că intensificarea globalizării poate fi împinsă de globalizarea comercială sau cea financiară (de jure și/sau de facto), dar globalizarea culturală tinde să imprime trendul pe termen lung al globalizării.

Globalizarea, deși face parte din viața cotidiană astăzi, de la faptul că este suportul comunicării până la faptul că asigură consumul de produse, nu are o definiție clară și unanim acceptată. Ceea ce este evident este că influențează deciziile zilnice și că este o sursă de incertitudine.

³ Percepția este legată de modul în care sunt interpretați stimulii externi prin intermediul memoriei, atenției, motivației, stilului cognitiv.

3.2. Spre o tehnologie digitală globală de plată?

Robert-Ionuț DOBRE

Folosirea banilor ca mijloc de plată a evoluat substanțial de-a lungul timpului, aceștia luând forme multiple: animale, plante, metale, hârtie, ajungându-se până la dematerializarea lor, prin banii electronici. Simultan, sistemele de plată au traversat mai multe faze: barter – cedarea diferitelor bunuri în schimbul cerealelor, folosirea monedelor de metal și a banilor de hârtie pentru plata bunurilor achiziționate, folosirea conturilor și a depozitelor bancare și efectuarea plăților fără numerar (prin folosirea cecurilor, cardurilor de debit, cardurilor de credit, telefoanelor mobile).

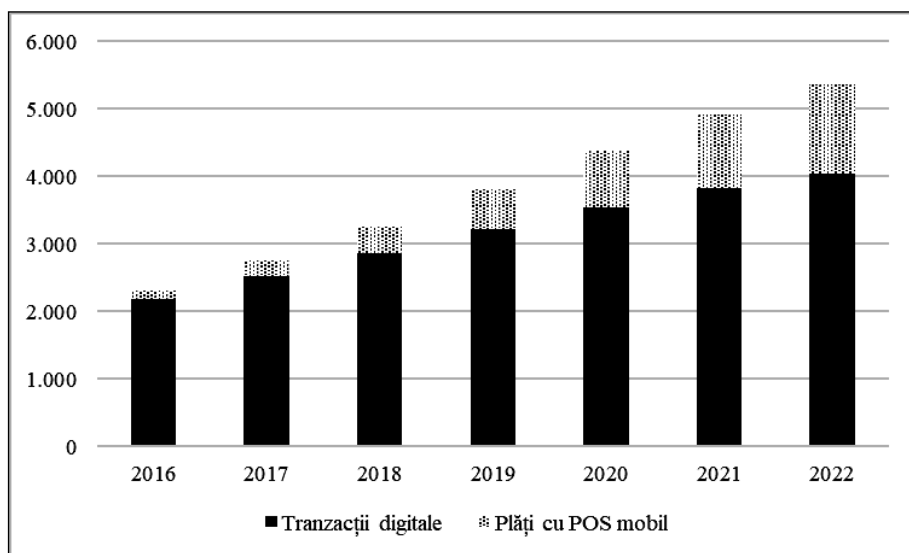
Astăzi, procesatorii sistemelor de plată pot folosi canale multiple de plată care, chiar dacă au caracteristici, reguli și mecanisme diferite de decontare, pot fi clasificate în două categorii (BIS, 2012):

Sistemul de plăți cu amănuntul este un sistem de transfer de fonduri care se ocupă, de obicei, de un volum mare de plăți relativ scăzute sub formă de cecuri, transferuri de credit, debitări directe, tranzacții de plată cu card și tranzacții de plată cu telefonul mobil [plata cu telefonul mobil este similară plății cu cardul putând fi inițiată prin intermediul unui mesaj text, a unui browser mobil de internet, a unei aplicații, a unui cod rapid de răspuns (QR code – quick response code) sau a comunicării cu un alt dispozitiv mobil prin intermediul NFC (Near Field Communication)].

Sistemul de plăți de mare valoare (LVPS – Large Value Payment System) este un sistem de transfer de fonduri care, de obicei, gestionează plăți de valoare mare și cu prioritate ridicată. Spre deosebire de sistemele de vânzare cu amănuntul, multe LVPS-uri sunt gestionate de băncile centrale, utilizând un mecanism RTGS sau echivalent.

Tranzacțiile electronice capătă o anvergură din ce în ce mai ridicată, în țările avansate depășind ca valoare tranzacțiile cu numerar. Într-o prognoză corespunzătoare perioadei 2018-2022, tranzacțiile digitale vor înregistra o creștere anuală de 13,5% (The Statistical Portal, 2018), iar cea mai importantă componentă a acestora, comerțul digital, va înregistra o valoare totală de tranzacționare de 2.873 miliarde de dolari în anul 2022 (figura 3.8.). Numărul total al persoanelor ce vor plăti prin intermediul tranzacțiilor digitale va ajunge la 4,1 miliarde (figura 3.9.), cel mai mare volum al tranzacțiilor preconizându-se a fi realizat în China: 1.040 miliarde de dolari (figura 3.10.).

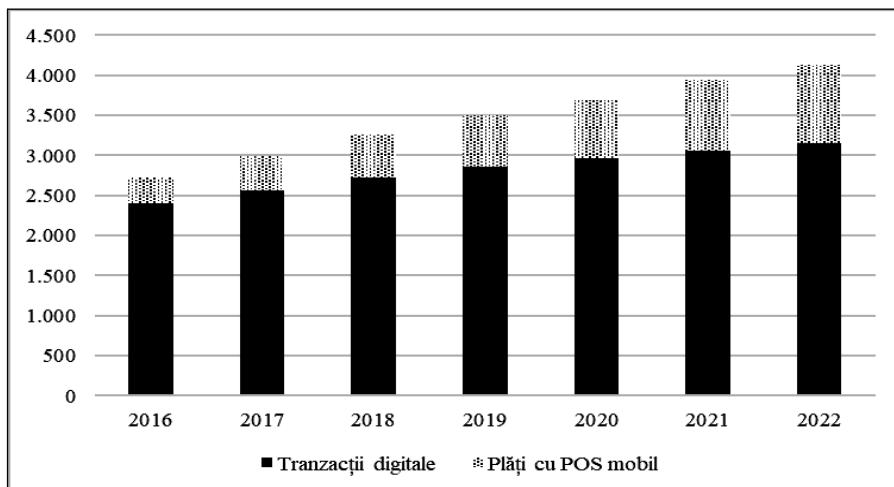
Figura 3.8. Evoluția volumului tranzacțiilor electronice¹ în perioada 2016-2022 (în miliarde USD)



Sursa: reprezentare a autorului pe baza datelor www.statista.com

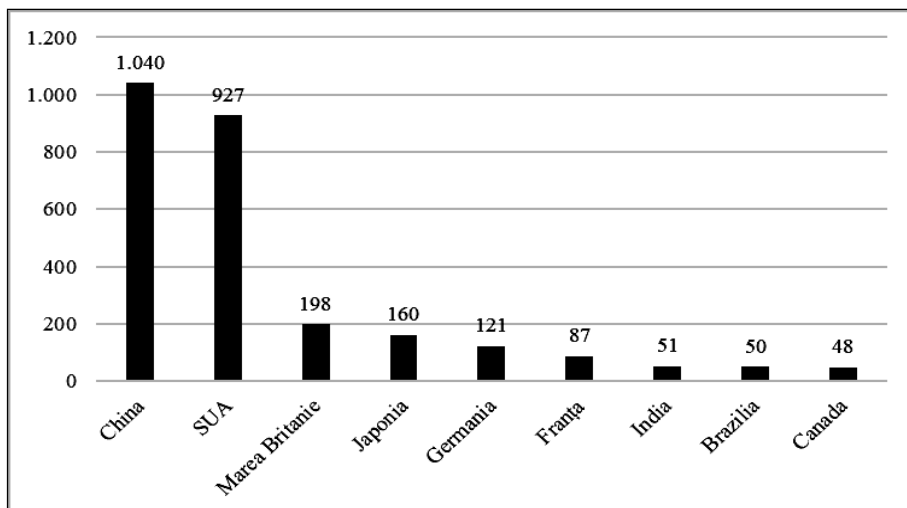
¹ O tranzacție electronică reprezintă vânzarea sau achiziționarea de bunuri sau servicii, între companii, gospodării, persoane fizice, guverne și alte organizații publice sau private, prin intermediul calculatorului, plata fiind efectuată online sau offline.

Figura 3.9. Evoluția numărului de persoane care efectuează tranzacții electronice perioada 2016-2022 (în milioane)



Sursa: reprezentare a autorului pe baza datelor www.statista.com

Figura 3.10. Evoluția volumului tranzacțiilor electronice în perioada 2016-2022 pentru principalele țări ale lumii (în miliarde USD)



Sursa: reprezentare a autorului pe baza datelor www.statista.com

Sistemele de plată evoluează într-un ritm nemaîîntâlnit, lansându-se noi tipuri de plată, noi instrumente, noi platforme și noi furnizori aproape în fiecare zi. Toate acestea concurează pentru a obține atenția consumatorului, care își dorește, probabil, o singură modalitate de a face plăți, fie ca plătește într-un magazin fizic, fie că plătește pe internet. **Schimbarea așteptărilor consumatorilor, apariția neîncetată de tehnologii noi, dezvoltarea companiilor FinTech și apariția unor reglementări noi** reprezintă motivele principale pentru care sistemele de plată trebuie să evolueze (Capgemini, 2017).

În ceea ce privește **schimbarea așteptărilor consumatorilor**, aceștia solicită din ce în ce mai mult oferte personalizate și soluții suplimentare de plată, aplicații de management al trezoreriei conturilor virtuale sau al fraudelor, procese centralizate de tranzacții bancare și de optimizare a fluxurilor de numerar la nivel de grupuri de companii etc. (Capgemini, 2017).

Din punct de vedere al **apariției unor tehnologii noi**, plățile în timp real, *aplicațiile deschise de programare a interfețelor* (API), *tehnologia blockchain*, portmoneul mobil, *inteligența artificială* și *big data* vor conduce la apariția inovațiilor în cadrul sistemelor de plată (Capgemini, 2017).

Aplicațiile deschise, API², reprezintă un pas important înainte deoarece acestea furnizează tuturor utilizatorilor interfețe standard securizate, permițându-le acestora să obțină în timp real date agregate în vederea furnizării de servicii mai performante, recomandări și soluții personalizate.

Aplicațiile API sunt construite pentru a permite băncilor să colaboreze cu parteneri externi (de exemplu, dezvoltatori de software) pentru a oferi servicii inovatoare pentru clienții retail și corporate. Deși aplicațiile sunt folosite mai mult în cadrul plăților și creditelor retail, acestea pot ajuta la integrarea multor sisteme și procese folosite de companii, precum analiza datelor de management (business intelligence), ERP-uri (Enterprise Resources Planning – sisteme integrate de gestiune a activităților dintr-o companie), aplicațiile de gestiune bancară și aplicațiile de trezorerie.

² În cea mai simplă formă a sa, API reprezintă un set standardizat de cerințe care reglementează modul în care o aplicație software poate comunica cu o alta.

Tehnologia distribuită prin intermediul *blockchain* are potențialul de a schimba complet modelul financiar de procesare a costurilor de tranzacționare, printre multiplele alte aplicații. Mai mult, aceasta permite efectuarea diverselor procesări de date să fie efectuate cu ajutorul unor sisteme de rețele distribuite sau în cloud, evitând folosirea centrelor de date costisitoare.

