



Munich Personal RePEc Archive

## **The financial crisis 2007-2008: causes and consequences**

Munteanu, Ionica

Universitatea “Al.I.Cuza”, Facultatea de Economie și Administrarea Afacerilor

10 June 2009

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/36771/>

MPRA Paper No. 36771, posted 22 Feb 2012 06:43 UTC

## CUPRINS

<b>INTRODUCERE.....</b>	<b>2</b>
<b>CAPITOLUL 1. ANALIZA CAUZELOR CRIZEI FINANCIARE 2007-8.....</b>	<b>4</b>
1.1. Cauze fundamentale ale crizei.....	4
1.2. Cauzele proxime ale crizei .....	6
1.3. Interacțiunea factorilor interni cu factorii externi: de la încetinire la criză.....	7
<b>CAPITOLUL II PREMISELE REFORMĂRII / RECONFIGURĂRII SISTEMULUI FINANCIAR.....</b>	<b>10</b>
2.1. Politicile de răspuns la criza financiară.....	10
2.2. Strategia de ieșire din criză și necesitatea reformei pe termen lung .....	17
2.3. Reforme necesare pentru restabilirea ordinii în sistemul financiar.....	21
<b>CAPITOLUL III IMPACTUL CRIZEI FINANCIARE ASUPRA SISTEMULUI FINANCIAR ROMÂNESC.....</b>	<b>26</b>
3.1. Emergența riscului sistemic în sistemul bancar din România.....	27
3.2. Expunerile instituțiilor financiare nebankare românești și potențialul impact al acestora .....	34
3.3. Evoluția pieței de capital din România în contextul crizei financiare.....	36
<b>CONCLUZII ȘI PROPUNERI .....</b>	<b>41</b>

## INTRODUCERE

În anul 2008, pentru prima dată după anii 1930, economia mondială a experimentat o criză financiară sistemică: pe 18 septembrie, sistemul financiar internațional a fost pe punctul de a intra în colaps iar piața creditului nu a mai funcționat în următoarele patru săptămâni. Chiar dacă ultimele efecte ale crizei încă nu sunt cunoscute, falimentul unor mari instituții financiare și intervențiile guvernamentale masive în lume sunt semnale ale unei depresii economice puternice comparabilă cu Marea Depresiune din 1929-1933. Cauzele crizei globale a creditului astăzi sunt în general înțelese și inițiative majore sunt în curs de desfășurare pentru a reforma reglementarea financiară în întreaga lume, cu importante consecințe pentru viitorul finanțelor globale.

Pentru o mai bună înțelegere a situației actuale este necesară clarificarea conceptului de criză și analiza relațiilor de intercondiționare existente în sistemul economic. Astfel, **crizele pot fi definite ca fiind situații caracterizate de o instabilitate pronunțată**, fiind însoțite, firește, de o volatilitate și de o incertitudine în creștere. În situații de criză (indiferent de formă) există o permanentă stare de neliniște și de nesiguranță legată de viitor, teamă sau chiar panică. Instinctul de apărare și de conservare îndeamnă la un comportament uneori irațional și la accentuarea acestei volatilități deoarece fiecare dintre participanții pe piețe, cu capacitatea cognitivă de care dispun, filtrează informația și înțeleg fenomenul în felul propriu, transpunându-l apoi într-un anumit comportament legat de piață.

Problema cu definiția acestor crize constă în a aprecia **cât de mare să fie volatilitatea sau căderea piețelor pentru a încadra o evoluție de acest gen în categoria unei crize**. Cât de mare să fie inflația, șomajul sau scăderea PIB-ului înregistrate într-o țară pentru a confirma intrarea ei într-o criză? Convențional s-a stabilit că recesiune este atunci când după 2 trimestre succesive, nivelul PIB-ului dintr-o țară sau regiune suferă reduceri. National Bureau of Economic Research (NBER) a definit criza ca fiind „o scădere semnificativă a activității economice pentru câteva luni reflectată în scăderea PIB, scăderea veniturilor individuale, reducerea nivelului ocupării, diminuarea producției industriale și a consumului“.

Unii specialiști clasifică aceste crize în crize sociale manifestate printr-o inflație în creștere, șomaj și sărăcie; crize financiare caracterizate printr-o volatilitate accentuată pe piețele de capital, căderea burselor și revenirea lor spectaculoasă; crize politice, care pot degenera în războaie; crize locale sau internaționale, crize cauzate de dezastre naturale sau crize economice generalizate.

O observație pertinentă cu privire la natura cauzelor crizei actuale a avut-o recent domnul Necula<sup>1</sup>: „A fost o perioadă când toata lumea avea acces la bani de la instituțiile financiare și fiecare îi cheltuia după bunul plac. Băncile finanțau aproape orice, iar banii intrau în economia care “duduia” printr-un consum exagerat al individului. S-a ajuns ca oricine să își poată permite orice, doar prin prisma faptului că se îndatora pe baza câștigurilor amanetate pe următorii mulți ani”. Iraționalitatea consumatorului și superficialitatea băncilor au dus la crearea unui „bubble” datorită lipsei unui minimum de bun simț din partea amândurora. Astăzi, realitatea banilor puțini de care dispunem dar și a datoriilor imense create cu credința ca putem avea de toate și ca toți suntem bogați, a ieșit la iveală. Când bubble-ul încă se mai putea umfla, se găseau mijloace de finanțare, acum însă banii s-au terminat. Nu ne mai rămâne decât să plătim pentru că nu am avut bunul simț de a ne întinde atât cât ne ținea plapuma.

---

<sup>1</sup> Necula, G. – „Despre bursă cu bun simț”, [www.primet.ro](http://www.primet.ro), iunie 2009, p. 1

## CAPITOLUL 1. ANALIZA CAUZELOR CRIZEI FINANCIARE 2007-8

### 1.1. Cauze fundamentale ale crizei

O trăsătură proeminentă a dezvoltării economice globale a fost **persistența unor pronunțate dezechilibre de cont curent**. Ani de-a rândul în S.U.A., dar și în Europa, în Marea Britanie sau Spania, autoritățile și-au asumat deficite imense de cont curent, finanțate de excedentele înregistrate în China, Japonia și Germania. În Statele Unite, consumul domestic total și nivelul investițiilor a depășit substanțial nivelul produsului național, ecart care a fost satisfăcut prin împrumuturi. Țările care au înregistrat surplus au cumpărat active financiare, fapt ce a menținut ratele de dobândă pe termen lung la un nivel scăzut (și a susținut în continuare dezechilibrele). Nemulțumite de nivelul veniturilor generate de activele considerate sigure, precum biletele de trezorerie, aceste țări (alături de investitorii naționali) au cumpărat active mai complexe, mai opace, oferite de „alchimiștii financiari” de pe Wall Street, active cu randamente superioare. În Germania, surplusurile astfel valorificate constituie o justificare fundamentală a importanțelor cantități de ceea ce avea să se demonstreze mai târziu a fi active toxice, din portofoliile băncilor.

O a doua trăsătură a dezvoltării economice globale a fost **internaționalizarea rapidă a producției, investițiilor și a conexiunilor financiare – pe scurt, globalizarea** – fără o dezvoltare corespunzătoare a supravegherii și a altor forme de reglementare la un nivel adecvat (european, global). Instituțiile globale reflectă încă realitățile geo-politice din perioada ce a urmat celui de-al Doilea Război Mondial, iar politicile și activitățile lor reflectă nevoile țărilor în curs de dezvoltare/izolate care solicită susținere. O consecință a acestei lipse de reglare instituțională a fost competiția jurisdicțiilor de reglementare în domenii precum impunerea fiscală, drept corporatist, reglementarea sectorului financiar, ș.a. Lipsa unei guvernări globale efective a permis ca problema dezechilibrelor de cont curent să „supureze”.

În al treilea rând, ca rezultat al acestor deficiențe dar și ca urmare a turnurii politice majore în sensul economiilor capitaliste avansate, încă de la începutul anilor `80, asistăm la **un proces susținut și de mare răsunet al retragerii intervenționismului de stat din economie**. Printre altele, proprietatea de stat (și nu în ultimul rând a instituțiilor financiare) a fost redusă, piața muncii și instituțiile „bunăstării statului” au fost slăbite, comercializate sau privatizate, reglementarea legală silită a fost abandonată în favoarea unor coduri de conduită și a așa-zisei „auto-reglementări”. Constrângerile de natură legală și socială asupra desfășurării afacerilor și nu în ultimul rând influența sindicatelor, au fost puternic reduse în favoarea unor abordări noi

privind „dreptul de a gestiona” și „valoarea/câștigul acționarilor”. În contextul prezent, nu este cazul să apreciem că guvernele au eșuat în „a ține pasul” cu inovația financiară. Cel puțin în S.U.A. sectorul serviciilor financiare a fost în mod activ dereglementat la cerere explicită și cu ajutorul unor donații politice substanțiale din partea unor instituții financiare care acum „întind mâna” statului pentru suport. În mod ironic, multe dintre reglementările abrogate – precum a fost Glass Steagall Act în Statele Unite – au fost introduse ca urmare a Marii Depresiuni.

Aceste tendințe, probabil încorporate în dezvoltările tehnologice, au dus, în al patrulea rând, la **modificări majore în distribuția veniturilor în majoritatea țărilor capitaliste avansate**. Aceasta a însemnat accentuarea disparităților în venitul personal (o diferențiere mai mare între săraci și bogați și, în special, o „decuplare” a veniturilor celor bogați de veniturile restului societății). Acest fapt a plasat o parte însemnată a resurselor în mâinile aceluia care, mai curând decât să consume bunuri reale și servicii, le-au folosit pentru a specula pe piețele financiare. Între timp, la celălalt capăt al scalei veniturilor, săracii au fost forțați să își extindă împrumuturile pentru a-și menține standardul de viață, în condițiile în care veniturile reale stagnau în multe țări.

În al cincilea rând, încă este foarte puțin înțeles modul în care aceste realități au interacționat cu **„financiarizarea” economiei**. Acest termen „umbrelă” acoperă diverse tendințe precum mărirea în creștere a sectorului financiar, volumul extins tranzacțiilor și produselor financiare (relativ la PIB), transformările guvernantei corporatiste în sensul „câștigului acționarilor”, utilizarea crescută a opțiunilor pe acțiuni și alte forme de stimulente (pe termen scurt) pentru senior-manageri, rolul tot mai însemnat al directorilor CEO în marile companii și modificările în structura și produsele industriei financiare înseși.

Cota în creștere a profiturilor în venitul național în majoritatea țărilor nu a fost însoțită de o creștere a cotei investițiilor. Activitățile managerilor corporatiști nu au fost niciodată ca acum motivate de interese pe termen scurt, ceea ce poate să explice, în parte, nivelul scăzut al investițiilor (vizând profituri ridicate). Un fenomen secundar acestuia a fost migrarea fondurilor potențial disponibile pentru investiții reale către active reale (preponderent din sectorul imobiliar) sau către active financiare de o complexitate și opacitate crescută.

În al șaselea rând, și un alt aspect al financiarizării, este **securitizarea** – transmiterea comercializabilă a unor relații contractuale încheiate anterior, precum ipotecă sau alte credite și astfel, răspândirea riscurilor (Frank și Krahen, 2008). Evoluția tehnologiei și concurența

Între instituțiile financiare dereglementate (și globalizate) au condus, în pofida cererii crescute pentru oportunități de economisire din partea investitorilor instituționali (inundați de economiile persoanelor pensionabile ca rezultat al proceselor demografice și al privatizării sectorului pensiilor), la **o proliferare a produselor financiare tot mai complexe**. Vânzarea multiplicată riscului a stimulat reprezentarea lacunară a naturii și măsurii riscului către consumatorii imperfect informați din partea contractanților inițiali; proprietatea diverselor obligațiuni (și riscurile aferente) a devenit imposibil de trasat și de monitorizat; cumpărătorii unor asemenea produse și-au pus încrederea în agențiile de rating care dispuneau de un oligopol instituționalizat cvasi-legalizat și care sunt plătite de emitenții produselor (și nu de cumpărători) și/sau au încheiat o asigurare sub forma swap-urilor pe risc de credit (care au o valoare îndoielnică și constituie o importantă sursă de risc). A rezultat o creștere semnificativă a măsurilor efectului de pârghie (engl. „*leverage*”): o rată mai mare a împrumuturilor gospodăriilor în PIB, inversarea pozițiilor din balanța între capital și finanțarea prin îndatorare, creșterea datoriilor ipotecare raportate la capitalul imobiliar.

## 1.2. Cauzele proximale ale crizei

Trăsăturile structurale analizate mai sus și, în special rolul sectorului financiar, au fost îndelung discutate, însă mulți analiști au trecut cu vederea o serie de șocuri ale cererii agregate care au afectat economia europeană (și nu numai) în ultimele luni, șocuri care constituie tocmai cauzele proximale ale crizei. Aceasta ar putea duce la recomandări de politică inadecvate (precum focalizarea pe reglementarea sectorului financiar pe termen mediu). Principalele „impulsuri” au fost următoarele:

- **Creșterea puternică a prețurilor mărfurilor** (engl. „*commodities*”): prețul petrolului a crescut cu mai mult de 100% de la începutul anului 2007 până în vara anului 2008; evoluții similare s-au înregistrat și în cazul altor mărfuri - prețurile mărfurilor dinafara sectorului energiei au crescut în fiecare trimestru al anului 2008 comparativ cu anul precedent (raportare trimestru pe trimestru) cu aproximativ 10%. Acest fapt a crescut costurile firmelor și a redus veniturile reale ale salariaților, reducând cererea agregată, în timp ce inflația s-a menținut la un nivel aproximativ de 4%.
- **Aprecierea puternică a monedei euro**: de la începutul anului 2006 până în vara anului 2008, euro s-a apreciat față de dolar cu aproximativ 33% (de la 1,20 USD la 1,60

USD). De asemenea, a existat o apreciere paralelă față de yen-ul japonez. Rata de schimb efectivă nominală a monedei euro a crescut cu cca. 15% față de media sa în 2005. Dacă aprecierea monedei euro a compensat pe de o parte, creșterea prețurilor mărfurilor, pe de altă parte, a îngustat ratele de profit ale firmelor în sectorul bunurilor comercializabile (engl. „*tradable goods*”) și a redus exporturile nete. Drept urmare, comerțul în zona euro și soldurile contului curent au trecut de la un oarecare surplus la deficit iar ordinele de export au ajuns la un nivel nemaîntâlnit de la recesiunea din anii '90.

