



Munich Personal RePEc Archive

Financial Illusions, Part 1

Dumitriu, Ramona and Stefanescu, Răzvan

Dunarea de Jos University, Galati, Dunarea de Jos University, Galati

14 June 2020

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/101201/>
MPRA Paper No. 101201, posted 18 Jun 2020 06:40 UTC

Iluzii financiare, Partea întâi

Ramona Dumitriu
Răzvan Ștefănescu

Rezumat

În fundamentarea deciziilor financiare pot surveni percepții eronate asupra unor aspecte esențiale precum riscul sau profitabilitatea. Iluziile asociate deciziilor asupra îndatorării au unele particularități, cauzate în special de cunoștințele financiare precare ale unor debitori. Uneori, aceștia estimează incorect costul creditului și își supraestimează capacitatea de plată. În plus, ei pot ignora riscul valutar sau riscul ratei dobânzii asociate unor împrumuturi.

Capitolul 1

Noțiunea de iluzie financiară

În general, termenul de iluzie se referă la percepția eronată asupra unui aspect al realității. În domeniul financiar, iluziile sunt importante îndeosebi cu privire la cele două aspecte esențiale ale fundamentării deciziilor: riscurile și rentabilitatea. Sunt periculoase, mai ales, situațiile în care riscurile sunt subevaluate iar rentabilitatea supraevaluată.

Iluziile financiare pot fi întâlnite atât în activitatea de creditare cât și în cea de investiții. În privința creditării, nu sunt rare situațiile în care persoane fizice, firme sau guverne recurg la datorii împovărătoare, amăgindu-se că banii împrumutați vor fi folosiți cu o eficiență ridicată, care va permite rambursarea creditelor fără mari sacrificii. Debitorii au adeseori o imagine deformată asupra costului creditelor neglijând, totodată, unele riscuri aferente împrumuturilor (Lea et al., 1995; Nyhus & Webley, 2001; Brown & Taylor, 2008; Mewse et al., 2010). Atunci când datoriile nu pot fi plătite, creditorii pot recurge la măsuri drastice pentru a-și proteja interesele. Persoanele fizice care nu rambursează la timp creditele pot fi executate silit pierzându-și o mare parte a averii. Companiile care nu ajung la acorduri cu creditorii pot fi aduse în stare de faliment. În privința împrumuturilor contractate de guverne, populația poate plăti un preț greu, materializat în programe drastice de austeritate.

Investitorii pot fi, de asemenea, amăgiți de diverse produse financiare care promit o rentabilitate foarte mare cu riscuri minore. Unii dintre aceștia, atrași de creșterile substanțiale ale cursurilor unor titluri aflate în fazele inițiale ale baloanelor speculative, alocă părți importante ale averilor pentru a achiziționa active financiare promițătoare. Alții sunt incapabili să recunoască fraude financiare care, pentru început, oferă clienților profituri substanțiale (Pressman, 1998; Cressey, 1973; De Long et al., 1991; Greenwood & Nagel, 2009; Basu, 2014). De multe ori, astfel de investiții riscante se soldează cu ruina celor iluzionați.

Finanțele tradiționale și cele comportamentale au perspective diferite asupra iluziilor financiare. Multe din modelele esențiale ale finanțelor tradiționale pornesc de la premisa unui decident rațional care este conștient că, în general, rentabilitățile mari sunt însoțite de

riscuri pe măsură și, de aceea, va privi destul de circumspect tranzacțiile financiare ce promet câștiguri foarte mari (Markowitz, 1952; Sharpe, 1964; Black et al., 1972). De asemenea, astfel de modele presupun că decidentul este preocupat să obțină cât mai multe informații asupra circumstanțelor unei operațiuni financiare la care urmează să se angajeze. În general, adepții finanțelor tradiționale tratează iluziile financiare mai degrabă ca pe niște situații cu caracter extraordinar care se constituie în excepții de la regula raționalității fundamentării deciziilor. În schimb, finanțele comportamentale le explică prin raționalitatea adeseori îngrădită a actului decizional.

De obicei, iluziile financiare nu durează prea mult, fiindu-le asociat un ciclu de viață care cuprinde patru etape: inițierea, dezvoltarea, stagnarea și declinul. În desfășurarea acestor etape pot interveni diverși factori:

- a. cunoștințele financiare ale celor iluzionați;
- b. promovarea produselor financiare;
- c. stările emoționale ale indivizilor;
- d. reglementările asupra sistemelor financiare;
- e. contextul economico-financiar.

a. Cunoștințele financiare ale celor iluzionați sunt adeseori responsabile pentru pierderile suferite de aceștia. Rezultatele unor studii empirice au indicat că indivizii care își procură fonduri prin împrumuturi sau care își investesc disponibilitățile bănești în titluri financiare sunt destul de eterogeni în privința cunoștințelor teoretice și practice asupra operațiunilor derulate (Shleifer & Summers, 1990; Thaler, 1999; Statman, 2014). Unii dintre aceștia au un nivel înalt al competenței în timp ce alții sunt, practic, diletanți. Evident cei din urmă ar avea la dispoziție soluția de a apela la serviciile unor consultanți financiari. Există însă unele impedimente. În primul rând li se poate părea prea costisitoare. În al doilea rând mulți dintre ei gândesc, poate pe bună dreptate, că nici consultanții financiari nu sunt infailibili.

În privința împrumuturilor, o proporție considerabilă a celor care le solicită nu sunt familiarizați cu unele elemente tehnice ale creditelor: modul de calcul al comisioanelor, faptul că ratele dobânzilor pot varia, stabilirea penalităților etc., astfel încât nu reușesc să estimeze nivelul sumelor ce trebuie plătite în cadrul rambursării unui împrumut și nici

riscurile asociate. Astfel de debitori se împovărează, destul de frecvent, cu credite care le depășesc cu mult capacitatea de rambursare, ducându-i spre ruină.

Diversitatea titlurilor financiare și a operațiunilor ce fac obiectul investițiilor de portofoliu induc o complexitate deosebită aprecierii nivelului și rolului cunoștințelor financiare ale participanților. În cazul investițiilor care presupun doar vânzări sau cumpărări de acțiuni, fundamentarea deciziilor pe baza analizei fundamentale sau a celei tehnice nu necesită neapărat un nivel înalt al cunoștințelor de specialitate. În schimb, pentru înțelegerea unor operațiuni financiare destul de sofisticate (tranzacții cu derivate financiare, swap, de arbitraj etc.) sunt, practic, obligatorii cunoștințe temeinice asupra piețelor financiare. Cu toate acestea, foarte mulți indivizi își plasează disponibilitățile bănești prin intermediul unor instituții financiare care realizează investiții complexe, dificil de înțeles. Ar trebui, poate, adăugat că, dat fiind gradul înalt de sofisticare al operațiunilor acestor instituții, înalta competență a administratorilor nu poate garanta succesul așa cum a dovedit-o falimentul fondului de investiții *Long Term Credit Management*, în a cărui conducere figurau somități precum Myron S. Scholes și Robert C. Merton, laureați, în anul 1997, ai premiului Nobel pentru Economie pentru cercetări în domeniul produselor financiare.

b. Promovarea produselor financiare, mai ales atunci când recurge la metode a căror onestitate lasă de dorit, poate ademeni victimele iluziilor financiare. Adeseori, specialiști în comunicare încearcă să atragă clienți pentru operațiuni sau produse financiare, proiectând o imagine favorabilă a acestora prin supralicitarea potențialelor câștiguri și prin ascunderea riscurilor asociate (Shefrin & Statman, 1993; De Bondt & Thaler, 1994).

În cazul creditelor, mesajele publicitare pot trece sub tăcere comisioanele percepute sau posibilitatea ca ratele variabile ale dobânzilor să crească. Se insistă, în schimb, asupra posibilităților de a cheltui sumele împrumutate. Pentru creditele cu rate variabile ale dobânzilor, unele bănci publică pe site-urile proprii planuri de rambursare stabilite pentru situația în care actualul preț al creditului ar rămâne neschimbat.

Uneori, în promovarea unor scheme de investiții, rentabilitatea viitoare este estimată pornind de la cele mai favorabile ipoteze, neglijându-se vulnerabilitățile. Sunt folosite mesaje publicitare alese astfel încât să inducă potențialilor clienți încrederea că banii le vor

fi bine investiți. În unele cazuri, specialiștii în comunicare insistă asupra competenței financiare a experților unei instituții, creând în jurul acestora o aură de invincibilitate.

c. Stările emoționale ale indivizilor pot interveni hotărâtor în fiecare din etapele prin care trece o iluzie financiară. Etapa de inițiere este impulsionată de lăcomia pe care promisiunea unor câștiguri substanțiale care îi poate face pe cei iluzionați să neglijeze riscurile operațiunilor financiare în care se angajează.

În etapa de dezvoltare, pe lângă lăcomie se pot ivi sentimente de invidie față de rezultatele impresionante ale unora care au mizat, în etapa anterioară, pe operațiile riscante și regrete că nu au participat la aceste tranzacții. Astfel de emoții pot spori semnificativ numărul celor atrași de iluzia financiară.

Etapa de stagnare are ca motor sentimentul de nesiguranță cu privire la posibilitatea ca operațiunile asociate iluziei financiare să genereze câștiguri similare celor din etapele anterioare. Această stare emoțională poate diminua considerabil numărul celor care doresc să participe la tranzacțiile iluziei financiare.

În etapa de declin devine pregnant sentimentul de teamă că tranzacțiile s-ar putea solda cu pierderi, ceea ce îi face pe mulți dintre participanți să își dorească să se retragă rapid. Uneori, teama se poate transforma în panică grăbind astfel colapsul iluziei. Nu este exclus ca deziluzia să fie însoțită de furia celor care se simt înșelați, o furie care poate genera tensiuni sociale majore.

d. Una dintre justificările **reglementărilor asupra sistemelor financiare** se referă la faptul că băncile și celelalte instituții financiare angrenează în operațiunile lor resurse bănești uriașe care, în mare parte, nu le aparțin ci sunt ale clienților lor. Adeseori, căderea unei instituții financiare a generat, pe lângă adevărate tragedii printre persoanele păgubite, șocuri economice deosebit de grave. Întreprinderile care aveau conturi deschise la astfel de instituții au întâmpinat probleme de lichiditate, unele dintre ele aflându-se în imposibilitatea de a-și plăti furnizorii și creditorii. Date fiind legăturile strânse dintre instituțiile financiare se poate întâmpla ca falimentul uneia să declanșeze un val de neîncredere asupra celorlalte. De multe ori, pentru a evita consecințele grave ale falimentelor instituțiilor financiare, guvernele au fost obligate să aloce sume substanțiale

din fonduri publice. Un alt motiv pentru reglementarea instituțiilor financiare este legat de impactul major pe care operațiunile acestora îl pot avea asupra ratelor dobânzilor și creației monetare și, implicit, asupra stabilității macroeconomice.

Reglementările asupra activității instituțiilor financiare pot lua diverse forme:

- menținerea unui nivel minim de lichiditate;
- norme asupra structurii activelor în raport cu gradul de risc;
- interdicții, pentru anumite categorii de instituții financiare, de a derula unele tipuri de operațiuni pe piețele de capital;
- norme care stabilesc un raport minim între capitalul social și unele categorii de active sau pasive ale bilanțului contabil etc. (Llewellyn, 1999; Brunnermeier et al., 2009; Hanson et al., 2011; Mishkin, 2016).

Astfel de norme sunt modificate frecvent pentru a fi adaptate noilor circumstanțe ale activității financiare. În anumite perioade de timp au fost chiar atenuate substanțial, atunci când procesul de reglementare a fost înlocuit cu unul de dereglementare. De fapt, dereglementarea a fost considerată una dintre principalele cauze ale crizei financiare din anii 2007 - 2008 (Crotty, 2009, Goodhart et al., 2013).

e. Contextul economico-financiar poate influența semnificativ etapele unei iluzii financiare. Vom aborda, în continuare, impactul unora dintre componentele mediului economico-financiar:

- i. creșterea economică;
- ii. evoluția de ansamblu a piețelor de capital;
- iii. ratele dobânzilor pentru depozitele bancare;
- iv. ratele dobânzilor pentru credite.

i. Creșterea economică, măsurată prin ritmul dinamicii Produsului Intern Brut real pe cap de locuitor, poate interveni în formarea stării de spirit a celor iluzionați. În general, în perioadele de expansiune predomină optimismul, în timp ce recesiunea poate induce o doză de pesimism.

ii. Evoluția de ansamblu a piețelor de capital care este evaluată, de regulă, prin intermediul indicilor bursieri, poate influența o iluzie financiară prin diferite mecanisme. În decizia de

achiziție a unui produs financiar investitorii compară, adeseori, randamentul acestuia cu rentabilitatea ce poate fi obținută prin investiții pe piețele de capital. Atunci când bursele scad accentuat, în rândul investitorilor se face simțită lipsa de lichiditate: pentru a-și acoperi pierderile, aceștia sunt obligați să vândă unele produse financiare, ceea ce poate scădea prețul acestora.

iii. Ratele dobânzilor pentru depozitele bancare sunt, de asemenea, utilizate ca termen de comparație pentru rentabilitatea unor produse financiare. În perioadele în care băncile remunerează depozitele cu rate ale dobânzii real negative (mai mici decât rata inflației) populația este înclinată să se îndrepte către investiții mai riscante dar care promit o rentabilitate superioară.

iv. Nivelul ratelor dobânzilor pentru credite are, evident, un impact major asupra recurgerii la împrumuturi, unele din ele riscante. În plus, cu cât costul creditului este mai redus, cu atât achiziția de produse financiare devine mai tentantă. La fel ca în cazul ratelor dobânzilor pentru depozitele bancare este luat în considerare nu doar nivelul nominal ci și cel real, obținut prin raportare la procesul inflaționist.

