ACADEMIA ROMÂNĂ
INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE
„COSTIN C. KIRIȚESCU“

Vol. 105

Colecția BIBLIOTECA ECONOMICĂ

Seria

Studii și cercetări economice

VULNERABILITĂȚI ALE SISTEMULUI FINANCIAR-BANCAR ŞI IMPLICAȚIILE ASUPRA STABILITĂȚII PREȚURILOR

Dragoş Ion POPESCU

ISBN 978 - 973 - 159 - 165 -0

Centrul de Informare și Documentare Economică

ACADEMIA ROMÂNĂ

INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE
„COSTIN C. KIRIȚESCU”

Centrul de Informare şi Documentare Economică

VULNERABILITĂȚI ALE SISTEMULUI FINANCIAR-BANCAR ŞI IMPLICAȚIILE ASUPRA STABILITĂȚII PREȚURILOR

Dragoş Ion POPESCU

Colecția
BIBLIOTECA ECONOMICĂ
Seria
Studii și cercetări economice

Centrul de Informare şi Documentare Economică

Editat de CENTRUL DE INFORMARE ŞI DOCUMENTARE ECONOMICĂ
REDACTOR-ŞEF – VALERIU IOAN-FRANC

Redactor: PAULA NEACŞU
Concepție grafică, machetare şi tehnoredactare: VICTOR PREDA
CIDE/STUDII/PROBLEME: Stud-DragosPopescu-Vulnerabilitati_105.doc

Redacția şi administrația: Bucureşti, Calea 13 Septembrie nr. 13, sectorul 5,
cod poştal 050711, telefon: 0040-21-318 24 38, telefax: 0040-21-318 24 32
Adresa poştală: Bucureşti 5, căsuța poştală 5-72

Materialele cuprinse în acest volum pot fi reproduse numai cu aprobarea
conducerii Institutului Național de Cercetări Economice „Costin C. Kirițescu”.

Volumele seriei pot fi identificate şi comandate fie în colecție anuală, respectiv ISSN 1222-541X,
fie pe fiecare titlu în parte, respectiv pe ISBN alocat fiecărui volum.

Pentru volumul de față: ISBN: 978-973-159-165-0

CUPRINS

INTRODUCERE 5

1. VULNERABILITĂȚI ALE SISTEMULUI FINANCIAR-BANCAR 7

1.1. Vulnerabilități asociate prociclicității sistemului financiar-bancar 7

1.2. Vulnerabilități structurale 10

2. MECANISMELE DE TRANSMISIE EXISTENTE ÎNTRE SECTORUL FINANCIAR ŞI ECONOMIA REALĂ 13

2.1. Canalul bilanțier al debitorului 13

2.2. Canalul bancar 16

2.3. Canalul lichidității 18

3. CICLUL FINANCIAR ŞI INTERACȚIUNEA CU MACROECONOMIA 20

3.1. Identificarea ex-ante a dezechilibrelor financiare 20

3.2. Analiza ciclului financiar: cazul economiilor zonei euro, SUA şi Marea Britanie 23

4. EFECTELE CRIZEI FINANCIARE INTERNAȚIONALE ASUPRA EVOLUȚIILOR ECONOMICE: CAZUL ECONOMIILOR ZONEI EURO, SUA ŞI MAREA BRITANIE 29

4.1. Criza financiară din SUA şi Marea Britanie 30

4.2. Criza financiară din zona euro 34

4.3. Criza financiară internațională şi efectele asupra economiei României 40

CONCLUZII 44

BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ 46

INTRODUCERE

Experiența actuală legată de instabilitatea financiară severă generată de criza creditelor ipotecare subprime şi răspândită prin intermediul conexiunilor financiare, economice şi psihologice în întreaga lume dezvoltată şi nu numai a surescitat mediul academic şi practicienii, contribuind la creşterea interesului pentru înțelegerea mecanismelor de propagare şi amplificare a efectelor şocurilor financiare către sectorul real al economiei.

Maniera de propagare şi efectele crizei financiare internaționale au generat provocări semnificative pentru decidenții de politică economică însărcinați cu politicile monetare, fiscale şi prudențiale atât în a înțelege eşecurile paradigmelor anterioare crizei, cât mai ales în a calibra politicile economice astfel încât să minimizeze efectele pandemiei financiare asupra economiei reale.

În pofida măsurilor monetare şi fiscale fără precedent, criza financiară şi-a croit drumul către economia reală, conducând la o scădere profundă a încrederii atât la nivelul consumatorilor, cât şi al mediului de afaceri, ambele concretizate într-o restrângere puternică a cheltuielilor şi a dinamicii nivelului general al prețurilor în majoritatea economiilor dezvoltate.

Pentru o lungă perioada de timp, şomajul s-a menținut la un nivel maxim record, inflația a evoluat sub zona de confort a băncilor centrale, iar recesiunea severă a guvernat mediul economic.

Având în vedere aceste evoluții, lucrarea şi-a propus să analizeze implicațiile vulnerabilităților sistemelor financiar-bancare asupra activității economice în general şi a stabilității prețurilor în special, în cazul a două grupe de economii dezvoltate, organizate în două eşantioane, primul incluzând economiile zonei euro, iar al doilea, Marea Britanie şi SUA.

Totodată, lucrarea va analiza şi efectele crizei financiare internaționale asupra economiei româneşti, cu scopul de a încerca să valideze existența mecanismelor de transmisie dintre sectorul financiar şi economia reală.

În scopul acestui deziderat, primul capitol trece în revistă, din perspectiva actualei crize financiare internaționale, natura vulnerabilităților cu care s-au confruntat sistemele financiar-bancare în economiile dezvoltate pe parcursul unui ciclu economic complet.

Capitolul 2 se concentrează asupra relației cauzale bidirecționale existente între economia financiară şi economia reală, încercând astfel să analizeze mecanismele de transmisie existente între sectorul financiar şi economia reală, în scopul evaluării implicațiilor posibilelor riscuri generate de acumularea vulnerabilităților financiare asupra activității economice.

Capitolul 3 parcurge succint noua literatură de specialitate dedicată identificării ciclului financiar şi analizei interacțiunii acestuia cu ciclul economic, încercând ulterior să identifice aceste două cicluri şi să evalueze interacțiunea dintre ele în cazul economiilor incluse în cele două eşantioane.

Ultimul capitol analizează, din punct de vedere descriptiv, atât efectele generice, cât şi pe cele specifice ale actualei crize financiare asupra variabilelor-obiectiv ale politicilor economice: PIB, şomaj, datorie publică, inflație.

1. VULNERABILITĂȚI ALE SISTEMULUI FINANCIAR-BANCAR

1.1. Vulnerabilități asociate prociclicității sistemului financiar-bancar

Inovația financiară

De-a lungul istoriei, inovațiile financiare au generat, aproape de fiecare dată, acumularea de vulnerabilități la nivelul sistemului financiar-bancar. Progresul tehnologic, dezvoltarea pieţelor şi produselor financiare, alături de apariția de noi populații de investitori, au condus la remodelarea texturii financiare şi la modificarea aşteptărilor şi oportunităților viitoare de profit, oportunități mai mari şi aparent mai puțin riscante.

De cele mai multe ori, literatura economică, dar şi precedentul istoric asociază procesul de inovare financiară cu acumularea vulnerabilităților la nivelul sistemului financiar-bancar prin formarea baloanelor speculative, în care prețul activelor financiare sau nefinanciare depăşeşte valoarea lor intrinsecă. Aceste evoluții sunt susținute, de regulă, de creşterea ofertei de credit şi de acumularea rapidă de datorii, dat fiind faptul că investitorii solicită finanțare pentru a-şi spori câştigurile generate de aşteptările potrivit cărora prețurile vor creşte în mod inexorabil în viitor. Excesul de cerere pentru activul vizat impulsionează majorările de prețuri, ceea ce relaxează suplimentar standardele de creditare şi sporeşte bonitatea debitorilor.

În ultimele două decenii, inovația financiară asociată procesului de reglementare a condus la crearea unor instrumente financiare sofisticate şi opace şi la ascensiunea sistemului bancar paralel, un mix de împrumutători ipotecari nebancari, fonduri de hedging, societăți de investiții financiare, fonduri mutuale şi alte instituții determinate să caute şi să valorifice oportunitățile de câştig oferite de noua textură financiară globală.

Gestionarea riscului

În perioada premergătoare crizelor financiare, mecanismele de gestionare a riscului în sectorul privat au eşuat în a evalua corespunzător impactul inovațiilor financiare şi al comportamentelor colective asupra condițiilor financiare.