- **Efectul întârziat al ratelor de dobândă ridicate:** Banca Centrală Europeană a început să ridice nivelul dobânzilor la începutul anului 2006. Opt creșteri succesive au adus la mijlocul anului 2007 dobânda la nivelul de 4% de la 2%, în ciuda creșterii ratei inflației ca urmare a creșterii prețurilor importate. Prin intermediul canalelor de transmisie obișnuite (incluzând aprecierea monedei deja menționată) și cu întârzierea specifică, acest fapt a scăzut cererea agregată.

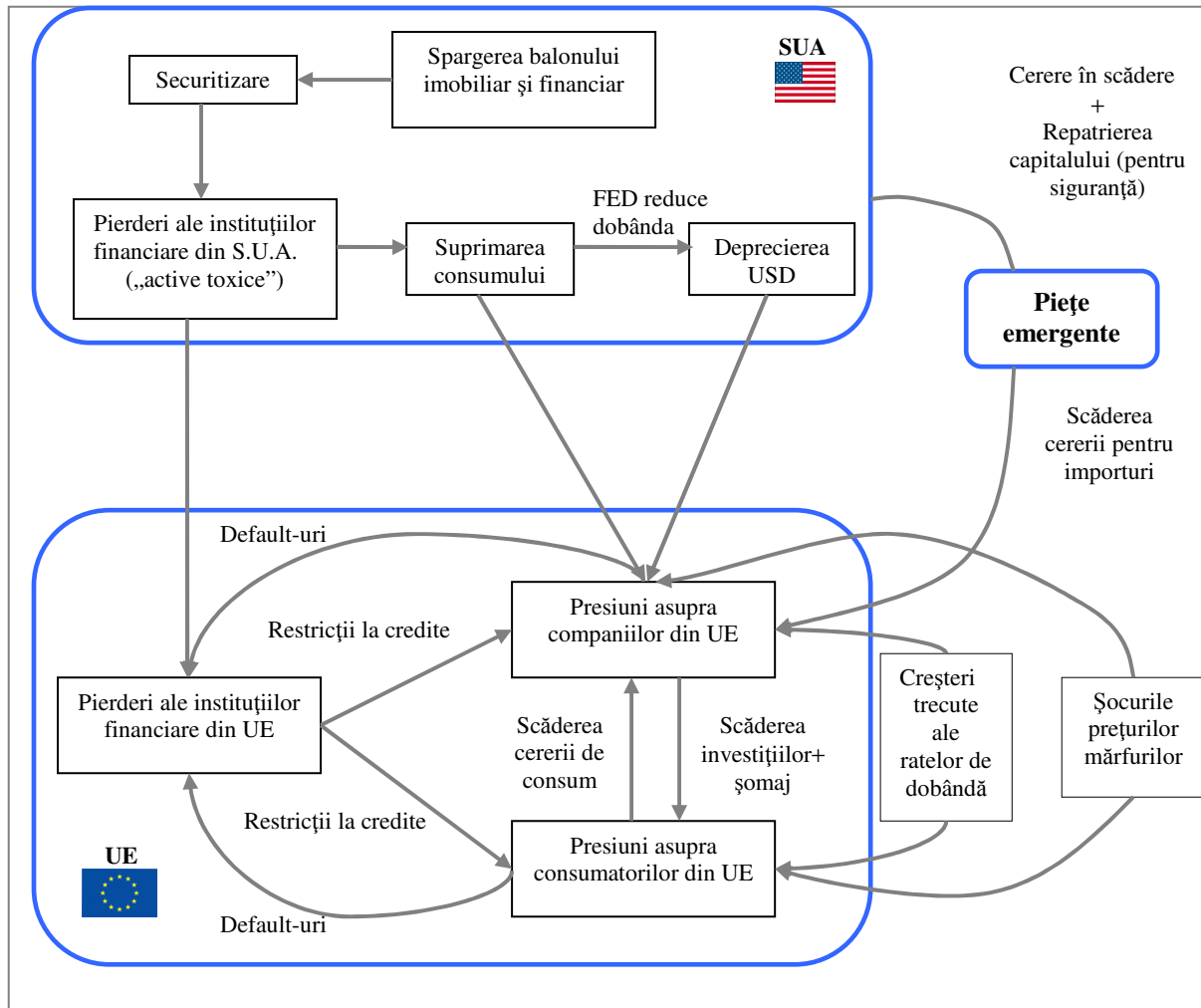
- În topul acestor trei factori restrictivi majori care au afectat negativ toate economiile europene în mod similar (și în special cele din zona euro), a fost faptul că un număr de **țări s-au confruntat cu probleme specifice**. Marea Britanie, Irlanda și Spania, în particular, împărtășesc câteva caracteristici ale economiei americane: **„baloane” imobiliare, datoriile crescute ale gospodăriilor și/sau deficite de cont curent sau probleme legate de competitivitatea internațională**. Aceste trăsături au fost, de asemenea, caracteristice unor țări, cu statutul de nou membru UE, exacerbate de un **nivel ridicat al creditelor denominate într-o monedă non-națională**.

### 1.3. Interacțiunea factorilor interni cu factorii externi: de la încetinire la criză

Reducerea dramatică a activității economice și Statele Unite, spargerea baloanelor imobiliare și financiare, „înghețarea” pieței creditului, ș.a., care au început în vara anului 2007 dar care s-au accelerat rapid în toamna anului trecut, au guvernat acțiunea tuturor factorilor analizați anterior.

O reprezentare schematică a modului în care contagiunea de dincolo de Atlantic și dezechilibrele menționate au accelerat impactul forțelor restrictive interne în ultimele luni este înfățișată în figura de mai jos (Figura 1):





Sursa: adaptare după Watt, Andrew (2008), p. 10

Figura 1. Mecanismele de transmisie ale problemelor financiare

Astfel, s-au manifestat patru mecanisme principale de transmisie a problemelor financiare care au condus la criza generală:

- **Suprimarea consumului în Statele Unite** (și stagnarea investițiilor în afaceri) afectat direct de oportunitățile de vânzări ale exportatorilor europeni, restrânse ca urmare a aprecierii trecute a monedei
- **Sistemul financiar european a fost un cumpărător important de „active toxice”** din portofoliile băncilor americane. Reducerea drastică a valorii acestora sau încetarea tranzacționării acestor active a condus la prăbușirea în lanț a sistemului bancar european, ceea ce a afectat apoi companiile europene (și, într-o măsură mai mică, consumatorii).

- **Reducerile masive ale dobânzii de către FED** ca răspuns la criză au generat o depreciere puternică a dolarului în raport cu euro, ceea ce a exacerbât presiunea concurențială asupra producătorilor europeni.
- În final, cu o mică întârziere, criza a lovit și economiile emergente (și nu în ultimul rând China ale cărei rapoarte recente indică probabilitatea unei creșteri majore a șomajului), ceea ce a determinat o **scădere a cererii acestora pentru importuri**.

Drept urmare, în economiile europene s-a generat o interacțiune negativă standard între sectorul corporat și cel al gospodăriilor, în modul tipic al oricărei recesiuni. Firmele au redus/încetat investițiile, au redus orele de muncă și nivelul de personal. Gospodăriile – confruntate cu incertitudine crescută, reduceri ale prețurilor bunurilor din proprietate, dar și cu noi restricții la creditare – economisesc mai mult și suferă pierderi în venituri; consumul general scade, înrăutățind situația companiilor, ceea ce intensifică procesul de pierdere a locurilor de muncă, etc.

Înainte de a analiza politicile de răspuns la criză este necesar să sintetizăm trei puncte cheie ale analizei efectuate:

1. Rădăcinile crizei sunt globale, diverse și extrem de complexe cum sunt de altfel și „obscuritățile” sistemului financiar dezvoltat care a accelerat criza
2. Aparent paradoxal, impactul asupra economiei europene și lanțurile cauzale care s-au activat acum sunt oarecum simple, deloc noi și bine înțelese. Europa se confruntă cu o scădere severă a cererii dublată de probleme în sectorul bancar și financiar care, cu excepția unor anumite detalii, sunt reminiscențe ale crizelor bancare anterioare (mai ales cele din țările nordice de la începutul anilor '90
3. Uniunea Europeană ca întreg nu a fost, în mod clar, „supraîncălzită” și nu înregistrase multe dintre dezechilibrele economice majore care au caracterizat economia Statelor Unite și pentru care actuala criză este, în parte, un răspuns necesar. Așa cum s-a întâmplat în trecut (de exemplu, în 2001), o criză a fost importată din Statele Unite într-un moment în care în termenii ofertei economiei europene, o continuare a creșterii susținute și reduceri ale șomajului ar fi fost posibile.

## CAPITOLUL II PREMISELE REFORMĂRII / RECONFIGURĂRII SISTEMULUI FINANCIAR

Prăbușirea Lehman Brothers, cea mai mare instituție americană declarată vreodată falimentară, a deschis un nou capitol în dezordinea financiară globală care a început în vara anului 2007 și care a părut inițial ca fiind restrânsă la un mic segment din piața imobiliară americană.

În fiecare zi, noi cifre cu privire la efectele crizei financiare dezvăluie profunzimea și severitatea crizei, chiar dacă guvernele au lăsat deoparte convingerile monetariste și rezistența la intervenția pe piață.

### 2.1. Politicile de răspuns la criza financiară

Încă din vara anului 2007, autoritățile monetare au început să implementeze diferite măsuri cu scopul de a îmbunătăți lichiditatea instituțiilor financiare. Atunci când împrumuturile interbancare s-au blocat culminând cu prăbușirea băncii Lehman Brothers în septembrie 2008, băncile centrale au procedat la injecții masive de lichidități în sistemul bancar, relaxând cerințele privind garanțiile operațiunilor de refinanțare. În general, se consideră că Banca Centrală Europeană a acționat prompt și efectiv în direcția aceasta, mai ales în comparație cu acțiunea Băncii Angliei, în care caz obiecțiile cu privire la preluarea activelor nelichide ale băncilor au fost, parțiale, determinante pentru colapsul băncii Northern Rock (Buitter, 2007).

Criza financiară actuală reclamă soluționarea a trei probleme centrale: lipsa lichidității din piețe, incertitudinea cu privire la valoarea activelor „îndoielnice” și insuficiența capitalului. Atât în Europa cât și în alte state ale lumii s-au adoptat măsuri de urgență ca răspuns la șocurile financiare. Plafoanele de garantare a depozitelor au fost ridicate preventiv în majoritatea jurisdicțiilor, chiar dacă nu într-un mod consecvent. De asemenea, au fost interzise/limitate vânzările în lipsă (engl. „*short-selling*”).

Cu toate acestea, nu s-a reușit restabilirea încrederii în piețele financiare și condițiile de piață au continuat să se deterioreze. În acest context, țărilor le-a fost recomandat să adopte un pachet pro-activ multilateral, incluzând măsuri pentru relansarea creditării interbancare și ajutorarea recapitalizării bancare (Tabel). Un astfel de plan era considerat mai puțin costisitor și mai eficace decât o abordare fragmentată. În plus, s-a făcut un apel pentru creșterea cooperării internaționale.

Recomandare	Obiectiv	
	Relansarea creditării interbancare	Recapitalizarea băncilor
Injecție de capital (de regulă, prin acțiuni preferențiale)		☐
Garantarea împrumuturilor bancare (pe o perioadă limitată și contra un comision)	☐	
Asigurarea armonizată a depozitelor bancare		
Naționalizarea temporară a băncilor		☐
Facilitarea creării de fonduri comune de lichidități pe termen lung pentru cumpărarea de active (prin emisiune de obligațiuni guvernamentale pe 10 ani)	☐	
Absorbția unor cantități importante de active toxice	☐	☐
Crearea unei scheme de recapitalizare comună		☐
Stabilirea de reguli comune pentru recapitalizarea băncilor		☐
Expansiune monetară coordonată la nivel global	☐	☐

Sursa: Baldwin și Eichengreen (2008), p. 10

S.U.A. a fost prima care a anunțat pachetul de salvare multilateral care, în primă fază, s-a focalizat pe cumpărarea activelor problematice privind ipotecă. Câteva săptămâni mai târziu, planul a fost completat cu injecții de capital. Marea Britanie a intervenit concentrându-se asupra injecțiilor de capital și asupra facilitării accesului băncilor la surse de lichiditate. Principalele elemente cuprinse în pachetele de măsuri ale Marii Britanii sunt sintetizate în caseta de mai jos.

### **Principalele direcții ale pachetelor de măsuri stabilite în Marea Britanie**

În octombrie 2008, guvernul britanic s-a oferit să injecteze capital prin intermediul acțiunilor preferențiale într-o serie largă de instituții eligibile. Aceste instituții eligibile erau reprezentate de bănci din Marea Britanie (incluzând subsidiarele băncilor străine) care susțineau o cotă importantă din afacerile țării. Utilizarea acțiunilor preferențiale permitea plătitorilor de taxe să câștige dacă băncile salvate și-ar fi revenit în final. Mai mult, exista o condiționare specifică între politicile de dividend, schemele de compensație ale executivului și politicile de creditare. Volumul injecțiilor de capital se ridica la aprox. 50 miliarde de lire sterline.

Imediat după aceasta, guvernul a anunțat ca va realiza investiții de capital în banca RBS și după fuziunea cu HBOS și Lloyds TSB pentru un total de 37 miliarde de lire.

Schema specială a Băncii Angliei privind lichiditatea se dubla în mărime, astfel că, peste 200 miliarde de lire în bilete de trezorerie deveneau disponibile băncilor prin intermediul operațiunilor swap pentru activele lor mai puțin lichide. Până când piețele aveau să se stabilizeze, Banca Angliei continua să organizeze licitații pentru împrumuturi în lire sterline pentru trei luni și în dolari pentru o săptămână, contra unui colateral extins.

Trezoreria urma să garanteze în limita a 250 miliarde de lire noile fonduri obținute de bănci, contra unui comision.

Acest pachet a fost completat de un al doilea pachet de salvare pe 19 ianuarie 2009 pentru a relansa creditarea bancară. Creditorii trebuie să identifice activele lor cele mai riscante pe care le pot asigura cu ajutorul guvernului pentru un comision. De asemenea, Trezoreria a extins schema de garantare a creditelor pentru a cuprinde datoriile băncilor capitalizate de guvern până la sfârșitul anului 2009 și a creat o schemă de garantare a obligațiunilor cu active colateralizate.