Capitolul 2

Iluzii financiare asociate creditării

2.1. Perspective ale debitorilor și creditorilor asupra costurilor și riscurilor asociate împrumuturilor

În cadrul relațiilor de împrumut, în postura de debitor se pot găsi persoane fizice, firme sau guverne. Acestea ar trebui, în conformitate cu premisa raționalității actului decizional, să analizeze temeinic, înainte de a solicita un credit, dacă nu cumva viitorul împrumut le va fragiliza situația financiară în loc să o îmbunătățească. Totuși, în practică, se întâmplă destul de frecvent ca agenții economici să ajungă în situații dificile din cauza unor datorii împovărătoare.

La fel ca în cazul debitorilor, creditorii alcătuiesc un grup destul de eterogen care cuprinde autorități publice, firme sau persoane fizice. Rolul acestora este diferențiat în raport cu cele două forme majore de împrumuturi:

- a. împrumuturi bancare;
- b. împrumuturi obligatare.

a. Rolul creditorilor în împrumuturile bancare. În general, debitorii nu simpatizează prea mult băncile. Conform unei maxime atribuite lui Mark Twain, un bancher este un tip care îți oferă o umbrelă atunci când cerul este însorit, dar ți-o cere înapoi atunci când începe ploaia. O altă cugetare, datorată actorului Bob Hope, afirmă că o bancă îți acordă bani cu împrumut doar dacă demonstrezi că nu ai nevoie de aceștia. Ceea ce nu poate fi contestat este că deciziile de creditare sunt marcate de o complexitate deosebită, indusă de faptul că este foarte dificil de prevăzut dacă debitorul va reuși să ramburseze împrumutul respectând condițiile pe care și le-a asumat. Angajații unei bănci ar trebui, înainte de a aproba un credit, să aprecieze, pe baza unei analize temeinice, câteva dintre elementele de risc asociate rambursării:

- diminuarea veniturilor disponibile ale debitorului: pierderea locului de muncă, reducerea salariului sau majorarea cheltuielilor curente în cazul persoanelor fizice; scăderea cererii pentru produsele comercializate sau creșterea prețurilor materiilor prime în cazul persoanelor juridice;
- majorarea serviciului datoriei, prin evoluții nefavorabile pentru debitor ale ratelor dobânzilor sau cursurilor valutare;
- devalorizarea garanțiilor asociate creditului ca urmare a scăderii prețurilor terenurilor și clădirilor etc. (Jiménez & Saurina, 2004; Greuning & Bratanovic, 2009; Bessis, 2015; Mishkin, 2016).

În raport cu amploarea amenințărilor identificate, angajații băncilor decid dacă vor încuviința sau nu creditele stabilind, totodată, primele de risc incluse în ratele dobânzilor. În principiu, ar trebui să fie respinse cererile creditelor care au asociate vulnerabilități majore. Totuși, în practică, sunt acceptate uneori și împrumuturi cu un grad ridicat de risc. Se spune că, în activitatea economică, puțini își pot permite să evite afacerile riscante. Pentru a nu pierde potențiale venituri, băncile își diminuează, în unele circumstanțe, exigențele. Trebuie luate în considerare și situațiile în care angajații băncilor sunt plătiți în raport cu volumul creditelor acordate, ceea ce le-ar putea influența deciziile. De asemenea,

unele evoluții complexe și extreme ale mediului de afaceri (crize valutare, imobiliare, recesiuni severe etc.) pot scăpa previziunii experților băncilor, oricât de competenți ar fi aceștia (Keeton & Morris, 1987; Dell'Araccia & Marquez, 2006; Klein, 2013).

b. Rolul creditorilor în împrumuturile obligatare. O persoană, fizică sau juridică, poate deveni creditorul unui guvern, al unei autorități locale sau al unei companii, cumpărând obligațiuni emise de acestea. Spre deosebire de împrumuturile bancare, în acest caz creditorul nu intră în contact direct cu debitorul având posibilitatea de a-și impune condițiile. El află despre caracteristicile emisiunii de obligațiuni și, dacă i se par convenabile, achiziționează titluri puse în vânzare pentru a beneficia de dobânzile aferente sau pentru a câștiga din diferența dintre prețul cu care va vinde și cel cu care a cumpărat. O astfel de operațiune poate fi considerată o activitate de creditare dar și una de investiții sau chiar de speculații.

Destul de frecvent, creditorul nu are cunoștințele financiare necesare pentru a evalua riscurile asociate obligațiunilor. El poate recurge, însă, la aprecierile unor agenții cunoscute de rating, de exemplu, „Cei trei mari”: *Moody's*, *Fitch Ratings Inc.* sau *S&P Global Ratings*. Totuși, după unele opinii, care folosesc drept argumente unele episoade din perioada de turbulențe financiare 2007 – 2015, nici acești giganți ai evaluării riscurilor nu sunt infailibili (Bolton et al., 2009; Benmelech & Dlugosz, 2010; Bar-Isaac & Shapiro, 2013).

2.2. Iluzii asociate riscurilor de piață din operațiunile de creditare

În general, evaluarea riscurilor de piață este un demers cu atât mai dificil cu cât cunoștințele financiare sunt mai precare. Unii participanți la operațiunile de creditare apreciază eronat sau chiar ignoră expunerile față de riscul valutar sau riscul ratei dobânzii.

2.2.1. Ignorarea riscului valutar

În anumite circumstanțe, solicitanții de împrumuturi sunt atrași de creditele în valută, mai ales când acestea au ratele dobânzilor mai mici decât cele pentru creditele în moneda

națională. Avantajul unui cost redus poate abate atenția debitorilor de la posibilitatea aprecierii monedelor străine care ar majora sumele aferente rambursării. Astfel de situații apar îndeosebi atunci când perioade lungi de relativă stabilitate a ratelor de schimb au indus debitorilor iluzia că pe durata creditelor nu vor surveni schimbări abrupte în evoluția cursurilor valutare.

Creditele în valută, în special cele în franci elvețieni, au proliferat, în anii premergători crizei financiare din perioada 2007 - 2008, în unele din fostele țări socialiste din Europa Centrală și de Est (Croatia, România, Ungaria etc.). În acele țări, deoarece tranziția către o economie de piață nu era de mult timp finalizată, iar echilibrul macroeconomic nu era pe deplin consolidat, băncile centrale aplicau o politică monetară prudentă care menținea ratele dobânzilor la niveluri mult mai ridicate decât cele din țările cu economie stabilă. Cursurile valutare fuseseră, pentru multă vreme, destul de stabile, iar înainte de criză nu erau prea multe indicii că monedele străine s-ar putea aprecia abrupt. În aceste condiții, creditele în valută erau adeseori preferate celor în moneda națională. Dintre acestea, se distingeau împrumuturile în franci elvețieni, cu rate ale dobânzilor semnificativ mai mici decât cele pentru creditele în euro. În plus, riscul valutar nu părea a fi mai mare decât în cazul împrumuturilor în euro deoarece Banca Națională a Elveției anunțase că va acționa pentru un curs stabil între franc și euro. În anul 2008, împrumuturile în franci elvețieni reprezentau, în cazul Croației, României și Ungariei, mai mult de jumătate din totalul creditelor contractate de gospodării (Novák & Vámos, 2017).

Începând cu al doilea semestru al anului 2008, în contextul crizei financiare, multe dintre monedele naționale ale fostele țări socialiste s-au depreciat semnificativ în raport cu cele ale țărilor cu o economie consolidată. Sumele care trebuiau plătite în cadrul rambursării creditelor în valută au crescut substanțial, ceea ce a pus în dificultate o mare parte a debitorilor. După o vreme, această problemă a devenit o amenințare la adresa sistemelor financiar - bancare din unele țări unde băncile nu puteau recupera creditele acordate (Brown & De Haas, 2012; Yesin, 2012). La 21 septembrie 2011, Comitetul European pentru Risc Sistemic, o instituție care monitorizează sistemul financiar al Uniunii Europene, a emis o recomandare cu privire la creditele în valută prin care solicita, printre altele, avertizarea celor care doresc să se împrumute într-o monedă străină cu privire la impactul unei depreciere considerabile a monedei naționale. Astfel de măsuri au fost, însă, oarecum tardive întrucât, la acel moment, împrumuturile în valută ajunseseră, deja, la

niveluri amenințătoare. Situația a devenit și mai gravă în ianuarie 2015 când, în fața presiunii în creștere de pe piața valutară (de obicei, în perioade de criză, francul elvețian, considerat o monedă solidă, devine foarte atractiv), Banca Națională a Elveției a renunțat la apărarea stabilității cursului franc/euro. Ca urmare, sumele aferente rambursării creditelor în franci au crescut abrupt. Mulți debitori au trecut prin tragedii personale atunci când, pentru neplata creditelor, au fost deposedați de bunurile utilizate drept garanții.

Impactul social (și, bineînțeles, electoral) al creditelor în valută a obligat autoritățile publice din unele țări să adopte măsuri menite să rezolve această problemă. Cea mai radicală abordare a fost în Ungaria unde guvernul și banca centrală au conlucrat pentru convertirea totală în forinți a creditelor acordate în franci elvețieni (Novák & Vámos, 2017).

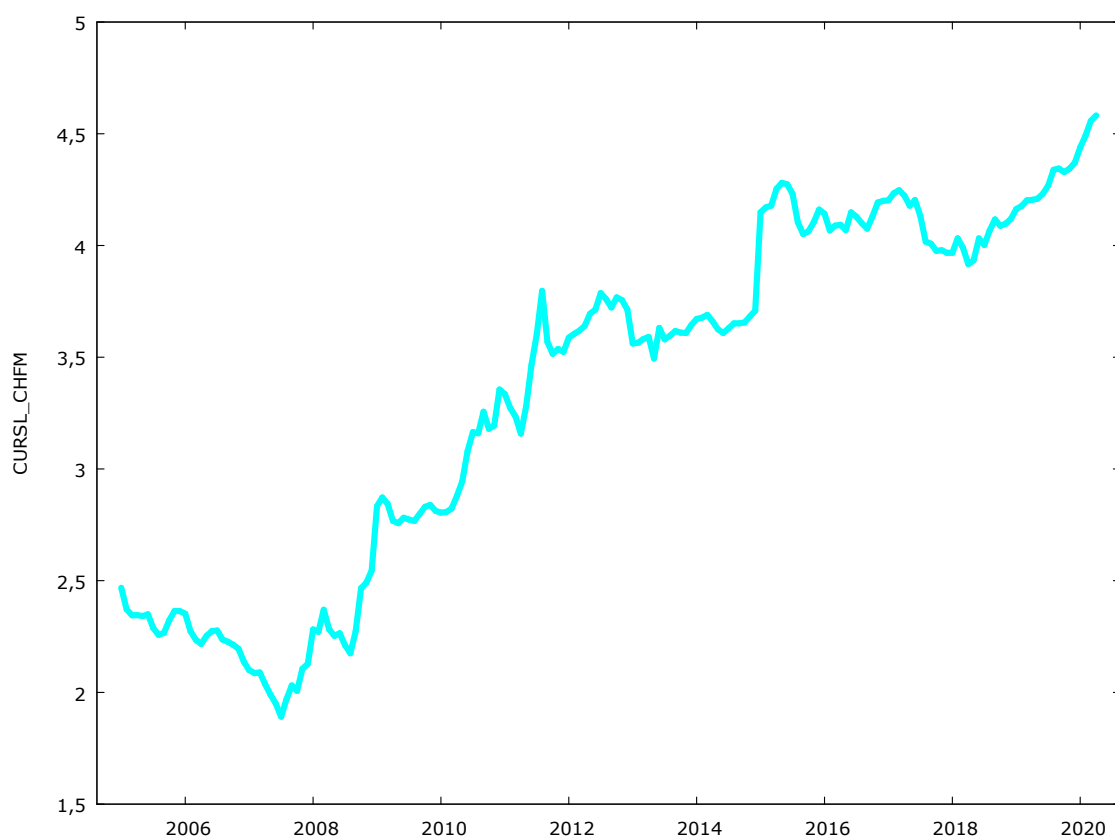


Figura 2.1. Evoluția valorilor lunare ale cursului valutar leu/franc elvețian (CURSL_CHFM) în perioada Ianuarie 2005 – Aprilie 2020

Sursa datelor: <https://www.bnr.ro>

În România, problema creditelor în valută a avut o nuanță particulară în contextul în care, cu câțiva ani înainte de criză, creșterea economică semnificativă, majorarea veniturilor

disponibile și perspectiva primirii în Uniunea Europeană induseseră populației un anumit optimism. Băncile comerciale au fructificat conjunctura favorabilă, lansând campanii agresive de promovare a creditelor imobiliare și de consum (în acele vremuri era populară lozinca „Credit doar cu buletinul!”). Totuși, deoarece ratele dobânzilor pentru împrumuturile în lei erau destul de ridicate, s-a recurs frecvent la creditele în valută. Au contat și declarațiile unor oficiali care lăsaseră să se înțeleagă că țara va adera la zona euro într-un viitor apropiat. Multe persoane care au optat pentru creditele în euro au gândit că riscul valutar va dispărea după câțiva ani, atunci când leul urma să fie înlocuit de euro. Ulterior, unii debitori au relatat că, deoarece pe baza veniturilor salariale nu ar fi fost considerați solvabili pentru credite în lei (din cauza nivelurilor ridicate ale dobânzilor pe care ar fi trebuit să le plătească), ar fi fost sfătuiți, de funcționari ai băncilor comerciale, să solicite credite în valută (astfel de învinuiri au fost greu de probat în instanță).