De asemenea, trezorerii băncilor pot verifica în timp real tranzacțiile și reconcilierile automate, determinând o scădere a costurilor. Soluțiile digitale de identificare vor îmbunătăți procesele de autentificare, autorizare și raportare, vor crește gradul de transparență al băncilor și vor constitui baza dezvoltării contractelor inteligente și a plăților transfrontaliere (Capgemini, 2017).

De altfel, multe dintre cele mai mari bănci prezente la nivel internațional (BNP Paribas, RBC, Wells Fargo) încearcă să dezvolte platforme digitale de plată pe baza tehnologiei blockchain, efectuând în acest sens teste împreună cu SWIFT pentru a realiza plăți transfrontaliere.

Apariția unor interfețe netradiționale de plată, precum asistenții de voce sau de realitate virtuală (dezvoltați de Amazon, Google, Facebook sau Apple) reprezintă provocări pentru interfețele tradiționale, chiar și pentru telefonul mobil, acestea încercând să creeze realități virtuale în care să fie dezvoltate din ce în ce mai multe funcționalități, nu doar de plăți.

În plus, în anul 2016 a fost lansată o platformă unificată (UPI – Unified Payments Interface), primul sistem gratuit de plată pentru platformele Visa, Mastercard și SWIFT, care va ajuta la integrarea ulterioară mai ușoară a diferitelor platforme. UPI dispune de o singură interfață API și oferă un model complet nou de ecosistem al industriei serviciilor financiare, devenind ceea ce reprezentanții SWIFT au denumit „o călătorie către o platformă unică de plăți”³.

De asemenea, folosirea *inteligenței artificiale* și a *big data* în cadrul băncilor a condus la apariția unui potențial imens de dezvoltare a analizei personalizate a clienților sau de implementare a automatizării în ariile de gestiune a clienților sau de detectare a fraudelor.

³ <https://gomedici.com/overview-of-the-payments-industry/>

Apariția companiilor Fintech a contribuit la o modificare structurală a modelelor de business ale băncilor, datorită costurilor reduse cu care operează acestea. Companiile Fintech concurează băncile în multe domenii printre care managementul POS-urilor, soluțiile e-commerce, decontările sau raportările. În ceea ce privește sistemele de plăți, există Fintech-uri care oferă soluții de plăți transfrontaliere mai rapide și mai ieftine, altele dezvoltând soluții mai rapide și mai ieftine pentru tranzacționarea și schimbul valutar al monedelor exotice (Capgemini, 2017). De asemenea, serviciile de plăți pentru companiile mici și mijlocii reprezintă un domeniu de dezvoltare a aplicațiilor, acestea contribuind la scăderea timpilor de tranzacționare și a costurilor acestora, precum și la creșterea nivelului transparenței.

Având în vedere faptul că mediul de afaceri astfel descris este foarte complex și provocator, autoritățile din lumea întreagă au impus o serie de **reglementări** care să protejeze utilizatorul final de eventualele probleme ce pot apărea, să stimuleze competiția dintre diverșii furnizori de servicii de plată și să micșoreze inerția din diferitele segmente ale industriei de plăți (tabelul 3.2.).

Tabelul 3.2. Principalele reglementări referitoare la sistemul de plăți introduse în lume

PSD2	Directiva PSD2 (directiva revizuită a Payment Services Directive) a intrat în vigoare la începutul anului 2016 și a avut termen de transpunere în legislațiile naționale începutul anului 2018. Această directivă reglementează mai ales activitatea altor furnizori de servicii de plăți (TPP – Third-Party Payments Providers). PSD2 își dorește să creeze standarde pentru preluarea datelor bancare pe mai multe paliere. Primul palier de standarde va trata conformitatea de bază a PSD2. Va exista și un alt doilea palier care va reglementa disputele, datoriile, respingerile și restituirile fondurilor. Al treilea palier va institui standarde pentru serviciile opționale suplimentare, palier în care băncile vor putea concura pentru furnizarea unor API mai performante și a unei game mai largi de servicii digitale pentru a obține venituri mai mari care să compenseze cheltuielile efectuate pentru conformizarea regulilor de bază ale PSD2.
------	--

Reglementări referitoare la API	În Marea Britanie, Trezoreria a impulsionat băncile pentru a oferi acces liber la datele clienților pentru dezvoltatorii de aplicații bancare înainte de intrarea în vigoare a directivei PSD2 cu scopul de a încuraja inovațiile și de a crește competiția. De asemenea, a fost recomandată crearea unui standard pentru furnizarea datelor bancare care va face posibilă transmiterea și folosirea în siguranță a acestora. Astfel, sectorul bancar britanic poate dispune de o piață complet funcțională a datelor bancare până la sfârșitul lunii martie 2019. În decembrie 2016, guvernul sud-corean a lansat o platformă care să susțină instituțiile financiare în demersul de creare a unei baze de date cu informații financiare, accesibilă prin API. Platforma va fi administrată de Korea Financial Telecommunication and Clearing Institute.
Inițiative de reducere a operațiunilor cu numerar	Consiliul European pentru Plăți (EPC) a planificat reducerea folosirii numerarului, zona unică de plată a euro (SEPA) inițiind un proiect (în noiembrie 2017) de înlocuire a ATM-urilor cu dispozitive ce permit plata cu cardul sau cu telefonul mobil
Plățile în timp real	În SUA, The Clearing House a ajuns la faza de testare a plăților în timp real în luna aprilie 2017. Sistemul astfel creat va putea accepta operațiuni de trimitere și acceptare de transferuri de credit, remiteri și informații netranzaționale în timp real. Euro Retail Payments Board (EPRB) și Consiliul European de plăți (EPC) au finalizat cadrul general de reglementare a soluțiilor de tranzaționare în timp real, aceste servicii de plată intrând în vigoare în noiembrie 2017. Casele automate de decontare vor oferi o abordare comună paneuropeană pentru tranzațiile în euro în timp real. Această abordare va aduce beneficii companiilor prin managementul armonizat al riscului, decontarea uniformă și politicile de acces liber care să faciliteze interoperabilitatea. În Japonia, sistemul de decontare Shenzin operează în timp real, dar doar în timpul orelor de tranzaționare bancară. Trecerea la un program de 24 x 7 se va face în anul 2020.
Procesarea transfrontalieră a plăților de mică valoare	Urmând inițiativele europene de creare a unui sistem de plăți paneuropene de mică valoare, în Asia a fost creată Asian Payments Network (APN) care are 11 membri (printre care China, Japonia și Australia) și care decontează tranzațiile transfrontaliere în dolari provenind de la ATM-uri, POS-uri, precum și transferurile electronice.

Securitatea plăților pe Internet	Autoritatea Bancară Europeană a publicat ghidul pentru efectuarea plăților electronice în decembrie 2014, iar termenul de implementare la nivel național a fost august 2015. Multe alte țări au implementat măsuri de securizare a plăților pe internet. Printre acestea se numără și India, a cărei bancă centrală a impus autentificarea folosind două câmpuri de siguranță pentru toate plățile cu cardul de credit și două sau trei elemente de siguranță pentru autentificarea unei tranzacții.
Securitatea plăților mobile în Uniunea Europeană	Banca Centrală Europeană și Autoritatea Bancară Europeană au formulat ghiduri de securitate pentru plățile retail, care trebuie să fie aplicabile cel mai târziu la 1 septembrie 2018, odată cu intrarea în vigoare a PSD2. Tranzacțiile fără contact mai mici de 50 de euro, precum și tranzacțiile fără card mai mici de 30 de euro vor fi exceptate de la regulile de securitate. Furnizorii de servicii de plăți (PSP) trebuie să creeze sisteme performante de autentificare pentru a asigura identificarea și trasabilitatea fiecărei interacțiuni din cadrul lanțului de tranzacții prin intermediul unor instrumente analitice.
Acreditări bancare pentru firmele FinTech	În decembrie 2016, US Treasury's Office of the Comptroller of the Currency (OCC) a anunțat că va permite companiilor Fintech care oferă credite prin intermediul platformelor online și servicii de plată prin intermediul aplicațiilor și canalelor online să ceară o acreditare federală pentru a deveni „bănci naționale cu obiective speciale”. Este de așteptat ca o astfel de inițiativă să reducă costurile de operare pentru firmele Fintech și să crească nivel de cunoaștere al autorităților în legătură cu acest domeniu. În 15 martie OCC a lansat manualul de licențiere pentru FinTech-uri care va clarifica procesul de aplicare pentru acreditare. Similar, în Europa directiva PSD2 reglementează funcționarea altor furnizori de servicii de plată care pot oferi servicii de plată la inițiativa utilizatorilor de servicii de plată (PSU). În ianuarie 2017, India Post a devenit a treia companie care a primit o licență bancară de efectuare a plăților. Este de așteptat ca noul model bancar să permită companiilor de comunicații, hipermarketurilor și altor companii să furnizeze servicii de plată pentru companiile mici și mijlocii. În mai 2016, Financial Conduct Authority (FCA) din Marea Britanie a emis un regulament care permite companiilor Fintech să ofere servicii noi, beneficiind de o reglementare mai relaxată.

Sursa: date preluate de autor din World Payments Report 2017, Capgemini

Într-un studiu realizat în 2018 (Capgemini, 2018a) au fost identificate o serie de tendințe care se pot manifesta în anii următori în cadrul sistemelor de plăți. O parte dintre acestea sunt prezentate în cele ce urmează, cu speranța că vor constitui subiecte de dezbatere și de reflecție pentru persoanele interesate din țara noastră.

Băncile devin platforme care impulsionează colaborarea. În acest mod, băncile dețin platformele care se bazează pe relația cu clienții lor, iar Fintech-urile produc servicii pe baza acestor platforme, furnizându-le comercianților, companiilor și persoanelor fizice. Acest model ajută băncile să genereze noi fluxuri de venituri, impulsionează concentrarea asupra clientului prin oferirea dreptului de a alege între furnizorii de servicii și produse. De asemenea, alte părți implicate, precum procesatorii de plăți trebuie să-și deschidă sistemele pentru competiție cu scopul de a menține interoperabilitatea și pentru a-și păstra relevanța în cadrul ecosistemului (Capgemini, 2018a).

Infrastructura globală de plăți devine mai rapidă și mai ușor de atins pentru noii jucători care vor lansa produse și servicii noi pentru clienți. Drept urmare, este de așteptat să aibă loc fuziuni și achiziții pentru a mări aria de cuprindere a firmelor de plăți și pentru a se oferi soluții personalizate. Există inițiative de standardizare și de raționalizare a sistemelor de plăți, implementarea uneia dintre acestea, Global Payments Innovation (GPI), având drept efect scăderea costurilor tranzacțiilor transfrontaliere, precum și creșterea compabilității între sistemele existente (Capgemini, 2018a).

Canalele alternative de plăți devin tot mai importante. Simultan cu creșterea numărului de telefoane inteligente la nivel global, aplicațiile de plată fără contact le dau clienților disponibilitatea de a face rapid și sigur cumpărăturile zilnice, mai ales în cazul tranzacțiilor de mică valoare. Este de așteptat ca plățile mobile, Internet of Things (IoT), casele conectate, divertismentul și media să crească semnificativ volumul tranzacțiilor fără numerar (Capgemini, 2018a).

Plățile în timp real vor deveni „noul normal” pentru companii în general. Există inițiative ale băncilor centrale din

întreaga lume care să conducă la implementarea plăților în timp real pentru a reuși să concureze entitățile nebancare și să-și poată menține cota de piață în cazul acestor produse (Capgemini, 2018a).