Sursa: Furceri și Mouougane (2009), p. 23

Ulterior, țările din zona euro au stabilit liniile de acțiune care au servit drept bază pentru conturarea politicilor naționale de soluționare a crizei. Principalele aspecte tratate au vizat garanția de stat temporară pentru activitățile de finanțare interbancară și injecțiile de capital la cererea instituțiilor. În plus, regulile de contabilizare la valoarea de piață trebuiau să fie suspendate sau rectificate, iar BCE și-a lărgit sistemul garanțiilor fără să ajungă însă la cumpărarea de titluri de credit, așa cum au făcut Statele Unite. Chiar dacă planurile de salvare anunțate consecutiv în alte țări europene au adresat probleme și conjuncturi specifice economiilor naționale, au împărtășit trăsături similare planului britanic.

În majoritatea țărilor europene, intervențiile s-au bazat pe „țintirea” unor componente specifice de bilanț ale băncilor prin intermediul instrumentelor financiare/structurale (Tabel 1). Garantarea depozitelor are efecte asupra pasivului băncilor, pe când garantarea creditelor interbancare are impact atât asupra creditelor acordate cât și asupra celor primite. Teoretic, injecțiile de capital afectează activul prin intermediul numerarului și al obligațiunilor și pasivul prin intermediul numerarului. În general, țările au anunțat că vor cumpăra părți din

capital, în schimbul acțiunilor preferențiale fără drept de vot. În unele țări, guvernele au încurajat fuziunile și achizițiile instituțiilor financiare „slăbite”.

Active	Pasive
Numerar	Depozite
Obligațiuni	Credite primite
Credite acordate	Capital
Alte active	

Tabel 1. Componentele bilanțului unei bănci

Pentru a întări stimulentele, uzului acestor instrumente i-au fost asociate unele condiționări. De exemplu, măsurile sunt, de regulă, limitate temporal, implică un cost sau impun restricții asupra plății executivului sau asupra politicii de dividend. Unele țări au optat pentru utilizarea instrumentelor structurale, cum ar fi cumpărarea activelor toxice (Tabelul 2). Suplimentar, unele țări și-au orientat intervenția în scopul prevenirii colapsului pieței imobiliare prin cumpărarea obligațiunilor ipotecare. Statele Unite și Elveția au optat pentru cumpărarea directă a obligațiunilor corporatiste sau a titlurilor de credit iar Marea Britanie a creat contextul pentru acțiuni similare.

Aceste planuri de salvare au ajutat la stabilizarea piețelor financiare, chiar dacă nu s-a înlăturat complet stresul. Este importantă implementarea rapidă a acestor măsuri și, în special, recapitalizarea rapidă a băncilor viabile. De asemenea, este necesară încurajarea injecțiilor de capital în domeniul privat. Identificarea și îndepărtarea activelor problematice din bilanțurile băncilor va fi, de asemenea, necesară dacă recapitalizarea nu reușește să restabilească încrederea iar piețele rămân nelichide. În același timp, ar putea fi necesar ca unele măsuri de urgență precum interzicerea vânzărilor în lipsă și relaxarea regulilor privind evaluarea activelor în termenii pieței, să fie abandonate, din moment ce sporesc incertitudinile și pot încetini ritmul ieșirii din criză. Mai general, transparența bilanțurilor este esențială pentru a asigura fluxuri informaționale de bună calitate și piețe eficiente în viitor.

Tabel 2 Instrumente utilizate ca răspuns la criză

	Instrumente monetare tradiționale		Instrumente de soluționare a crizei						
	Injecții de lichidități	Modificarea ratelor de dobândă	Creșterea garanției depozitelor	Garanții pentru creditele și datoriile băncilor	Funduri pentru cumpărarea titlurilor de credit	Cumpărarea obligațiunilor ipotecare	Interzicerea/imitarea vânzării în lipsă	Injecții de capital*	Cumpărarea de active toxice
S.U.A.	<input type="checkbox"/>	reducere	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Zona Euro	<input type="checkbox"/>	reducere	<input type="checkbox"/>						
Germania			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Franța			deja la un nivel ridicat	<input type="checkbox"/>			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
Italia			<input type="checkbox"/>				<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
Marea Britanie	<input type="checkbox"/>	reducere	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
Austria			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
Belgia			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
Cehia		reducere							
Danemarca	<input type="checkbox"/>	creștere/reducere	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		
Finlanda			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>			<input type="checkbox"/>		
Grecia			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>				<input type="checkbox"/>	
Ungaria	<input type="checkbox"/>	creștere	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>				<input type="checkbox"/>	
Irlanda			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>				<input type="checkbox"/>	
Luxemburg			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
Olanda			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
Slovacia		reducere	<input type="checkbox"/>						
Polonia	<input type="checkbox"/>	reducere	<input type="checkbox"/>						
Portugalia			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>				<input type="checkbox"/>	
Suedia	<input type="checkbox"/>	reducere	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		<input type="checkbox"/>		<input type="checkbox"/>	
Spania			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		

\* Injecțiile de capital în bănci erau deja efectuate la momentul întocmirii raportului

Sursa: OECD ([www.oecd.org](http://www.oecd.org))

De asemenea, au fost puse în aplicare politici de stabilizare macroeconomică. Băncile centrale au redus masiv ratele de dobândă de politică monetară, pentru ca în unele țări să ajungă la nivele apropiate de zero. Temporizarea reducerilor de dobândă a fost în unele cazuri coordonată la nivel internațional<sup>2</sup>. În același timp, unele bănci centrale au crescut lichiditatea disponibilă prin licitații obișnuite și/sau au lărgit gama de active acceptate drept colateral. De asemenea, s-a facilitat accesul la lichiditate și s-au stabilit aranjamente bilaterale privind facilități de tip swap între Sistemul Federal de Rezerve sau BCE și economiile mici. În plus, instrumente de politică monetară neconvenționale, precum relaxarea creditării, au început să fie utilizate progresiv.

### **Actul pentru Stabilizare Economică de Urgență al Statelor Unite (ASEU)**

Adoptarea ASEU în Statele Unite a fost în mod clar necesară pentru stabilizarea piețelor financiare. Elementele cheie ale actului sunt redate în caseta de mai jos. Planul a fost criticat pe motiv că adresează problema lipsei de lichidități și a valorii în scădere a câtorva active, și nu direct problema insuficienței capitalului. Parțial, critica nu a fost bine fundamentată din moment ce planul oferea autorităților americane flexibilitate pentru a cumpăra acțiuni și recapitaliza bănci. Dată fiind urgența situației, a fost introdus un program voluntar de cumpărare de capital și o garanție suverană temporară pentru noile datorii ale băncilor. Și, dacă încrederea în piețe a rămas fragilă, opțiunea pentru cumpărarea activelor toxice a ieșit din nou la suprafață, cu un plan pentru crearea unei bănci a guvernului care să cumpere investițiile neperformante și creditele care au stat la baza pierderilor raportate de bănci.

Pe termen mediu și lung, efectele acestor măsuri vor depinde de modul în care sunt implementate. Dacă programul reușește să îndepărteze activele problematice și să relanseze creditarea bancară, percepțiile cu privire la riscurilor de contraparte se vor atenua. Însă implementarea secțiunii planului privind managementul activelor se confruntă cu o serie de probleme. În primul rând, este dificilă determinarea prețului obligațiunilor colateralizate cu active problematice, chiar și prin metoda licitațiilor inverse<sup>3</sup>. Fără îndoială, activele care au nevoie de evaluare sunt foarte eterogene, iar asimetria informațională inevitabilă poate afecta derularea tranzacțiilor. În al doilea rând, nu se știe dacă administrația americană va fi capabilă

---

<sup>2</sup> Pe 8 octombrie, Banca Angliei, Banca Centrală Europeană, Banca Suediei, Banca Națională a Elveției, Sistemul Federal de Rezerve și Banca Canadei au anunțat împreună reducerea dobânzii de politică monetară. Au urmat apoi reduceri în Asia, în special China și în Australia.

<sup>3</sup> Licitația inversă este o metodă care permite mai multor vânzători să concureze pentru vânzarea unui produs în baza prețului de cumpărare propus de cumpărător. Vânzătorul care oferă prețul cel mai redus poate perfecta tranzacția.



să angajeze personal calificat care să identifice activele problematice (Rogoff, 2008). Această identificare este complicată de faptul că activele în vizor sunt foarte complexe și eterogene. În al treilea rând, abordarea propusă reclamă timp suficient pentru implementare. În acest sens, unui analiști au argumentat că temporizarea planului american nu a fost cea mai fericită și că ar fi fost posibilă o abordare preventivă.

### **Principalele linii de acțiune ale Actului de Urgență pentru Stabilizare Economică al Statelor Unite**

Pe 3 octombrie 2008, autoritățile americane au aprobat un plan de salvare care își propunea să injecteze un volum substanțial de lichidități în piață. Măsurile cheie includ:

- alocarea a 700 mld.\$ în două tranșe
- utilizarea de fonduri pentru cumpărarea activelor problematice (mortgage-based securities) sau garantarea acestor active
- pentru a beneficia de plan, firmele participante trebuia să depună garanții și să accepte limitări ale salariilor top-managerilor, cu nivele stabilite de Secretariatul Trezoreriei
- încurajarea dată SEC (Securities and Exchange Commission) pentru a relaxa regulile de contabilizare la valoarea de piață.
- plafoanele de garantare a depozitelor se ridicau de la 100 000\$ la 250 000\$. Experiența crizelor anterioare arată că aceasta măsură a ajutat băncile să atragă influxuri de capital, a facilitat cumpărarea activelor „problemă” și a încurajat creditarea.
- FED urma să bonifice băncilor o dobândă pentru rezervele deținute de la 1 octombrie, sporind astfel veniturile acestora

Pe 14 octombrie, Trezoreria a anunțat că 250 mld.\$ vor fi alocați injecțiilor de capital. Instituțiile financiare puteau astfel participa la programul voluntar de cumpărare prin vânzarea de acțiuni preferențiale guvernului american. În plus, FDIC urma să garanteze temporar datoriile-senior ale instituțiilor asigurate FDIC și ale companiilor deținute de acestea.

Pe 23 noiembrie, guvernul federal a salvat Citigroup prin ajutorul dat pentru absorbția pierderilor potențiale majore ce ar fi grevat activele toxice din bilanț și prin injecții de capital. Pe 25 noiembrie, FED a anunțat că va cumpăra MBS și va sprijini financiar sectorul de *consumer finance* (fondurile AUSE absorbind primii 10% din pierderi).

Pe 17 ianuarie 2009, autoritățile americane au anunțat că vor ajuta Banca Americii să absoarbă pierderile suferite odată cu achiziția Merrill Lynch. Guvernul plănuia să injecteze 20 mld.\$ în bancă în schimbul acțiunilor preferențiale, iar 118 mld.\$ să îi folosească pentru garantarea activelor „problemă”.

Sursa: OECD

### **Sunt planurile naționale suficiente pentru Europa?**

Reacția autorităților europene la criză a fost promptă și bine coordonată. După întâlnirea de urgență din 12 octombrie, majoritatea țărilor din zona euro au anunțat pachete de salvare care împărtășesc trăsături similare cu acțiunile conduse de Marea Britanie – cu focalizare pe garanții interbancare și injecții de capital. Cu toate acestea, un număr de întrebări au rămas

fără răspuns. În primul rând, unele guverne au anunțat că vor salva bănci aflate în dificultate însă nu s-a stabilit nicio procedură privind băncile multinaționale, în care cazuri o prăbușire ar fi putut genera risc sistemic. Cu cât piețele devin mai integrate, falimentul unei bănci mari este mai probabil să influențeze negativ întreg sistemul financiar. Este importantă comunicarea detaliilor cu privire la condițiile de eligibilitate ce trebuie îndeplinite de bănci pentru a primi suport. Au fost înaintate un număr de propuneri alternative care vizează crearea unui fond de salvare la nivel european, sau o regulă care să stabilească țările care ar trebui să intervină. În al doilea rând, este necesară armonizarea schemelor de garantare a depozitelor și a regulilor privind garanțiile creditelor interbancare, pentru a evita stimulentele distorsionate.

## 2.2. Strategia de ieșire din criză și necesitatea reformei pe termen lung

Blundell-Wignall *et. al* (2008) argumentează că, pe termen lung, pe măsură ce vom depăși criza, este necesară focalizarea asupra unor politici sustenabile în sistemul financiar. Sunt aduse în discuție trei domenii care trebuie avute în vedere după relaxarea sau înlăturarea măsurilor de urgență:

1. Reformarea schemelor de compensație care au stat la baza declanșării crizei
2. Adecvarea influenței reglementărilor asupra costului capitalurilor la riscurile reale asumate de instituțiile financiare
3. Renunțarea la acționariatul de stat în bănci și la angajamentele de asigurare realizate prin intermediul tehnicilor de vânzări de active și de management al datoriei

În primul rând, decidenții în materie de politică prudentială s-au confruntat cu un sistem determinat de mai mulți factori care stau în afara domeniului lor de competență: modelul afacerilor bancare și răspunsul acestuia la politicile privind lichiditatea, reglementarea sau fiscalitatea. **Eșecul modelelor de guvernare corporatistă** în unele companii reflectă scheme de compensație șubrede privind adoptarea deciziilor și creșterea sustenabilă a corporației. Aici ar prezenta importanță schemele de remunerație bazate pe performanțe recente, dar și structura de conducere și felul în care aceasta gestionează riscul. Principiile generale și regulile „blânde” specifice auto-reglementării se pare ca nu au fost suficiente. Iar aceasta reclamă fortificarea modelelor de guvernare corporatistă.

Câteva dintre canalele principale de influență sunt prezentate în figura de mai jos (Figura 1).