După declanșarea crizei, leul s-a depreciat semnificativ în raport cu monedele țărilor cu economii consolidate. De exemplu, cursul leu/franc elvețian s-a majorat cu aproape 50% în intervalul august 2008 – august 2012 (Figura 2.1). Disperați, mulți dintre debitori au acuzat funcționarii băncilor comerciale care nu i-ar fi prevenit asupra riscului valutar. A fost învinuită și Banca Națională a României (BNR) pentru că nu ar fi reușit să apere stabilitatea cursurilor valutare, cu toate că această instituție solicitase prudență în privința împrumuturilor în monede străine. Politicienii au intervenit, votând reglementări menite să ușureze situația debitorilor care au fost însă anulate, în mare măsură, de Curtea Constituțională. Trebuie spus, însă, că mulți dintre debitorii care au dat în judecată băncile au câștigat în instanță. Odată cu atenuarea turbulențelor de pe piețele financiare ratele de schimb au devenit mai stabile, iar problema creditelor în valută s-a atenuat. Totuși, debitorii sunt în continuare expuși față de eventuale noi aprecieri ale monedelor străine.

2.2.2. Ignorarea riscului ratei dobânzii

Asupra evoluției pe termen lung a ratelor dobânzilor acționează diverși factori cu un impact complex, precum cei asociați politicii monetare, ceea ce face prognozele foarte dificile. În aceste circumstanțe, în momentul în care sunt stabilite detaliile unui credit pe termen lung cu rată variabilă a dobânzii, părților implicate nu le este prea ușor să anticipeze fluxurile monetare generate de rambursare.

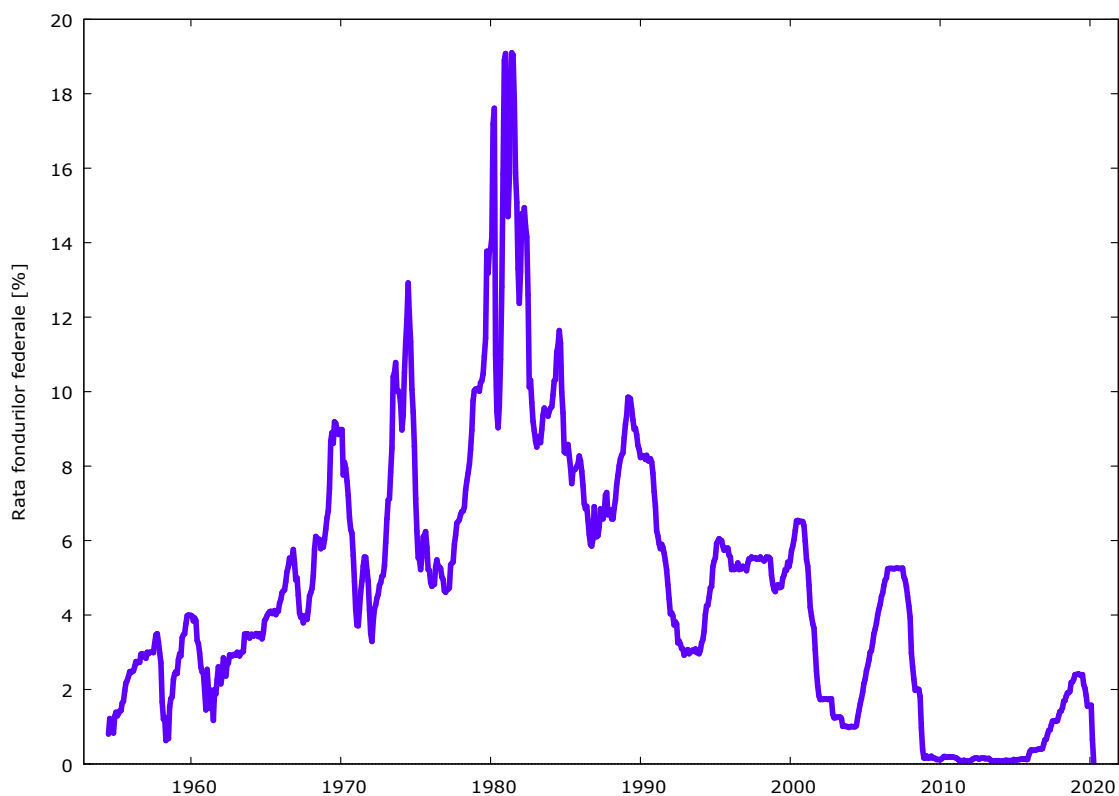


Figura 2.2. Evoluția valorilor lunare ale ratei efective a fondurilor federale în perioada Iulie 1957 – Aprilie 2020

Sursa datelor: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>

În special debitorilor lipsiți de cunoștințe financiare le vine foarte greu să anticipeze care ar putea fi impactul variației viitoare a ratelor dobânzilor asupra sumelor pe care vor trebui să le plătească. De multe ori, aceștia planifică rambursările creditelor pornind de la premisa că rata dobânzii se va menține la un nivel apropiat de cel din momentul creditării. Este, evident, o iluzie ce poate avea consecințe grave dacă, în perioada de rambursare, rata dobânzii va crește accentuat (totuși, trebuie spus că rata dobânzii ar putea, de asemenea, să scadă, ceea ce ar avantaja debitorii).

În Figura 2.2 este reprezentată evoluția valorilor lunare ale ratei efective a fondurilor federale (o medie ponderată a ratelor dobânzilor la care se împrumută băncile din Statele Unite) în perioada Iulie 1957 – Aprilie 2020. Atunci când banca centrală a Statelor Unite (Fed) a aplicat politici monetare restrictive, această variabilă a ajuns la niveluri ridicate. De exemplu, în perioada așa-numitului „Experiment monetarist” din perioada 1980 – 1982, s-a apropiat de nivelul de 20%. Cum rata fondurilor federale este utilizată destul de frecvent ca

un reper pentru stabilirea ratelor variabile ale dobânzilor, situația a obligat debitorii să plătească dobânzi costisitoare.

În România, pentru o perioadă de timp destul de lungă, ratele variabile ale dobânzilor pentru creditele în lei au fost stabilite în raport cu ROBOR, o medie a ratelor dobânzilor cu care băncile se împrumută pe piața interbancară. În Figura 2.3 este reprezentată evoluția valorilor zilnice ale indicatorului ROBOR 3M în perioada Ianuarie 2012 – Aprilie 2020. După ce, în primii doi ani, a fluctuat într-un interval care avea în centru valoarea de 5%, începând cu 2014, această rată a înregistrat un trend descendent ajungând, în perioada februarie 2016 – august 2017, la valori mai mici de 1%. La acest nivel, creditele în lei cu rate variabile ale dobânzilor au devenit foarte atractive pentru mulți indivizi care aveau iluzia că ROBOR nu se va modifica prea mult în viitor. Ca urmare, a crescut spectaculos volumul acestor credite, multe dintre ele solicitate pentru achiziția de locuințe.

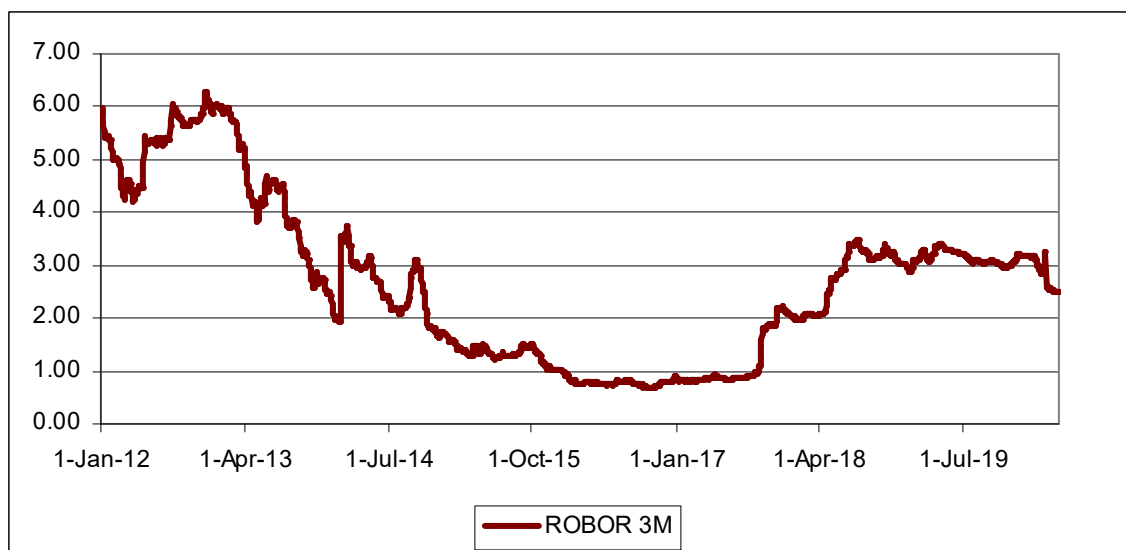


Figura 2.3. Evoluția valorilor zilnice ale ROBOR 3M [%/an] în perioada Ianuarie 2012 – Aprilie 2020

Sursa datelor: <https://www.bnr.ro>

În cursul anului 2018, valorile ROBOR 3M au trecut la un trend ascendent, depășind, în luna iunie, nivelul de 3%, ceea ce a provocat o creștere considerabilă a costurilor multor credite imobiliare. Evident, această situație a generat un val de resentimente printre debitorii obligați să plătească dobânzi mult mai mari decât cele anticipate în momentul împrumutului. Aceștia au acuzat politica monetară restrictivă a BNR care a condus la creșterea ratelor dobânzilor. În plus, au învinuit funcționarii băncilor comerciale care nu

i-ar fi prevenit asupra riscului ratei dobânzii (la fel ca în cazul creditelor în valută, aceste acuzații au fost foarte dificil de probat).

După un timp, dezbaterile asupra dobânzilor la credite a devenit mai complexă prin implicarea unor politicieni care au insinuat că economiștii BNR nu ar fi „suficient de patrioți”. Unii dintre aceștia au cerut chiar schimbarea modului de calcul pentru valoarea ROBOR sau excluderea acestuia din stabilirea dobânzilor. În decembrie 2018, guvernul a încercat o metodă originală de a motiva băncile să reducă ratele dobânzilor pentru credite. A fost adoptată *Ordonanța de Urgență 114* care, printre altele, obliga instituțiile bancare la un impozit asupra activelor financiare preconizat să fie cu atât mai ridicat cu cât valoarea ROBOR era mai mare. În februarie 2019, conducerea BNR a fost chemată în fața Comisiei Economice a Senatului, într-o dezbateri televizată care a relevat lipsa de realism economic a unora dintre propunerile formulate de politicieni.

Într-un final, a fost găsită o soluție de compromis care a constat în înlocuirea, pentru noile credite cu rate variabile, a valorii ROBOR cu un așa-numit „Indice de referință pentru creditele consumatorilor” (IRCC). Paradoxal, în anumite intervale de timp, valoarea IRCC a ajuns la niveluri mai ridicate decât ROBOR.

2.3. Iluzii asupra datoriilor publice

2.3.1. Motivații ale îndatorării publice excesive

În condiții de normalitate, o țară reușește destul de ușor să împrumute sume considerabile chiar și atunci când situația sa financiară nu este promițătoare. Pentru mulți creditori, resursele uriașe de care dispune un stat sunt privite ca o garanție că acesta va reuși să ramburseze sumele datorate.

Tentația guvernelor de a se îndatora cu sume excesive are motivații variate. Recurgerea la credite permite, în anumite perioade, ca o țară să consume mult mai mult decât produce, ceea ce poate spori substanțial popularitatea guvernanților. Uneori împrumuturile sunt folosite pentru a finanța programe ambițioase de dezvoltare, de la care se așteaptă o sporire masivă a veniturilor publice care să susțină rambursarea datoriilor. Țările care au de purtat războaie se pot împrumuta pentru a-și susține cheltuielile militare, iar regimurile

dictatoriale se pot îndatora pentru finanțarea aparatelor represive. Nu în ultimul rând, unii guvernanți sunt atrași de posibilitatea de a fraudă resursele obținute prin împrumuturi publice. În decizia unui guvern de a solicita credite substanțiale contează și faptul că, de regulă, datoria urmează a fi rambursată într-o perioadă îndelungată, astfel încât o mare parte a acesteia ar putea fi plătită de viitoarele guverne.

În privința împrumuturilor contractate de state, marja de acțiune a creditorilor este, în prezent, destul de restrânsă atunci când guvernele impun moratorii asupra rambursării împrumuturilor sau chiar le repudiază (în trecut, în astfel de situații s-a recurs la intervenții militare). Totuși, din teama de a nu-și pierde credibilitatea, țările debitoare au acceptat adeseori măsuri severe de austeritate care vizau plata datoriilor.

2.3.2. Drama datoriilor externe ale țărilor în curs de dezvoltare

În a doua jumătate a secolului trecut, unele țări în curs de dezvoltare din America Latină, Africa sau Europa de Est au trecut prin crize acute ale datoriilor publice care le-au afectat serios nivelul de trai și dezvoltarea (de exemplu, în America Latină, perioada anilor '80 din secolul trecut a fost numită *La Década Perdida* – Deceniul Pierdut). Guvernele acestor țări se îndatoraseră excesiv pentru a finanța programe ambițioase de industrializare sau de modernizare a infrastructurii. În general, investițiile nu au adus veniturile preconizate să plătească datoriile, astfel încât au apărut dificultăți majore în rambursarea creditelor. În anii '70 ai secolului trecut, șocurile petroliere au agravat situația economică a țărilor în curs de dezvoltare. Pentru a plăti datoriile vechi restante, acestea au recurs la noi credite, în condiții nefavorabile, cu rate mai mari ale dobânzilor (creșterea îndatorării a condus, adeseori, la evaluări nefavorabile ale riscului de parteneriat). S-a ajuns, astfel, la o escaladare a gradului de îndatorare până la niveluri amenințătoare pentru stabilitatea macroeconomică (în Figura 2.4 este prezentată evoluția datoriei externe din perioada 1972 – 2018 pentru trei țări din America Latină, la care problema împrumuturilor externe împovărătoare s-a manifestat acut: Argentina, Brazilia și Mexic).