Automatizarea proceselor și inteligența artificială vor ajuta furnizorii de sisteme de plată **să detecteze mai ușor tentativele de fraudă**. Tentativele de fraudă pot fi identificate și analizate aproape în timp real cu ajutorul algoritmilor de data mining care pot descoperi tipare neobișnuite pe baza istoricului de tranzacționare al clienților și pe baza altor tentative de fraudă înregistrate în trecut. Aceste procese vor conduce la scăderea costurilor asociate tranzacțiilor frauduloase și la scăderea timpului și efortului descoperirii unei fraude.

Este demn de remarcat faptul că sistemele internaționale de plată nu pot fi considerate mecanisme ireversibile, chiar dacă dezvoltarea tehnologiilor digitale nu pare a avea un final previzibil. Contextul geo-politic internațional actual, precum și evoluțiile ulterioare, ne pot pune în fața unui scenariu conflictual între diverse țări sau blocuri de țări ale lumii, toate fiind participante ale actualelor sisteme de plată. Cel puțin aparent, lumea se îndreaptă către un sistem dominat de relații bilaterale, sistemele de plată putând și ele să capete un astfel de caracter, în ciuda neajunsurilor evidente ale destrucurării actualelor sisteme de plată.

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

Robert-Ionuț DOBRE

Dezvoltarea serviciilor financiare prin intermediul digitalizării și prin îmbunătățirea sistemelor de plăți conduce la deschiderea accentuată a piețelor, în timp ce probabilitatea stagnării sau scăderii fluxului din ce în ce mai ridicat al traficului transfrontalier de bani, tehnologie și informație este foarte mică. Efectul dezvoltării acestor fluxuri este creșterea globalizării. Așa cum bine se știe, globalizarea este un subiect foarte controversat, iar dezbaterile pro și contra, în ciuda condițiilor economice favorabile din ultimii ani, au o intensitate din ce în ce mai mare.

Unii analiști susțin că este aproape inevitabil ca bogații să devină mai bogați, iar săracii mai săraci. De asemenea, în timp ce standardele globale de viață la nivel mondial au crescut în general, pe măsură ce industrializarea a pătruns și în țările subdezvoltate, în țările dezvoltate nivelul minim de trai a stagnat. Astăzi, decalajul dintre țările bogate și cele sărace se extinde, la fel ca și decalajul dintre bogații și săracii aflați între granițele unei anumite țări.

Un alt rezultat al globalizării îl constituie omogenizarea produselor și serviciilor la nivel global, contactul și schimbul între culturi făcându-le din ce în ce mai asemănătoare. Din punct de vedere al piețelor financiare, apariția anumitor probleme locale face ca acestea să se transmită foarte ușor la nivel internațional, așa cum, de exemplu, criza datoriilor suverane din țările periferice Zonei Euro a condus la declanșarea unei crize la nivel european.

În opinia noastră, pe termen mediu și lung abaterea de la tendința actuală de globalizare este probabil să nu fie

semnificativă, chiar dacă vor mai apărea demersuri izolaționiste. Externalizarea masivă a locurilor de muncă din SUA care a început cu decenii în urmă va continua și în deceniile următoare, mai mult, o parte din activitățile considerate înalt calificate până acum vor fi și ele externalizate sau înlocuite de algoritmi.

De frica și angosta generate de incertitudinile aduse de globalizare profită politicienii populiști care îi amăgesc pe votanți că se poate restabili status-quo-ul din anii de glorie ai națiunilor lor, indiferent care au fost acei ani de glorie și indiferent dacă respectivii ani au fost cu adevărat glorioși sau nu. Memoria colectivă este slabă, iar nevoile primare dominante. Astfel, s-a ajuns în situația greu de anticipat în care eforturile de zeci de ani de constituire a Organizației Mondiale a Comerțului, de semnare a numeroaselor tratate comerciale multilaterale să fie neantizate de anumite persoane în goana lor după voturi și putere.

În acest capitol vom încerca să demonstrăm faptul că protecționismul, izolaționismul, precum și implementarea tacticilor de gherilă din domeniul afacerilor în relațiile internaționale sunt contraproductive.

În primul rând, dezvoltarea tehnologică poate conduce la eliminarea multor etape în demersul țărilor subdezvoltate de a oferi o viață mai bună cetățenilor acestora. De exemplu, utilizarea serviciilor financiare digitale (serviciile bancare mobile, cardurile de debit și de credit etc.) conduce la creșterea incluziunii financiare, la îmbunătățirea procesului de educație a populației și, astfel, la reducerea sărăciei.

Un studiu realizat în Kenya a constatat că accesul la serviciile de telefonie mobilă a adus mari beneficii, în special femeilor, ajutându-le pe cele întreținătoare de gospodării să își sporească economiile cu mai mult de o cincime; mai mult, a permis unui număr de aproximativ 185.000 de femei să părăsească munca în agricultură și să desfășoare activități comerciale sau de producție; în sfârșit, accesul la serviciile de telefonie mobilă a contribuit la reducerea sărăciei extreme în rândul gospodăriilor conduse de femei cu 22% (World Bank Group, 2017).

Folosirea serviciilor financiare digitale poate ajuta oamenii să își administreze mai bine riscurile financiare – prin obținerea, în caz de necesitate, de bani de la prietenii sau rudele aflate la distanță. Într-un studiu efectuat în Nigeria s-a observat faptul că, atunci când a intervenit un eveniment neprevăzut care a condus la scăderea veniturilor familiei, persoanele deținătoare de telefoane mobile nu au redus cheltuielile gospodăriilor, în timp ce persoanele care nu dețineau un telefon mobil și-au redus nivelul achizițiilor de produse alimentare și de alte articole cu 7-10%. În plus, serviciile financiare digitale pot reduce costul încasării banilor. În cadrul unui program pilot realizat în decursul unei perioade de cinci luni în Niger, schimbarea modalității de plată a beneficiilor sociale (din numerar în plată electronică către un cont gestionat prin telefonul mobil) a condus la reducerea lunară cu 20 de ore a timpului necesar obținerii acestor bani (călătoria și așteptatul la coadă) (World Bank Group, 2017).

De asemenea, serviciile financiare digitale pot ajuta oamenii să acumuleze economii și să crească cheltuielile în funcție de necesitate. După ce și-au deschis conturi de economii, vânzătorii ambulanți din Kenia înscriși în cadrul unui program de cercetare au economisit mai mult și au investit cu 60% mai mult în afacerile lor. Gospodăriile conduse de femei în Nepal au cheltuit cu 15% mai mult pe alimente nutritive (carne și pește) și cu 20% mai mult pe educație după ce li s-au deschis gratuit conturi de economii. Și fermierii din Malawi care și-au depus câștigurile în conturi de economii, au cheltuit cu 13% mai mult pe utilaje agricole și au crescut valorile culturilor cu 15% (World Bank Group, 2017).

Pentru guverne, trecerea de la numerar la plăți digitale poate conduce la reducerea corupției și îmbunătățirea eficienței. În India, scurgerile de fonduri pentru plățile de pensii au scăzut cu 47% (2,8% din valoarea totală a pensiilor) la efectuarea plăților prin intermediul cardurilor biometrice inteligente, care au înlocuit plata în numerar. În Niger, distribuirea transferurilor sociale prin intermediul telefoanelor mobile a redus costul variabil de administrare a acestor fonduri cu 20% (World Bank Group, 2017).

În al doilea rând, rareori efectele creșterii nivelului protecționismului sunt cele scontate de promotorii săi, de cele mai

multe ori efectele pozitive având o perioadă scurtă de manifestare.

Pentru a observa efectele protecționismului asupra economiei americane și mondiale, precum și asupra sistemului multilateral de comerț [mai ales Acordul General pentru Tarife și Comerț (GATT) și succesorul său, OMC], o perioadă propice este cea a anilor 1980, în care Statele Unite au trecut printr-o recesiune și s-au confruntat cu o concurență acerbă din partea Japoniei, similară celei de astăzi din partea Chinei.

În această perioadă, volumul importurilor supuse taxelor vamale a crescut de la 8% în anul 1975 la 12% în 1980 și a ajuns la 21% în anul 1984 (Irving, 2017, p. 574), pentru prima dată de la cel de-al Doilea Război Mondial, Statele Unite introducând mai multe restricții decât au eliminat. Principalele industrii afectate de concurența străină pentru care au fost introduse măsuri protecționiste au fost industria auto, cea siderurgică și cea textilă.

În industria auto, administrația Reagan a negociat cu Japonia (în anul 1981) pentru a reduce exporturile de autoturisme japoneze la 1,68 milioane anual, cu 8% mai puțin decât în anul 1980 (Irwin, 2017, p. 577). Restricția de export a fost valabilă din aprilie 1981 până în martie 1984, fiind apoi prelungită pentru încă 4 ani, plafonul maxim de autoturisme exportate fiind stabilit la valoarea de 1,85 milioane.

În ceea ce privește industria siderurgică, în ianuarie 1982, s-a perfectat un acord cu Comunitatea Economică Europeană (CEE) prin care se plafona nivelul exporturilor companiilor din CEE la valoarea de 5,5% (la nivel cantitativ) din piața SUA pentru unsprezece categorii de produse (Irwin, 2017, p. 580). Un acord similar s-a semnat și cu Japonia care și-a plafonat exporturile la o valoare cuprinsă între 5% și 6,5% din piața SUA, în funcție de produsul exportat. De asemenea, până la sfârșitul anului 1985 au avut loc negocieri cu alte aproximativ 50 de țări și au fost încheiate acorduri care reglementau în jur de 80% din volumul importurilor de oțel pentru o perioadă de aproximativ 4 ani.

În industria textilă s-a ajuns la acorduri cu țările în curs de dezvoltare (printre care Brazilia, Mexic și Coreea de Sud) prin

care creșterea anuală a volumului exporturilor acestor țări în SUA a scăzut de la 6% la 2% (Irwin, 2017, p. 582). Aceste acorduri au fost extinse, până în anul 1985 ajungându-se la un număr record de 31 de țări exportatoare de produse textile cu care s-au încheiat astfel de acorduri.

A avut implementarea acestor restricții comerciale efectul scontat? A ajutat protecționismul la revitalizarea industriilor protejate? Acestea sunt întrebările la care economiștii au încercat să caute răspunsuri după implementarea acestor restricții, prin producerea unor estimări cantitative ale impactului lor. Pentru prima dată decidenții politici au putut vedea calcule explicite ale costurilor și beneficiilor aplicării unor măsuri protecționiste pentru protejarea industriilor naționale.

Iar răspunsurile au fost, în aproape toate cazurile, neașteptate: costurile unor astfel de restricții (suportate de consumatori și de industriile din aval față de cele protejate) au depășit câștigurile obținute de industriile protejate (Irwin, 2017, p. 589). De exemplu, De Melo și Tarr (1992, p. 199) au ajuns la concluzia că toate restricțiile comerciale majore impuse de SUA în 1986 au condus la o pierdere netă de 26 miliarde USD (aprox. 0,7% din PIB), 21 de miliarde fiind cauzate de restricțiile impuse importurilor de textile, automobile și oțel.

Studiile au mai arătat că prin protecționism s-a reușit păstrarea slujbelor din domeniile în care se plăteau cele mai mici salarii (având o calificare profesională redusă) în dauna slujbelor mai bine plătite din domenii înalt tehnologizate (Irwin, 2017, p. 591).