Criza financiară 2007-2008: cauze și consecințe

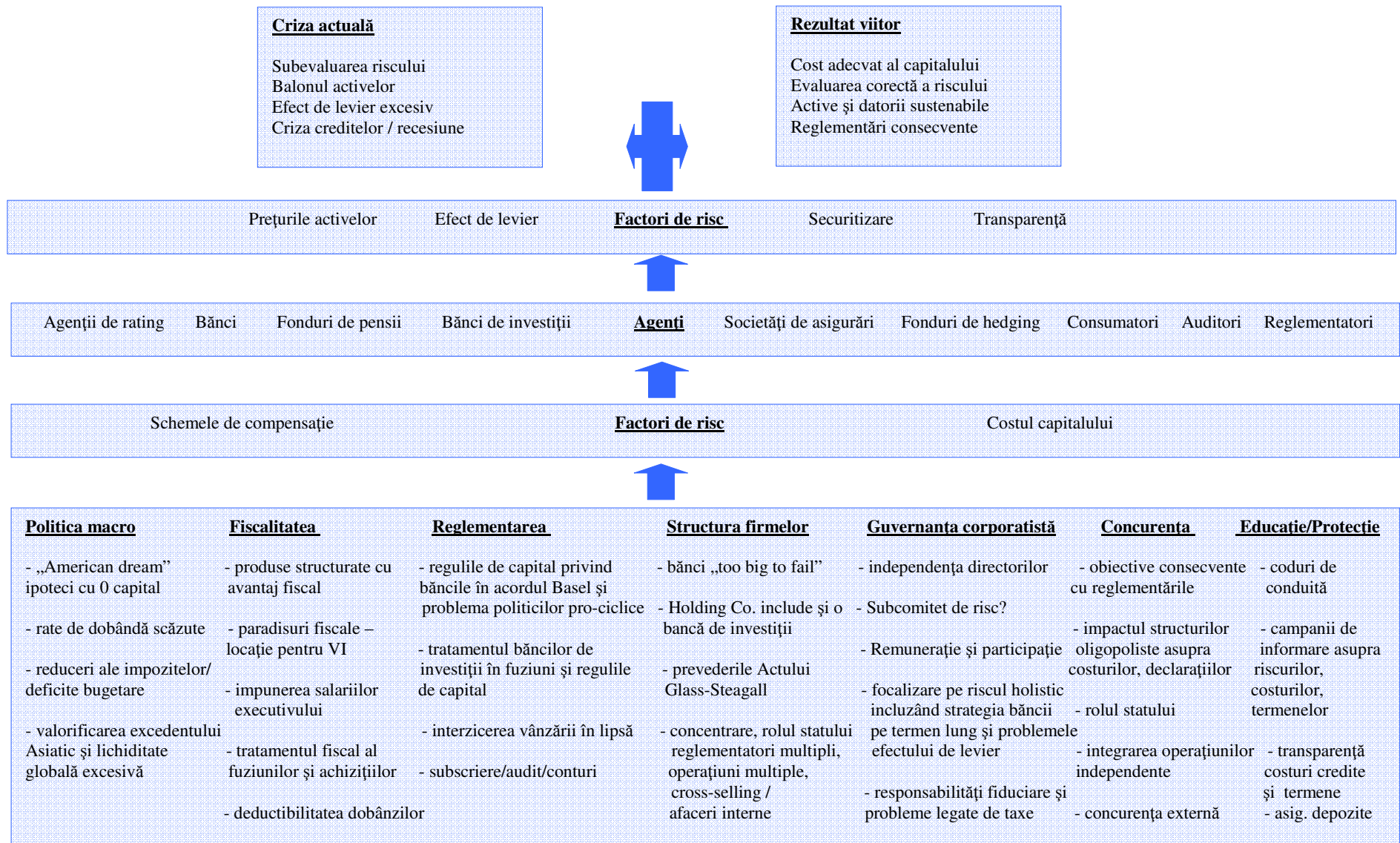


Figura 1 . Schemele de compensație, influențe și rezultate

Sistemul de impunere, reglementarea, politica macro, guvernanta, schemele de remunerație, etc., toate trebuie să formeze un ansamblu coerent de măsuri care să nu împiedice îndeplinirea obiectivelor de politică financiară.

Teoria celei de-a doua opțiuni (engl. „*Theory of the second best*”) este foarte relevantă aici: dacă piața eșuează, reforma pentru îmbunătățirea unor părți din sistem (și nu a interacțiunilor globale dintre reglementare, fiscalitate și schemele de remunerație și alți factori ai guvernantei) pot să nu ajute și chiar să înrăutățească situația<sup>4</sup>. Aceste interacțiuni sunt extrem de complexe, iar ajustarea regulilor prudențiale pentru a răspunde trăsăturilor esențiale ale crizei actuale va ajuta în mod necesar la evitarea crizelor viitoare.

În al doilea rând, acordurile Basel I și Basel II au avut drept scop **adecvarea reglementării capitalului la riscurile creditelor bancare**, însă particularitățile structurilor instituționale ale băncilor au zădărnicit aceste eforturi. Prăbușirea băncilor de investiții a fost o caracteristică a acestei crize. Aceste entități „au beneficiat de pe urma costului prea scăzut al capitalului și, proporțional, s-au extins prea mult”<sup>5</sup>. Costul capitalului este mai mic dacă creditorii cred că băncile sunt supravegheate și că nu se vor prăbuși.

Potrivit sistemului Basel, băncile de investiții au beneficiat de o proporție redusă a capitalului de 20%. Acest fapt reflectă o protecție relativă, băncile acordând, mai ieftin, credite contrapărților bănci de investiții. În anul 2004, modificarea regulii privind capitalul și rolul crescut al supravegherii băncilor de investiții au ajutat la menținerea unui nivel scăzut al costului capitalului, permițând, simultan, un nivel mai ridicat al efectului de levier (engl. „*leverage*”). Incorporate în conglomerate financiare precum Citi sau bănci europene universale precum UBS, segmentele extrem de extinse ale băncilor de investiții, au periclitat stabilitatea acestor instituții.

Politicile viitoare trebuie să asigure că nu vor exista suprapuneri între cultura creditului și cea a capitalului și că regulile privind capitalul aplicabile acestor instituții vor fi adresate eficient acestora iar costul efectului de levier va fi suficient de ridicat pentru a asigura mărimea lor.

Există două opțiuni de bază privind adresarea eficientă a costului capitalului și a altor activități de supraveghere. Pe de o parte, este necesară o reglementare care să vizeze o

---

<sup>4</sup> R.G. Lipsey & Kelvin Lancaster - “*The General Theory of the Second Best*”, *The Review of Economic Studies*, vol 24, No. 1, 1956, p. 17

<sup>5</sup> Blundell-Wignall, A., Atkinson, P. și Se Hoon Lee – „*The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues*”, în *Financial Market Trends*, OECD, 2008, p. 16

abordare mai îngustă a conceptului de „bancă”; astfel, se va facilita supravegherea îndeaproape și susținerea pe timp de criză a băncii, regula „caveat emptor” („*let the buyer beware*”) aplicându-se în sectorul cu risc ridicat (cel al băncilor de investiții, în particular). De asemenea, este necesară separarea băncilor comerciale de băncile de investiții în instituții financiare diferite. Activitatea băncilor de investiții este foarte riscantă iar pierderile lor pot „înghiți” rapid întreg capitalul grupului.

Această din urmă structură, însă, nu poate să evite probleme sistemice majore în viitor, deoarece băncile reglementate vor continua să stabilească relații de contraparte cu băncile de investiții și alte societăți foarte riscante, nereglementate, componente ale „sistemului bancar din umbră”. Iar volumul oportunităților riscante care ar trebui valorificate nu este dat și nici independent de costul capitalului.

Astfel, soluția poate fi următoarea: băncile să stabilească relații de contraparte cu instituții financiare cu risc ridicat, însă cu reguli foarte clare privind capitalul (dacă este necesar, până la acoperire completă), protejând solvabilitatea bancară. Drept urmare, banca de investiții ar trebui să se confrunte cu un cost mai ridicat al capitalului în comparație cu situația dinainte. În particular, băncile de investiții nu vor mai putea să profite de operațiunile de trezorerie diversificate ale băncilor (și de statul „reglementat” al acestora) pentru a putea obține capital ieftin pe care să îl aloce unor tranzacții interne extrem de riscante. Cu mai puține tranzacții, se va răspunde cerințelor privind ratele interne de rentabilitate iar efectul de levier și riscul sistemic se vor reduce proporțional – precum și mărimea și influența abuzivă a sectorului financiar asupra economiei.

Pe de altă parte, o abordare mai puțin radicală presupune lucrul cu structuri non-operaționale ale holding-ului (engl. „*non operating holding company – NOHC*”). Aceasta va separa conglomeratul financiar în părțile sale constitutive: operațiuni comerciale, operațiuni de investiții, managementul avuției, etc. Există structuri de conducere separate și ziduri puternice între filiale. Regulile privind capitalul pot adresa riscul activității desfășurate de filiale, iar pentru cazuri de criză, **orice pierdere suferită de o filială să se trateze individual de către supraveghetori, fără să pericliteze stabilitatea întregului conglomerat**. De exemplu, este mult mai simplu să vinzi sau să lichidezi un „negustor” de obligațiuni problematice, dacă este o filială a unei NOHC decât dacă este o entitate în topul piramidei. De asemenea, structura NOHC este mult mai transparentă și este mult mai facilă limitarea expunerilor intra-grup.

Punctul cheie este că activitățile financiare cu nivel ridicat de risc să fie finanțate cu un cost al capitalului corect, dictat de piață și fără distorsiunile cauzate de reglementare și interfața structurii bancare. De pildă, UBS s-a folosit de operațiunile de trezorerie în numele băncii pentru a împrumuta ieftin de pe piața de capital, fonduri care au fost mai apoi alocate intern unităților foarte riscante ale băncilor de investiții.

### **2.3. Reforme necesare pentru restabilirea ordinii în sistemul financiar**

O perspectivă recentă<sup>6</sup> cu privire la reformele necesare, însă până acum evitate, în sistemul financiar, propune următoarele măsuri pentru restabilirea ordinii în domeniul financiar-bancar:

**1. Licența de funcționare a unei bănci trebuie să rămână singura atribuție a unei instituții publice**, preferabil autoritatea de supraveghere înființată de stat, independentă politic și gestionată potrivit unui mandat clar definit. A permite crearea de bănci de către oricine ar fi o invitație la „criminalizarea” întregii economii. Oricum, conceptul existent în Europa (o bancă licențiată într-o țară este supravegheată de autoritatea din țara sa de origine, iar țara în care funcționează filiala băncii se bizuie pe acea supraveghere) ar trebui corectat, din moment ce și-a dovedit pericolele pe timp de criză. În definitiv, guvernului țării de locație a filialei i se va solicita protecție pentru deponenții acelei filiale.

Prin urmare, cererile de autorizare a funcționării (și supravegherea asociată) ar trebui solicitate în fiecare țară în care banca vrea să opereze, cu excepția cazului în care există o agenție de supraveghere comună pentru ambele țări. Astfel, dacă în viitor se va crea o autoritate de supraveghere la nivel european, fiecare bancă care intenționează să își deschidă filiale în mai mult de o țară din Uniune (sau din teritoriul acoperit de agenție) ar trebui să se adreseze acestei autorități. Menținerea autorităților de supraveghere de stat a demonstrat, în Europa, șubrezenia, limitele și pericolele sistemelor naționale care pretind să controleze instituții internaționale.

Dificultățile întâmpinate de unele guverne în încercarea de a asambla pachetele de salvare a băncilor active în mai multe țări semnalizează gradul de urgență.

**2. Schemele de garantare a depozitelor proiectate pentru perioade de liniște au eșuat.**

Guvernele europene au reacționat haotic: câteva au ridicat plafonul de garantare de la 20 000

---

<sup>6</sup> Desmet, Chérles – „Reforming financial systems: building anew, or tinkering?”, April 2009, articol publicat pe site-ul Hayek Institut ([www.fahayek.org](http://www.fahayek.org)), p. 2-4

EUR la 50 000 EUR sau 100 000 EUR, sau chiar la nivelul depozitelor (nelimitat). Unele au ridicat limita doar pentru 1 an, anunțând că vor reveni la nivelul inițial de garantare după termenul vizat. Alte guverne au crescut nivelul garanției doar pentru anumite depozite sau în cazul anumitor bănci. În unele situații, nivelul acoperit prin garanții de stat reprezintă un multiplu de mărimea PIB-ului țării, nivel în mod evident nesustenabil.

Întregul concept al garantării depozitelor trebuie reconsiderat din temelii, ținând cont de următoarele patru principii fundamentale:

- Deponenții nu au posibilitatea să evalueze solvabilitatea sau lichiditatea unei bănci, de ceea este necesară o agenție specializată care să evalueze în locul lor;
- Activele unei bănci și nu capitalul băncii sunt garanția depozitelor în acea bancă;
- Limitele de despăgubire ale deponenților (presupuse în scopul favorizării „săracilor”) introduc conceptul de „justiție distributivă” care este totodată lipsită de sens, absurdă și ineficientă – nu numai deoarece nu îți are locul în sistemul bancar ci și deoarece creează noi „săraci” prin egalizare descendentă;
- O instituție financiară ar trebui să fie liberă să contracteze asigurare, iar clienții săi să cunoască efectele unei asemenea decizii.

Concluzionând, orice propunere privind schemele de garantare a depozitelor trebuie să includă următoarele elemente:

- **Obligația băncilor de a informa deponenții cu privire la partea din activele băncii pe care banca centrală ar accepta-o pentru refinanțare**, în conformitate cu o valoare predeterminată „floor emergency discount”. Acest raport ar fluctua zilnic odată cu lichiditatea activelor. În contextul actual, băncile centrale finanțează băncile nediscriminatoriu, indiferent de valoarea activelor și uneori bazându-se doar pe riscul sistemic pe care respectivele bănci îl prezintă (mărimea lor). Basel I și II, legând solvabilitatea băncilor de capitalul lor ca fracțiune din active și nu valoarea (și adecvarea maturităților) acestor active, nu au garantat soliditatea sistemului.
- **Restabilirea coincidenței dintre zona de „suveranitate”** (posibilitatea unui anume stat de a crește impozitele și taxele pentru a despăgubi deponenții) **și zona de risc** (țara în care sunt localizate activele). De pildă, nu se justifică obligarea contribuabililor belgieni la plată pentru activele colectate în Belgia de o subsidiară a unei bănci din Islanda care s-a

implicat în tranzacții cu ipoteci americane. Pentru a evita pericolele securitizării, deponenții dintr-o țară ar trebui asigurați la nivelul justificat de activele băncilor din aceeași țară. Astfel, garanția depozitelor constituite la bănci europene care ar investi în active din SUA, s-ar reduce corespunzător.