La începutul anilor '80 ai secolului trecut, conjunctura a devenit deosebit de nefavorabilă pentru multe dintre țările în curs de dezvoltare. Majorarea ratelor dobânzilor în Statele Unite și aprecierea dolarului, ca urmare a Experimentului Monetarist, au condus la o creștere substanțială a sumelor care trebuiau rambursate (multe din creditele primite de

aceste țări erau exprimate în dolari și aveau rate variabile ale dobânzilor). În plus, au scăzut considerabil prețurile unor materii prime, al căror export reprezenta una dintre principalele surse de venituri pentru multe dintre țările în curs de dezvoltare.

În august 1982, Ministrul de Finanțe al Mexicului a anunțat că țara sa nu mai poate continua rambursarea datoriei externe. Știrea a provocat o mare îngrijorare printre creditorii, care s-au văzut lipsiți de venituri pe care contaseră. Acestea au devenit reticente în privința acordării unor noi împrumuturi către țările în curs de dezvoltare, agravându-le problemele economice.

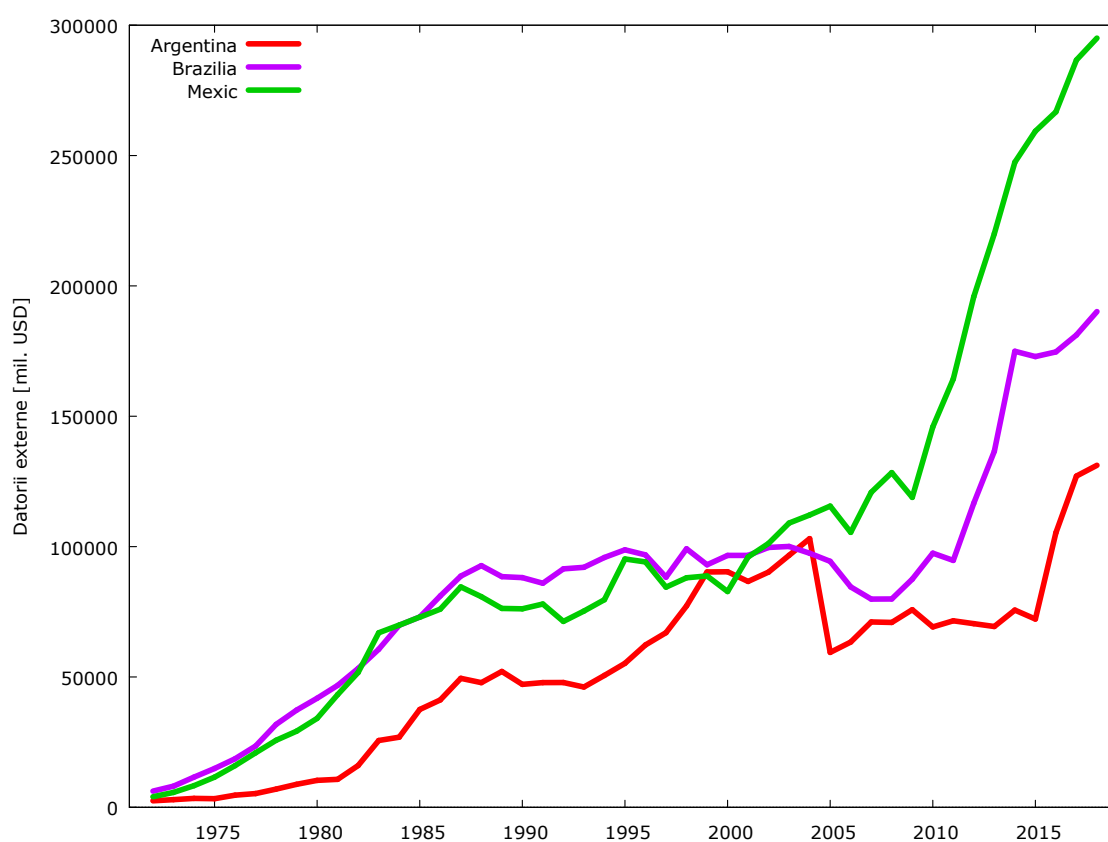


Figura 2.4. Evoluția datoriei externe (publică și garantată public, valori anuale, mil. USD) pentru Argentina, Brazilia și Mexic în perioada 1972 – 2018

Sursa datelor: <https://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DPPG.CD>

Amplora crizei datoriilor externe, care amenința stabilitatea economică și politică a Americii Latine și a altor regiuni a condus la implicarea Fondului Monetar Internațional (FMI) care a furnizat resurse financiare pentru țările afectate solicitând, în schimb, reforme structurale și programe de austeritate menite să diminueze cheltuielile publice. Conștiente că măsurile de austeritate nu sunt bine primite de populație, guvernele au căutat să arunce

întreaga responsabilitate asupra FMI care, în acele vremuri, a devenit odios pentru largi categorii sociale cu toate că, de fapt, a oferit soluții de rezolvare a unei probleme create de alții (Griffith-Jones & Sunkel, 1986; Pastor, 1987; Bordo & James, 2000; Pop-Eleches, 2008; Reinhart & Trebesch, 2016). Nivelul de trai al populației s-a deteriorat dramatic iar tensiunile sociale s-au amplificat.

Către sfârșitul anilor '80 ai secolului trecut, odată cu diminuarea ratelor dobânzilor și sporirea cererii de materii prime la nivel global, intensitatea crizei datoriilor externe a țărilor în curs de dezvoltare s-a diminuat oarecum. Totuși, în anii următori, unele țări (Angola, Argentina, Ecuador, Nigeria, Paraguay, Venezuela, Zimbabwe etc.) au trecut prin alte episoade de incapacitate de plată.

2.3.3. Creșterea și descreșterea datoriei externe a României în timpul regimului Ceaușescu

Printre țările afectate de criza datoriilor externe, România a constituit un caz special prin soluția radicală pe care a aplicat-o. Particularitățile acestei situații au fost determinate, în mare măsură, de personalitatea conducătorului de atunci al României, Nicolae Ceaușescu. La începutul anilor '70 ai secolului trecut, acesta își consolidase puterea înlăturându-și principalii rivali. Continuarea politicii de distanțare de URSS, inițiată de predecesorul său, Gheorghe Gheorghiu-Dej, îi adusese o anumită simpatie din partea populației și o atitudine binevoitoare din partea puterilor occidentale care au oferit României posibilități consistente de finanțare. În anul 1972, România a devenit membră a FMI și a Băncii Mondiale, două importante instituții internaționale care asigurau finanțări în condiții avantajoase.

De multe ori în istorie s-a verificat adevărul dictonului formulat de gânditorul John Dalberg-Acton: „Puterea tinde să corupă, iar puterea absolută corupe absolut.”. Lui Nicolae Ceaușescu, puterea absolută i-a dat înclinații evidente spre megalomanie. A hotărât, neluând în considerare posibilitățile țării, că România trebuia să se industrializeze accelerat. A avut, poate, iluzia că noile obiective industriale vor fi suficient de rentabile pentru a se recupera investițiile.

În demersul de industrializare, resursele financiare furnizate de creditorii din lumea capitalistă urmau să joace un rol esențial, mai ales în condițiile în care, pentru a importa

tehnologii occidentale, România avea nevoie de fonduri valutare (în acele vremuri, leul nu era convertibil). Au fost obținute împrumuturi consistente de la parteneri occidentali iar datoria externă a crescut substanțial (în Figura 2.5 este prezentată evoluția datoriei externe a României în perioada 1972 – 2018).

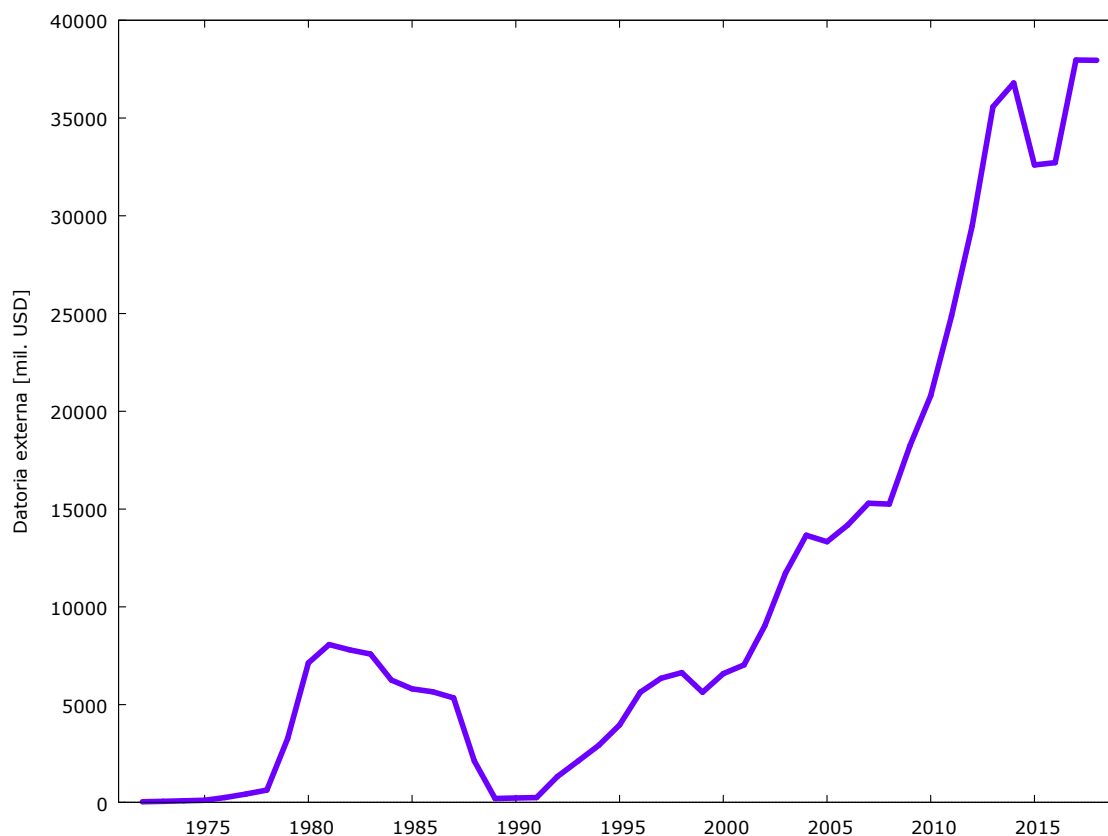


Figura 2.5. Evoluția datoriei externe (publică și garantată public, valori anuale, mil. USD) a României în perioada 1972 – 2018

Sursa datelor: <https://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DPPG.CD>

La fel ca în cazul altor țări în curs de dezvoltare, multe din investițiile aferente industrializării accelerate nu au atins rentabilitatea ce fusese luată în considerare atunci când se planificase rambursarea creditelor. Conjunctura nefavorabilă de la începutul anilor '80 ai secolului trecut (în special majorarea ratelor dobânzilor și efectele Revoluției Islamice din Iran) a acutizat problema datoriei externe a României care, în anii 1981 și 1982, a avut dificultăți în rambursarea creditelor. Au fost adoptate măsuri de austeritate care au afectat nivelul de trai al populației. În anul 1981 a fost solicitat un nou împrumut de la FMI și au fost angajate negocieri cu creditorii externi asupra reeșalonării datoriilor.

Tratativele cu FMI, care a condiționat împrumutul de reforma economiei naționale, au fost dificile. După ce, în iunie 1981, fusese convenită o linie de credit, cinci luni mai târziu FMI a anunțat suspendarea finanțării deoarece guvernul român nu întreprinsese o reformă economică de amploare. În iunie 1982 s-a ajuns la un nou acord care s-a suprapus peste înțelegerea dintre România și *Clubul de la Paris* (un grup informal al reprezentanților principalelor țări creditoare care se reunește de obicei în capitala Franței pentru a dezbate problemele țării debitoare) cu privire la amânarea unei părți considerabile a plăților în contul datoriei externe. Problema părea că își găsisese o rezolvare satisfăcătoare numai că, în decembrie 1982, Nicolae Ceaușescu a anunțat, surprinzător, că datoriile externe ale României, vor fi plătite în avans.

Este destul de dificil să ne imaginăm resorturile care l-au împins pe dictatorul român spre o astfel de decizie radicală care, probabil, a contribuit la sfârșitul său tragic din 1989. Poate că un rol important l-au avut cerințele FMI cu privire la reforma economiei. Una dintre lozincile preferate ale lui Nicolae Ceaușescu a fost cea legată de neamestecul străinilor în treburile interne ale României. Este posibil ca, dat fiind că relațiile conducătorului român cu administrația americană nu se răciseră complet în 1982, oficialii FMI s-ar fi mulțumit cu ajustări cosmetice ale economiei în locul unei reforme profunde. Totuși, pentru Ceaușescu ar fi fost, poate, de neconceput ca imaginea lui de lider absolut să fie umbrită de faptul că a trebuit să se conformeze cerințelor unei instituții internaționale. A mai contat, poate, și faptul că o reeșalonare a datoriilor presupune o majorare a dobânzilor, un aspect greu de înțeles pentru un dictator care nu dispune de prea multe cunoștințe financiare. În ce privește reducerea inevitabilă a nivelului de trai la care trebuia supusă populația, dictatorul român o găsea, probabil, suportabilă din perspectiva lipsurilor pe care le suferise în copilăria sa dintr-un sat din Oltenia și în tinerețea sa de ucenic cizmar în București (Gigea-Gorun, 2004; Andrei & Betea, 2011; Burakowski, 2011; Opris, 2011; Betea et al., 2015; Deletant, 2016).