O bogată literatură de specialitate apreciază că perioadele de creştere economică susținută, caracterizate de volatilitate redusă la nivelul activității economice, influențează percepția şi toleranța la risc a actorilor economici. Criza

financiară actuală a apărut după două decenii de inflaţie joasă şi stabilă. Această perioadă de acalmie, însoţită de un nivel redus şi o volatilitate scăzută a ratelor dobânzilor, a condus la deteriorarea mecanismelor de gestionare a riscului atât din partea debitorilor, cât şi a creditorilor. Deteriorarea standardelor de creditare, respectiv extinderea împrumuturilor către debitori cu bonitate îndoielnică, atât în cazul gospodăriilor, dar şi al societăţilor nefinanciare, concentrarea expunerilor la nivelul unor sectoare ale economiei, alături de creşterea interdependenţelor dintre instituţiile financiare s-au dovedit o sursă de creştere a vulnerabilităţilor la nivelul sistemului financiar-bancar, care au culminat cu crize financiare severe, urmate de recesiuni adânci şi lungi, într-un număr ridicat de state.

În acest sens, actuala criză financiară oglindeşte cu acuratețe modul în care inovațiile financiare, respectiv apariția fenomenului de securitizare asociat schimbării modelului de intermediere financiară din *inițiază şi deține* în cadrul bilanțului în *inițiază şi distribuie* în afara bilanțului au generat produse financiare complexe, finanțate în principal prin emisiunea de instrumente de datorie pe termen scurt.

În modelul standard, instituțiile care acordau credite ipotecare reţineau împrumuturile acordate în propriul bilanţ până la rambursarea completă a acestora. Debitorul solicita o cerere de credit pe baza unei garanții, pe care instituția financiară o folosea drept colateral, după care aştepta rambursarea împrumutului format din principal şi dobândă. În forma clasică, Fondul Monetar Internațional explică procesul securitizării ca implicând mai multe etape, de-a lungul cărora o instituție financiară care deține categorii variate de împrumuturi stabileşte un portofoliu din activele pe care doreşte să le externalizeze. Pasul următor constă în vânzarea portofoliului unui *vehicul cu scop special*, care, la rândul lui, finanțează achiziția prin emisiunea pe piața de capital de titluri de valoare purtătoare de dobândă. În schimb, investitorii de pe piața de capital primesc plăți periodice generate de rambursările debitorilor în contul împrumuturilor care fac obiectul securitizării. Totodată, portofoliul de împrumuturi poate fi divizat în mai multe tranşe, fiecăreia dintre acestea fiindu-i asociate un anumit câştig potențial şi un nivel de risc (Jobst, 2007). În cadrul acestui lanț de securitizare, nici banca, nici entitatea care a inițiat împrumuturile sau societatea de investiții nu au deținut stimulentele necesare pentru evaluarea prudențială a calității împrumuturilor aflate la baza titlurilor de valoare. Mai mult decât atât, evaluarea prudențială a fost externalizată către agențiile de rating, care au aplicat calificative mult prea optimiste instrumentelor financiare, calificative care aveau menirea de a reflecta probabilitatea ca debitorii să nu ramburseze obligațiile de plată ce le revin (Roubini, 2008). În plus, investitorii finali asociați ultimului segment al lanțului de securitizare puteau reduce riscul de credit prin achiziționarea unei polițe de asigurare de la societățile financiare de profil.

Deşi teoretic acest sistem contribuie la diversificarea riscului, la creşterea resurselor disponibile instituțiilor financiare şi la diminuarea, pe cale de consecință, a costului finanțării economiei reale, în realitate procesul de securitizare a avut la bază împrumuturi ipotecare de o calitate îndoielnică,

conducând astfel la acumularea permanentă de dezechilibre şi la sporirea vulnerabilităților sistemului financiar-bancar.

Dependența de finanțare pe termen scurt

În cadrul procesului descris anterior, categorii noi de instituții financiare au apelat la forme alternative de finanțare, caracterizate de maturități apropiate în timp, ceea ce le-a sporit senzitivitatea la retragerea de fonduri sau la lipsa reînnoirii liniilor de finanțare acordate anterior. Astfel de instrumente financiare, fie că este vorba despre efecte de comerț, contracte repo, titluri de valoare garantate cu creanțe, împrumuturi interbancare sau angajamente de refinanțare, au fost utilizate pe o scară tot mai largă atât de către instituțiile bancare clasice, cât şi de către alte instituții financiare angrenate în procesul de securitizare: *vehicule cu scop special,* fonduri de piață monetară, bănci de investiții, companii de credit ipotecar etc.

Extinderea fenomenului de necorelare pe scadențe a surselor atrase în raport cu activele financiare a fost o caracteristică definitorie a comportamentului instituțiilor financiare în perioada premergătoare crizei financiare. Deşi activitatea de transformare a maturităților reprezintă etosul dominant al activității de intermediere financiară, extinderea accelerată a necorelării scadențelor expune instituțiile financiare la riscul de lichiditate şi la posibile lichidări ale pozițiilor în condiții de piață defavorabile, cu implicații asupra stabilității financiare a instituțiilor în cauză, precum şi a sistemului financiar în ansamblu.

Criza financiară actuală a adus în prim-plan mecanismul acestui proces destabilizator. Instituțiile financiare care au afişat un nivel ridicat de corelare între mărimea bilanțului şi ponderea finanțărilor atrase pe termen scurt în totalul finanțărilor s-au confruntat cu presiuni semnificative asupra poziției lichidității şi solvabilității, odată ce incertitudinea sporită a condus la dispariția surselor stabile de finanțare.

Consecința firească a creşterii preferinței pentru lichiditate şi a deteriorării poziției bilanțiere a instituțiilor financiare o reprezintă reducerea accesului la finanțare în cazul societăților nefinanciare şi al gospodăriilor. Deşi, în general, problemele de lichiditate au fost adresate prin intervențiile băncilor centrale de relichefiere a economiilor, în cazul recentei crize financiare internaționale, o mare parte a instituțiilor financiare nu au putut beneficia, în faza cea mai acută a crizei, de asistență de urgență din partea băncilor centrale prin funcția de creditor de ultimă instanță, ceea ce le-a determinat să îşi lichideze pozițiile, accelerând spirala descendentă a prețurilor.

Nivelul ridicat de îndatorare

Creşterea accelerată a gradului de îndatorare la nivelul tuturor sectoarelor economice este considerată unul dintre principalii factori care alimentează acumularea dezechilibrelor financiare şi creşterea vulnerabilităților sistemului financiar-bancar.

Pe faza ascendentă a ciclului economic, sistemul financiar devine supraexpus la riscul agregat prin creşterea disponibilității creditului, a prețurilor activelor şi a îndatorării. Această creştere a gradului de îndatorare este asociată prociclicității sistemului financiar, care poate avea cauze multiple, incluzând, fără a se limita la, miopia agenților economici, aşteptările nerealiste şi mirajul câştigurilor viitoare de capital, precum şi credința că "*de data asta va fi altfel*"[1]. Împreună, toți aceşti factori contribuie la creşterea nesustenabilă a datoriei în diversele sale forme şi potențează mecanismul de transmisie dintre economia reală şi sectorul financiar.

Pe faza ascendentă a ciclului economic, evoluția creditului şi a prețurilor activelor se află într-o relație cauzală bidirecțională, conducând la creşterea îndatorării şi a efectului de levier. În situația în care expansiunea rapidă a creditului este finanțată de către bănci care operează cu un nivel constant al capitalului şi lichidității, acestea sunt supuse unor dificultăți financiare semnificative atunci când tendințele pozitive se vor inversa.

Aceste vulnerabilități se concretizează prin creşterea incapacității de rambursare a debitorilor şi scăderea prețurilor activelor utilizate drept colateral.

Dinamica prezentată anterior este fundamentată atât de teoria convențională, cât şi de precedentul istoric. Creşterile accelerate ale prețurilor activelor, ancorate de aşteptările optimiste în ceea ce priveşte câştigurile viitoare de capital care au coexistat cu expansiunea alertă a creditului au fost urmate de crize financiare severe şi de recesiuni economice adânci şi lungi.[2] Aceste evoluții constituie tipologia principalelor episoade majore de criză financiară, de la Marea Depresiune la crizele țărilor emergente din America Latină, Asia de Est şi actuala criză financiară internațională.

1.2. Vulnerabilități structurale

Deficiențe ale sistemului de reglementare şi supraveghere

Reglementarea inadecvată a instituțiilor, piețelor şi instrumentelor financiare a constituit de-a lungul timpului o sursă generatoare de dezechilibre financiare. Ca o reflectare a acestor tipologii, în perioada premergătoare declanşării crizei financiare internaționale, o serie de practici în domeniul reglementării şi supravegherii au contribuit activ la acumularea dezechilibrelor în sistemul financiar-bancar.

Orientarea microprudențială a politicilor de reglementare şi supraveghere s-a concentrat asupra stabilității instituțiilor financiare la nivel individual şi a tratat riscurile în mod exogen în raport cu comportamentul individual al acestora,

---

[1] *Carmen Reinhart □i Kenneth Rogoff (2009).*

[2] *Charles Kindleberger □i Robert Aliber (2011), Carmen Reinhart □i Kenneth Rogoff (2009).*

ignorând totodată riscul sistemic. Preţurile activelor, condiţiile de creditare şi evoluţia economiei în ansamblu au fost disociate de comportamentul individual al instituţiilor financiare. În acest sens, paradigma precriză a reglementării nu a acordat atenţie interacţiunilor dintre ciclul economic şi ciclul financiar.