- Îmbinând cele două elemente de mai sus rezultă că **deponenții ar trebui să primească, cu fiecare extras de cont, informații precise cu privire la proporția depozitelor sale acoperită de asigurare.** Această proporție ar fi un procent din totalul asigurat și nu un plafon al depozitelor (astfel încât asigurarea să nu devină un mecanism de „redistribuire”). În fine, băncile care nu vor să se asigure, trebuie să menționeze clar în fiecare extras. De asemenea, banca centrală trebuie să furnizeze informații cu privire la proporțiile asigurate în fiecare bancă pe o bază zilnică.
- Dacă o bancă se confruntă cu retrageri masive, simultane din partea deponenților și apelează la măsura de urgență („emergency rediscount”), poate fi capabilă mai târziu să-și retragă activele și să conducă operațiuni în condiții normale. Dacă amplitudinea și durata problemelor sunt atât de severe încât banca nu ar mai putea să își recapete încrederea deponenților, bilanțul băncii trebuie să fie ajustat în scădere. O reducere a obligațiilor băncii trebuie să fie contrabalansată de o reducere a activelor: resursele contribuabililor ar trebui folosite pentru contracția bilanțului celor mai neperformante bănci și nu pentru menținerea lor în viață. **Astăzi, politica „one-size-fits-all” este în mod clar contraproductivă.**

3. Închiderile băncilor au fost întâmplătoare fără nicio apreciere cu privire la gradul de solvabilitate al activelor. Și o dovadă a acestui fapt este că, la câteva luni de la recapitalizare și/sau de la injecțiile de capital, încă se mai poartă discuții cu privire la regulile exacte și mărirea băncilor cu active problematice.

**Dacă o bancă se confruntă cu dificultăți care nu pot fi soluționate prin refinanțarea activelor, această bancă ar trebui închisă de autoritatea de supraveghere, cu interzicerea oricărei intervenții a statului sau implicări politice.** Dacă valoarea nominală a activelor este mai mică decât depozitele atrase de bancă, utilizarea fondurilor publice pentru a reinjecta capital introduce distorsiuni în detrimentul instituțiilor cu un management eficient și distruge valoare. Recapitalizarea băncii ar trebui să rămână o decizie proprie acționarilor.



**Obligarea la evaluarea activelor la valoarea de piață a fost în mod clar o eroare care ar trebui recunoscută.** În contextul unei crize globale de încredere, activele pe termen lung sunt fără valoare dacă băncile sunt forțate să vândă.

În unele cazuri, unele țări au optat pentru naționalizarea unei bănci în loc să o închidă. **Dacă o bancă și-a asumat riscuri excesive sau dacă a avut un management defectuos, nu ar trebui recompensată prin naționalizare, ci penalizată prin închidere.** Efectele acestor două soluții asupra stabilității și eficienței sistemului financiar sunt, fără îndoială, diferite.

În cazul în care o banca se închide, acționarii și-ar pierde investiția, cu excepția cazului în care aleg să recapitalizeze banca. Managementul și personalul (care sunt, de regulă, responsabili pentru situația critică a băncii) sunt concediați. Însă deponenții nu înregistrează pierderi și sunt liberi să își transfere activele către o altă – mai bine gestionată – bancă. În caz de naționalizare, contribuabilii sunt obligați să finanțeze salariile celor responsabili pentru pierderi. Mai mult, **o bancă de stat introduce distorsiuni severe în piață, împrumuturi orientate politic și perspectiva înfricoșătoare a pierderilor nelimitate.**

4. **A permite prețurilor și salariilor să scadă.** Atunci când un sector economic experimentează injecții masive de resurse, retrase de la alte întreprinderi, nu ar trebui să existe nicio cauză de îngrijorare dacă productivitatea noilor investiții depășește veniturile industriilor vechi și dacă investițiile sunt realizate cu economii existente. Dacă investițiile sunt finanțate prin credite iar productivitatea pe termen lung este dubioasă, profiturile așteptate din revânzarea investiției nu se pot realiza fără injecții suplimentare de credit, ceea ce conduce la „umflarea balonului”. În consecință, structura producției va fi denaturată și instabilă. Atunci când populația amânează toate veniturile viitoare pentru o singură componentă a nevoilor sale viitoare (locuința), este, în mod evident, greșit ca banca centrală să susțină această frenezie speculativă cu injecții masive de credit.

O casă care valora 100 000 EUR în ianuarie 2000, înainte de începutul crizei, a fost evaluată la 250 000 EUR (de exemplu, în Franța indicele prețurilor la locuințe a crescut cu 150%). Însă produsul intern pe cap de locuitor a crescut cu numai 15%, excluzând inflația. Prin urmare, prețul acestor active trebuie să scadă pentru a se alinia evoluției venitului general. În exemplul nostru, valoarea reală a casei la începutul crizei ar fi fost 125 000 EUR, adică o creștere de 25% care însumează creșterea venitului și a inflației.

Însă rezistența puternică la această realiniere vine din partea celor care au obținut beneficii importante și au încurajat „exuberanța irațională”. Grupul acestora include nu numai agenții imobiliari sau companiile de construcții, ci, mai important, municipalitățile, ministerele și acumulările lor de „white elephants” (lucruri de prisos) – care au putut fi finanțate pe seama taxelor colectate din vânzări care au crescut odată cu „balonul”.

### **CAPITOLUL III IMPACTUL CRIZEI FINANCIARE ASUPRA SISTEMULUI FINANCIAR ROMÂNESC**

România suportă impactul crizei financiare și economice prin două canale de propagare:

a) **Canalul financiar** determinat de restrângerea și scumpirea creditului pe plan mondial:

- Creșterea costului creditelor luate de către populație, firme și stat;
- Modelul de afaceri practicat de către băncile din România și de către alte instituții financiare, respectiv „ne împrumutăm extern și credităm pe plan local” se va schimba radical, ceea ce va genera lipsă de lichiditate pe piețele financiare;
- Investitorii străini renunță sau amână deciziile cu privire la unele investiții pe care ar fi dorit să le facă în România;
- Investițiile de portofoliu au fost reduse substanțial.

b) **Canalul economic** determinat de contracția economică din țările dezvoltate:

- FMI prognozează o contracție de 0,5% a zonei euro în anul 2009; Comisia Europeană prevede o recesiune (-1,5%), comparativ cu o creștere de 1,2% în 2008 și 2,6% în 2007.
- Diminuarea exportului;
- Reducerea sau oprirea activităților care furnizează componente pentru industriile afectate de recesiune - auto, metalurgie, confecții, construcții etc.;
- Micșorarea transferurilor de bani în România făcute de către muncitorii români din străinătate;
- Reducerea ritmului de creștere economică.
- Contracția economică poate conduce la imposibilitatea achitării unor datorii de către persoane fizice și juridice și implicit la apariția unor probleme de solvabilitate pentru bănci și alte instituții financiare, precum și a tensiunilor sociale.

Între cele două canale se manifestă o relație de intercondiționare, astfel că sistemul financiar românesc este afectat prin intermediul ambelor canale prezentate, atât de criza de lichiditate generalizată astfel generată, cât și de criza de încredere instalată la nivelul populației.

### 3.1. Emergența riscului sistemic în sistemul bancar din România

Criza financiară 2007-2008 dezvăluie noi dimensiuni ale conceptului de risc sistemic în activitatea bancară. Astfel, „riscul unor reacții în lanț de prăbușire a unor instituții interconectate”<sup>7</sup> se extinde pentru a cuprinde și activitatea „sistemului bancar din umbră”<sup>8</sup> – un sector nereglementat creat pentru a evita reglementarea strictă tipică băncilor.

Evaluarea riscului sistemic în sistemul bancar din România rămâne însă tradițională, având în vedere că, aici, nivelul de dezvoltare al tehnologiilor financiare, dar și toleranța față de risc, sunt foarte scăzute. Astfel, acele instituții financiare nebankare care formează sistemul bancar din umbră și care, utilizând produse financiare sofisticate cu grad ridicat de risc, au periclitat stabilitatea sistemului financiar american, în România nu prezintă semne de îngrijorare.

În mod tradițional, potrivit lui De Bandt și Hartmann (2000), efectul de contagiune se manifestă prin intermediul a două canale<sup>9</sup>:

- ◆ *Canalul expunerii* - care se referă la potențialul pentru apariția „efectului de domino”, potențial dat de expunerile reale pe piețele interbancare și în sistemele de plăți și compensare/decontare
- ◆ *Canalul informațional* – care se referă la retragerile masive și contagioase de numerar de către deponenții imperfect informați cu privire la tipul șocurilor care afectează băncile și la expunerile fizice reciproce

În România, riscul sistemic se poate manifesta în relație cu lichiditatea instituțiilor de credit ca urmare a accentuării comportamentului unor bănci de a-și baza strategia de finanțare a creșterii creditelor pe atragerea de resurse interbancare. Dinamica alertă a creditării, superioară celei aferente depozitelor atrase de la clientela nebankară, a indus majorarea valorii indicatorului credite pe depozite de la 91,1% în 2006 la 109% în 2007 (Grafic 1). În aceste condiții, echilibrul bilanțier a fost susținut prin creșterea ponderii resurselor interbancare în total pasiv de la 22,3% în 2006 la 28% în 2007, **creșcând dependența sistemului bancar românesc de resurse cu potențial ridicat de volatilitate**. Gradul de concentrare și valoarea

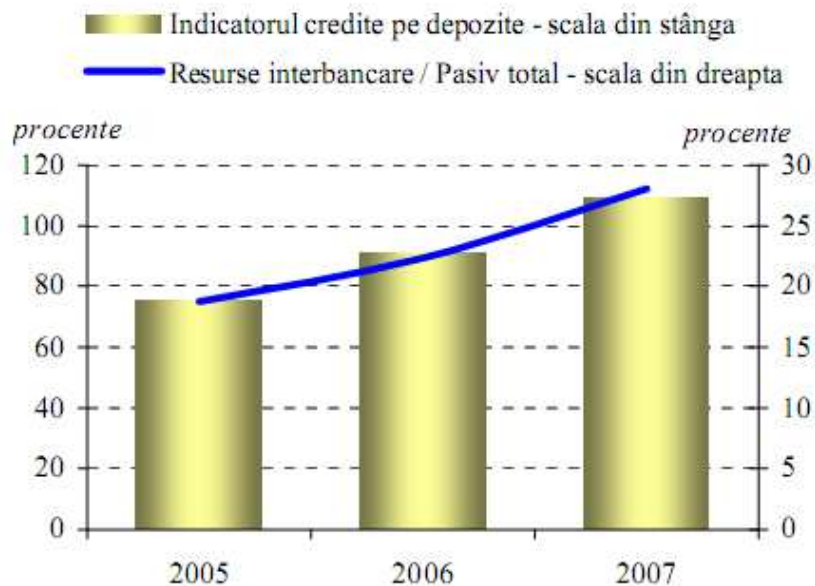
---

<sup>7</sup> Kaufman, George G.- Comment on Systemic Risk, In *Research in Financial Services: Banking, Financial Markets, and Systemic Risk*, vol. 7, edited by George G. Kaufman, 47–52, 1995, Greenwich, Conn.: JAI, p. 47

<sup>8</sup> Dăianu, D. -“What This Financial Crisis Tells Us”, Editorial in *Review of Economic and Business Studies*, The Journal of the Faculty of Economics and Business Administration, "Alexandru Ioan Cuza" University of Iași, Romania, No. 2/2008, p. 14

<sup>9</sup> De Bandt, O. and P. Hartmann – „*Systematic Risk: A Survey*”, ECB Working Paper No. 35, Frankfurt, 2000, p. 18

din ce în ce mai mare a acestora **sporesc expunerea instituțiilor de credit la șocuri de lichiditate**, pe fondul unor eventuale schimbări în sens negativ a sentimentului investitorilor instituționali privind perspectivele plasamentelor în sistemul bancar românesc.

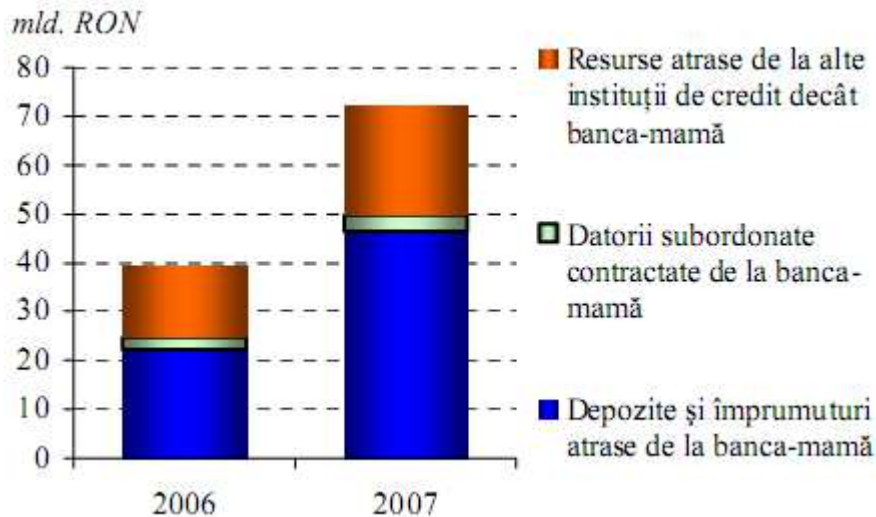


Sursa: Raport de stabilitate BNR 2008 ([www.bnro.ro](http://www.bnro.ro))

*Grafic 1. Evoluția indicatorului credite pe depozite comparativ cu ponderea resurselor interbancare în total pasiv*

Analiza structurală a resurselor interbancare evidențiază **dominanța resurselor externe, provenite în special de la banca-mamă**. Având în vedere că sumele atrase de la bănci-mamă reprezentau la sfârșitul anului 2007 cca. 70% din totalul resurselor interbancare utilizate de instituțiile de credit din România, *scenariul de risc cel mai probabil ar putea fi situația în care băncile-mamă ar fi ele însele afectate de o penurie de lichiditate*. Chiar și în asemenea condiții, acestea vor restrânge finanțarea filialelor din Europa Centrală și de Est doar în condițiile în care criza de lichiditate este extrem de severă, deoarece o parte importantă din profiturile acestor bănci-mamă provin de la filialele respective. Având în vedere că sectorul bancar autohton este dominat de bănci din Austria și Grecia, care nu par a întâmpina dificultăți în contextul turbulențelor actuale<sup>10</sup>, **severitatea unui posibil șoc extern este limitată**.