Planul de rambursare accelerată a datoriei externe prevedea măsuri drastice de reducere a importurilor și de impulsioneare a exporturilor, astfel încât să fie obținute surplusurile valutare necesare plăților. Au fost stopate importurile unor bunuri necesare consumului populației dar și achizițiile din străinătate ale unor materii prime și tehnologii utile pentru industria României. În plus, cantități importante dintr-o serie de bunuri de consum au luat calea exporturilor, ceea ce a cauzat penurie pe piața internă. În noile circumstanțe, a sporit

foarte mult rolul Securității care, pe lângă misiunea de coerciție pe plan intern, a primit și sarcina de a se implica mai mult în comerțul exterior. Multe dintre tranzacțiile externe ale României din acele vremuri, în special unele mai delicate, precum vânzările de armament, au fost realizate prin firme controlate de Securitate, iar unii dintre angajații acestora s-au numărat, mai târziu, printre noii îmbogățiți. După patru ani de la demarare, programul de rambursare în avans a redus aproape la jumătate datoria externă a României.

Totuși, plățile anticipate au creat o problemă care, se spune, l-ar fi enervat pe Nicolae Ceaușescu: în contractele de împrumut erau prevăzute, pentru astfel de situații, compensații pentru creditorii care urmau să piardă din dobânzi ca urmare a diminuării sumelor datorate de statul român. Prin negocieri intense s-a ajuns la un acord convenabil pentru România însă episodul nu a diminuat, probabil, aversiunea în creștere a dictatorului român față de instituțiile financiare din Occident. Se schimbase și contextul geopolitic: după destinderea promovată de noii lideri sovietici, puterile occidentale își pierduseră interesul pentru poziția de frondă a României în cadrul sateliților URSS.

În ultimii ani ai regimului lui Nicolae Ceaușescu, presa de stat a găzduit numeroase articole îndreptate împotriva FMI, prezentat ca un instrument al înrobirii economice a țărilor sărace de către cercuri financiare oculte. După unele mărturii, în acele vremuri, Ceaușescu era tentat să participe la înființarea unei bănci internaționale care ar fi urmat să acorde credite cu dobânzi mici țărilor în curs de dezvoltare (Andrei & Betea, 2011). Este discutabilă viabilitatea unui astfel de proiect ce ar fi concurat cu FMI și Banca Mondială. Oricum, statul român a acordat numeroase împrumuturi țărilor în curs de dezvoltare, în general sub forma unor credite comerciale aferente investițiilor sau altor tranzacții (într-o cuvântare la o plenară a CC al PCR din aprilie 1989, Ceaușescu a apreciat că, în acel moment, România avea de încasat creanțe care totalizau, în afara celor în ruble transferabile, 2,5 miliarde dolari). În presa oficială din aceste țări au fost publicate articole elogioase la adresa dictatorului român însă unele credite nu au mai fost rambursate.

Într-o ședință a Comitetului Politic Executiv al CC al PCR din 31 martie 1989 Nicolae Ceaușescu a anunțat că datoria externă a României a fost achitată complet. După mai puțin de nouă luni, sfârșea în fața unui pluton de execuție. Popularitatea de care se bucurase la început a fost aproape complet anihilată de impactul rambursării accelerate a împrumuturilor. Peste zece ani, datoria externă revenise la un nivel apropiat de cel din

1982 (Figura 2.5). Frământările specifice tranziției către economia de piață, pierderea unor piețe externe și, nu în ultimul rând, corupția de proporții gigantice au destabilizat contul curent, care a trecut de la excedente la deficite substanțiale care au consumat rezerva valutară a țării. Din nou, pentru a ieși din impas, guvernele au fost obligate să apeleze la FMI și la Banca Mondială. La fel ca înainte de 1989, măsurile de reformă solicitate de FMI au fost interpretate, de o parte a presei din România, drept tentative de înrobire a economiei. În prezent, datoria externă a României a ajuns la un nivel mult mai înalt decât cel din 1982 (totuși sunt alte circumstanțe: între timp, puterea de cumpărare a dolarului s-a diminuat, leul a devenit convertibil etc.), ceea ce justifică întrebarea asupra utilității sacrificiilor impuse de regimul Ceaușescu.

2.3.4. Iluzii asociate obligațiunilor guvernamentale

În ultimele decenii, finanțarea prin emisiuni de obligațiuni a cheltuielilor guvernelor a luat amploare. În tranzacțiile cu aceste titluri un aspect important este reprezentat de posibilitatea ca guvernul care le-a emis să nu își respecte angajamentele asumate cu privire la plățile în contul datoriei publice. Cu cât estimările asupra acestui risc de parteneriat sunt mai mari, cu atât ratele dobânzilor cu care sunt emise obligațiunile trebuie să fie mai mari. În general, în țările cu piețe de capital dezvoltate, o mare parte a obligațiunilor guvernamentale este tranzacționată în scopuri speculative la prețuri care depind, în mare măsură, de percepțiile asupra capacității de plată a țărilor debitoare.

Solvabilitatea unei țări este apreciată prin intermediul unor diverși indicatori:

- Produsul Intern Brut pe cap de locuitor;
- ritmul de creștere al Produsul Intern Brut real pe cap de locuitor;
- datoria publică;
- datoria externă;
- rezervele valutare;
- soldul bugetului de stat;
- soldul contului curent;
- rata inflației etc. (Bissoondoyal-Bheenick, 2005; Alfonso et al., 2007; Erdem & Varli, 2014).

În condiții de normalitate, acești indicatori pot oferi o imagine destul de fidelă asupra capacității de plată a unui guvern. Totuși, într-un context turbulent, aceste variabile se pot dovedi insuficiente pentru a evalua riscul ca o țară să nu își ramburseze datoriile. Vom prezenta succint, în continuare, două astfel de situații:

- moratoriul Rusiei asupra datoriei externe din 17 august 1998;
- criza datoriilor publice ale zonei euro din perioada 2009 – 2016.

2.3.4.1. Moratoriul Rusiei asupra datoriei externe

După destrămarea URSS, în anul 1991, Rusia și fostele state membre au parcurs perioade frământate de tranziție către economia de piață. În acele vremuri, puterile apusene au sprijinit administrația lui Boris Elțin, văzut ca un garant al cursului de destindere cu Occidentul și al reformelor economice. În februarie 1996, cu câteva luni înainte de alegerile prezidențiale în care, conform unor sondaje, favorit era un contracandidat comunist al lui Elțin, FMI a acordat Rusiei un împrumut de 10,2 miliarde dolari în schimbul unei promisiuni de intensificare a reformelor economice.

În anul 1997, guvernul rus a încheiat cu creditorii occidentali acorduri ce prevedeau reeșalonarea datoriei externe preluate de la defuncta Uniune Sovietică. În acel moment, perspectivele economiei Rusiei păreau oarecum promițătoare. Inflația scăzuse și se întrezăreau perspective de oprire a declinului Produsul Intern Brut. Prețurile petrolului și ale metalelor neferoase exportate masiv de Rusia se aflau la niveluri ridicate. În aceste circumstanțe, investitorii străini au fost atrași de obligațiunile guvernamentale emise de guvernul rus care ofereau rate ale dobânzilor mult mai mari decât cele din țările occidentale. Totuși, situația Rusiei rămânea fragilă. Țara era măcinată de corupție (în acei ani au apărut așa-numiții oligarhi), o mare parte a populației trăia în sărăcie, guvernul avea dificultăți în colectarea impozitelor, salariile angajaților din sectorul public erau plătite cu întârziere, iar deficitul bugetar se menținea la un nivel ridicat. Economia națională depindea, în mare măsură de exporturile de petrol, fiind vulnerabilă în fața fluctuațiilor acestuia (Desai, 2000; Chiodo & Owyang, 2002; Aleksashenko, 2010; Pinto & Ulatov, 2010).

În vara anului 1997, unele țări din Asia de Sud-Est au fost afectate de o criză majoră ale cărei efecte s-au propagat, prin așa-numitul fenomen de „contagiune” în câteva regiuni ale

lumii, inclusiv în Rusia (Eichengreen et al., 1996; Kaminsky & Reinhart, 2000; Rigobon, 2001; Kaminsky et al., 2003; Allen & Gale, 2009). În noiembrie 1997 s-a produs un prim atac speculativ asupra rublei, respins de banca centrală a Rusiei cu prețul diminuării rezervei valutare (în acea vreme cursul rublei era legat de dolar fiind permise fluctuații într-un interval relativ îngust). Către sfârșitul anului 1997 prețurile petrolului și ale metalelor neferoase au scăzut abrupt (declinul unor industrii din Asia de Sud-Est, care erau mari consumatoare, a redus substanțial cererea), iar exporturile Rusiei s-au diminuat dramatic. În noua conjunctură, investitorii au devenit reticenți față de achizițiile de obligațiuni emise de guvernul rus.

La tensiunile economice s-au adăugat cele politice atunci când, la 22 martie 1998, Boris Elțin a demis guvernul lui Viktor Cernomîrdin însărcinându-l pe Serghei Kirienko să formeze un nou cabinet care a fost confirmat de Parlament după o lună. În acest context s-au produs alte atacuri speculative asupra rublei respinse cu greu de banca centrală. De fapt, reprezentanții unor cercuri industriale au solicitat, la mijlocul anului 1998, devalorizarea rublei pentru a spori competitivitatea exporturilor (Kharas et al., 2001; Chiodo & Owyang, 2002; Aleksashenko, 2010).

În încercarea de a obține resursele financiare necesare pentru a preveni un colaps economic, administrația Elțin a mărit, la 19 mai, la 50% rata dobânzii pentru obligațiunile guvernamentale solicitând, totodată, ajutorul FMI. Deoarece economia Rusiei începuse să fie percepută drept foarte fragilă, obligațiunile nu au avut o cerere prea mare, în ciuda rentabilității substanțiale pe care o promiteau. În ce privește ajutorul FMI, acesta a venit târziu și la un nivel sub așteptările guvernului rus. Măsura disperării acestuia a fost reflectată de majorarea, după numai o săptămână, a ratei dobânzii pentru împrumuturi până la 150%. A fost anunțat și un plan anticriză care prevedea, printre altele, reforme economice structurale. Era însă prea târziu pentru a salva echilibrul financiar.

La 17 august 1998, au fost anunțate măsuri radicale pentru a evita un colaps al finanțelor țării. A fost lărgit intervalul în care putea fluctua cursul rublei în raport cu dolarul, ceea ce a însemnat, de facto, o devalorizare a monedei naționale. A mai fost proclamat un moratoriu de 90 de zile asupra serviciului datoriei externe și o restructurare forțată a datoriei publice pe plan intern (Kharas et al., 2001; Chiodo & Owyang, 2002).

Știrile asupra măsurilor hotărâte de administrația Eltîn au condus la prăbușirea prețurilor la care erau tranzacționate obligațiunile Rusiei, provocând pierderi considerabile celor care le achiziționaseră. Cel mai cunoscut exemplu este cel al fondului mutual *Long-Term Capital Management* (LTCM), la acea vreme una dintre cele mai mari instituții financiare din Statele Unite. În septembrie 1998 s-a aflat că fondul era în pragul falimentului. S-a aplicat, însă, principiul „Too Big to Fail” (TBTF), iar Banca Rezervelor Federale din New York a convins 14 instituții financiare majore să ofere împrumuturi care au totalizat peste 3,6 miliarde dolari pentru a acoperi pierderile LTCM. Fondul a mai funcționat până în anul 2000 când a fost dizolvat.

În trecut, managerii LTCM obținuseră rentabilități ridicate investind în titluri variate, inclusiv în obligațiuni guvernamentale emise de țări cu economii încă neconsolidate, așa cum era cazul Rusiei. Astfel de obligațiuni promiteau dobânzi substanțiale care erau însoțite însă de riscuri pe măsură. Modelele sofisticate pe care fondul le utiliza pentru a gestiona portofoliile de active financiare induseseră iluzia că expunerile față de aceste riscuri vor putea fi ținute sub control. Analize ulterioare au demonstrat că scăderea prețurilor pentru obligațiunile Rusiei, careia inițial i se atribuiseră un rol decisiv, a fost doar unul dintre factorii care au determinat prăbușirea LTCM. Totuși, a fost recunoscut impactul psihologic major al anunțului asupra incapacității de plată a Rusiei (Jorion, 2000; MacKenzie, 2003; Dungey et al., 2006; Stulz, 2008). De fapt, acesta a provocat o volatilitate accentuată pe multe dintre piețele unde erau tranzacționate obligațiunile guvernamentale ale altor țări cu economii neconsolidate.

2.3.4.2. Criza datoriilor publice ale zonei euro

În 1979, pentru a preveni oscilațiile prea abrupte ale cursurilor valutare, mai multe țări din Europa Occidentală au instituit *Sistemul Monetar European* (SME) legându-și monedele prin intermediul unor intervale de fluctuații ale ratelor de schimb. Una dintre cele mai complexe probleme ale unui sistem monetar este reprezentată de apariția unor dezechilibre de competitivitate între țările membre. Adeseori, statele cu o competitivitate externă redusă recurg la devalorizarea monedei naționale care, ieftinind exporturile și scumpind importurile, poate ameliora deficitul de cont curent. În cazul SME, devalorizarea a fost aplicată destul de frecvent de statele membre, cu excepția notabilă a Germaniei a cărei bancă centrală, Bundesbank, promova stabilitatea mărcii. Situația s-a schimbat

fundamental atunci când cele mai multe dintre țările membre ale SME au decis să adopte o monedă unică, euro.