După ce a analizat studiile referitoare la impactul protecționismului asupra industriilor protejate, Biroul pentru Buget al Congresului (CBO) a declarat (Irwin, 2017, p. 592): „deoarece costurile suplimentare impuse consumatorilor sunt toate mai ridicate decât media câștigurilor anuale ale muncitorilor... ar fi, în general, mai eficient pentru guvern să permită dispariția acestor slujbe și să compenseze orice muncitor concediat care nu-și poate găsi o slujbă echivalentă”.

Mai mult, într-un raport intitulat „A revitalizat protecționismul industriile locale?” (CBO, 1986, p. 101), același Birou a concluzionat că „restricțiile comerciale au eșuat în a-și îndeplini principalul obiectiv, acela de creștere a competitivității internaționale a industriilor relevante”.

Din punctul nostru de vedere, escaladarea tensiunilor comerciale între Statele Unite și cei mai importanți parteneri comerciali, atât UE, cât și China, va conduce la destructurarea sistemului multilateral existent, la scăderea volumului comerțului internațional și, foarte posibil, așa cum avertizează numeroase studii, la declanșarea unor crize economice. De exemplu, într-un studiu recent publicat de Banca Mondială se subliniază efectul creșterii generale a taxelor la nivel mondial care „ar avea consecințe negative majore pentru comerțul și activitatea globală. Escaladarea taxelor vamale până la limitele maxim admise de tratatele în vigoare ar putea conduce la o scădere a comerțului mondial cu până 9%, o valoare similară celei înregistrate în timpul crizei din 2008-2009” (World Bank, 2018).

Soluția pentru ieșirea din acest impas major este, în opinia noastră, cooperarea internațională împotriva acestor practici prin includerea în acordurile multilaterale și în documentele OMC a măsurilor de combatere a practicilor neloiale. Revenirea Statelor Unite în cadrul negocierilor tratatului TPP și semnarea unui nou acord în privința NAFTA sunt de dorit.

Nu trebuie neglijate nici măsurile tip represalii anunțate de SUA în 22 martie 2018, care și-au dovedit eficiența la sfârșitul anilor 1980 când sancțiunile impuse împotriva Japoniei și Comunității Economice Europene (având scopul declarat de a fi temporare) de către președintele Reagan (Irwin, 2017, pp. 609-610) au condus la implementarea unor reguli mai clare și mai puternice în cadrul GATT și OMC și la îmbunătățirea sistemului comercial internațional.

Astfel, discursul președintelui Reagan ținut în fața unor importanți oameni politici și de de afaceri pare a avea aceeași valoare ca acum 33 de ani (Reagan, 1985): „pentru a face funcțional sistemul comercial internațional, toți trebuie să respecte regulile. Toți trebuie să lucreze pentru a garanta piețele libere.

Mai presus de toate, comerțul liber este, prin definiție, comerț cinstit. Atunci când piețele interne sunt închise exporturilor altora, nu mai este comerț cinstit. Atunci când guvernele subvenționează producătorii și fermierii lor, astfel încât să vândă mai ieftin bunurile pe alte piețe, nu mai este comerț liber. Când guvernele permit contrafacerea sau copierea produselor americane, ne fură viitorul și nu mai este comerț liber. Atunci când guvernele îi ajută pe exportatori în moduri care încalcă legile internaționale, atunci jocul nu mai este corect și nu mai există comerț liber. Când guvernele subvenționează industriile pentru a obține un avantaj comercial și a scădea costurile, pentru a impune poveri suplimentare concurenților, atunci nu mai există comerț liber.” Prin urmare, un pas firesc este de a „lua toate măsurile necesare pentru a ne proteja drepturile și interesele în cadrul comerțului internațional în conformitate cu legile noastre și reglementările GATT până când celelalte națiuni își vor respecta obligațiile și acordurile comerciale încheiate cu noi”.

3.4. Ordinea economică mondială la orizontul 2030

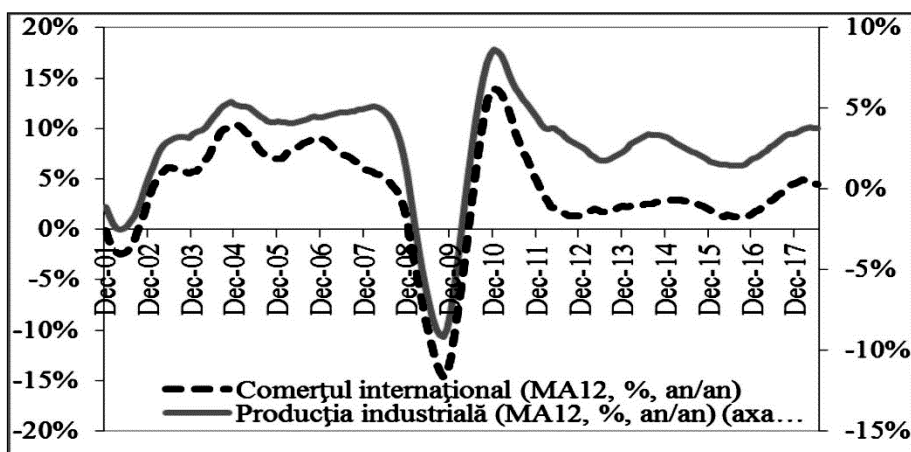
Andrei RĂDULESCU

Finalul unui deceniu constituie un moment oportun pentru realizarea bilanțului, dar și pentru a creiona scenarii privind evoluția economiei mondiale în următorii 10 ani.

Privind retrospectiv, se poate spune că actualul deceniu a fost dominat de resimțirea valurilor Marii Recesiuni, cea mai severă criză economico-financiară globală de după Al Doilea Război Mondial, o criză simetrică cu impact asimetric.

Din perspectiva economiei reale, al doilea deceniu al secolului XXI s-a caracterizat printr-o dinamică lentă a comerțului internațional și investițiilor productive (după cum se poate vedea în figura 3.11), prin resimțirea impactului Revoluției Digitale (un fenomen gradual, care contribuie la intensificarea globalizării), dar și prin reapariția protecționismului (spre exemplu, politica Administrației Trump, axată pe principiul “*America first*”) și populismului (îndeosebi în țările din Uniunea Europeană, regiune care s-a confruntat cu două valuri ale crizei).

Figura 3.11. Comerțul internațional vs. producția industrială globală (MA12, %, an/an)



Sursa: Bloomberg

În ceea ce privește dimensiunea financiară a economiei, a fost un deceniu dominat de presiuni inflaționiste reduse și divergențe de politică monetară, care au condus la intensificarea confruntării valutare, niveluri minime istorice ale costurilor de finanțare, precum și diferențe importante în ceea ce privește primele de risc. De asemenea, a fost deceniul internaționalizării yuan-ului, dezvoltării fintech și emergenței cripto-monedelor, dar și al unor recorduri pe piețele de acțiuni (spre exemplu, în 2017 indicele bursier Dow Jones din Statele Unite a înregistrat peste 70 maxime istorice).

Impactul puternic al crizei la nivelul investițiilor și al pieței forței de muncă a determinat implementarea unor măsuri de politică economică de susținere a cererii agregate, fără precedent ca dimensiune, în majoritatea blocurilor economice ale lumii.

Se evidențiază deciziile din sfera politicii monetare, începând cu Statele Unite, unde Rezerva Federală a implementat trei programe non-standard de cumpărare de active, menite să contribuie la reducerea costurilor de finanțare și relansarea creditării. Totodată, sub bagheta Președintelui Bernanke (un specialist în Marea Depresiune) prima economie a lumii a reușit să evite criza de proporții din anii 1930.

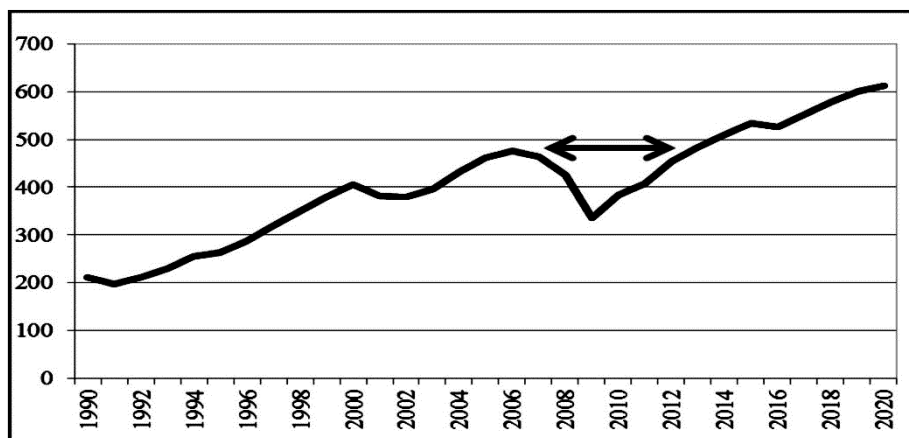
Măsuri similare au fost implementate și pe continentul european, însă cu un decalaj de câțiva ani, Banca Centrală Europeană (BCE) îndeplinind rolul de împrumutător de ultimă instanță, într-o perioadă în care atacurile speculative ale piețelor financiare au atins un nivel fără precedent, alimentând percepția riscului de destrămare a regiunii (dată fiind imposibilitatea ajustării macroeconomice în țările cu îndatorate într-o monedă pe care nu o controlau).

Analiza evoluțiilor macro-financiare din principalele blocuri economice ale lumii evidențiază performanța Statelor Unite (prima economie a lumii, cu o pondere de aproximativ 25% din PIB-ul mondial). Implementarea unui mix de politici economice caracterizat prin relaxare monetară și fiscal-bugetară fără precedent și reforme în sfera bancară a contribuit la ieșirea din criză începând cu vara anului 2009.

Cu toate acestea, economia SUA a avut nevoie de 7 ani pentru ca formarea brută de capital fix să revină la nivelul pre-criză (după cum se poate observa în figura 3.12), dat fiind gradul de prudență din sfera companiilor, dar și perioada de ajustare din sectorul bancar.

În prezent, PIB-ul nominal se situează la peste 20.000 de miliarde de dolari, cu aproximativ 40% peste nivelul din 2008, iar numărul de locuri de muncă este cu 10,7 milioane mai ridicat față de momentul incidenței Marii Recesiuni. De asemenea, în ultimele trimestre, prima economie a lumii a evoluat la un ritm peste potențial, pe fondul resimțirii impulsului fiscal-bugetar, date fiind reformele semnate de Președintele Trump la final de 2017. De asemenea, China a avut o performanță macroeconomică notabilă în acest deceniu, PIB-ul nominal crescând de aproximativ trei ori între 2008 și 2017, conform datelor Fondului Monetar Internațional. Ritmul real de creștere economică în perioada 2010-2017 s-a situat la aproximativ 8% pe an, de patru ori mai ridicat față de nivelul din Statele Unite, ceea ce a contribuit la reducerea decalajului dintre cele două economii. În prezent, PIB-ul Chinei reprezintă peste 60% din PIB-ul SUA, o pondere de aproape trei ori mai ridicată față de nivelul din 2007.