Astfel, orientarea microprudenţială a afişat deficienţe clare în identificarea şi adresarea riscului sistemic atât în dimensiunea temporală, cât şi în dimensiunea structurală. Dimensiunea temporală vizează prociclicitatea sistemului financiar, respectiv interacţiunea dintre ciclurile economice şi ciclurile financiare; în schimb, dimensiunea structurală vizează interdependenţele şi expunerile comune din cadrul sistemului financiar şi modul în care sursele comune de risc pot afecta instituţiile financiare.

O reducere progresivă a importanţei asociate riscului de lichiditate a constituit o altă tendinţă de lungă durată observată la nivelul sistemului financiar în perioada premergătoare crizei financiare actuale. Dezvoltarea pieţelor şi produselor financiare asociată fenomenului de reglementare care a guvernat în ultimele două decenii sistemul financiar, precum şi lichiditatea abundentă aflată la nivel global au condus la reducerea constrângerilor de lichiditate ale instituţiilor financiare şi la subestimarea in corpore a riscului de lichiditate.

Inadecvarea mărimii şi calităţii capitalului reglementat la profilul de risc a constituit o altă sursă de vulnerabilitate la adresa sistemului financiar-bancar. Totodată, definiţia cerinţelor de capital stabilită de cadrul de reglementare s-a bazat pe capacitatea instituţiilor financiare de evaluare şi gestionare a riscurilor, precum şi pe gradul de adecvare a ratingurilor acordate. În aceste condiţii, cerinţele de capital, determinate cu ajutorul modelelor interne de rating ale instituţiilor financiare aferente riscului pe care îl tranzacţionau, s-au dovedit supraestimate şi insuficiente pentru a absorbi şocurile negative asociate inflexiunii ciclului economic şi financiar.

O altă deficienţă a sistemului de reglementare şi supraveghere a constituit-o tratamentul instituţiilor financiare care alcătuiesc sistemul bancar paralel. Consiliul de Stabilitate Financiară defineşte sistemul bancar paralel ca „activităţi de intermediere financiară ce includ activităţi şi entităţi aflate în afara sistemului bancar tradiţional, care generează preocupări legate de: i) riscul sistemic datorat fenomenului de transformare a maturităţilor, efectului de levier şi transferului riscului de credit şi de ii) posibila arbitrajare de reglementare”[3]. Sistemul bancar paralel a facilitat accesul la surse alternative de lichiditate şi finanţare şi a oferit investitorilor o paletă largă de instrumente de gestionare a riscurilor de credit, lichiditate şi necorelare a scadenţelor. În aceste condiţii, a devenit o parte integrantă a sistemului financiar modern, dobândind un rol important în finanţarea economiei reale. Cu toate acestea, în perioada premergătoare crizei financiare, acesta a generat o serie de riscuri la adresa sistemului financiar atât pe baze proprii, cât şi prin interacţiunea cu sistemul bancar tradiţional, incluzând, fără a se limita la, expunerile ridicate ale instituţiilor bancare asupra entităţilor care

[3] *Financial Stability Board,* Shadow Banking: Scoping the Issues, A Background Note of the FSB*, aprilie 2011.*

reprezentau sistemul bancar paralel sau lipsa cerințelor de capital aferente acestor expuneri, gradul ridicat de îndatorare şi o puternică necorelare a scadențelor între elementele de pasiv şi cele de activ.

În consecință, majoritatea acestor instituții nu au fost supuse cerințelor prudențiale referitoare la gradul de îndatorare al capitalului propriu, la pozițiile de lichiditate, la calitatea managementului sau natura activității desfăşurate.

Absența unui cadru specific de gestionare a crizelor financiare

Majoritatea vulnerabilităților care au amplificat criza financiară actuală au fost determinate de instituțiile financiare de importanță sistemică. Mărimea, complexitatea, interconexiunile □i funcțiile pe care aceste instituții le desfăşoară sporesc contribuția lor la riscul sistemic şi totodată generează efecte adverse majore asupra economiei în situația deteriorării poziției lor financiare.

Pe lângă faptul că o posibilă intervenție a autorităților este supusă hazardului moral, utilizarea pe scară largă a fondurilor publice conduce la destabilizarea poziției fiscale a statelor şi la generarea de instabilitate financiară şi macroeconomică. Astfel, inexistența unui cadru de management şi rezoluție a situațiilor de criză financiară care să faciliteze restructurarea instituțiilor financiare în general şi a instituțiilor de importanță sistemică în particular a constituit un factor important care a amplificat efectele adverse ale crizei financiare şi a favorizat trecerea ei în economia reală.

Guvernanța corporativă

Modalitatea în care au fost conduse instituțiile financiare în perioada premergătoare crizei financiare actuale a condus la asumarea excesivă de riscuri şi la maximizarea profitului pe termen scurt.

O contribuție importantă în acest sens au exercitat-o stimulentele de natură salarială care nu au fost adecvat corelate cu gestionarea riscurilor (Isărescu, 2009). Aceste modalități de remunerare au stimulat hazardul moral prin asumarea de riscuri pe termen scurt şi îndatorarea excesivă a capitalului propriu. Ele au determinat managerii să îşi asume riscuri sporite pentru a mări profitabilitatea cu care erau corelate stimulentele salariale. După declanşarea crizei financiare, a devenit evident că stimulentele privind remunerarea trebuie să fie mai bine aliniate cu interesele acționarilor şi cu profitabilitatea pe termen lung la nivelul întregii companii.

2. MECANISMELE DE TRANSMISIE EXISTENTE ÎNTRE SECTORUL FINANCIAR ŞI ECONOMIA REALĂ

Analiza canalelor de transmisie existente între sistemul financiar şi economia reală, respectiv interacţiunea şi modalităţile de propagare a şocurilor între cele două sectoare ale economiei au redobândit un rol important în cadrul cercetării academice şi al preocupărilor decidenţilor de politică economică, având în vedere deteriorarea accesului la finanţare în cazul agenţilor economici care nu au avut acces la piaţa de capital. Totodată, existenţa unui sistem financiar stabil este o condiţie necesară pentru o transmisie eficientă şi lipsită de tensiuni a politicii monetare (Isărescu, 2008).

Ca o reflectare a importanţei acestui domeniu de cercetare, odată cu declanşarea crizei financiare internaţionale, o serie de cercetători independenţi, dar şi instituţii însărcinate cu monitorizarea şi salvgardarea stabilităţii financiare la nivel global au desfăşurat cercetări extinse pe marginea acestui subiect.

Prezentul capitol examinează literatura economică dedicată mecanismelor de transmisie existente între sectorul financiar şi economia reală, în scopul identificării modului în care vulnerabilităţile sistemului financiar-bancar afectează obiectivele principale ale politicilor economice: creşterea economică şi stabilitatea preţurilor.

Literatura de specialitate identifică trei canale principale care guvernează interacţiunea dintre sectorul financiar şi economia reală:

i) **canalul bilanţier al debitorului** (borrower balance sheet channel);
ii) **canalul bancar** (bank balance sheet channel);
iii) **canalul lichidităţii** (liquidity channel).

2.1. Canalul bilanţier al debitorului

Reflectă modalitatea în care imperfecţiunile de pe piaţa creditului sub forma informaţiei imperfecte şi a altor fricţiuni creează un cost suplimentar al finanţării din surse externe (credit bancar şi emisiune de acţiuni sau obligaţiuni) faţă de autofinanţarea prin repartizarea către investiţii a unei părţi a profitului propriu. Acest cost adiţional depinde într-o manieră invers proporţională de solvabilitatea debitorului prin valoarea netă/avuţia netă a firmei/gospodăriei. Totodată, creditorul nu poate avea certitudinea rambursării împrumutului acordat, ceea ce îl determină să solicite debitorului un activ sub formă de colateral.

Orice şoc financiar care modifică valoarea netă influențează costul de finanțare al debitorului şi, pe cale de consecință, nivelul general al cheltuielilor şi cererea agregată. În aceeaşi manieră, un şoc financiar negativ asupra valorii activelor debitorului utilizate drept colateral va genera constrângeri de finanțare şi scăderea cheltuielilor la nivelul economiei, care, în cele din urmă, vor conduce la o scădere suplimentară a prețurilor activelor.

Kashyap, Stein şi Wilcox (KSW, 1993) explică acest proces în felul următor: ei observă că ipoteza substituției imperfecte dintre credite şi alte forme de finanțare care stau la baza canalului creditului bancar este invalidată în ambele etape ale transmisiei pentru băncile şi agenții economici mari, care nu au dificultăți în a atrage fonduri de pe piața de capital şi care pot astfel să scape de sub influența băncii centrale. În plus, jucătorii de dimensiuni importante au rolul cel mai important în propagarea impulsurilor de politică monetară.