Încă înainte ca zona euro să înceapă a funcționa, au apărut avertismente că, în condițiile în care, în cadrul unei uniuni monetare, statele membre nu au la dispoziție instrumentul devalorizării pentru a-și spori competitivitatea, decalajele majore ale performanțelor participanților ar putea periclita echilibrul monetar (Bayoumi & Eichengreen, 1992; Dornbusch, 1996; Frankel & Rose, 1997; Obstfeld, 1997; Frieden, 1998; Mundell, 1998). Faptul că în conceperea noii uniuni monetare se impusese, în mare măsură, viziunea Bundesbank asupra stabilității monetare era un indiciu că nu va fi acceptată politica unui euro slab, care să stimuleze competitivitatea externă. Au fost criticate și criteriile Tratatului de la Maastricht de admitere în viitoarea zonă euro care evaluau aproape exclusiv stabilitatea monetară, fără a lua în considerare dezechilibrele de competitivitate (Bayoumi & Eichengreen, 1992; Cohen, 1993; Schmidt & Straubhaar, 1995; De Grauwe, 2013).

Primii ani de funcționare a zonei euro au părut benefici pentru economiile țărilor membre, inclusiv pentru cele cu o competitivitate externă redusă. În general, în aceste țări ratele dobânzilor au scăzut, proces justificat de diminuarea inflației, iar veniturile salariale au sporit, ceea ce a stimulat creșterea semnificativă a Produsul Intern Brut. Această evoluție a încurajat guvernele să majoreze cheltuielile publice mai ales că finanțarea acestora, prin obligațiuni guvernamentale, se ieftinise în preajma aderării la zona euro. Sporise încrederea în toate economiile naționale care urmau să adopte moneda unică, acestea fiind percepute drept foarte stabile din moment ce îndepliniseră criteriile de convergență ale Tratatului de la Maastricht. În plus, era de așteptat ca o țară care se confrunta cu dificultăți să primească sprijinul celorlalți membri ai uniunii monetare. De exemplu, ratele dobânzilor pentru obligațiunile guvernamentale cu termen de 10 ani emise de Grecia, țară care a fost primită în zona euro în anul 2001, au scăzut de la peste 11% în ianuarie 1998 la sub 4,6% în decembrie 2002 (Figura 2.6). În aceste circumstanțe, considerate favorabile, multe dintre membrele uniunii monetare au cheltuit și s-au împrumutat masiv, sporindu-și datoriile publice. În unele țări au fost depășite nivelurile limită, prevăzute în Tratatul de la Maastricht, ale ponderilor deficitelor bugetare sau datoriilor publice în Produsul Intern Brut. Nu au fost însă aplicate sancțiuni deoarece printre făptași se aflau cei doi mari

decidenți ai zonei euro: Germania și Franța (Arghyrou & Kontonikas, 2012; Beirne & Fratzscher, 2013; Wyplosz, 2017).

De fapt, aderarea la uniunea monetară a agravat diferențele de competitivitate dintre statele membre, în special ca urmare a majorării costului forței de muncă în unele țări din ceea ce a fost denumită „periferia zonei euro”, precum Grecia, Portugalia sau Spania. Acestea s-au confruntat cu deficite substanțiale ale contului curent, în timp ce unele țări din „nucleul zonei euro”, precum Germania, Belgia sau Olanda, au înregistrat surplusuri considerabile.

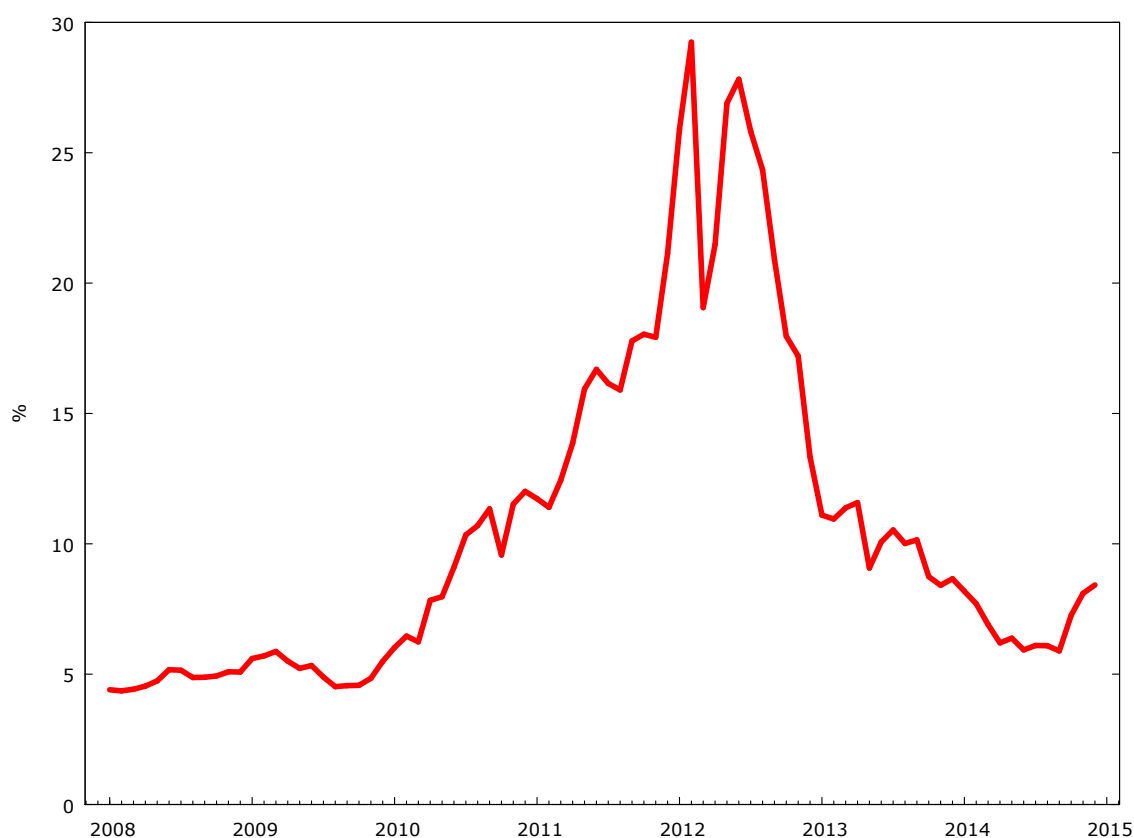


Figura 2.6. Evoluția valorilor lunare ale ratelor dobânzilor pentru obligațiunile guvernamentale cu termen de 10 ani emise de Grecia în perioada 1998 - 2014

Sursa datelor: <https://fred.stlouisfed.org/tags/series?t=10-year%3Bgreece%3Byield>

Turbulențele financiare din perioada 2007 – 2008 au schimbat radical percepțiile asupra riscurilor asociate obligațiunilor emise de unele țări din zona euro. În acești ani, prețurile pieței imobiliare, care până atunci crescuseră substanțial, s-au prăbușit, iar multe dintre creditele acordate pentru achiziția de locuințe sau terenuri nu au mai putut fi rambursate. Pentru a salva băncile aflate în dificultate, multe guverne au trebuit să împrumute sume uriașe, care au majorat abrupt datoriile publice.

La 15 septembrie 2008, anunțul asupra falimentului companiei *Lehman Brothers Holdings Inc.*, una dintre cele mai mari instituții financiare din Statele Unite privity, oarecum, ca o încălcare a principiului TBTF, a declanșat printre investitori un sentiment de teamă manifestată prin evitarea produselor financiare cu riscuri mari. În această categorie intrau și obligațiunile guvernamentale ale unor state cu economii considerate fragile.

Criza piețelor financiare din Statele Unite a fost urmată de o recesiune globală severă care a redus veniturile publice din multe țări, inducându-le dificultăți în menținerea echilibrului bugetar. Diminuarea Produsului Intern Brut a condus la majorări semnificative ale ponderilor deficitelor bugetare sau datoriilor publice, ceea ce a indus o anumită neîncredere asupra capacității de rambursare a datoriilor publice. Unele guverne din zona euro au introdus măsuri de austeritate pentru a-și reduce deficitul bugetar până la nivelul stipulat de Tratatul de la Maastricht. Totuși, în contextul tensionat al crizei, a fost greu de înlăturat reticența investitorilor asupra stabilității financiare a zonei euro, în special a statelor din periferia acesteia. Dintre acestea se remarcă, prin neîncrederea pe care o inspira, Grecia care era deja renumită pentru nivelul ridicat al evaziunii fiscale, pentru sectorul public ineficient și pentru sistemul de pensii excesiv de generos. Încă înainte de declanșarea crizei, datoria publică a Greciei reprezenta mai mult de 100% din PIB. Erau, totodată, temeri că guvernul falsifică statisticile pentru a-și înfrumuseța indicatorii asupra echilibrului financiar.

În anul 2009, guvernul Greciei și-a revizuit prognozele, anunțând că deficitul bugetar va ajunge la o pondere mai mare de 12% din PIB (nivelul acestuia crescuse și ca urmare a trecerii la aplicarea metodologiei de calcul EUROSTAT). Ratele dobânzilor la care guvernul grec se putea împrumuta s-au majorat semnificativ depășind, în ianuarie 2010, nivelul de 5% pentru obligațiunile guvernamentale cu termen de 10 ani. Guvernul grec a inițiat unele măsuri de austeritate care au fost întâmpinate cu ostilitate de populație (Argyrou & Tsoukalas, 2011; Reinhart & Trebesch, 2015).

În aprilie 2010, după noi revizuri ale statisticilor asupra PIB din trecut, agențiile internaționale de rating au redus drastic calificativele Greciei, ceea ce a condus la o nouă creștere abruptă a ratelor dobânzilor pentru obligațiunile guvernamentale. În noile

circumstanțe nu putea fi exclusă posibilitatea ca statul grec să declare un moratoriu asupra datoriei publice. S-a luat în considerare și varianta părăsirii uniunii monetare (*Grexist*), cu consecințe greu de anticipat (Belke & Dreger, 2011; Alogoskoufis, 2012; Ardagna & Caselli, 2014; Blustein, 2015).

Perspectiva ca Grecia să intre în incapacitate de plată a stârnit îngrijorarea creditorilor acesteia printre care se numărau bănci cu capital privat, guverne occidentale și instituții financiare internaționale. În mai 2010, așa-numita *Troică* (reprezentanți ai Comisiei Europene, Băncii Centrale Europene și ai Fondului Monetar Internațional) au oferit guvernului grec un împrumut de urgență de 110 miliarde dolari. Pentru guvernele occidentale era însă foarte dificil să își convingă cetățenii, ei înșiși supuși măsurilor de austeritate, că din impozitele plătite de aceștia trebuiau alocate sume uriașe pentru a salva o țară care, ani la rând, eludase criteriile Tratatului de la Maastricht falsificându-și statisticile. Pentru a contracara astfel de critici, Greciei i-au fost solicitate, prin acordul de împrumut, reforme structurale de amploare, privatizarea unei părți considerabile a sectorului de stat și un plan de austeritate menit să reducă deficitul bugetar (Zettelmeyer et al., 2013).

În lunile următoare, încercările guvernului grec de a-și îndeplini obligațiile asumate s-au lovit de opoziția populației care a recurs la manifestații de amploare, unele dintre ele violente. Au sporit resentimentele față de Germania, considerată vinovată pentru măsurile de austeritate. Criza financiară a generat o instabilitate politică accentuată, care a îngreunat rezolvarea problemelor economiei naționale. Agențiile de rating au continuat să coboare calificativele acordate Greciei, care se îndatora cu rate ale dobânzilor considerabile. În anul 2011, Troica a convenit asupra unui nou acord care prevedea un nou împrumut de 130 miliarde euro și renunțarea, din partea creditorilor privați, la mai mult de jumătate din creanțele lor asupra statului grec. Totuși, prelungirea măsurilor de austeritate a erodat popularitatea partidelor tradiționale, favorizând venirea la putere a formațiunii Syriza, condusă de Alexis Tsipras care se declarase un adversar al acordurilor cu Troica. În iulie 2015, acesta a organizat un referendum în care, așa cum era de așteptat, au fost respinse măsurile de austeritate și de reformă negociate de guvernele anterioare. Totuși, la puțin timp după referendum, premierul Tsipras a trebuit să accepte un nou acord, care nu diferea prea mult de cele la care ajunseseră predecesorii săi.