Figura 3.11. Formarea brută de capital fix în SUA (indice)

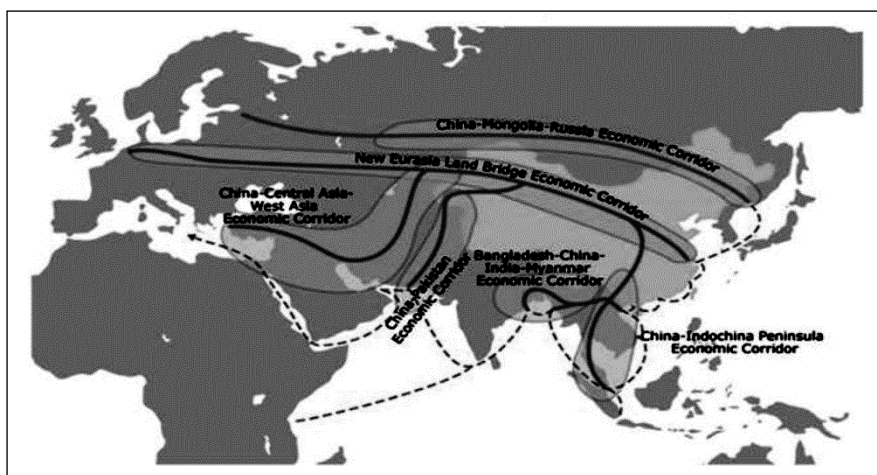


Sursa: Departamentul Comerțului din SUA, previziunile autorului pentru perioada 2018-2020

Subliniem faptul că în China s-au implementat o serie de măsuri pentru susținerea cererii agregate pe termen scurt, precum și reforme structurale, menite să contribuie la contracararea tendinței de decelerare a dinamicii PIB"-ului potențial.

Menționăm în acest context inițiativa *One Belt, One Road* (OBOR), lansată de Președintele Chinei la Universitatea Nazarbayev¹ din Kazahstan în septembrie 2013. Proiectul cu investiții estimate la peste 4 trilioane dolari până în 2050 vizează conectarea Chinei la Asia, Europa și Africa (o zonă cu 65 de țări, reprezentând 62% din populația lumii și 40% din PIB-ul mondial), după cum se poate observa în figura 3.12.

Figura 3.12. Coridoarele economice din cadrul inițiativei OBOR



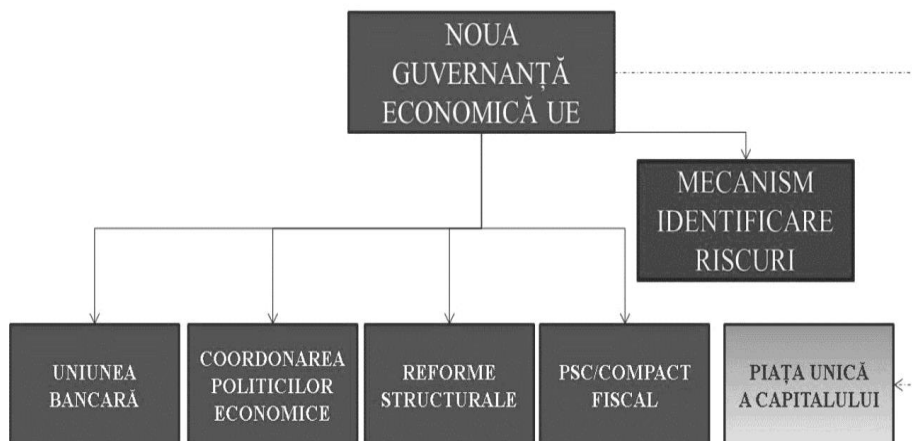
Sursa: VisualCapitalist, <http://www.visualcapitalist.com/ambitious-infrastructure-megaproject/>

Pe de altă parte, Zona Euro a fost cea mai afectată regiune de valurile Marii Recesiuni. Blocul economic european a reușit să intre în ciclul economic post-criză abia în toamna anului 2013, doar în urma implementării unor ample reforme structurale,

¹ http://www.fmprc.gov.cn/mfa_eng/topics_665678/xjpfwzysiesgjtfhshzzfh_665686/t1076334.shtml

menite să consolideze construcția imperfectă. Aceste măsuri (greu de imaginat a fi implementate fie în 1999, fie la momentul incidenței Marii Recesiuni) sunt cuprinse în așa numita Noua Guvernanță Economică Europeană (sintetizată în figura 3.13.).

Figura 3.13. Noua Guvernanță Economică Europeană



Sursa: schemă realizată pe baza deciziilor de Guvernanță Economică implementate în UE după 2008

La final de 2018 economia mondială se află în faza de maturitate a acestui ciclu economic post-criză, confruntându-se cu o serie de provocări pe termen scurt, care ar putea precipita incidența următoarei crize ciclice.

Pe de o parte, intensificarea tensiunilor comerciale dintre principalele blocuri economice ale lumii se resimte deja în sfera industriei prelucrătoare, motorul economiei mondiale.

Pe de altă parte, în ultimele trimestre am asistat la o creștere graduală a costurilor de finanțare în plan global, pe fondul ciclului monetar post-criză din Statele Unite (în implementare de către FED începând cu finalul anului 2015).

De asemenea, gradul de îndatorare se menține ridicat în plan global, economiile emergente și în dezvoltare se confruntă cu provocări din sfera echilibrului macroeconomic, volatilitatea din piețele financiare internaționale s-a intensificat în ultimele

trimestre, iar provocările de ordin geo-politic s-au acumulat toți acești factori având impact asupra climatului investițional.

Nu în ultimul rând, arhitectura financiară mondială nu pare să fie actualizată la provocările determinate de Revoluția Digitală și de schimbările structurale cu care se confruntă principalele blocuri economice, ceea ce exprimă faptul că am putea asista la o reformă în viitorul apropiat.

În acest context, exercițiul de previziune a principalelor evoluții macro-financiare globale din deceniul următor este unul extrem de dificil. Cel mult se poate creiona un așa numit scenariu central pe baza informațiilor cunoscute în prezent, utilizând tehnici econometrice standard.

De altfel, în cadrul Simpozionului anual pe teme de politică monetară organizat de Rezerva Federală districtul Kansas la Jackson Hole, Președintele instituției (dl. Jerome Powell)² a subliniat în 2018 faptul că previziunile realizate pe bază de modelare econometrică prezintă o serie de limite, subliniind faptul că băncile centrale trebuie să coroboreze permanente aceste prognoze cu realitate.

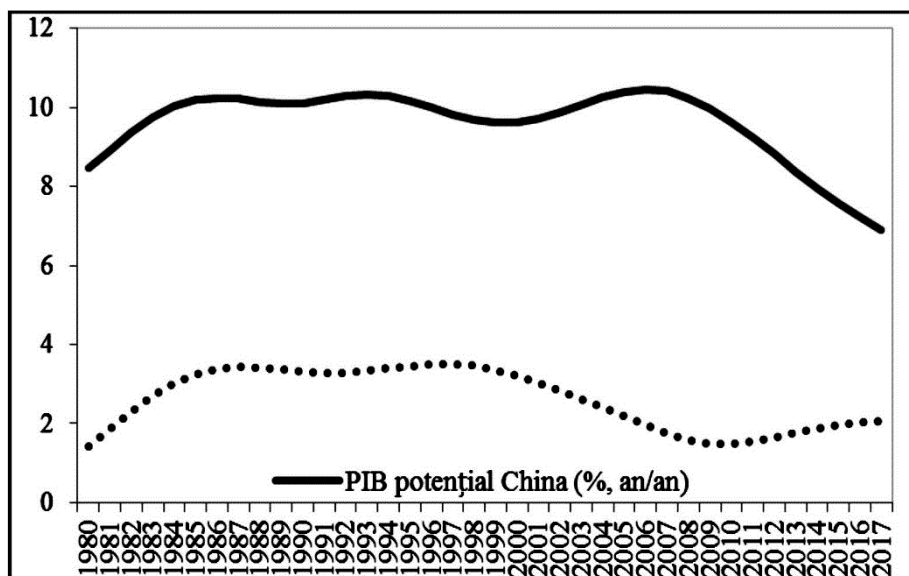
De asemenea, într-un interviu recent, dl. Bill Gates (fondator Microsoft) a subliniat faptul că modelele econometrice actuale sunt învechite, recomandând dezvoltarea unor noi modele care să încorporeze impactul avansului tehnologic.

Cu toate acestea, utilizând modele econometrice standard pentru a estima dinamica PIB potențial și încorporând evoluțiile macro-financiare din perioada recentă considerăm că este ridicată probabilitatea ca până la final de 2030 China să devină prima economie a lumii din perspectiva PIB-ului nominal.

În acest context, subliniem faptul că am estimat econometric acest indicator utilizând filtrul econometric Hodrick-Prescott și baza de date a Fondului Monetar Internațional (FMI), iar rezultatele sunt sintetizate în figura 3.14.

Figura 3.14. Dinamica PIB potențial în SUA și China (% , an/an)

² <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20180824a.htm>



Sursa: estimări econometrice ale autorului

Considerăm că intensificarea tensiunilor comerciale dintre principalele blocuri economice ale lumii, care are la bază politica Administrației SUA nu este durabilă. Istoria economică demonstrează că perioadele în care s-au implementat măsuri restrictive în calea fluxurilor comerciale internaționale nu au fost îndelungate, globalizarea triumfând. Acest scenariu este susținut și de Revoluția Digitală.

Ascensiunea economică a Chinei este susținută atât de reformele menite să redinamizeze cererea internă, precum și de amplul proces investițional în cadrul OBOR (în perioada 2013-2017 s-au raportat investiții implementate sau în derulare în volum de 900 miliarde dolari³).

Atragem însă atenția cu privire la faptul că dezvoltarea durabilă a Chinei și consolidarea poziției de lider al economiei mondiale la orizontul 2030 sunt dependente de intensificarea

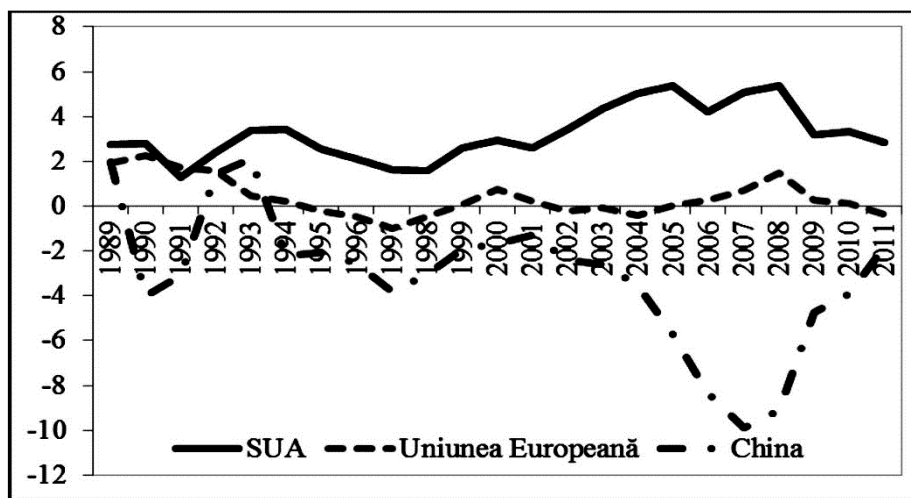
³ <https://www.ebrd.com/what-we-do/belt-and-road/overview.html>

reformelor structurale, inclusiv în direcția dezvoltării pieței de capital.

În cadrul acestei confruntări economice SUA-China, am putea privi Uniunea Europeană ca un epicentru al balanței între primele două economii ale lumii. De altfel, dacă considerăm binomul investiții-economisire, se poate observa că Uniunea Europeană a fost punctul de echilibru între excesul de investiții din SUA și excesul de economisire din China în ultimul deceniu al secolului trecut și primul deceniu al veacului curent, după cum se poate observa în graficul 6.

Rolul global al Uniunii Europene pe termen mediu și lung este dependent de continuarea reformelor structurale, de consolidarea procesului de convergență intra-regională și de lansarea proiectelor ambițioase, îndelung amânate, privind Uniunea Fiscal-Bugetară și Uniunea Politică, în absența cărora regiunea (îndeosebi Zona Euro, o Uniune Monetară incompletă) va continua să fie supusă factorilor de risc (inclusiv presiunile exercitate de piețele financiare).