<sup>10</sup> Primele 4 țări după deținerile de capital bancar în România sunt: Austria (22 la sută), Grecia (21,7 la sută), Olanda (7,7 la sută) și Franța (5 la sută) – decembrie 2007



Sursa: Raport de stabilitate BNR 2008 ([www.bnro.ro](http://www.bnro.ro))

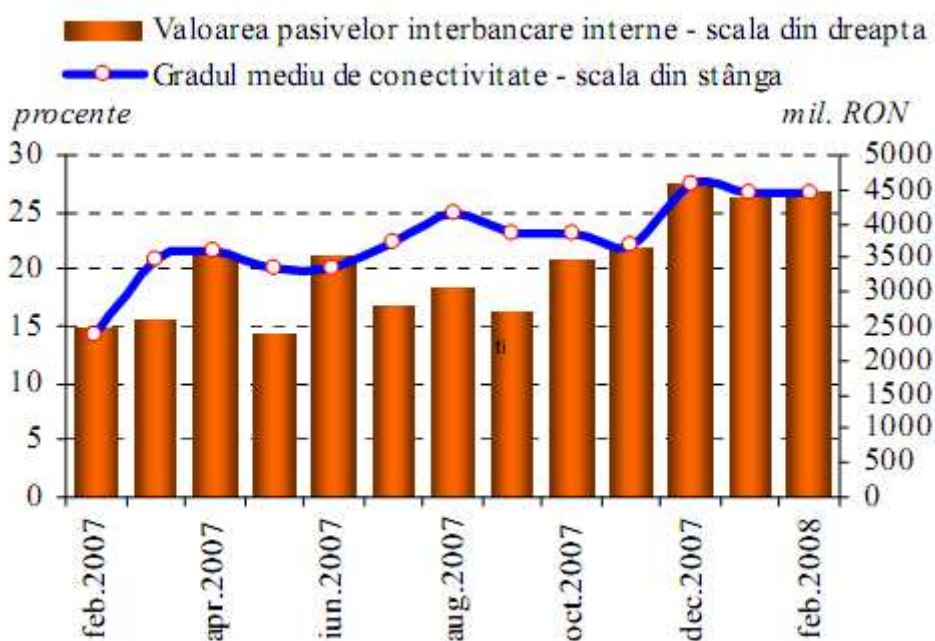
Grafic 2. Evoluția structurală a resurselor atrase de la alte instituții de credit

În paralel cu accentuarea utilizării resurselor provenite de la băncile-mamă, finanțarea de pe piața monetară internă a fost în creștere. **Testarea rezistenței sistemului bancar românesc la riscul intern de contaminare interbancară arată că declanșarea unui proces de faliment în lanț este foarte puțin probabilă, expunerile bilaterale interbancare autohtone fiind, în general, de dimensiuni reduse în raport cu fondurile proprii și activele lichide de care dispun băncile creditoare.**

În plus, deși valoarea depozitelor interbancare atrase de instituțiile de credit a crescut, în termeni nominali, cu 82% în perioada februarie 2007-februarie 2008 (Grafic 3), gradul de concentrare al pasivelor interbancare interne, calculat pe baza indicelui Herfindahl-Hirshmann, s-a redus de la 1531 puncte de bază la 1258 puncte de bază în aceeași perioadă. Acest proces este justificat în principal de creșterea *gradului de conectivitate interbancară internă*<sup>11</sup> (de la 14,11% în februarie 2007 la 26,81% în februarie 2008), care a permis creșterea sumelor atrase de pe piața interbancară autohtonă în condițiile diversificării grupurilor de creditori. **Rezultatele simulărilor efectuate arată că severitatea potențială a unui eventual șoc sistemic nu ar eroda activele sectorului bancar cu mai mult de un procent**, chiar și în ipotezele scenariului extrem, în care se consideră posibilitatea, foarte scăzută de altfel, a intrării în incapacitate de plată a trei instituții de credit simultan. Perspectivele apariției din interiorul sistemului bancar românesc a unui proces sistemic

<sup>11</sup> Gradul de conectivitate interbancară reprezintă ponderea numărului de relații financiare în total relații financiare posibile pe piața monetară interbancară, exceptând banca centrală

puternic sunt legate de o eventuală generalizare a comportamentului unor instituții de credit de a-și finanța dezvoltarea activității de creditare preponderent din surse interbancare.



Sursa: Raport de stabilitate BNR 2008 ([www.bnro.ro](http://www.bnro.ro))

Grafic 3. Evoluția comparativă a valorii pasivelor interbancare aferente băncilor cu personalitate juridică română și gradul de conectivitate interbancară

Având în vedere că indicatorii de prudențialitate au fost, de-a lungul timpului, instrumente valoroase de evaluare a stabilității și sănătății sistemului bancar, îmbunătățirea reglementării și supravegherii sistemului bancar precum și contextul actual al crizei financiare mondiale este elocvent ilustrată de evoluția principalilor indicatori de prudențialitate în perioada 2004-martie 2009.

Indicator	2004	2005	2006	2007	2008	03.2009
Indicatorul de solvabilitate ( $\geq 8\%$ )	20,64	21,07	18,02	13,78	12,34	12,03
Efectul de pârghie (Fonduri proprii/ Total active medii)	8,93	9,18	8,63	7,32	7,04	6,04
Rata generală de risc <sup>12</sup>	46,95	47,61	53,01	56,94	50,74	49,00
Plasamente și credite interbancare/Total activ	33,58	29,50	35,97	29,98	26,03	24,98

<sup>12</sup> calculată ca raport între elementele de activ din bilanț, ponderate cu gradul de risc de credit, plus elementele în afara bilanțului, ponderate cu gradul de risc de credit, și totalul activelor de bilanț plus totalul elementelor în afara bilanțului, la valoarea contabilă

Credite acordate clienței/Total activ	45,64	46,60	53,17	59,09	62,49	60,00
Credite restante și îndoielnice/ Total portofoliu credite	0,28	0,26	0,20	0,22	0,35	0,66
Total creanțe restante și îndoielnice/Total activ	0,18	0,15	0,14	0,17	0,31	0,52
Total creanțe restante și îndoielnice/ Total datorii	0,20	0,18	0,16	0,19	0,34	0,57
Rata riscului de credit	2,87	2,61	2,81	4,00	6,52	9,40
Indicatorul de lichiditate	2,28	2,59	2,31	2,13	2,56	2,31

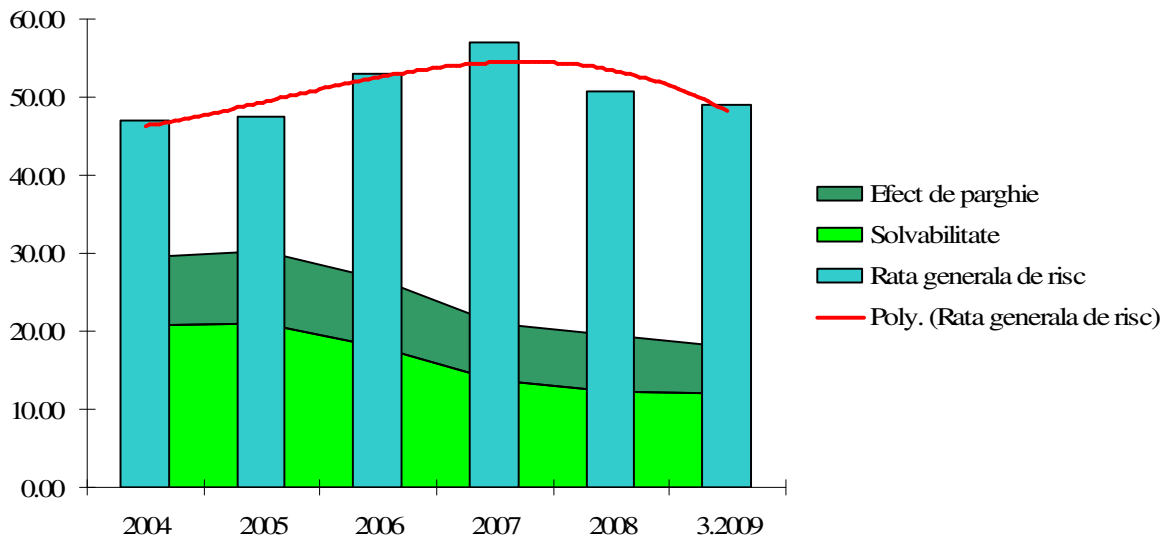
Sursa: Buletin lunar BNR nr. 3/2009

*Tabel 3. Principalii indicatori de prudențialitate în sistemul bancar românesc în perioada 2004- martie 2009*

După cum se poate observa și în graficul de mai jos (Grafic 4), există o corelație între evoluția indicatorului de solvabilitate și efectul de pârghie („leverage”), fapt explicabil prin modalitatea de calcul al celor doi indicatori<sup>13</sup>. Astfel, scăderii solvabilității sistemului bancar în ultimii doi ani, îi corespunde o reducere a efectului de pârghie, însă într-o proporție mult mai mică (20,49% în perioada 2006-2008 față de 34,20%), ceea ce înseamnă că **solvabilitatea a fost influențată de ritmul mai alert de creștere a activelor ponderate în funcție de risc în comparație cu cel al fondurilor proprii**. În ceea ce privește rata generală de risc, exprimată ca raport între activele ponderate în funcție de risc și totalul activelor la valoare contabilă, trendul constant ascendent este o reflectare a politicii de expansiune a activității de creditare și o consecință a concentrării mai mari a activelor bancare contabile în active cu risc (56,9 la sută la sfârșitul anului 2007, 53,0 la sută în 2006, 47,6 la sută în 2005). Cu toate acestea, observăm că acest indicator a scăzut în ultima perioadă, ajungând în martie 2009 până la nivelul de 49,00%.

<sup>13</sup> Indicatorul de solvabilitate se calculează ca raport procentual între fondurile proprii ale băncii și activele bilanțiere și extrabilanțiere ponderate cu un coeficient de risc; fondurile proprii luate în calculul solvabilității se împart în două categorii: fonduri proprii de bază (capital, rezerve și profit) și fonduri proprii complementare (reevaluări, subvenții).

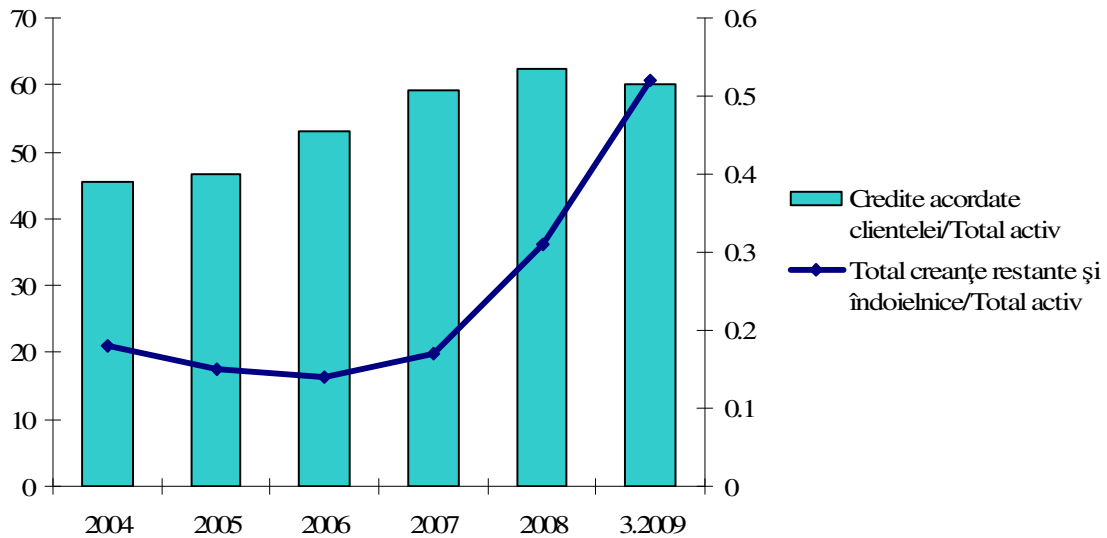




Grafic 4. Evoluția solvabilității, efectului de pârghie și a ratei generale de risc în perioada 2004-martie 2009

De asemenea, observăm că în contextul reducerii ratei solvabilității, în 2006 și 2007 rata generală de risc a crescut cu 11,34%, respectiv 7,41%, ceea ce indică o corelație inversă firească între cei doi indicatori, precum și între efectul de pârghie și rata generală de risc. După cum am menționat și anterior, cu cât va fi mai mic raportul capital-active cu atât va crește riscul ca banca să devină insolventă și să atragă după sine alte bănci cu care se află în conexiune.

În contextul crizei financiare începută în august 2007, în majoritatea sistemelor bancare din țărilor dezvoltate unui nivel scăzut al efectului de pârghie îi corespunde un nivel ridicat al riscului, ceea ce evidențiază și o expunere ridicată la risc sistemic. Și aceasta deoarece băncile dețin în portofolii active riscante, unele dintre acestea fiind chiar activele toxice care au stat la baza prăbușirii multor bănci americane. **În sistemul bancar românesc, chiar dacă nu se găsesc active toxice, riscul sistemic este prezent, însă la un nivel scăzut, ca urmare a expunerilor interbancare și a lipsei lichidităților.**



Grafic 5. Evoluția indicatorilor *Credite acordate clientelei/Total activ* și *Total creanțe restante și îndoielnice/Total activ* în perioada 2004-03.2009

În graficul de mai sus putem observa că ponderea creditelor în total activ a crescut în mod constant până în anul 2008, ajungând până la nivelul de 62,49%. În luna martie 2009 se constată o reducere a nivelului acestui indicator până la nivelul de 60,00%, ceea ce reflectă o reducere a activității de creditare în sistem ca urmare a crizei generalizate de lichidități manifestate pe plan mondial.