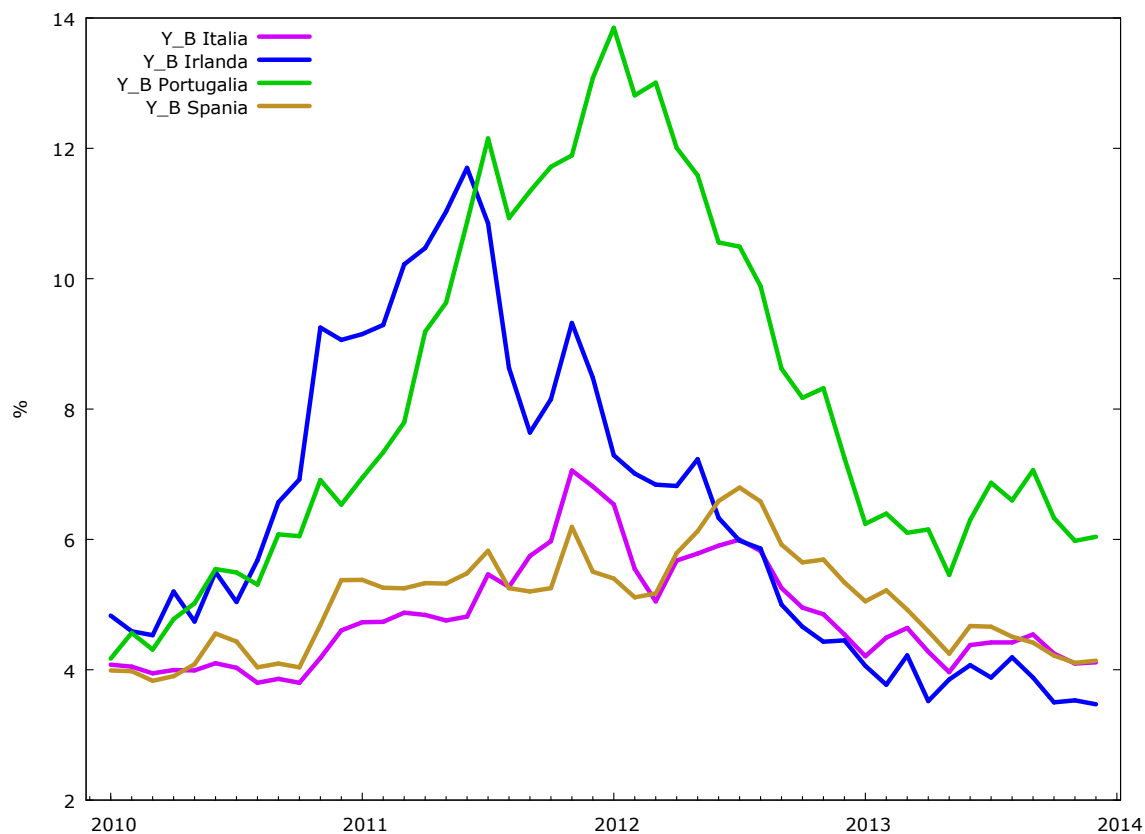


Figura 2.7. Evoluția valorilor lunare ale ratelor dobânzilor pentru obligațiunile guvernamentale cu termen de 10 ani (Y_B) emise de Italia, Irlanda, Portugalia și Spania în perioada 2010 - 2013

Sursa datelor: <https://fred.stlouisfed.org/tags/series?t=bonds>

În perioada 2010 – 2013 criza datoriei publice a Greciei s-a transformat, prin fenomenul de contagiune financiară, într-o criză a datoriilor ansamblului zonei euro, în care un rol major a fost jucat de agențiile internaționale de rating, care au coborât calificativele mai multor membri ai uniunii monetare, care au fost obligați să se împrumute cu costuri mai ridicate (Arezki et al., 2011; Afonso et al., 2012; Aizenman et al., 2013; Mink & de Haan, 2013; De Vries & de Haan, 2016). Au fost vizate, mai întâi, statele de la periferia uniunii monetare, în special ceea ce a fost denumit grupul GIIPS care cuprindea, în afara Greciei, Italia, Irlanda, Portugalia și Spania. Dintre acestea, Italia și Portugalia se confruntau, și înainte de criză, cu niveluri înalte ale datoriilor publice și cu probleme structurale ale economiilor naționale. Datoriile publice ale Irlandei și Spaniei s-au majorat abrupt după ce guvernele acestora au alocat fonduri uriașe pentru a salva băncile care suferiseră pierderi din cauza prăbușirii piețelor imobiliare. În plus, economiile lor resimțeau efectele unor recesiuni deosebit de severe. În intervalul 2010 – 2012 agențiile de rating au retrogradat datoriile acestor state din perspectiva riscurilor de parteneriat (foarte sever în cazul Irlandei

și Portugaliei), ceea ce a majorat semnificativ ratelor dobânzilor pentru obligațiunile guvernamentale (Figura 2.7).

De la periferie, criza s-a extins către nucleul zonei euro. În toamna anului 2011 a fost coborât calificativul Belgiei, iar în ianuarie 2012 cele ale Franței și Austriei. Aceste evoluții au evidențiat necesitatea unor reforme care să prevină alte crize și să readucă încrederea piețelor financiare în stabilitatea uniunii monetare europene. În octombrie 2012 a fost ratificat *Tratatul privind Mecanismul European de Stabilitate*, o instituție financiară care poate sprijini membrii zonei euro care se confruntă cu dificultăți. La 1 ianuarie 2013 a intrat în vigoare *Tratatul privind stabilitatea, coordonarea și guvernarea în cadrul uniunii economice și monetare* menit să întărească disciplina bugetară a membrilor zonei euro.

Într-un final, depășirea perioadei de recesiune, efectele măsurilor de reducere a deficitelor bugetare și sprijinul financiar acordat statelor aflate în dificultate au readus încrederea piețelor financiare în viabilitatea zonei euro, ceea ce a condus la diminuarea ratelor dobânzilor pentru obligațiunile guvernamentale. Totuși, persistă opinii după care o nouă criză nu poate fi exclusă (Tomann, 2017; Wyplosz, 2017; Wasserfallen et al., 2019).

Bibliografie

- Afonso, A., Furceri, D., & Gomes, P. (2012). Sovereign credit ratings and financial markets linkages: application to European data. *Journal of International Money and Finance*, 31(3), 606-638.
- Afonso, A., Gomes, P., & Rother, P. (2007). What “hides” behind sovereign debt ratings?. European Central Bank Working Paper Series No. 711. <https://zentral-bank.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp711.pdf>
- Aizenman, J., Binici, M., & Hutchison, M. M. (2013). Credit Ratings and the Pricing of Sovereign Debt during the Euro Crisis. NBER Working Paper No.19125. <https://www.nber.org/papers/w19125.pdf>
- Akerlof, G. A., & Shiller, R. J. (2009). *Animal spirits: How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*. Princeton University Press.
- Aleksashenko, S. (2010). Lessons from Russia's Crisis. in Dadush, U. (Ed.). *Paradigm lost. The Euro in Crisis*. The Carnegie Endowment for International Peace, Washington, DC. (pp. 37 - 42).
- Algieri, B. (2013). An empirical analysis of the nexus between external balance and government budget balance: The case of the GIIPS countries. *Economic Systems*, 37(2), 233-253.
- Allen, F., & Gale, D. (2009). *Understanding financial crises*. Oxford University Press.
- Alogoskoufis, G. (2012). Greece's sovereign debt crisis: retrospect and prospect. GreeSE Paper No.54. <http://eprints.lse.ac.uk/42848/1/GreeSE%20No54.pdf>
- Andrei, Ș., & Betea, L. (2011). *I se spunea Machiavelli: Ștefan Andrei în dialog cu Lavinia Betea; stăpânul secretelor lui Ceaușescu*. Editura Adevărul, București.

- Ardagna, S., & Caselli, F. (2014). The political economy of the Greek debt crisis: A tale of two bailouts. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 6(4), 291-323. <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/mac.6.4.291>
- Arezki, R., Candelon, B., & Sy, A. N. R. (2011). Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis. IMF Working Paper No. 11/68. SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1802981
- Arellano, C., Atkeson, A., & Wright, M. (2016). External and public debt crises. NBER Working Paper No. 21456. <https://www.nber.org/papers/w21456.pdf>
- Argyrou, M. G., & Ktononikas, A. (2012). The EMU sovereign-debt crisis: Fundamentals, expectations and contagion. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 22(4), 658-677.
- Argyrou, M. G., & Tsoukalas, J. D. (2011). The Greek debt crisis: Likely causes, mechanics and outcomes. Cardiff Economics Working Papers, No. E2010/3. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/65833/1/63087039X.pdf>
- Baker, H. K., Filbeck, G., & Spieler, A. C. (Eds.). (2019). *Debt Markets and Investments*. Oxford University Press, Oxford.
- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 1053-1128.
- Bar-Isaac, H., & Shapiro, J. (2013). Ratings quality over the business cycle. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 62-78.
- Basu, K. (2014). Ponzis: the science and mystique of a class of financial frauds. The World Bank Policy Research Working Paper No. 6967. <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/19358/WPS6967.pdf>
- Bayoumi, T., & Eichengreen, B. (1992). Shocking aspects of European monetary unification. NBER Working Paper No. 3949. <https://www.nber.org/papers/w3949>
- Beetsma, R., & Giuliodori, M. (2010). The macroeconomic costs and benefits of the EMU and other monetary unions: an overview of recent research. *Journal of Economic Literature*, 48(3), 603-41. <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jel.48.3.603>
- Beirne, J., & Fratzscher, M. (2013). The pricing of sovereign risk and contagion during the European sovereign debt crisis. ECB Working Paper, No. 1625. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/154058/1/ecbwp1625.pdf>
- Belke, A. H., & Dreger, C. (2011). Ramifications of Debt Restructuring on the Euro Area -The Example of Large European Economies' Exposure to Greece. SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1906631
- Benmelech, E., & Dlugosz, J. (2010). The credit rating crisis. *NBER Macroeconomics Annual*, 24(1), 161-208. <https://www.nber.org/chapters/c11794.pdf>
- Bessis, J. (2015). *Risk management in banking*, Fourth Edition. John Wiley & Sons, West Sussex.
- Betea, L., Mihai, F. R., & Țiu, I. (2015). *Viața lui Ceaușescu*, Volumul III, Tiranul. Editura Cetatea de Scaun, Targoviste.
- Bissoondoyal-Bheenick, E. (2005). An analysis of the determinants of sovereign ratings. *Global Finance Journal*, 15(3), 251-280.
- Black, F., Jensen, M. C., & Scholes, M. (1972). The capital asset pricing model: Some empirical tests. *Studies in the theory of capital markets*, 81(3), 79-121.
- Blanchard, O., & Giavazzi, F. (2002). Current account deficits in the euro area: the end of the Feldstein-Horioka puzzle?. *Brookings papers on economic activity*, 2002(2), 147-209.
- Bloomfield, R. (2010). Traditional versus behavioral finance. *Behavioral Finance—Investors, Corporations, and Markets*, 23-38.
- Blustein, P. (2015). Laid low: The IMF, the euro zone and the first rescue of Greece. CIGI Papers No. 61. https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_paper_no.61web.pdf
- Bolton, P., Freixas, X., & Shapiro, J. (2009). The credit ratings game. NBER Working Paper No. 14712. <https://www.nber.org/papers/w14712.pdf>
- Bordo, M. D., & James, H. (2000). The International Monetary Fund: its present role in historical perspective. NBER Working Paper No. 7724. <https://www.nber.org/papers/w7724>

- Brown, M., & De Haas, R. (2012). Foreign banks and foreign currency lending in emerging Europe. *Economic Policy*, 27(69), 57-98.
- Brown, S., & Taylor, K. (2008). Household debt and financial assets: evidence from Germany, Great Britain and the USA. *Journal of the Royal Statistical Society, Series A*, 171(3), 615-643.
- Brown, S., & Taylor, K. (2014). Household finances and the 'Big Five' personality traits. *Journal of Economic Psychology*, 45, 197-212.
- Brûha, J., Karber, M., Pierluigi, B., & Setzer, R. (2017). Understanding sovereign rating movements in euro area countries. ECB Working Paper No. 2011. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2911004
- Brunnermeier, M., Crockett, A., Goodhart, C. A., Persaud, A., & Shin, H. S. (2009). The fundamental principles of financial regulation, Geneva Report on World Economy 11, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London.
- Burakowski, A. (2011). Dictatura lui Nicolae Ceaușescu – Geniul Carpaților. Editura Polirom, Iași.
- Buszko, M., & Krupa, D. (2015). Foreign currency loans in Poland and Hungary—a comparative analysis. *Procedia Economics and Finance*, 30, 124-136.
- Calvo, G. A. (1988). Servicing the public debt: The role of expectations. *The American Economic Review*, 647-661.
- Cecchetti, S. G., Mohanty, M. S., & Zampolli, F. (2011). The real effects of debt. BIS Working Papers No. 352.
- Chalmers, D., Jachtenfuchs, M., & Joerges, C. (Eds.). (2016). *The End of the Eurocrats' Dream*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Chiodo, A. J., & Owyang, M. T. (2002). A case study of a currency crisis: The Russian default of 1998. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 84(6), 7.
- Cohen, B. J. (1993). Beyond EMU: the problem of sustainability. *Economics & Politics*, 5(2), 187-203.
- Cressey, D. R. (1973). *Other people's money: A study in the social psychology of embezzlement* (Reprint of the 1953 ed. published by the Free Press, Glencoe). Patterson Smith, Montclair.
- Crotty, J. (2009). Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'. *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 563-580. <http://www.umass.edu/economics/publications/2008-14.pdf>
- Davis, E. P. (1992). *Debt, financial fragility, and systemic risk*. Oxford University Press, Oxford.
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. H. (1994). *Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective*. NBER Working Paper No. 4777. <https://www.nber.org/papers/w4777.pdf>
- De Bruyckere, V., Gerhardt, M., Schepens, G., & Vander Vennet, R. (2013). Bank/sovereign risk spillovers in the European debt crisis. NBB Working Paper, No. 232. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/144444/1/wp232en.pdf>
- De Grauwe, P. (2013). The political economy of the Euro. *Annual Review of Political Science*, 16(1), 153-170.
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L., & Waldmann, R. (1991). The Survival of Noise Traders in Financial Markets. *The Journal of Business*, 64(1), 1-19.
- de Paoli, B., Hoggarth, G., & Saporta, V. (2006). Costs of sovereign default. Bank of England Financial Stability Paper no.1.
- De Vries, T., & de Haan, J. (2016). Credit ratings and bond spreads of the GIIPS. *Applied Economics Letters*, 23(2), 107-111.
- Degner, H., & Leuffen, D. (2017). Powerful Engine or Quantité Negligeable? The role of the Franco-German couple during the euro crisis. EMU Choices Working Paper Series 2017. <https://pdfs.semanticscholar.org/f3c5/72f1bf20f67b1e4ddfba9508f9e01ac53a5a.pdf>
- Deletant, D. (2016). *Ceausescu and the Securitate: Coercion and Dissent in Romania, 1965-1989: Coercion and Dissent in Romania, 1965-1989*. Routledge, London.
- Dell'Ariccia, G., & Marquez, R. (2006). Lending booms and lending standards. *The Journal of Finance*, 61(5), 2511-2546.
- Desai, P. (2000). Why did the Ruble collapse in August 1998?. *American Economic Review*, 90(2), 48-52.