Din aceste motive, KSW iau în considerare substituția imperfectă nu dintre credite bancare şi alte forme de finanțare, ci dintre finanțarea internă şi finanțarea externă pentru companii şi menajuri, iar băncile nu mai dețin un rol deosebit, precum în canalul creditului bancar, aşa cum vor observa în continuare.

Finanțarea externă este mai costisitoare decât cea internă din cauza includerii în costul de finanțare, ca element suplimentar, a unei prime de risc. Prima de risc se determină în funcție de averea sau activul net cu care este invers proporțională: pe de o parte, venituri mai mari (totale, deci prezente şi viitoare, în valoare actualizată) asigură posibilitatea de finanțare din surse proprii, interne; pe de altă parte, servind ca garanție pentru obținerea unor fonduri externe, un activ net mai mare reduce riscul nerambursării, deci prima de risc necesară este mai redusă.

Aşadar, orice variație a averii nete va influența prima de risc şi capacitatea de a atrage fonduri externe.

Putem privi lucrurile şi altfel. Un activ net sau o avere netă mai mici însemnă că firma va dispune de garanții inferioare pentru creditele solicitate, pierderile din selecția adversă putând fi mai mari pentru potențialii creditori, de unde capacitatea redusă de a obține credite. Un activ net relativ în scădere se traduce şi printr-o nevoie mai mare de fonduri, deci o înclinație către angajarea în proiecte de investiții riscante, ceea ce creşte posibilitatea ca fondurile împrumutate să nu fie înapoiate, deci şi riscul hazardului moral asumat de creditori este superior.

Politica monetară poate determina averea netă, după cum am expus anterior, pe canalele ratei dobânzii, prețului altor active şi cursului de schimb:

- canalul ratei dobânzii: efectul de venit sau efectul fluxurilor de capital – creşterea ratelor dobânzii pe termen scurt va spori serviciul datoriei pe termen scurt şi al celei pe termen lung cu dobândă variabilă, reducând valoarea actualizată a fluxurilor de capital şi activul net:

$$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow fluxurile_de_capital \downarrow \Rightarrow averea \downarrow \Rightarrow$$
$$\Rightarrow selectia_adversa + hazardul_moral \uparrow \Rightarrow$$
$$\Rightarrow capacitatea_de_a_obtine_imprumut \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

- canalul preţului altor active: creşterea dobânzilor pe termen scurt ieftineşte titlurile financiare şi piaţa imobiliară, reducând imediat averea netă, efectele de lichiditate şi avere asupra populaţiei:

$$M \downarrow \Rightarrow P_e \downarrow \Rightarrow averea \downarrow \Rightarrow selectia_adversa + hazardul_moral \uparrow \Rightarrow$$
$$\Rightarrow capacitatea_de_a_obtine_imprumut \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Iar pentru populaţie:

$$M \downarrow \Rightarrow P_e \downarrow \Rightarrow averea \downarrow \Rightarrow probabilitatea_aparitiei_problemelor_financiare \uparrow \Rightarrow$$
$$\Rightarrow cheltuieli \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

- canalul cursului de schimb: aprecierea monedei naţionale va spori valoarea pasivelor denominate în valută, deci va reduce averea netă şi capacitatea de a contracta împrumuturi:

$$M \downarrow \Rightarrow E \uparrow \Rightarrow averea \downarrow \Rightarrow selectia_adversa + hazardul_moral \uparrow \Rightarrow$$
$$\Rightarrow capacitatea_de_a_obtine_imprumut \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

- canalul unei creşteri neanticipate de preţuri: dacă politica monetară va determina o creştere neanticipată a nivelului general al preţurilor, aceasta va reduce pasivele bilanţiere în termeni reali, lăsând neschimbată valoarea reală a activelor, ceea ce va spori averea netă a companiilor:

$$M \uparrow \Rightarrow P \uparrow neanticipata \Rightarrow averea \uparrow \Rightarrow selectia_adversa + hazardul_moral \downarrow \Rightarrow$$
$$\Rightarrow capacitatea_de_a_obtine_imprumut \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Canalul bilanţier al debitorului este cunoscut şi sub numele de *acceleratorul financiar* (Bernanke □i Gertler, 1995) □i reflectă modul în care modificările la nivelul variabilelor economiei reale ca urmare a şocurilor asupra cererii agregate exercită influenţe asupra bilanţurilor companiilor şi gospodăriilor şi, ulterior, prin intermediul canalului bilanţier şi al primei externe de finanţare, se repropagă la nivelul economiei reale, amplificând fluctuaţiile ciclului economic.

După cum am arătat, există o relaţie biunivocă între condiţiile din economia reală şi cele din economia financiară, asociată interacţiunii dintre ciclul financiar şi ciclul economic. În aceeaşi manieră, condiţiile macroeconomice influenţează veniturile gospodăriilor şi profiturile companiilor financiare şi nefinanciare, generând un *feedback* pozitiv sau negativ asupra economiei financiare, prin modificarea valorii colateralului sau a primei financiare.

Modul de funcţionare a mecanismului descris anterior rezidă în principal în incapacitatea creditorului, generic definit, de a evalua în întregime solvabilitatea debitorului sau a monitoriza în întregime investiţia angajată, respectiv capacitatea de a genera fluxuri viitoare de venituri.

2.2. Canalul bancar

Literatura de specialitate atribuie două componente distincte **canalului bancar**:

i) **canalul creditului bancar** şi
ii) **canalul capitalului.**

Şocurile adverse asupra situației financiare a instituțiilor de credit, generate fie de modificările conduitei politicii monetare, a politicii de reglementare sau cauzate de influențe endogene, afectează capacitatea şi voința instituțiilor bancare de a credita economia.

Canalul creditului bancar (bank lending channel) se bazează pe rolul şi capacitatea instituțiilor de credit de a reduce asimetria informațională pe piața creditului fără de care agenții economici de mici dimensiuni şi populația nu pot avea acces la fonduri împrumutate (Mishkin, 1995). Studiile ce au ca obiect canalul creditului sunt legate în principal de analiza mecanismelor de transmisie a politicii monetare, în cadrul cărora creditul bancar reprezintă unul dintre coridoarele prin care politica monetară îşi exercită efectele asupra economiei reale, prin influențarea cererii agregate.

În cadrul mecanismului standard al creditului bancar, un şoc de politică monetară influențează costul i disponibilitatea finanțării acordate economiei reale, efecte care merg dincolo de efectul tradițional al mecanismului ratei dobânzii (Comitetul Basel de Supraveghere Financiară, 2001). Mecanismul de transmisie monetară prin canalul creditului bancar poate fi descris schematic utilizând reprezentarea formulată de Mishkin (1995):

$$M \downarrow \Rightarrow depozite \downarrow \Rightarrow credite \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Această diagramă susține că o modificare a conduitei politicii monetare afectează pasivul bilanțier al instituțiilor de credit, ceea ce determină modificări la nivelul activului bilanțier prin ajustarea portofoliilor de împrumuturi. Întrucât, în cadrul modelului clasic, băncile se finanțează în principal prin atragerea de depozite de la public, o politică monetară restrictivă tinde să reducă oferta de împrumuturi prin reducerea disponibilității finanțării pe care băncile o pot atrage. Totodată, restrictivitatea condițiilor monetare sporeşte prima aferentă altor forme de finanțare în cazul băncilor, din cauza reducerii valorii nete a acestora.

Ipotezele principale ale canalului creditului bancar sunt următoarele:

- dependența de creditul bancar: pentru populație şi agenții economici, în special pentru firmele mici, creditele bancare au o importanță covârşitoare ca surse de finanțare;
- substituția imperfectă: (i) în bilanțul bancar, dintre modalitățile de plasament - credite şi alte active financiare, (ii) în bilanțul agenților economici, dintre resursele atrase - credite bancare şi alte modalități de finanțare, (iii) în bilanțul menajurilor, din nou dintre resursele atrase – finanțarea prin credite bancare de care acest sector este cvasidependent şi atragerea de alte fonduri;

- politica monetară poate afecta semnificativ oferta de credite bancare (activul băncilor comerciale).

Canalul capitalului bancar (bank capital channel) analizează modul în care volumul împrumuturilor acordate variază cu modificările înregistrate în nivelul capitalului instituțiilor de credit. Deteriorarea pozițiilor de capital influențează activitatea de intermediere financiară prin două rute principale (Comitetul Basel pentru Supraveghere Financiară, 2011).

Pe de o parte, aşa cum menționează Stein (1998), analog modelului acceleratorului financiar descris anterior, costul şi disponibilitatea resurselor depind într-o mare măsură de bonitatea instituțiilor de credit, care este legată în mod inexorabil de mărimea şi calitatea capitalului acestora.