Figura 3.15. Evoluția diferențialului investiții – economisire (% PIB) în SUA, UE și China



Sursa: calculele autorului pe baza datelor Fondului Monetar Internațional (FMI)

În ceea ce privește economia SUA perspectivele pe termen mediu și lung (prin prisma rolului în sfera economiei mondiale) sunt dependente de regândirea modelului de creștere economică, de implementarea unei politici economice diferită de cea actuală, axată pe echilibru macroeconomic, deschidere comercială și susținerea expansiunii companiilor americane în exterior.

Acest scenariu se înscrie în linie cu teoriile privind apusul dominanței Occidentului (pentru prima oară din secolul al XV-lea) și conturarea unei lumi multipolare, în care pe lângă SUA și aliații săi (Marea Britanie, Franța, Germania și Japonia) se dezvoltă China, India, Brazilia și Rusia.

Deși se poate ușor afirma că asistăm la dezocidentalizarea lumii și emergența Chinei ca prima putere economică a secolului XXI, atragem atenția cu privire la faptul că viitorul economiei mondiale depinde foarte mult de derularea unor negocieri permanente între principalele blocuri economice, dar mai ales de implementarea rezultatelor acestora.

În acest context, subliniem faptul că la nivelul G-20 au fost emise permanent (în ultimii ani) recomandări de politică economică pentru principalele economii ale lumii, însă, cu foarte puține excepții, acestea nu au fost implementate în realitate.

În încheiere, considerăm că deceniul următor va fi unul al reformelor structurale, al unei mai bune coordonări a măsurilor care se implementează în urma negocierilor bi și multilaterale, al regândirii politicilor din cadrul „Washington consensus”, al redinamizării rolului Organizației Mondiale a Comerțului, al acordării unei atenții mai mari modificărilor climatice și al continuării revoluției tehnologice.

Nu în ultimul rând, putem spune că modelul economiei colaborative (bazată pe utilizarea în comun de bunuri și servicii prin intermediul platformelor digitale) va domina deceniul următor, cu impact pozitiv în ceea ce privește eficiența alocării resurselor, dar și la nivelul indicatorilor de dezvoltare umană.

Referințe bibliografice

- Adrian, Tobias (2017), *Assessing Global Financial Stability*, disponibil la <https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/10/27/sp-102717-assessing-global-financial-stability>.
- Ankersmit, Frank (2017), *Representative democracy and populism*, Clingendael Spectator 3 – 2017 (vol.71) – Item 4 of 7, documentul poate fi consultat aici: <https://www.clingendael.org/pub/2017/3/representative-democracy-and-populism/>.
- Arthur, Charles (2017), *Internet regulation: is it time to rein in the tech giants?*, The Guardian, 2 iulie 2017. Articolul poate fi accesat aici: <https://www.theguardian.com/technology/2017/jul/02/is-it-time-to-rein-in-the-power-of-the-internet-regulation>.
- Autonomous (2018), *Machine intelligence & augmented finance*. Documentul poate fi consultat aici <https://next.autonomous.com/augmented-finance-machine-intelligence/>;
- Banca Centrală Europeană (BCE) 2005, *“Indicators of financial integration in the euro area”*. Articolul poate fi accesat aici: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/indicatorsfinancialintegration200509en.pdf>;
- Bak, C., Bhattacharya, A., Edenhofer, O., Knopf, B. (2017), *Toward a Comprehensive Approach to Climate Policy, Sustainable Infrastructure and Finance*, Centre for International Governance Innovation, Policy Brief No. 106, disponibil la adresa: http://atoc.colorado.edu/~whan/ATOC4800_5000/Materials/Climate_policy.pdf;
- Bank for International Settlements (BIS) (2012), *Principles for financial market infrastructures*, Committee on Payment and Settlement Systems, disponibil la <https://www.bis.org/publ/cpss101a.pdf>;

- Bank for International Settlements (2018), *Annual Economic Report*. Documentul poate fi consultat aici: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018e.htm>;
- Banktrack (2018), disponibil la adresa: <http://banktrack.org>;
- Barbagallo, C. (2018), *Fintech and the future of financial services*, Speech at Università Cattolica del Sacro Cuore, International Summer School Banking & Capital Markets Law, Milan, 23 July, disponibil la adresa: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2018/barbagallo-20180723.pdf>;
- Blanchard, O.; Dell'Ariccia, G.; Mauro, P. (2010), *Rethinking macroeconomic policy*. Journal of Money, Credit and Banking, 42: 199-215;
- Blanchard, Olivier. (2017), *Currency wars, coordination and currency controls*. Peterson Institute for International Economics, <https://www.ijcb.org/journal/ijcb17q2a8.pdf>;
- Blanchard, Olivier; Summers, Lawrence (2017), *Rethinking stabilization policies, back to the future*, Peterson Institute for International Economics, documentul poate fi consultat aici: <https://piie.com/system/files/documents/blanchard-summers20171012paper.pdf>;
- Bloomberg database, www.bloomberg.com;
- Bloomberg, <https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-11-14/forecasts-for-the-new-world-order-of-2030>;
- Borio, Claudio (2014), *The International Monetary and Financial System: In Achilles Heel and What to do about it*, BIS Working Papers, No 456, documentul poate fi consultat aici: <https://www.bis.org/publ/work456.htm>;
- Boughton, James M. (2012), *On the origins of the Mundell-Fleming model*, IMF Working Paper, WP/02/107, documentul poate fi consultat aici: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02107.pdf>;
- Cailleteau, Pierre (2018), *La vulnérabilité du système financier mondial*, Economica.

- Capgemini (2017), *World Payments Report 2017*, disponibil la [https://www.worldpaymentsreport.com/download](https://www.worldpaymentsreport.com/download;);
- Capgemini (2018), *World Fintech Report 2018*, disponibil la adresa: <https://www.capgemini.com/wp-content/uploads/2018/02/world-fintech-report-wftr-2018.pdf>;
- Capgemini (2018a), *Top 10 Trends in Payments 2018*, disponibil la https://www.capgemini.com/wp-content/uploads/2017/12/payments-trends_2018.pdf;
- Chocron, Véronique (2018), *Dix ans après la chute de Lehman Brothers, le „loup de Wall Street” est-il de retour?*, Le Monde 13 septembrie 2018, documentul poate fi consultat aici: https://www.lemonde.fr/economie/article/2018/09/13/dix-ans-apres-la-chute-de-lehman-brothers-le-loup-de-wall-street-est-il-de-retour_5354227_3234.html;
- Christiansen, B. Maalouf, K., Brandt, P., Seve, M., Piquet, F., Sandman J., Seidner, G. (2018), *A look at US and EU Fintech Regulatory Frameworks*, February, disponibil la adresa: <https://www.skadden.com/insights/publications/2018/02/a-look-at-us-and-eu-fintech-regulatory-frameworks>;
- Chu, Ben (2018), *How we can learn from the history of protectionism*, The Independent, documentul poate fi consultat aici: https://www.independent.co.uk/news/long_reads/protectionism-history-how-learn-trump-trade-tariff-law-smoot-hawley-a8384216.html.
- Clark, W. C. (2000), în Nye, Joseph S.; Donahue John D., *Governance in a Globalizing World*, capitolul *Environmental globalization*, Brookings Institution Press, pp. 86–108;
- Claessens, Stijn; Kose, Ayhan M. (2013), *Financial Crises: Explanations, Types, and Implications*, IMF Working Paper, WP/13/28. Documentul poate fi consultat aici: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1328.pdf>;
- Claessens, Stijn; Kodres, Laura (2014), *The Regulatory Responses to the Global Financial Crisis: Some Uncomfortable Questions*, IMF Working Paper WP/14/46, Washington, DC: IMF. Documentul

- poate fi consultat aici <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Regulatory-Responses-to-the-Global-Financial-Crisis-Some-Uncomfortable-Questions-41422>;
- Claessens, Stijn; Frost, Jon; Turner, Grant; Zhu, Feng (2018), *Fintech credit markets around the world: size, drivers and policy issues*, BIS Quarterly Review, septembrie 2018, documentul poate fi consultat aici: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809e.htm;
- Cœuré, Benoît (2018), *The consequences of protectionism*, discurs susținut în cadrul celei de-a 29-a ediții a atelierului "The Outlook for the Economy and Finance", "Villa d'Este", Cernobbio, 6 April 2018. Documentul poate fi consultat aici: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180406.en.html>;
- Cohen, M. B. (2009), *Estimating the equity risk premium for economies in Asian region*, Asian Journal of Finance & Accounting, Vol. 1, no. 1, pp.23-33; Damodaran Website, http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm;
- Comisia Europeană, https://ec.europa.eu/commission/index_ro;
- Comisia UE (2012), *Comunicare a Comisiei către Parlamentul European și Consiliu – Abordarea UE în materie de reziliență: să învățăm din crizele în domeniul securității alimentare*, COM(2012) 586 final, documentul poate fi consultat aici <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2012:0586:FIN>;
- Congressional Budget Office (CBO) (1986), *Has Trade Protection Revitalized Domestic Industries?* Washington, DC:CBO;
- Cortina, J., J., Schmukler, S., L. (2018), *The Fintech Revolution: A threat to Global Banking?*, Research & Policy Briefs, From the World bank Chile Center and Malaysia Hub, No. 14, April, disponibil la adresa: <http://documents.worldbank.org/curated/en/516561523035869085/pdf/125038-REVISED-A-Threat-to-Global-Banking-6-April-2018.pdf>;
- Cunningham, Rose; Friederich, Christian (2016), *The Role of Central Banks in Promoting Financial Stability: An International Perspective*, Staff Discussion Paper, Bank of Canada, documentul poate fi

- consultat aici: <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2016/07/sdp2016-15.pdf>;
- Cuperus, René (2017), *The populist revolt against globalization*, Clingendael Spectator 3 – 2017 (vol.71) – Item 3 of 7, documentul poate fi consultat aici: <https://www.clingendael.org/pub/2017/3/the-populist-revolt-against-globalisation/>;
- Darlington, Roger (2009), *How the internet could be regulated*. Documentul poate fi consultat aici <http://www.rogerdarlington.me.uk/Internetregulation.html>;
- De Grauwe, Paul (2017), *The Limits of the Market: The Pendulum between Government and Market*, Oxford University Press, New York;
- De Melo, J., Tarr, D. (1992), *A General Equilibrium Analysis of U.S. Foreign Trade Policy*. Cambridge, MA: MIT Press;
- Departamentul Comerțului din Statele Unite, www.bea.gov;
- Discurs Președinte SUA Donald Trump noiembrie 2016, <https://www.nytimes.com/2016/11/10/us/politics/trump-speech-transcript.html>;
- Donadelli, M.; Paradiso, A. (2014a), *Does financial integration affect real exchange rate volatility and cross-country equity market returns correlation?*. North American Journal of Economics and Finance, 28: 206-220;
- Dornbusch, Rudiger; Edwards, Sebastian (1991), *The Macroeconomics of Populism*, în Dornbusch, Rudiger; Edwards, Sebastian (eds.) *The Macroeconomics of Populism in Latin America*, University of Chicago Press, pp. 7 – 31. Documentul poate fi consultat aici: <http://www.nber.org/chapters/c8295>;
- Dreher, Axel (2006), *Does globalization affect growth? Evidence from a new index of globalization*, Applied Economics, Taylor & Francis Journals, vol. 38(10), pp. 1091-1110;
- European Central Bank (ECB) (2011), *The financial crisis and the strengthening of global policy cooperation*, Monthly Bulletin, January 2011, pp. 87-97;
- Eichengreen, Barry (1994), *International Monetary Arrangements for the Twenty-First Century*, Brookings Institution, Washington, DC;