De cealaltă parte, ponderea creanțelor restante și îndoielnice în total activ se menținea în luna martie 2009 la un nivel rezonabil – 0,52%, chiar dacă indicatorul a înregistrat o creștere puternică din anul 2007. Astfel, în 2008, ponderea creditelor restante în total activ a crescut cu 82,35%, iar în luna februarie 2009 față de decembrie 2008 cu 67,74%, ceea ce ne semnalează ce efectele crizei economice s-au propagat și asupra debitorilor băncilor românești.

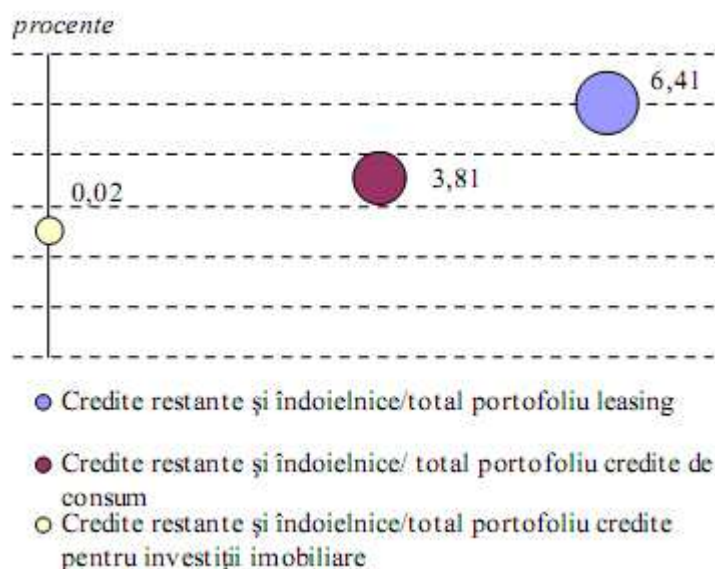
Chiar dacă datele analizate mai sus corespund contextului economic actual în care instituțiile financiare au fost supuse unor șocuri sistemic, în sistemul bancar românesc riscul sistemic nu se află la un nivel ridicat, autoritățile monetare dispunând de instrumente de management al riscului sistemic adaptate standardelor internaționale.

### 3.2. Expunerile instituțiilor financiare nebancare românești și potențialul impact al acestora

Analiza expunerilor IFN-urilor din România prezintă importanță prin prisma conectivității acestora cu alte instituții financiare și a impactului asupra stabilității sistemului financiar. Dacă în Statele Unite ale Americii, sistemul bancar din umbră, format din instituții financiare nebancare angajate în numeroase operațiuni speculative și intermediind circulația produselor financiare sofisticate, a mărit riscul sistemic și destabilizat întregul sistem financiar, în România, IFN-urile nu ridică probleme majore.

Potrivit ultimului raport asupra stabilității financiare publicat de BNR, nivelul adecvat al indicatorilor de performanță financiară a IFN-urilor și proporția redusă a finanțărilor acordate acestora în totalul portofoliului de creanțe al instituțiilor de credit, minimizează posibilitatea de transfer a riscurilor către alte sectoare financiare. De asemenea, prin instituirea cadrului de reglementare și monitorizare de către BNR, care a introdus standarde adecvate de acordare, clasificare și provizionare a creditelor, se promovează o gestionare prudentă a portofoliului de creanțe, diminuând în același timp posibilitatea de transfer intersectorial al pierderilor financiare, cu implicații directe asupra menținerii stabilității financiare.

Principalul risc cu care se confruntă instituțiile financiare nebancare este **riscul de credit**. Conform datelor existente, volumul creanțelor restante și îndoielnice în total credite acordate variază în funcție de activitatea desfășurată (Grafic).



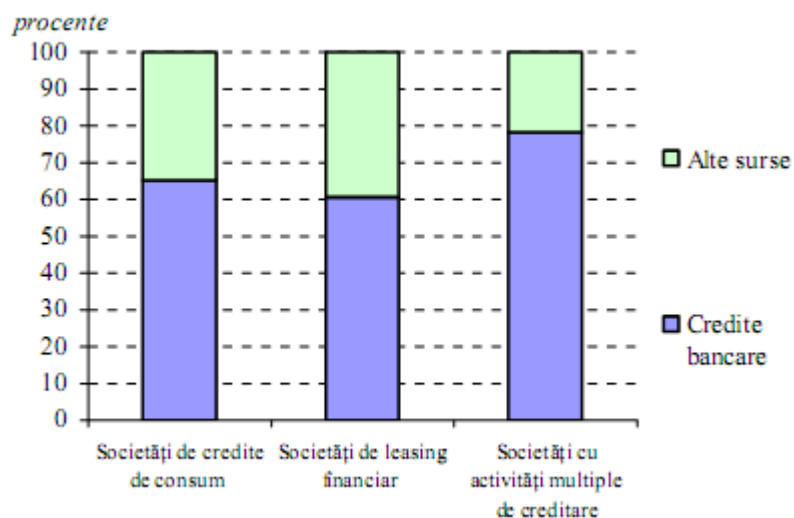
Sursa: Raport asupra stabilității financiare, 2008 ([www.bnro.ro](http://www.bnro.ro)), p. 52

Grafic 6. Calitatea creditelor acordate de IFN-uri

Deși proporția este mai mare în cazul activității de leasing, analiza trebuie stilizată ținând seama de probabilitatea mare de recuperare în cazul contractelor de leasing, datorată deținerii – de către societățile de leasing – a dreptului de proprietate asupra activului finanțat pe toată durata de derulare a contractului. Totuși, valorile superioare ale ponderii creanțelor restante și îndoielnice în totalul portofoliului de credite aferent clientelei înregistrate de IFN (5,93%), comparativ cu cele deținute în sistemul bancar (0,77%), reflectă, firește, o politică mai puțin restrictivă de acordare a creditelor de către acest sector financiar. Este de așteptat ca acest ecart să înregistreze o tendință de diminuare datorită trecerii acestor instituții financiare sub autoritatea de reglementare și monitorizare a BNR.

Accentuarea integrării între instituțiile financiare nebancale și sectorul bancar prezintă interes din perspectiva analizei asupra stabilității financiare. Pe lângă impactul pozitiv al conectivității, aceasta tendință poate conduce la o realocare a riscului, la concentrarea și intensificarea acestuia, pe baze consolidate. Prin prisma legăturilor de finanțare și de capital existente, riscul de credit al IFN poate fi transferat instituțiilor de credit.

La sfârșitul anului 2007, obligațiile instituțiilor financiare nebancale față de bănci aveau o pondere de aproximativ 73% în totalul surselor împrumutate, ceea ce ilustrează **gradul mare de dependență față de sectorul bancar, ca sursă principală de atragere a fondurilor**. Ponderea peste medie, înregistrată în cazul instituțiilor care furnizează activități multiple de creditare, este explicabilă datorită posibilității de acoperire a unei game extinse de operațiuni.



Sursa: Raport asupra stabilității financiare, 2008 ([www.bnro.ro](http://www.bnro.ro)), p. 52

Grafic 7. Ponderele împrumuturilor bancare în total surse împrumutate pe tipuri de IFN

În schimb, expunerea sistemului bancar românesc față de sectorul IFN, din punct de vedere al creditelor acordate acestuia, este destul de redusă, având o pondere de aproximativ 2,5% în totalul creditului neguvernamental.

O altă caracteristică a interdependențelor sectoriale constă în includerea sectorului asigurărilor în relația de finanțare bănci - IFN, prin intermediul asigurării de credite solicitate de instituțiile de credit pentru acoperirea pierderilor de nerambursare aferente creanțelor deținute asupra sectorului IFN.

### **3.3. Evoluția pieței de capital din România în contextul crizei financiare**

Efectele crizei financiare asupra pieței de capital pot fi structurate astfel<sup>14</sup>:

- **Efecte directe asupra instituțiilor financiare:** în întreaga lume criza financiară a dat naștere la falimente răsunătoare, restructurări de companii și instituții financiare, preluări și fuziuni și la o susținere financiară directă cu fonduri importante din partea guvernelor. O bună parte dintre aceste instituții sunt sau au fost listate la bursă, ieșirea lor de pe piață afectând nu doar credibilitatea pe piața de capital ci și volumul tranzacțiilor bursiere, volatilitatea prețurilor, nivelul randamentelor.
- **Efecte asupra volumului și cotațiilor bursiere:** volumul tranzacțiilor bursiere este în ușoară scădere însă impactul cel mai puternic pe care l-a avut criza a fost asupra volatilității (riscului) și asupra randamentelor bursiere asociate mai ales instrumentelor cu venit variabil.
- **Efecte asupra comportamentului investitorilor pe piață:** în condițiile unei piețe care nu mai oferă siguranță și randamente cât de cât stabile și în ușoară creștere, investitorii se distanțează tot mai mult de piața de capital și își modifică radical opțiunile investiționale. Acest lucru are impact direct asupra costului capitalului și asupra dobânzilor financiare. Panica, teama, efectul de turmă, neîncrederea, isteria sunt sentimente care domină în aceste momente masa mare de investitori confruntată de la o zi la alta cu pierderi tot mai mari.
- **Efecte asupra reglementărilor privind piața de capital:** criza a condus la o serie de măsuri de intensificare a controlului asupra unor zone rămase în afara jurisdicției

---

<sup>14</sup> Păun, C – „Piețele de capital și criza financiară”, Articol publicat pe [www.cristianpaun.finantare.ro](http://www.cristianpaun.finantare.ro), decembrie 2008, p. 1

băncilor centrale sau comisiilor de supraveghere a piețelor de capital. În paralel, au fost aduse tot mai mult în discuție criteriile de acordare a finanțărilor și metodologiile de evaluare a riscului și de acordare a rating-ului folosite în decizia de finanțare. Mai mult, intervenția statului pe piețele financiare (care uneori a mers până la cazuri extreme de naționalizare) a trebuit și ea legitimată printr-o serie de măsuri legislative nemaîntâlnite de la Marea Criză.

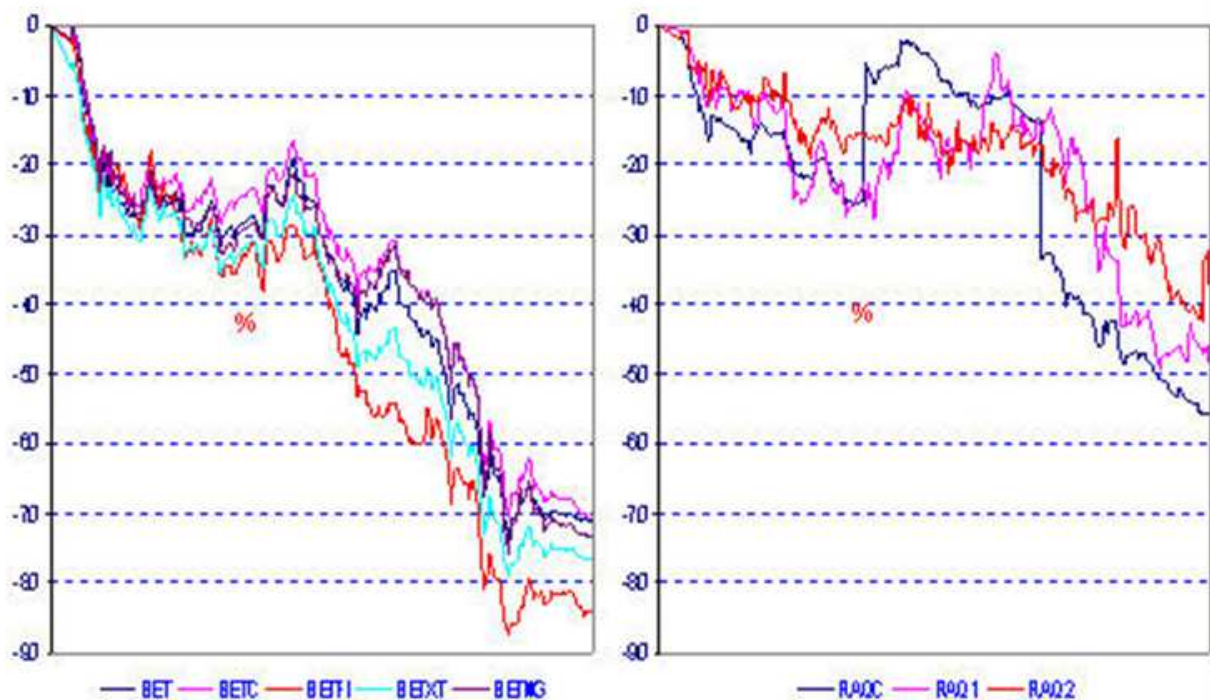
Anul 2008 a reprezentat pentru Bursa de Valori București și pentru toți participanții pe piața bursieră autohtonă una dintre cele mai dificile perioade din istoria pieței de capital din România. După aproape un deceniu în care principalii indici și indicatori ai BVB au cunoscut o evoluție ascendentă, accentuată și susținută în ultimii ani de efectele asociate procesului de aderare a României la Uniunea Europeană, **2008 a fost marcat de inversarea abruptă a trendului crescător al cotațiilor și de diminuarea sensibilă a lichidității generale a pieței bursiere.**

Prin însuși modul lor de funcționare, piețele bursiere au fost dintotdeauna caracterizate de un **grad ridicat de senzitivitate la schimbările care se produc la nivelul percepției investitorilor** cu privire la evoluțiile și perspectivele economiei reale și ale sistemului financiar. În condițiile actuale, în care fenomenul de globalizare este deja o realitate a lumii moderne, investitorii sunt influențați în luarea deciziilor de investiții nu doar de performanțele economiei naționale, de realizările companiilor listate sau de climatul socio-politic intern, dar într-o măsură din ce în ce mai mare și de evoluțiile înregistrate la nivel internațional. **Senzitivitatea pieței bursiere autohtone la factorii externi a crescut gradual în ultimii ani, odată cu deschiderea economiei românești și cu liberalizarea contului de capital.** De aceea, chiar dacă și în plan intern pot fi identificați foarte mulți factori susceptibili să fi indus incertitudini la nivelul investitorilor – incertitudini care au derivat în principal din caracterul electoral al anului 2008 și din mișcările care s-au produs în cadrul piețelor valutare și monetare interbancare – factorii determinanți ai evoluțiilor BVB din ultima perioadă au fost cele legate de contextul financiar internațional, context în care majoritatea indicilor bursieri au înregistrat scăderi masive.