Un alt canal prin care modificările înregistrate la nivelul capitalului influențează activitatea economică este reprezentat de cerințele de reglementare. Cerințele standard sau suplimentare de capital impuse de către autoritățile de reglementare limitează riscul pe care instituțiile financiare îl pot tranzacționa, exercitând o constrângere asupra procesului de expansiune a bilanțului, în special prin intermediul creditelor acordate.

Astfel, şocurile adverse asupra bilanțurilor instituțiilor financiare şi, prin urmare, asupra poziției capitalului afectează capacitatea de creditare a instituțiilor financiare şi reduce volumul cheltuielilor din economie. Totodată, un nivel redus al veniturilor, pe fondul încetinirii sau chiar contracției activității economice, creşte probabilitatea de nerambursare a împrumuturilor acordate, ceea ce va determina costuri de provizionare sporite, care, în primă instanță, vor afecta profitul şi, ulterior, vor eroda baza de capital.

În anii premergători crizei financiare actuale, analiza eficienței canalului bancar a suscitat un interes deosebit printre cercetători, având în vedere inovațiile financiare care au modificat structura sistemului financiar, remodelând modul în care şocurile financiare se propagă prin intermediul acestui canal.

Astfel, inovațiile financiare sub forma securitizării au permis instituțiilor financiare să atragă finanțare suplimentară, dar, în acelaşi timp, au sporit dependența şi vulnerabilitatea acestora la modificările bruşte la nivelul condițiilor de finanțare pe piața instrumentelor şi instituțiilor financiare care formau lanțul de securitizare. De altfel, aceste vulnerabilități s-au acumulat progresiv şi au rămas latente până în momentul în care scăderile ample de prețuri înregistrate de activele imobiliare au generat o blocare a piețelor şi instrumentelor financiare care aveau la bază aceste categorii de active, lucru ce a declanşat actuala criză financiară internațională şi a facilitat propagarea acesteia în sectorul real al economiei.

De asemenea, costurile de finanțare ale băncilor şi-au sporit senzitivitatea față de evoluțiile consemnate la nivelul piețelor obligațiunilor garantate cu creanțe şi al împrumuturilor interbancare colateralizate care au constituit o altă sursă stabilă de finanțare anterior crizei. Spre exemplu, în zona euro, obligațiunile garantate au crescut în importanță atât ca sursă directă de finanțare pentru

instituțiile financiare, inclusiv bănci, dar şi ca garanții utilizate în cadrul tranzacțiilor colateralizate de pe piața monetară.

Astfel, apelul tot mai des la surse de finanțare altele decât depozitele clasice au influențat procesul de ajustare a volumului creditelor acordate sectorului privat la modificările de politică monetară, având în vedere cele două ipoteze ale acestui mecanism menționate anterior: a) dependența de creditul bancar pentru populație şi agenții economici şi b) capacitatea redusă de substituție a băncilor între depozite şi alte surse de finanțare.

Un alt canal relativ recent tratat de literatura economică, ce a alterat canalul creditului bancar şi, totodată, a favorizat propagarea şocurilor şi acumularea dezechilibrelor la nivelul piețelor financiare, este canalul aversiunii la risc (*risk taking channel)*(C. Borio □i H. Zhu2008). Acest canal funcționează în principal prin efectele prețurilor activelor şi, implicit, ale valorii colateralului, ale fluxurilor de venituri ale companiilor, precum şi prin comportamentul de căutare de randamente mai bune (*searching for yields).* Astfel, o tendință susținută de creştere a creditului şi prețurilor activelor pentru o perioadă îndelungată de timp influențează percepția riscului şi sporeşte toleranța la risc a actorilor economici (Danthine, 2012).

Astfel, canalul credit este supus atât influenței politicii monetare, cât şi condițiilor economico-financiare prevalente la un moment dat. Deteriorarea surselor de finanțare, a calității portofoliului de active, precum şi nevoia neaşteptată de recapitalizare pe termen scurt reduc eficiența canalului creditului, ceea ce se repercutează asupra creşterii economice, prin reducerea cheltuielilor totale din economie. Mai mult decât atât, o situație demonstrată de actuala criză financiară internațională în majoritatea statelor dezvoltate o reprezintă modul în care comportamentul instituțiilor financiare supuse constrângerilor bilanțiere a condus la întărirea standardelor de creditare, în pofida amplelor stimulente monetare implementate de către principalele bănci centrale din economiile avansate.

Aceste evoluții sunt menționate de o pleiadă de economişti care au studiat eficiența politicii monetare în condiții de instabilitate financiară. Indiferent de metoda utilizată sau de economiile incluse în analiză, cercetările au convers către rezultate unitare, respectiv: odată ce instabilitatea financiară sporeşte, piețele financiare devin disfuncționale, astfel încât reverberațiile deciziilor de politică monetară îşi reduc intensitatea şi viteza. Totodată, principalul instrument de politică monetară, rata dobânzii, îşi pierde din potență din cauza deteriorării mecanismului de transmisie monetară, ceea ce determină autoritățile monetare să întreprindă măsuri suplimentare pentru a preveni dezintegrarea piețelor financiare şi a stimula activitatea economică.

2.3. Canalul lichidității

Criza financiară a demonstrat faptul că, până şi în economiile mature, cu piețe financiare dezvoltate, lichiditatea poate să devină o problemă presantă la

nivelul instituțiilor financiare, exercitând influențe semnificative asupra capacității de creditare şi activității economice de ansamblu. Un nivel insuficient al capitalului în raport cu activitatea desfăşurată, o necorelare semnificativă a scadențelor elementelor bilanțiere constituie elemente esențiale pentru propagarea şocurilor de lichiditate asupra economiei reale prin intermediul capacității de intermediere financiară a instituțiilor de credit.

Acest mecanism a fost adus în prim-plan odată cu declanşarea crizei financiare *subprime*. Instituțiile financiare care au afişat un nivel ridicat de corelare între mărimea bilanțurilor şi ponderea finanțărilor atrase pe termen scurt în totalul finanțărilor s-au confruntat cu presiuni semnificative asupra poziției lichidității şi solvabilității, odată ce ciclul creşterii prețurilor activelor s-a inversat, conducând la apariția cercului vicios între constrângerile de finanțare şi oferta de credit adresată economiei reale, pe măsură ce presiunile asupra poziției lichidității împreună cu aşteptările că prețurile vor continua tendința descendentă au condus la vânzări preemptive de active.

Gradul ridicat al îndatorării şi efectul de levier caracterizează sistemul financiar modern şi guvernează activitatea instituțiilor financiare. Intermediarii financiari emit datorie pentru a obține resursele necesare desfăşurării activității tradiționale de intermediere financiară. Această strategie este adoptată pentru a maximiza rentabilitatea capitalului, prin achiziționarea de active cu randamente superioare costului resurselor împrumutate. Cu cât efectul de levier este mai mare, cu atât instituția financiară este mai vulnerabilă la variații negative ale prețurilor activelor, din cauza influențelor pe care scăderile de prețuri le exercită asupra nivelului capitalului şi solvabilității. Astfel, pentru a-şi minimiza pierderile potențiale, instituțiile financiare îşi reduc toleranța la risc şi recurg la lichidarea pozițiilor, cu atât mai mult cu cât scăderile de prețuri sunt aşteptate să continue în viitor. Acesta este mecanismul clasic menționat şi de Rajan (2009), prin care problemele de lichiditate ale instituțiilor financiare afectează solvabilitatea acestora pe măsură ce reevaluările descendente ale activelor erodează baza de capital.

Mai mult decât atât, având în vedere mecanismul de propagare a crizei financiare internaționale în cadrul rețelei neuronale a sistemului financiar, precum şi manifestarea fenomenului de contagiune între diferite piețe şi instituții financiare, a luat naştere o nouă literatură de specialitate dedicată analizei interacțiunii dintre lichiditatea pieței şi lichiditatea finanțării. Pe faza descendentă a ciclului financiar, relația de interdependență dintre cele două forme de lichiditate, menționează Rajan şi Diamond (2011), generează o deteriorare a condițiilor aşteptate ale lichidității în cazul instituțiilor financiare, cu implicații asupra disponibilității împrumuturilor pentru sectoarele economice şi a totalului cheltuielilor din economie.

3. CICLUL FINANCIAR ŞI INTERACŢIUNEA CU MACROECONOMIA

3.1. Identificarea ex-ante a dezechilibrelor financiare

De-a lungul timpului, acumularea progresivă de vulnerabilități la nivelul sistemului financiar-bancar a condus, prin intermediul canalelor menționate anterior, la crize financiare severe şi la scădere economică prelungită.

Este şi cazul actualei crize financiare care, odată declanşată în Statele Unite ale Americii, a devenit globală şi într-o continuă acutizare. O serie de vulnerabilități financiare acumulate în timp, majoritatea prezentate succint în capitolul de debut, au amplificat prociclicitatea sistemului financiar din cauza interacțiunilor dintre diferitele componente ale sistemului financiar, precum şi dintre sistemul financiar şi economia reală.