- Dornbusch, R. (1996). Euro fantasies. *Foreign Affairs*, 75(5), 110-124.
- Driscoll, M. (1991). Deregulation, credit rationing, financial fragility and economic performance. OECD Economics Department Working Papers No. 97.
- Dumitriu, R., & Stefanescu, R. (2013). External debt management in Romania, *Vanguard Scientific Instruments in Management*, 7(2), 47-56.
- Dumitriu, R., & Stefanescu, R. (2018). Introducere în Finanțele Comportamentale – Partea întâi. SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3239590
- Dumitriu, R., & Stefanescu, R. (2020). Introducere în Finanțele Comportamentale – Partea a doua. SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3589432
- Dungey, M., Fry, R., González-Hermosillo, B., & Martin, V. (2006). Contagion in international bond markets during the Russian and the LTCM crises. *Journal of Financial Stability*, 2(1), 1-27.
- Eichengreen, B. (1991). Is Europe an Optimum Currency Area? NBER Working Paper No. 3579. <https://www.nber.org/papers/w3579.pdf>
- Eichengreen, B. (2010). The breakup of the euro area. in Alesina, A., & Giavazzi, F. (Eds.). *Europe and the Euro*. University of Chicago Press. (pp. 11-51). <https://www.nber.org/chapters/c11654.pdf>
- Eichengreen, B., Jung, N., Moch, S., & Mody, A. (2014). The Eurozone crisis: Phoenix miracle or lost decade?. *Journal of Macroeconomics*, 39, 288-308.
- Eichengreen, B. J., & Portes, R. (1985). Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences. NBER Working Paper No. 1772. <https://www.nber.org/papers/w1772.pdf>
- Eichengreen, B., Rose, A. K., & Wyplosz, C. (1996). Contagious Currency Crises. NBER Working Paper No. 5681. <https://www.nber.org/papers/w5681>
- Erdem, O., & Varli, Y. (2014). Understanding the sovereign credit ratings of emerging markets. *Emerging Markets Review*, 20, 42-57.
- Frankel, J. A., & Rose, A. K. (1997). Is EMU more justifiable ex post than ex ante?. *European Economic Review*, 41(3-5), 753-760.
- Frieden, J. (1998). The euro: Who wins? Who loses?. *Foreign Policy*, 112, 4-32. <https://scholar.harvard.edu/jfrieden/files/euro.pdf>
- Friedman, B. M. (1984). Lessons from the 1979-1982 monetary policy experiment. NBER Working Paper No. 1272 (Also Reprint No. r0551). <https://www.nber.org/papers/w1272>
- Gärling, T., Kirchler, E., Lewis, A., & Van Raaij, F. (2009). Psychology, financial decision making, and financial crises. *Psychological Science in the Public Interest*, 10(1), 1-47.
- Gibson, H. D., Palivos, T., & Tavlas, G. S. (2014). The crisis in the Euro area: an analytic overview. *Journal of Macroeconomics*, 39, 233-239.
- Gigea-Gorun, P. (2004) *Un ministru de finanțe își amintește*, Vol. I, II. Editura Scrisul Românesc, Craiova.
- Goodhart, C., Hartmann, P., Llewellyn, D. T., Rojas-Suarez, L., & Weisbrod, S. (2013). *Financial regulation: Why, how and where now?*. Routledge, London.
- Greenwood, R., & Nagel, S. (2009). Inexperienced investors and bubbles. *Journal of Financial Economics*, 93(2), 239-258.
- Greuning, H. V., & Bratanovic, S. B. (2009). *Analyzing banking risk*, Third Edition, The International Bank for Reconstruction and Development, Washington, D.C.
- Griffith-Jones, S., & Sunkel, O. (1986). *Debt and development crises in Latin America: the end of an illusion*. Oxford University Press, Oxford.
- Hall, P. A. (2018). Varieties of capitalism in light of the euro crisis. *Journal of European Public Policy*, 25(1), 7-30.

- Hanson, S. G., Kashyap, A. K., & Stein, J. C. (2011). A macroprudential approach to financial regulation. *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 3-28.
- Hildebrandt, P. (1991). The path to European monetary union. *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 76(Mar), 35-48.
- Höpner, M., & Spielau, A. (2018). Better Than the Euro? The European Monetary System (1979–1998). *New Political Economy*, 23(2), 160-173.
- Jiménez, G., & Saurina, J. (2004). Collateral, type of lender and relationship banking as determinants of credit risk. *Journal of Banking & Finance*, 28, 2191-2212.
- Jonung, L., & Drea, E. (2009). The Euro: it can't happen, it's a bad idea, it won't last: US Economists on the EMU, 1989-2002. In *European Economy - Economic Papers 2008 – 2015 - 395*, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.
https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication16345_en.pdf
- Jorion, P. (2000). Risk management lessons from long-term capital management. *European financial management*, 6(3), 277-300.
- Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. M. (2000). On crises, contagion, and confusion. *Journal of international Economics*, 51(1), 145-168.
- Kaminsky, G. L., Reinhart, C. M., & Vegh, C. A. (2003). The unholy trinity of financial contagion. *Journal of economic perspectives*, 17(4), 51-74.
- Keeton, W. R., & Morris, C. S. (1987). Why do banks' loan losses differ?. *Economic Review*, 72(5), 3-21.
<https://www.kansascityfed.org/publicat/econrev/EconRevArchive/1987/2q87keet.pdf>
- Kharas, H. J., Pinto, B., & Ulatov, S. (2001). An analysis of Russia's 1998 meltdown: Fundamentals and market signals. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2001(1), 1-68.
- Kim, D., & Santomero, A. M. (1988). Risk in banking and capital regulation. *The Journal of Finance*, 43(5), 1219-1233.
- Klein, N. (2013). Non-Performing Loans in CESEE: Determinants and Impact on Macroeconomic Performance. *Journal Issue*, 2013, 72. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2247224
- Klomp, J., & De Haan, J. (2012). Banking risk and regulation: Does one size fit all?. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3197-3212.
- Kouretas, G. P., & Vlamis, P. (2010). The Greek crisis: causes and implications. *Panoeconomicus*, 57(4), 391-404.
- Lane, P. R. (2012). The European sovereign debt crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 49-68.
<https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.26.3.49>
- Lea, S. E., Webley, P., & Walker, C. M. (1995). Psychological factors in consumer debt: Money management, economic socialization, and credit use. *Journal of Economic Psychology*, 16(4), 681-701.
- List, J. A. (2003). Does market experience eliminate market anomalies?. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 41-71.
- Lux, T. (1995). Herd behaviour, bubbles and crashes. *The Economic Journal*, 105(431), 881-896.
- Llewellyn, D. (1999). The Economic Rationale for Financial Regulation. *FSA Occasional Paper*, 1.
<http://letr.org.uk/references/storage/2EFX9BJX/OP01.pdf>
- MacKenzie, D. (2003). Long-Term Capital Management and the sociology of arbitrage. *Economy and society*, 32(3), 349-380.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Mewse, A. J., Lea, S. E., & Wrapson, W. (2010). First steps out of debt: Attitudes and social identity as predictors of contact by debtors with creditors. *Journal of Economic Psychology*, 31(6), 1021-1034.
- Mink, M., & de Haan, J. (2013). Contagion during the Greek sovereign debt crisis. *Journal of International Money and Finance*, 34, 102-113.
- Mishkin, F. S. (2016). *The economics of money, banking, and financial markets*, Eleventh Edition. Pearson, New York.

- Mody, A. (2015). Sovereign debt and its restructuring framework in the eurozone. Bruegel Working Paper, No. 2013/05. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/126718/1/757395465.pdf>
- Mundell, R. A. (1998). What the euro means for the dollar and the international monetary system. *Atlantic Economic Journal*, 26(3), 227-237.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Novák, Z., & Vámos, I. (2017). Conversion of Foreign Currency Loans in the CEECs. Proceedings of the ENTEnterprise REsearch InNOVAtion Conference, Zagreb, 2017. In 2017 ENTRENOVA Conference Proceedings. SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3282500
- Nyhus, E. K., & Webley, P. (2001). The role of personality in household saving and borrowing behaviour. *European Journal of Personality*, 15(S1), S85-S103. <https://home.uia.no/ellenkn/journalofpersonality.pdf>
- Obstfeld, M. (1997). Europe's Gamble. *Brookings Papers on Economic Activity*, 28(2), 241-317.
- Obstfeld, M. (1999). EMU: ready, or not? NBER Working Paper No. 6682. <https://www.nber.org/papers/w6682.pdf>
- Opris, P. (2011). Nicolae Ceaușescu și datoria externă a României, Arhivele Olteniei, serie nouă, 25, Editura Academiei Române, București, 213-231
- Pastor, M. (1987). *The international monetary fund and Latin America: Economic stabilization and class conflict*. Routledge, New York.
- Pinto, B., & Ulatov, S. (2010). Financial globalization and the Russian crisis of 1998. The World Bank.
- Pop-Eleches, G. (2008). *From economic crisis to reform: IMF programs in Latin America and Eastern Europe*. Princeton University Press, Princeton.
- Pressman, S. (1998). On financial frauds and their causes: Investor overconfidence. *American Journal of Economics and Sociology*, 57(4), 405-421.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. (2010). From Financial Crash to Debt Crisis. NBER Working Paper No. 15795. <https://www.nber.org/papers/w15795.pdf>
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2015). Financial and sovereign debt crises: Some lessons learned and those forgotten. *Journal of Banking and Financial Economics*, 2 (4), 5-17.
- Reinhart, C. M., & Trebesch, C. (2015). The pitfalls of external dependence: Greece, 1829-2015. NBER Working Paper No. 21664. <https://www.nber.org/papers/w21664.pdf>
- Reinhart, C. M., & Trebesch, C. (2016). The International Monetary Fund: 70 years of reinvention. *Journal of Economic Perspectives*, 30(1), 3-28.
- Rigobon, R. (2001). Contagion: How to Measure It? NBER Working Paper No. 8118. <https://www.nber.org/papers/w8118>
- Schelkle, W. (2017). *The political economy of monetary solidarity: understanding the euro experiment*. Oxford University Press.
- Schmidt, C., & Straubhaar, T. (1995). Maastricht II: Are real convergence criteria needed?. *Intereconomics*, 30(5), 211-220.
- Shambaugh, J. C. (2012). The euro's three crises. *Brookings papers on economic activity*, 2012(1). https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2012/03/2012a_Shambaugh.pdf
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Shefrin, H., & Statman, M. (1993). Behavioral aspects of the design and marketing of financial products. *Financial Management*, 22(2).
- Shleifer, A., & Summers, L. H. (1990). The noise trader approach to finance. *Journal of Economic perspectives*, 4(2), 19-33.
- Statman, M. (2014). Behavioral finance: Finance with normal people. *Borsa Istanbul Review*, 14(2), 65-73.

- Stefanescu, R., & Dumitriu, R. (2017). Financial illusions during transition: case of Romania. in The Tenth International & Interdisciplinary Scientific Conference, Vanguard Scientific Instruments in Management, Ravda, Bulgaria. SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3094618
- Steinkamp, S., & Westermann, F. (2014). The role of creditor seniority in Europe's sovereign debt crisis. *Economic Policy*, 29(79), 495-552. <http://www.economic-policy.org/wp-content/uploads/2013/10/westermann-steinkamp.pdf>
- Stulz, R. M. (2008). Risk management failures: What are they and when do they happen?. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(4), 39-48.
- Summers, L. H. (1986). Debt problems and macroeconomic policies. NBER Working Paper No. 2061. <https://www.nber.org/papers/w2061.pdf>
- Thaler, R. H. (1999). The end of behavioral finance. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 12-17.
- Tomann, H. (2017). *Monetary Integration in Europe: The European Monetary Union after the Financial Crisis*. Palgrave Macmillan, London.
- Torres, F. (2009). The Role of Preferences and the Sustainability of EMU. In Talani, L. (Ed.). *The future of EMU* (pp. 54-74). Palgrave Macmillan, London.
- Țiu, I. (2014). Achitarea datoriei externe. Ultimul proiect grandios al lui Ceaușescu. *Sfera Politicii*, 22(179/3), 101-107.
- von Schweinitz, G., & El-Shagi, M. (2016). The Joint Dynamics of Sovereign Ratings and Government Bond Yields. Annual Conference 2016 (Augsburg): Demographic Change, Verein für Socialpolitik/German Economic Association.
- Wasserfallen, F., Leuffen, D., Kudrna, Z., & Degner, H. (2019). Analysing European Union decision-making during the Eurozone crisis with new data. *European Union Politics*, 20(1), 3-23.
- White, L. J. (2010). Markets: The credit rating agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211-226.
- Williams, J. (2004). Determining management behaviour in European banking. *Journal of Banking & Finance*, 28(10), 2427-2460.
- Wojnilower, A. M. (1980). The Central Role of Credit Crunches in Recent Financial History. *Brookings Papers on Economic Activity*, 11(2), 277-340.
- Wyplosz, C. (1997). EMU: Why and how it might happen. *Journal of Economic Perspectives*, 11(4), 3-21.
- Wyplosz, C. (2006). European Monetary Union: the dark sides of a major success. *Economic policy*, 21(46), 208-261.
- Wyplosz, C. (2017). The Eurozone crisis: A near-perfect case of mismanagement. *Economia Marche Journal of Applied Economics*, XXXIII(1): 1-13.
- Yesin, P. (2012). Systemic risk in Europe due to foreign currency loans. SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2141228
- Zettelmeyer, J., Trebesch, C., & Gulati, M. (2013). *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*. Peterson Institute for International Economics.
- Zimmermann, H., & Dür, A. (Eds.). (2016). *Key controversies in European integration, Second Edition*. Palgrave Macmillan, London.