După scăderi cu aproape -30% ale indicilor bursieri din primele săptămâni de tranzacționare ale anului 2008 a urmat o perioadă de relativă acalmie, care a **creat iluzia unui scenariu în care corecțiile negative ale prețurilor de tranzacționare puteau fi considerate oarecum firești**, după creșterile susținute și consistente marcate de indicii bursieri înainte și imediat

după momentul aderării României la Uniunea Europeană. O astfel de explicație, mai curând de natură tehnică, părea a fi cu atât mai probabilă cu cât **performanțele financiare raportate de către companiile listate la BVB erau în continuare pozitive**, iar indicatorii macroeconomici își păstrau robustețea. Turbulențele care au marcat însă piețele financiare internaționale au lăsat până la urmă în plan secund datele fundamentale și, treptat, **corelarea mișcărilor indicilor BET, BET-FI sau BET-XT cu cele ale indicilor bursieri internaționali a devenit elementul determinant în luarea deciziilor investiționale**. Iar cea mai bună susținere a acestei afirmații vine din modul în care au reacționat investitorii pe piața bursieră autohtonă în ședințele de tranzacționare imediat următoare anunțării reducerii ratingurilor de țară de către S&P și Fitch: de fiecare dată indicii bursieri au înregistrat scăderi, în strânsă corelație cu mișcările piețelor bursiere internaționale din zilele respective.

În graficul de mai jos, putem observa evoluția indicilor bursieri pe piața reglementată și pe piața Rasdaq.



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

Figura 2. Evoluția indicilor pe piața reglementată și pe piața Rasdaq

Pe fondul unei lichidități a pieței bursiere locale incomparabil mai mici decât în cazul marilor burse din S.U.A. sau alte țări europene, fenomenul de contagiune în care s-au transformat la un moment dat corelațiile dintre indicii BVB și cei ai piețelor bursiere internaționale a cauzat

un grad extrem de ridicat al volatilității generale a pieței. Această situație a făcut posibil ca pentru unele dintre cele mai importante titluri de la BVB, în câteva ședințe de tranzacționare din trimestrul III al anului 2008, ordinele de cumpărare să nu mai respecte intervalul de preț +/-15% impus pentru o ședință de tranzacționare. De aceea, **în premieră în istoria BVB, în data de 8 octombrie 2008 a fost necesară suspendarea ședinței de tranzacționare, ca urmare a volatilității excesiv de ridicate.** Chiar și în condițiile existenței unui tunel mai îngust de evoluție a prețurilor zilnice decât cel practicat de alte piețe bursiere, pierderile înregistrate în acest an la nivelul indicilor BVB au fost printre cele mai ridicate dintre piețele bursiere europene. Astfel, la finalul anului 2008 indicele BET era calculat pentru 2.901 puncte, cu 70% sub valoarea de start a lunii ianuarie (de altfel, valorile maxime din 2008 ale tuturor indicilor bursieri au fost atinse în primele ședințe de tranzacționare ale anului).

Trendul pronunțat descendent pe care s-au înscris valorile indicilor bursieri și deprecierile prețurilor de referință pentru marea majoritate a acțiunilor admise la tranzacționare au afectat direct capitalizarea totală a celor două piețe administrate de către BVB, indicator care a coborât de la nivelul de aproape 30 miliarde euro la finalul anului 2007 la numai 11 miliarde euro (valoarea capitalizării nu include Erste Group Bank AG - aproximativ 4,8 miliarde euro).

În tabelul de mai jos este redată evoluția capitalizării bursiere, sugestivă pentru contextul dificil actual.

Bursa de Valori București	2005		2006		2007		2008	
	mld. EUR	mld. RON	mld. EUR	mld. RON	mld. EUR	mld. RON	mld. EUR	mld. RON
<b>Piața reglementată</b>	15.3	56.1	21.4	73.3	24.6	86.0	11.6	45.7
<b>Piața Rasdaq</b>	2.2	8.2	3.1	10.7	7.0	24.4	3.1	12.1
<b>Total</b>	17.5	64.3	24.5	84	31.6	110.4	14.7	57.8

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

*Tabel 4. Evoluția capitalizării bursiere la Bursa de Valori București*

Schimbarea atitudinii față de risc la nivel internațional și restrângerea drastică a lichidității din cadrul piețelor financiare au influențat comportamentul investitorilor, care au orientat sume relativ mai mici decât în anul anterior pentru plasamente în acțiuni tranzacționate pe piața bursieră. Mai mult, dacă pe plan internațional autoritățile monetare au operat scăderi ale dobânzilor și au susținut astfel indirect activitatea din cadrul piețelor bursiere, în România BNR a ridicat succesiv rata dobânzii de politică monetară la peste 10% pe an și **a crescut**



**astfel atractivitatea plasamentelor în depozitele constituite la nivelul sistemului bancar.**

Totodată, odată cu eliminarea simultană a impozitelor pentru veniturile aferente câștigului de capital și a celor din dobânzi, regimul fiscal a devenit neutru. Toate aceste evoluții au avut rolul lor în diminuarea în termeni nominali a sumelor plasate de investitori pe piața bursieră și reducerea relativă a ponderii pe care investitorii străini au avut-o în economia generală a pieței pe parcursul anului 2008.

\*\*\*

Chiar dacă, și în anul 2009, contextul economico-financiar intern și internațional se prevede a fi unul complicat, influențând în continuare activitatea de pe piața de capital din România, **există totuși pârghii a căror acționare ar putea să contribuie la relansarea pieței bursiere.** Poate cea mai importantă dintre acestea, în condițiile în care creditele bancare au devenit în ultima perioadă destul de dificil de accesat, este legată de **promovarea împrumutului obligatar.** Piața secundară a instrumentelor financiare cu venit fix organizată la BVB arată un interes în creștere al investitorilor pentru acest tip de instrumente financiare și este de așteptat un răspuns adecvat din partea ofertanților. Pentru a susține această tendință, în esență favorabilă pieței de capital, ar trebui găsite modalitățile care să reducă semnificativ costurile asociate derulării ofertelor publice primare, astfel încât companiile locale să fie încurajate să lanseze noi emisiuni de obligațiuni.

Problema reducerii costurilor de operare pe piața de capital a fost deja adresată de către Bursa de Valori București, care a prevăzut pentru anul 2009 o diminuare cu 10% a comisioanelor de tranzacționare, măsură care apropie și mai mult nivelurile costurilor generale de operare pe piața bursieră autohtonă de cele practicate de alte piețe bursiere din regiune. Și sub impactul acestei decizii de reducere a comisioanelor de tranzacționare, dar mai ales în speranța că starea de acută incertitudine din cadrul piețelor financiare se va atenua, se poate estima că, treptat, volumul operațiunilor bursiere va crește pe parcursul anului 2009.

## CONCLUZII ȘI PROPUNERI

Lucrarea de față propune o analiză a cauzelor și consecințelor crizei financiare actuale, cu particularizare pe cazul sistemului financiar românesc, care nu a rămas neafectat de efectele negative manifestate la nivel global.

Criza actuală este o recunoaștere a faptului că este necesară reconfigurarea sistemului financiar global ținând cont de următoarele:

a) **Crizele financiare sunt o parte inevitabilă a capitalismului modern**, o consecință a interacțiunilor dintre comportamentul uman și abilitatea de a inova, de a concura și de a evolua. Însă chiar dacă crizele nu pot fi evitate, efectele lor negative pot fi reduse semnificativ prin asigurarea riscurilor adecvate în sarcina părților adecvate, iar acest deziderat se poate obține prin creșterea transparenței, mai ales în așa-numitul „*sistem bancar umbră*” (engl. *shadow banking system*). Guvernul poate juca un rol central în furnizarea acestei transparențe.

b) Înainte de a spera la un management eficace al riscurilor crizei financiare, trebuie să stăpânim **însemnătatea acestor riscuri dar și mijloacele de măsură efectivă a acestora**. Prin urmare, pentru a emite noi reglementări este necesară dezvoltarea unei definiții formale a riscului sistemic și crearea unor măsuri specifice, suficient de practice și cuprinzătoare pentru a fi folosite atât de către decidenții politici cât și de către publicul larg. Aceste măsuri vor solicita fondurile de hedging și alte părți ale sistemului bancar umbră să asigure o mai mare transparență către reglementatori, pe o bază confidențială (de exemplu, informații legate de activele aflate în gestiune, gradul de îndatorare, lichiditatea, parteneri și drepturi de proprietate).

c) Cea mai presantă modificare pe linia reglementărilor sistemului financiar vizează **furnizarea către public a informațiilor privind acele instituții care au eșuat într-un fel sau altul**. Acest obiectiv poate fi atins prin fondarea unei agenții independente de investigații care să raporteze periodic detaliile falimentelor înregistrate și să propună măsuri de evitare a problemelor prezentate, în viitor.

d) Pentru cetățeanul simplu, criza financiară actuală este un mister și concepte precum ipoteci subprime, CDO-uri, CDS-uri și prăbușirea pieței creditului creează doar mai multă confuzie și teamă. De aceea, un punct critic al oricărui protocol de management al crizei este

**stabilirea unor linii periodice de comunicare cu publicul**, prin care să se clarifice determinanții și consecințele crizei.

e) Este necesară dezvoltarea și implementarea unei noi ramuri a contabilității – **„contabilitatea riscului”** – care să permită măsurarea și gestionarea riscului sistemic la scară globală.

f) Toate industriile bazate pe tehnologie sunt grevate de riscul inovațiilor tehnologice care pot depăși, temporar, abilitatea oamenilor de a le utiliza eficient. În aceste condiții, este necesară **intervenția guvernului care să susțină desfășurarea în universități a unui număr cât mai mare de programe educaționale în tehnologie financiară.**

g) Complexitatea piețelor financiare restrânge capacitatea autorităților de reglementare să țină pasul cu inovațiile. **Noile reglementări trebuie să fie adaptative și să se focalizeze pe funcții financiare și mai puțin pe instituții**, asigurând o mai mare flexibilitate și dinamică acestora. Un exemplu de reglementare adaptativă este cerința de standardizare a unui contract OTC și stabilirea unui schimb organizat pentru momentul în care mărimea sa depășește o anumită limită.

## BIBLIOGRAFIE

1. Andrew W. Lo – „*Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007–2008*”, Prepared for the U.S. House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform November 13, 2008 Hearing on Hedge Funds
2. Blundell-Wignall, A., Atkinson, P. și Se Hoon Lee – „The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues”, în *Financial Market Trends*, OECD, 2008
3. Board of Governors of the Federal Reserve System – „*Policy Statement on Payments System Risk*”, Docket No. R-1107, 1–13. Washington, D.C., May 30, 2001
4. Buletin lunar BNR nr. 3/2009 ([www.bnro.ro](http://www.bnro.ro))
5. Crockett, Andrew – „*Why Is Financial Stability a Goal of Public Policy?*”, In *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, Kansas City, Mo.: Federal Reserve Bank of Kansas City, 1997
6. Dăianu, D. -“What This Financial Crisis Tells Us”, Editorial in *Review of Economic and Business Studies*, The Journal of the Faculty of Economics and Business Administration, "Alexandru Ioan Cuza" University of Iași, Romania, No. 2/2008
7. De Bandt, O. and P. Hartmann – „*Systemic Risk: A Survey*”, ECB Working Paper No. 35, Frankfurt, 2000
8. Desmet, Charles – „Reforming financial systems: building anew, or tinkering?”, April 2009, articol publicat pe site-ul Hayek Institut ([www.fahayek.org](http://www.fahayek.org))
9. Driga, I. – „*Systemic Risk in Banking*”, In Humanitarian and Economics Sciences, Vol. 50, Part 4, 2007 ; Annual Meeting of the University of Mining and Geology, St. Ivan, Rilski , disponibil pe site-ul SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1337093>
10. Freixas, X, Parigi, B.M. – „*Lender of Last Resort and Bank Closure Policy*”, Presented at Cesifo Area Conference On Applied Microeconomics, March 2008
11. Furceri, D și A. Mourougane – „Financial Crises: Past Lessons And Policy Implications”, OECD Economics Department Working Papers No. 668, februarie 2009

12. George, E. A. J. – „*The New Lady of Threadneedle Street*”, Governor’s Speech, Bank of England, London, February 24, 1998
13. Goodhart, C., P. Hartmann, D. Llewellyn, L. Rojas-Suárez and S. Weisbrod – „*Financial Regulation: Why, how and where now?*”, London, 1998
14. Kaminsky, Graciela L., and Carmen M. Reinhart – „*On crises, contagion, and confusion*”, George Washington University, Washington,DC, Working Paper, December, 1998
15. Kaufman, George G.- „*Comment on Systemic Risk*”, In *Research in Financial Services: Banking, Financial Markets, and Systemic Risk*, vol. 7, edited by George G. Kaufman, 47–52, 1995, Greenwich, Conn.: JAI
16. Necula, G. – „Despre bursă cu bun simț”, [www.primet.ro](http://www.primet.ro), iunie 2009
17. Eichengreen, B. și G. Baldwin – „The G7/8 Finance Ministers Meeting: An Opportunity”, in *Rescuing our Jobs and Savings: What G7/8 Leaders Can Do to Solve the Global Credit Crisis*, octombrie 2008
18. Păun, C – „Piețele de capital și criza financiară”, Articol publicat pe [www.cristianpaun.finantare.ro](http://www.cristianpaun.finantare.ro), decembrie 2008
19. Păun, C. – „Ce este o criză financiară”, [www.cristianpaun.finantare.ro](http://www.cristianpaun.finantare.ro), decembrie 2008
20. R.G. Lipsey & Kelvin Lancaster - “*The General Theory of the Second Best*”, The Review of Economic Studies, vol 24, No. 1, 1956
21. *Raport asupra stabilității financiare pentru anul 2008* publicat pe site-ul BNR ([www.bnro.ro](http://www.bnro.ro))
22. Volumul „*Risk Measurement And Systemic Risk*” - Fourth Joint Central Bank Research Conference 8-9 November 2005 In Co-operation With The Committee On The Global Financial System, disponibil pe site-ul BCE, [www.ecb.int](http://www.ecb.int)
23. Watt, Andrew – „The Economic and Financial Crisis in Europe: Addressing the Causes and the Repercussions”, European Trade Union Institute, *European Economic and Employment Policy Brief*, No. 3, decembrie 2008