În majoritatea economiilor dezvoltate, evoluția creditului şi a prețurilor activelor s-a aflat într-o relație cauzală bidirecțională, conducând la creşterea îndatorării şi a efectului de levier în cazul tuturor sectoarelor economiei reale. Mai mult decât atât, expansiunea rapidă a creditului a fost finanțată de către bănci care au operat cu un nivel inadecvat al capitalului şi lichidității, ceea ce le-a supus unor dificultăți financiare semnificative atunci când tendințele pozitive înregistrate până la acel moment s-au inversat.

Toate aceste vulnerabilități latente au condus la creşterea incapacității de rambursare a debitorilor şi la scăderea prețurilor activelor utilizate drept colateral. În aceste condiții, rezervele de capital s-au dovedit insuficiente pentru a absorbi şocurile înregistrate, ceea ce a determinat ajustări la nivelul bilanțurilor instituțiilor financiare, cu consecințe asupra costului şi disponibilității creditului acordat economiei reale.

Evoluțiile observate la nivelul economiei reale şi financiare odată cu declanşarea crizei internaționale sunt bine fundamentate atât de teoria convențională, cât şi de precedentul istoric. Creşterile accelerate ale prețurilor activelor, ancorate de aşteptările optimiste în ceea ce priveşte câştigurile viitoare de capital care au coexistat cu expansiunea alertă a creditului, au fost urmate de crize financiare severe şi de recesiuni economice adânci şi lungi.[1]

Totodată, cauzele crizei financiare internaționale, precum şi maniera de propagare a acesteia au redat strălucirea unor teorii pe care majoritatea economiştilor le-au considerat de mult apuse. Ignorarea teoriilor *„ipotezei*

---

[1] *Charles Kindleberger □i Robert Aliber (2011), Carmen Reinhart □i Kenneth Rogoff (2009).*

instabilității" şi „*aşteptărilor euforice*" ale lui Minsky, a relației biunivoce existente între expansiunea creditului şi a prețurilor activelor descrise în dese rânduri de Kindleberger, precum şi a teoriei „*deflației datoriilor*" formulată de Fisher, care descrie evoluțiile economice odată ce ciclul de creştere a prețurilor activelor se inversează abrupt, a contribuit atât la magnitudinea dezechilibrelor acumulate pe faza ascendentă a ciclului economic, cât şi la panta ajustărilor odată ce dezechilibrele respective s-au materializat, respectiv la amplificarea legăturilor dintre sistemul financiar şi economia reală.

Astfel, amploarea dezechilibrelor financiare acumulate, reflectate în creşterea accelerată a creditului şi a prețurilor activelor peste normele istorice, a generat o capacitate redusă a economiei de a absorbi reversările bruşte datorate inflexiunii ciclului economic şi financiar.

Aceste evoluții au suscitat necesitatea redescoperirii rolului factorilor financiari în cadrul macroeconomiei. În perioada premergătoare crizei financiare, factorii financiari erau considerați un voal de la care se putea face abstracție, în încercarea de a înțelege ciclul economic şi dinamica variabilelor de interes (Borio, 2012).

Actuala criză financiară a relevat cu precădere faptul că dezechilibrele pe piețele financiare sub forma majorării excesive a ritmului de creditare, a gradului de îndatorare la nivelul tuturor sectoarelor economiei, a prețurilor activelor pot coexista cu un nivel scăzut şi stabil al inflației. A devenit evident că inflația şi exuberanța financiară sunt corelate negativ şi că un nivel redus al inflației poate favoriza acumularea dezechilibrelor financiare şi alimenta riscul sistemic, iar pe termen lung, poate afecta obiectivul politicii monetare.

Literatura de specialitate acordă o importanță deosebită informațiilor oferite de dinamica împrumuturilor acordate sectorului privat şi a prețurilor activelor în încercarea de a evalua poziția economiei în cadrul ciclului financiar, în scopul minimizării potențialelor efecte adverse induse la nivelul producției.

Paradigma care a guvernat perioada premergătoare crizei financiare a ignorat în totalitate rolul sistemul financiar în cadrul macroeconomiei, deşi, de-a lungul timpului, simbioza dintre creşterile accelerate ale prețurilor activelor şi expansiunea alertă a creditului a fost urmată de crize financiare severe.

Deşi nu există un consens în ceea ce priveşte modul de definire a ciclului financiar, o serie de lucrări definesc termenul ca o relație biunivocă între percepția de valoare şi risc care amplifică caracterul prociclic al sistemului financiar, ceea ce conduce la expansiuni rapide urmate de crize financiare (Borio, 2012). Aceste evoluții financiare interacționează cu ciclul economic, conducând în cele din urmă la dislocări economice severe.

În încercarea de a identifica empiric ciclul financiar, s-a dezvoltat o bogată literatură de specialitate care analizează evoluțiile consemnate la nivelul sistemului financiar-bancar şi interacțiunea lor cu economia reală.

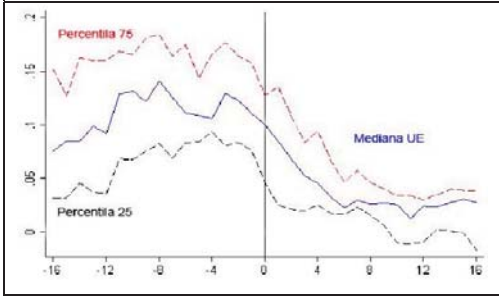
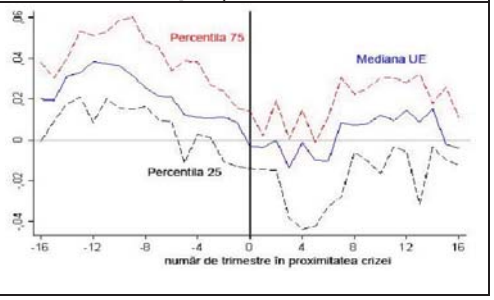
O serie de autori (Borio, 2012a; Borio, 2012b; Drehmann, 2012) consideră descrierea ciclului financiar în termenii evoluției creditului şi prețurilor activelor imobiliare. Aceste variabile tind să evolueze în tandem pe parcursul ciclului

financiar, potențându-se şi ponderându-se reciproc, având în vedere importanța creditului ca sursă de finanțare pentru achiziția unei proprietăți. În susținerea acestei idei, cercetătorii BIS au identificat fluctuații comune ale componentei cu frecvență scăzută încorporată în seriile celor două variabile în cazul unui număr însemnat de economii avansate.

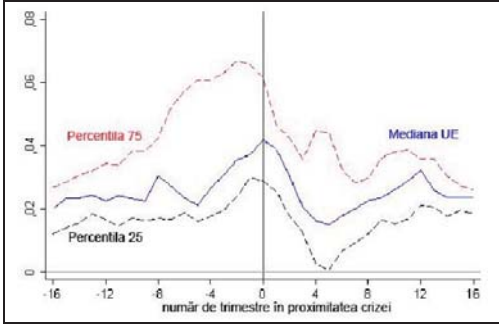
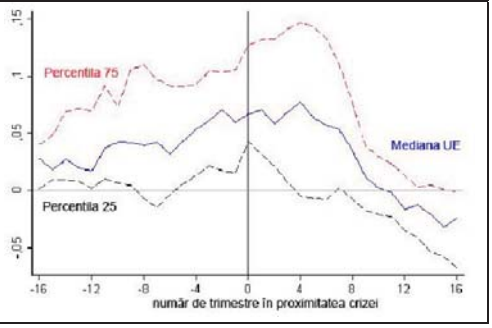
Alți cercetători, printre care English (2005), Ng (2011), Hatzius (2011), combină o gamă mai largă de variabile de natura prețurilor şi stocurilor, nu doar creditul şi prețurile activelor, în încercarea de a identifica ciclul financiar. În acest sens, sunt analizate evoluțiile consemnate – în cadrul unei perioade îndelungate de timp – ale ratelor dobânzilor, ale diferitelor măsuri ale volatilității piețelor financiare, ale primelor de risc asociate instrumentelor financiare, ale împrumuturilor neperformante, ale gradului de îndatorare, ale gradului de necorelare a scadențelor între activele şi pasivele instituțiilor financiare etc.

Potrivit lui Drehmann, frecvența ciclului financiar este mai redusă decât a ciclului economic. În timp ce abordarea tradițională atribuie ciclului economic frecvențe între unu şi opt ani, durata medie a ciclului financiar în cadrul unui eşantion format din apte economii dezvoltate a fost în jurul a 16 ani (Drehmann, 2012). Totodată, majoritatea punctelor de maxim ale ciclurilor financiare au coincis cu crize bancare sistemice, care au avut ample efecte negative asupra variabilelor economice reale. Urmărind această metodologie, în încercarea de a prognoza episoadele de criză financiară, o serie de cercetători au studiat evoluția unor variabile financiare atât înainte, cât şi după declanşarea crizei financiare, din dorința de a valorifica posibilele funcții de semnal pe care indicatorii le pot avea.