- Eichengreen, Barry (2011), *International Policy Coordination: the Long View*, NBER Working Paper No. 17665, documentul poate fi consultat aici: <http://www.nber.org/papers/w17665>;
- Eichengreen, Barry; Mehl, Arnaud și Chițu, Livia (2018), *How Global currencies work-past, present and future*, Princeton University Press;
- Elchardus, Mark (2017), *Declinism and populism*, Clingendael Spectator 3 – 2017 (vol.71) – Item 2 of 7, documentul poate fi consultat aici: <https://www.clingendael.org/pub/2017/3/declinism-and-populism/>;
- Eriksen, Thomas Hylland (2014), *Globalization: The Key Concepts*, London: Bloomsbury;
- Estevadeordal, Antoni; Frantz, Brian; Taylor, Alan M. (2003), *The Rise and Fall of World Trade, 1870–1939*, The Quarterly Journal of Economics, Issue 118 (2), pp. 359-407;
- Eurochambers (2009), *Counting the Cost of EU Regulation to Business*. Documentul poate fi consultat aici https://www.eesc.europa.eu/resources/docs/costregulation_2009_bis-2009-00286-01.pdf;
- Eurostat, <https://ec.europa.eu/eurostat>;
- Fernandez (2015), *Beyond SDR: RMB as a safety asset*, Barclay's Emerging Market Research;
- Financial Stability Board (FSB) (2018), *Global Shadow Banking Monitoring Report 2017*, documentul poate fi consultat aici: <http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/>
- Financial Times, *Brazil in „currency war” alert*, <https://www.ft.com/content/33ff9624-ca48-11df-a860-00144feab49a>;
- Fosler, Gail D. (2011), *International Monetary System vs. International Financial System- and the Significance for Policy Makers*, Chatham House. Documentul poate fi consultat aici https://www.chathamhouse.org/sites/default/files/field/field_document/0212gt_fosler.pdf;
- Franko, William; Witko, Christopher (2017), *The New Economic Populism*, Oxford University Press;

- G-20. *Making the Global Financial System Work for All. Report of the G20 Eminent Persons Group on Global Financial Governance, October 2018*, documentul poate fi consultat aici: <http://www.global-fianacialgovernance.org>;
- Gallarotti, Giulio M. (2004), *Confronting the Impediments of International Economic Cooperation: Domestic Policies and International Monetary Relations*, documentul poate fi consultat aici: https://www.researchgate.net/publication/228498644_Confronting_the_Impediments_to_International_Economic_Cooperation_Domestic_Politics_and_International_Monetary_Relations_in_the_G8;
- Galston, William A. (2018), *The rise of European populism and the collapse of the center-left*, documentul poate fi consultat aici: <https://www.brookings.edu/blog/order-from-chaos/2018/03/08/the-rise-of-european-populism-and-the-collapse-of-the-center-left/>;
- Gaspar, Vitor; Hagan, Sean; Obstfeld, Maurice (2018), *Steering the World Toward More Cooperation, Not Less*, IMF, documentul poate fi consultat aici: <https://blogs.imf.org/2018/09/06/steering-the-world-toward-more-cooperation-not-less/>;
- German History Documents, http://germanhistorydocs.ghi-dc.org/docpage.cfm?docpage_id=2126;
- Gnath, Katharina; Mildner, Stormy-Annika; Schmucker, Claudia (2012), *G20, IMF, and WTO in Turbulent Times – Legitimacy and Effectiveness Put to the Test*, SWP Research Paper 10, Berlin, documentul poate fi consultat aici: https://www.swp-berlin.org/fileadmin/contents/products/research_papers/2012_RP10_Gnath_mdn_Schmucker.pdf;
- Gorton, G.B.; Metrick, A. (2009), *Securitized Banking and the Run on Repo*, NBER Working Paper No. 15223, documentul poate fi consultat aici: <http://www.nber.org/papers/w15223>;
- Guarino, Arthur S. (2018), *The Economic Effects of Trade Protectionism*. Documentul poate fi consultat aici: <https://www.focus-economics.com/blog/effects-of-trade-protectionism-on-economy>;
- Gygli, Savina; Haelg, Florian; Sturm, Jan-Egbert (2018), *The KOF Globalisation Index – Revisited*, KOF Working Paper, No. 439;

- Hannig, A., and S. Jansen. (2010), *Financial Inclusion and Financial Stability: Current Policy Issues*. ADBI Working Paper 259. Tokyo: Asian Development Bank Institute, disponibil la adresa: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156114/adbi-wp259.pdf>;
- Hilton, Anthony (2017), *The impact of protectionism on international trade*, Focus Economic, documentul poate fi consultat aici: <https://www.focus-economics.com/blog/effects-of-trade-protectionism-on-economy>;
- Hodrick, R., Prescott, E., (1997), *Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation*, Journal of Money, Credit, and Banking, 29 (1), 1–16;
- HSBC, (2017a), *2017 Renminbi Internationalisation Survey Report*, disponibil la <https://www.business.hsbc.com/-/media/cmb/article-images/2017-rmb-internationalisation-survey/rmb-survey-report.pdf>;
- HSBC, (2017b), *RMB handbook: Capitalising on Renminbi*, disponibil la <https://www.business.hsbc.com/-/media/cmb/article-images/2017-rmb-internationalisation-survey/rmb-handbook.pdf>;
- International Monetary Fund (IMF) database, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/index.aspx>;
- International Monetary Fund (IMF) (2016), *IMF Launches New SDR Basket Including Chinese Renminbi, Determines New Currency Amounts*, disponibil la <https://www.imf.org/en/News/Articles/2016/09/30/AM16-PR16440-IMF-Launches-New-SDR-Basket-Including-Chinese-Renminbi>;
- International Monetary Fund (IMF) (2018), *Euro Area Policies. Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report No. 18/226;
- International Monetary Fund (IMF) (2018a), *Global Financial Stability Report April 2018: A Bumpy Road Ahead*, Washington, DC: IMF. Documentul poate fi consultat aici <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2018/04/02/Global-Financial-Stability-Report-April-2018>;

- International Monetary Fund (IMF) (2018b), *Money Transformed. The future of currency in a digital world*, F&D (Finance&Development), Volume 55, Number 2, June 2018, disponibil la adresa: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2018/06/pdf/fd0618.pdf>;
- IMF Policy Paper (2017), *State-contingent debt instruments for Sovereigns*, documentul poate fi consultat aici: <https://www.imf.org/en/About/Key-Issues/state-contingent-debt-instruments>;
- Irwin, D. (2017), *Clashing over commerce. A history of US Trade Policy*. Chicago and London. The University of Chicago Press;
- James, Paul W., Patomäki, Heikki (2017), *Globalization and Economy*, Vol. 2: *Globalizing Finance and the New Global Economy*, pp. 3-20, Sage Publications, London, UK;
- Jappelli, T.; Pistaferri, L. (2011), *Financial integration and consumption smoothing*. The Economic Journal, 121: 678-706;
- Keynes, John Maynard (1930), *A Treatise on Money*, Macmillan, London;
- Kirshner, Orin (1996), *The Bretton WoodsGATT System: Retrospects and Prospects after Fifty Years*, M.E. Sharpe, Armonk, N.Y.;
- Kharas, Homi; Hamel, Kristofer (2018), *A global tipping point: Half the world is now middle class or wealthier*, The Brookings Institution, documentul poate fi consultat aici: <https://www.brookings.edu/blog/future-development/2018/09/27/a-global-tipping-point-half-the-world-is-now-middle-class-or-wealthier/>;
- King, Mervyn (2016), *The End of Alchemy-Money, banking and the future of global economy*, Little Brown, Londra;
- King, Robert G.; Levine, Ross (1993), *Finance and growth: Schumpeter might be right*, Research working papers; no. WPS 1083. Financial policy and systems. Washington, DC: World Bank. Documentul poate fi consultat aici <http://documents.worldbank.org/curated/en/361791468739247920/Finance-and-growth-Schumpeter-might-be-right>;
- Klasing, Mariki J.; Millionis, Petros (2014), *Quantifying the evolution of world trade, 1870–1949*, Journal of International Economics, Volume 92, Issue 1, pp 185-197;

- Komai, Alejandro; Richardson, Gary (2011), *A Brief History of Regulations Regarding Financial Markets in the United States: 1789 to 2009*, NBER Working Paper No. 17443. Documentul poate fi consultat aici <http://www.nber.org/papers/w17443>;
- Kumhof, Michael; Jakab, Zoltán (2016), *The Truth about Banks, Finance and Development*, Vol. 53, No. 1, documentul poate fi consultat aici: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2016/03/kumhof.htm>;
- Kupchan, Charles (2012), *No one's world. The west, the rising rest, and the coming global turn*. Oxford, Oxford University Press.
- Lagarde, Christine (2018), *A Regulatory Approach to Fintech*, Finance & Development, Vol 55, No. 2, documentul poate fi consultat aici: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2018/06/how-policy-makers-should-regulate-cryptoassets-and-fintech/straight.htm>;
- Lagarde, Christine (2018), *Ten Years After Lehman – Lessons Learned and Challenges Ahead*, documentul poate fi consultat aici: <https://blogs.imf.org/2018/09/05/ten-years-after-lehman-lessons-learned-and-challenges-ahead/>;
- Levine, R. (1997), *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, Journal of Economic Literature;
- Levitt, Theodore (1983), *The Globalization of Markets*, Harvard Business Review, 61 (3), pp.92-102. Documentul poate fi accesat aici <https://hbr.org/1983/05/the-globalization-of-markets>;
- Liang, Nellie; McConnell, Margaret M.; Swagel, Philip (2018), *Responding to the Global Financial Crisis. What We Did and Why We Did It – Evidence and Outcome*, Hutchins Center on Financial & Monetary Policy, Brookings Institution, Yale School of Management, Program on Financial Stability, 11-12 septembrie 2018;
- Luengo-Cabrera, José (2018), *How Europe's deteriorating peace is facilitating the rise of populism*, documentul poate fi consultat aici: <http://blogs.lse.ac.uk/europpblog/2018/07/10/how-europes-deteriorating-peace-is-facilitating-the-rise-of-populism/>;

- Maddison, Angus (1982), *Phases of Capitalist Development*, Oxford University Press, New York;
- Markowitz, H. (1952), *Portfolio Selection*. The Journal of Finance, 7(1), 77-91;
- Mehrotra, A., Yetman, J. (2015), *Financial inclusion – issues for central banks*, BIS Quaterly Review, disponibil la adresa: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503h.pdf;
- Morgan Stanley (2017), *Rising Risk of Protectionism: Measuring the Impact*, documentul poate fi consultat aici: <https://www.morgan-stanley.com/ideas/protectionism-risks-are-rising>;
- Norris, P. (2000), în Nye, Joseph S.; Donahue John D., *Governance in a Globalizing World*, capitolul *Global governance and cosmopolitan citizens*, Brookings Institution Press, pp. 155–177;
- Obsfeld, Martin; Taylor, A. (2017), *International Monetary Relations, Taking Finance Seriously*, NBER Working Paper No. 23440, documentul poate fi consultat aici: <http://www.nber.org/papers/w23440>;
- OECD (2018), *Financial Markets, Insurance and Pensions. Digitalisation and Finance*, disponibil la adresa: <https://www.oecd.org/finance/private-pensions/Financial-markets-insurance-pensions-digitalisation-and-finance.pdf>;
- Oehler-Şincăi, Iulia-M., Clichici, Dorina, Bulin, Daniel. (2016), *Rolul BRICS în redefinirea ordinii economice mondiale*, Academia Română, Institutul de Economie Mondială;
- Office of Best Practice Regulation (2012), *Influencing Consumer Behaviour: Improving Regulatory Design Research Paper*. Documentul poate fi consultat aici https://www.pmc.gov.au/sites/default/files/publications/Influencing_consumer_behaviour.pdf;
- Office of Management and Budget (2018), *2017 Draft Report to Congress on the Benefits and Costs of Federal Regulations and Agency Compliance with the Unfunded Mandates Reform Act*. Documentul poate fi consultat aici https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2017/12/draft_2017_cost_benefit_report.pdf;