În cadrul Rețelei de Cercetare Macroprudențială, economiştii BCE au analizat evoluția unei serii de indicatori la nivelul unui eşantion format din 23 de economii membre ale UE. Vom prezenta în continuare rezultatele pentru patru dintre aceşti indicatori, respectiv: rata anuală de creştere a creditului acordat sectorului privat, deviația gradului de intermediere financiară a sectorului privat de la trend, dinamica prețurilor activelor imobiliare şi inflația.

Figura 1 **Ritmul creditării**	**Figura 2** **Dinamica prețurilor imobiliare**
	

Sursa: BCE (Behn, M.; Detken, C.; Peltonen, T.; Schudel, W., 2013).

Figura 3 Rata inflației	Figura 4 Deviația gradului de intermediere
	

Sursa: BCE (Behn, M.; Detken, C.; Peltonen, T.; Schudel, W., 2013).

Funcția de semnal a acestor indicatori depinde de capacitatea lor de a prognoza acumularea vulnerabilităților sistemice cu suficient timp în avans fata de momentul critic, creând astfel spațiul de manevră necesar intervenției autorităților economice.

Rezultatele prezentate anterior relevă faptul că o creştere cu 10 puncte procentuale a deviației gradului de intermediere financiară semnalizează apariția unei crize în decurs de un an. Trebuie menționat totuşi că eventuala capacitate de semnal a acestui indicator este distorsionată de influențele exercitate de creşterea/descreşterea valorilor numitorului/numărătorului. Cu toate acestea, depăşirea unei valori prag de către acest indicator poate constitui un semnal la adresa acumulării vulnerabilităților în cadrul sistemului financiar-bancar.

Tot potrivit studiului invocat anterior, rata anuală de creştere a creditului acordat sectorului privat atinge punctul maxim cu doi ani înainte de declanşarea crizei financiare, iar tendința descendentă se concretizează cu un an înainte de apariția momentului de referință. Se poate observa gradul ridicat de corelație în ceea ce priveşte dinamica prețurilor activelor imobiliare şi cea a creditului, curbele ambilor indicatori afişând profiluri asemănătoare.

3.2. Analiza ciclului financiar: cazul economiilor zonei euro, SUA şi Marea Britanie

Având în vedere mecanismele de transmisie existente între sectorul financiar şi economia reală validate de actuala experiență în cazul unui număr însemnat de economii avansate, prezentul capitol şi-a propus să identifice trăsăturile ciclului financiar, precum şi să observe interacțiunea acestuia cu ciclul economic în cazul celor două eşantioane de state, primul conținând state membre ale zonei euro, iar al doilea SUA şi Marea Britanie.

Cu alte cuvinte, într-o primă instanță sunt analizate deviațiile de la trend ale creditului acordat sectorului privat în cadrul economiilor menționate, ca o

modalitate de identificare a ciclului financiar, precum şi deviațiile PIB de la nivelul potențial ca proxy pentru ciclul economic.

Vom analiza relația dintre fazele ciclice ale variabilei financiare alese şi sincronizarea acesteia cu episoadele de criză financiară. În mod intuitiv, este de aşteptat ca episoadele de criză financiară să fie asociate cu inflexiunea ciclului financiar, respectiv cu faza de contracție a creditului acordat sectorului privat în cazul nostru.

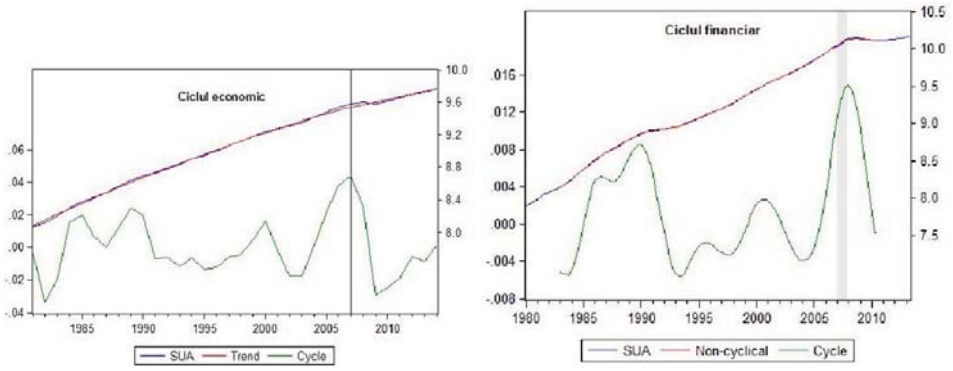
Astfel, analiza caută să identifice gradul de sincronizare între ciclul economic şi ciclul financiar, precum şi măsura în care punctul de maxim al fazei ascendente a ciclului financiar coincide sau se află în proximitatea momentului de referință asociat declanşării crizei financiare în economiile menționate.

Având în vedere că majoritatea cercetătorilor care au tratat acest subiect au considerat că ciclul economic este caracterizat de o frecvență de unu până la opt ani, acesta este intervalul luat în considerare în prezenta analiză în cadrul filtrului statistic utilizat pentru a distinge între componenta de trend şi cea ciclică a seriei PIB. În mod contrar, potrivit lui Claudio Borio (2012), durata medie a ciclului financiar în economiile dezvoltate în perioada care a urmat anilor 1960 a fost de 16 ani. Astfel, pentru a identifica ciclul financiar şi a extrage cele două componente ale seriei creditului, este utilizat un filtru statistic cu o frecvență cuprinsă între 8 şi 15 ani.[2]

În continuare sunt prezentate evoluțiile ciclurilor economic şi financiar, obținute prin metodologia prezentată anterior, în cazul fiecărei economii în parte.

Figura 5

Statele Unite ale Americii

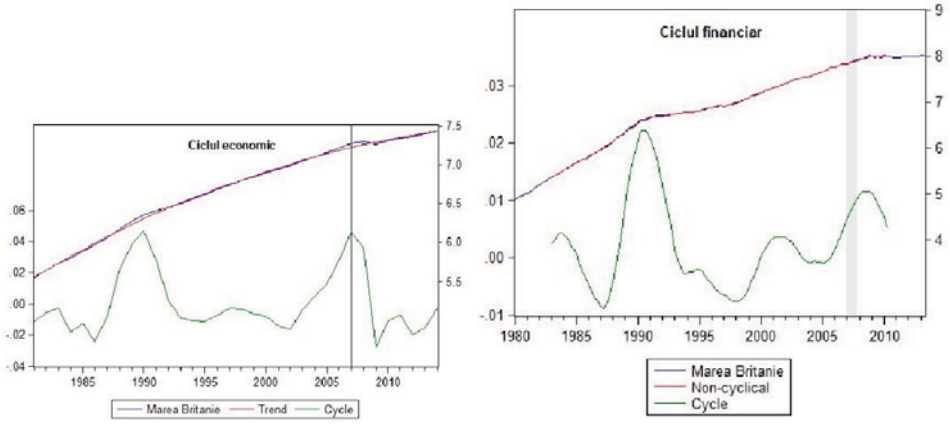


Sursa: WEO, BIS, calcule proprii.

[2] *Alegerea valorii de 20 de ani a fost condi□ionată □i de disponibilitatea datelor pentru economiile analizate.*

Figura 6

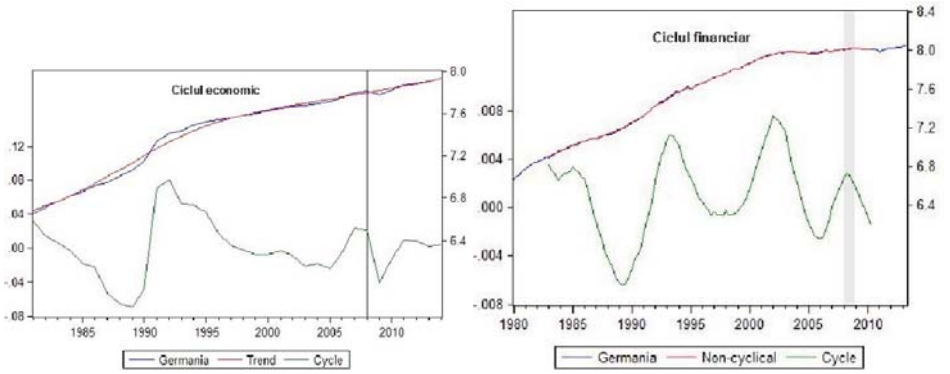
Marea Britanie



Sursa: WEO, BIS, calcule proprii.