- Organization for Economic Cooperation and Development OECD (2010), „Making global policy cooperation happen”. Documentul poate fi consultat aici: <http://www.oecd.org/site/sgemrh/46550927.pdf>;
- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), Economic Outlook (2018), „*Policy challenges from closer international trade and financial integration: dealing with economic shocks and spillovers*”, Volume 1;
- Organization for Economic Cooperation and Development OECD (2018), *Financial Markets, Insurance and Pensions. Digitalisation and Finance*, disponibil la adresa: <https://www.oecd.org/finance/private-pensions/Financial-markets-insurance-pensions-digitalisation-and-finance.pdf>;
- Praet, Peter (2011), *The (changing) role of central banks in financial stability policies*, discurs susținut la a 14-a ediție a Annual Internal Banking Conference, organised by the Federal Reserve Bank of Chicago and the European Central Bank, documentul poate fi consultat aici: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111110.en.html>;
- Padoa-Schioppa, Tommaso (1988), *The European Monetary System, a Long Term View*, Cambridge University Press;
- Rapoartele Fondului Monetar Internațional, www.imf.org;
- Rapoartele macroeconomice ale Băncii Transilvania, <https://www.banca-transilvania.ro/rapoarte-de-analiza/macroconomie/>;
- Rapoartele Băncii Europene pentru Reconstrucție și Dezvoltare, <https://www.ebrd.com/what-we-do/belt-and-road/overview.html>;
- Reagan, R. (1985), *Transcript on speech to business and government leaders*, disponibil la <https://www.nytimes.com/1985/09/24/business/transcript-of-speech-to-business-and-government-leaders.html>;
- Rey, Helene (2001), *International Trade and Currency Exchange*, Review of Economic Studies 68, pp. 443-464;
- Rezerva Federală din Statele Unite, www.federalreserve.gov;

- Rodrik, Dani (2018), *Is Populism Necessarily Bad Economics?*, AEA Papers and Proceedings, 108, pp. 196–199. Documentul poate fi consultat aici: <https://doi.org/10.1257/pandp.20181122>;
- Samimi, Parisa; Lim, Guan Choo; Buang, Abdul Aziz (2011), *Globalization Measurement: Notes on Common Globalization Indexes*, Journal of Knowledge Management, Economics and Information Technology, ScientificPapers.org, vol. 1(7), pp 1-20;
- Sandel, Michael J. (1998), *What Money Can't Buy: The Moral Limits of Markets*, The Tanner Lectures on Human Values, Delivered at Brasenose College, Oxford May 11 and 12;
- SAS, *Big Data. What it is and why it matters*, disponibil la adresa: https://www.sas.com/en_us/insights/big-data/what-is-big-data.html;
- Scardovi C. (2016), *Fin Tech Innovation and the Disruption of the Global Financial System*, in *Restructuring and Innovation in Banking*, SpringerBriefs in Finance. Springer, Cham, disponibil la adresa: <http://www.springer.com/978-3-319-40203-1>;
- Schultz, Martin (2018), *Populism in Europe: "The time has come for the pro-European left to mobilize"*, interviu în El Pais, documentul poate fi consultat aici: https://elpais.com/elpais/2018/07/06/inenglish/1530863039_191023.html;
- Schumpeter, Joseph A. (1942), *Capitalism, Socialism and Democracy*, New York: Harper and Brothers;
- Sen, Amartya (1993), *Markets and freedoms: achievements and limitations of the market mechanism in promoting individual freedoms*, Oxford Economic Papers 45, pp. 519-541;
- Shiller Website, <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>;
- Shiller, R. 2005, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press;
- Shin, Yongseok (2013), *Financial Markets: An Engine for Economic Growth*. Documentul poate fi consultat aici: <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/july-2013/financial-markets--an-engine-for-economic-growth>;

- Springford, John; Tilford, Simon (2017), *Populism – Culture or Economics?*, CER Insihgt, documentul poate fi consultat aici: <https://www.cer.eu/insights/populism-%E2%80%93-culture-or-economics>;
- Statista (2018), The Statistical portal, disponibil la adresa: <http://statistacom>;
- Stulz, René M. (2018), *The Shrinking Universe of Public Firms: Facts, Causes, and Consequences*, NBER Reporter Number 2, documentul poate fi consultat aici: http://www.nber.org/reporter/2018_number2/stulz.html;
- Summers, Lawrence H. (2010), *Reforming and Renewing the Financial System*, discurs susținut la Pew Charitable Trusts Conference on Financial Reform, documentul poate fi consultat aici: http://larrysummers.com/wp-content/uploads/2015/07/Reforming-and-Renewing-the-Financial-System_3.18.2010.pdf;
- Surel, Yves (2011), *The European Union and the challenges of populism*, Notre Europe, policy Brief No27, documentul poate fi consultat aici: https://institutdelors.eu/wp-content/uploads/2018/01/bref27_ysurel_en.pdf;
- SWIFT, 2018, *RMB internationalisation: Where we are and what we can expect in 2018*, disponibil la <https://www.swift.com/resource/rmb-tracker-january-2018-special-report>;
- Steger, Manfred B. (2017), *Globalization: A Very Short Introduction*, Oxford University Press;
- Tanzi, Alexandre (2018), *Global Debt Jumped to Record \$237 Trillion Last Year*, Bloomberg. Documentul poate fi consultat aici: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-10/global-debt-jumped-to-record-237-trillion-last-year>;
- Tarullo, Daniel K. (2012), *Industry structure and systemic risk regulation*, discurs susținut la Brookings Institution Conference on Structuring the Financial Industry to Enhance Economic Growth and Stability, Washington, D.C., documentul poate fi consultat aici:

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20121204a.htm>;

The Economist (2008), *The battle of Smoot-Hawley*, Christmas Specials, 18 decembrie 2008. Documentul poate fi consultat aici: <https://www.economist.com/christmas-specials/2008/12/18/the-battle-of-smoot-hawley>;

The Economist (2018), *Technology Quaterly. Cryptocurrencies and blockchains. Chasing the rainbow*, September 1st;

The Statistical Portal (2018), *Digital Payments Worldwide*, disponibil la <https://www.statista.com/outlook/296/100/digital-payments/worldwide>;

Thomsen, Poul M. (2018), *A Financial Union for the Euro Area*, FMI, discurs susținut la Conference of the Belgian Financial Forum (BFF) in cooperation with SUERF - The European Money and Finance Forum National Bank of Belgium, 14 septembrie 2018; documentul poate fi consultat aici: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2018/09/14/sp091418-a-financial-union-for-the-euro-area>;

Trichet, J.-C. (2018), Prefața la Cailleteau, Pierre *La vulnérabilité du système financier mondial*, Economica;

UN Environment (2017), World Bank Group, *Roadmap for a sustainable financial system*, A UN Environment – World Bank Group Initiative, disponibil la adresa: http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2017/11/Roadmap_for_a_Sustainable_Financial_System.pdf;

UN Environment (2018), *Making Waves. Aligning Financial System with Sustainable Development*, Inquiry: Designing of a Sustainable Financial System, disponibil la adresa: http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2018/04/Making_Waves.pdf;

UNEP Inquiri (2014), *Financial system impact of disruptive innovation*, Working paper for the United Environment Programme Inquiri, September, disponibil la adresa: http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2014/09/Financial_System_Impact_of_Disruptive_Innovation.pdf;

- UNEP (2015), *Creating a sustainable financial system. A role for Finance Ministries*, Inquiry Working Paper 15/09, disponibil la adresa: http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2015/10/Creating_a_Sustainable_Financial_System.pdf;
- VisualCapitalist, <http://www.visualcapitalist.com/ambitious-infrastructure-megaproject/>;
- Wilson, William (2015), *Washington, China and the rise of Renminbi: are the Dollar's Days as the Global Reserve Currency Numbered?*, Special Report 171 (June 17), Heritage Foundation, Washington, DC;
- World Bank Group (2017), *The Global Findex Database 2017*, disponibil la adresa <https://globalfindex.worldbank.org/>;
- World Bank Group (2018), *The Findex Database. 2017. Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution*, disponibil la adresa: <http://documents.worldbank.org/curated/en/332881525873182837/pdf/126033-PUB-PUBLIC-pubdate-4-19-2018.pdf>;
- World Bank (2018), *Global Economic Prospects*, disponibil la adresa <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>;
- World Bank Database, www.worldbank.org;
- World Economic Forum, <https://www.weforum.org/reports/the-global-financial-and-monetary-system-in-2030>;
- World Economic Forum (WEF) (2018), *The Monetary Financial and Monetary System in 2030*, May, disponibil la adresa: http://www3.weforum.org/docs/WEF_Global_Future_Council_Financial_Monetary_Systems_report_2018.pdf;
- ZDNet, *What is cloud computing? Everything you need to know about the cloud, explained*, disponibil la adresa: <https://www.zdnet.com/article/what-is-cloud-computing-everything-you-need-to-know-from-public-and-private-cloud-to-software-as-a/>.

Lucrarea este rezultatul unei cercetări întreprinse de oameni din generații diferite, afiliați unor instituții diferite și care doresc să-și expună propria viziune asupra momentului de răscruce la care se află astăzi finanțele globale. Elaborată sub patronajul Institutului de Economie Mondială al Academiei Române, cartea nu se limitează la inovațiile operaționale și reglementările pieței financiare, ci abordează –în principal– analiza politică a factorilor de influență asupra sistemului financiar, la vremea aspră, apăsătoare asupra ordinii mondiale, a dezvoltării și stabilității, inclusiv a păcii.

Orizontul de timp pe care cercetarea l-a ales este 2030, circumscris efectelor măsurilor de stabilitate întreprinse de organismele internaționale de cooperare specializate, a duratei previzibile a măsurării efectelor generate de îndoielile politicienilor și consumatorilor, precum și a limitei anticipării avansului tehnologic în domeniul financiar-bancar.

Are loc un proces de dez-occidentalizare a leadership-ului mondial, etapă în care viitorul se naște fie prin negocieri între blocurile economice, fie printr-un bilateralism obositor și cu efecte puține? Revoluția digitală va avea capacitatea de a anula în scurt timp toate încercările de izolaționism ale celor frustrați?

Autorii evidențiază marile întrebări ale geopoliticii și geoeconomiei actuale și viitoare: va deveni China prima economie a lumii? Va fi puterea ei manufacturieră și comercială însoțită și de un echivalent pe planul noii arhitecturi financiar-bancare globale? Și cum se va poziționa o putere centralizată într-o piață deschisă?

Eugen Dijmărescu

ISBN 978-606-023-084-7