Figura 7

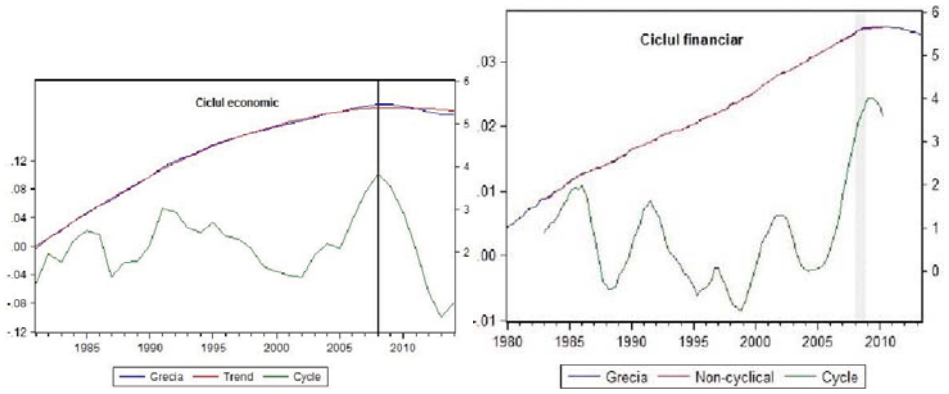
Germania



Sursa: WEO, BIS, calcule proprii.

Figura 8

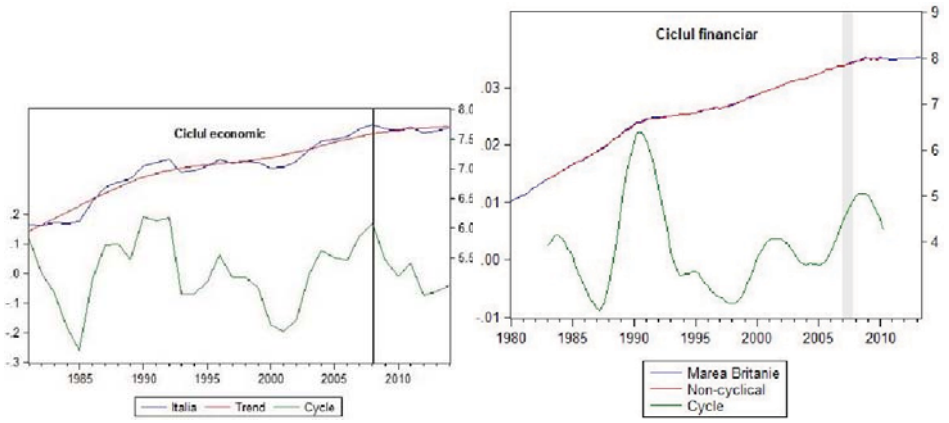
Grecia



Sursa: WEO, BIS, calcule proprii.

Figura 9

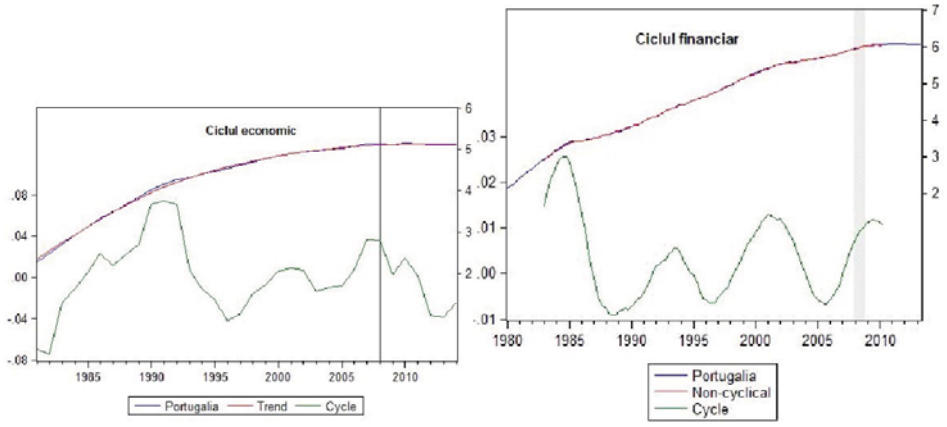
Italia



Sursa: WEO, BIS, calcule proprii.

Figura 10

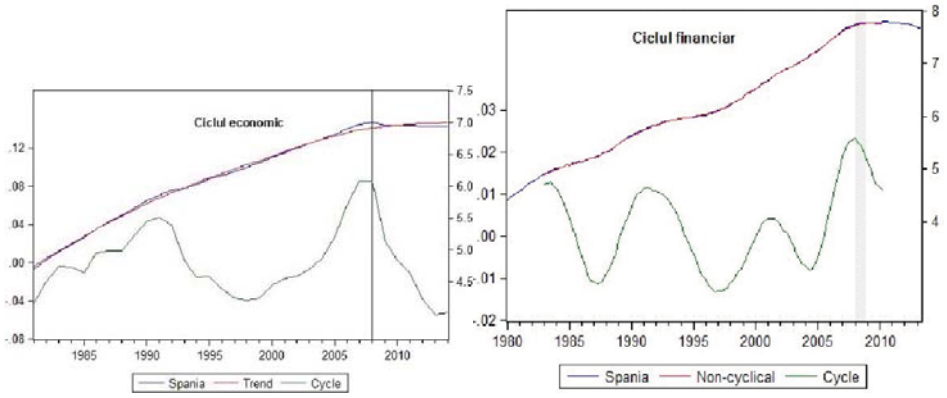
Portugalia



Sursa: WEO, BIS, calcule proprii.

Figura 11

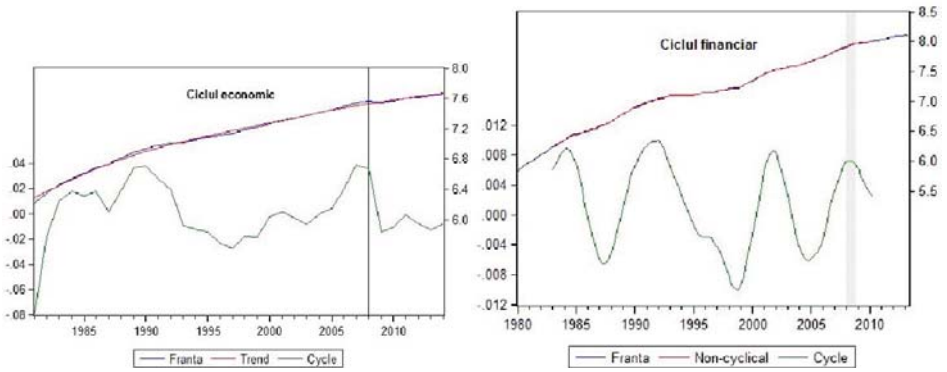
Spania



Sursa: WEO, BIS, calcule proprii.

Figura 12

Franța



Sursa: WEO, BIS, calcule proprii.

Imaginile anterioare indică o strânsă legătură între ciclul economic şi ciclul financiar în majoritatea economiilor supuse analizei. Mai mult decât atât, în ultima perioadă a intervalului temporal, perioadă care a coincis cu acumularea dezechilibrelor la nivelul sistemelor financiar-bancare în majoritatea economiilor avansate ale lumii şi apariția crizei financiare, gradul de sincronizare dintre ciclurile menționate a crescut semnificativ.

Totodată, analiza oglindeşte cu claritate faptul că declanşarea actualei crize financiare în toate economiile analizate fie a coincis cu inflexiunea ciclului financiar, respectiv cu atingerea punctului de maxim în cadrul acestuia, fie s-a plasat în imediata proximitate a punctului de maxim.

Astfel, aşa cum am argumentat în capitolul 2 al acestei lucrări, între ciclul economic şi ciclul financiar există o cauzalitate bidirecțională, ambele potențându-se şi ponderându-se reciproc prin intermediul canalelor prezentate în capitolul respectiv. Acest lucru creşte severitatea efectelor crizelor financiare sau a situațiilor de instabilitate financiară profundă asupra economiei reale, prin impactul asupra ocupării, a producției realizate şi potențiale şi, în general, a bunăstării.

4. EFECTELE CRIZEI FINANCIARE INTERNAȚIONALE ASUPRA EVOLUȚIILOR ECONOMICE: CAZUL ECONOMIILOR ZONEI EURO, SUA ŞI MAREA BRITANIE

De-a lungul timpului, crizele financiar-bancare au variat în ceea ce priveşte cauzele, factorii declanşatori şi impactul asupra economiei reale. Cu toate acestea, episoadele au fost de cele mai multe ori precedate de simbioza dintre creşterile accelerate ale creditului şi preţurilor activelor, acumularea de dezechilibre financiare la nivelul sectorului privat sub forma creşterii accelerate a gradului de îndatorare şi a necorelării monedei de denominare între active şi pasive. Totodată, deteriorarea structurilor de reglementare şi supraveghere, precum şi incapacitatea acestora de a ține pasul cu inovațiile pieței au condus la acumularea de dezechilibre la nivelul sistemului financiar-bancar şi au favorizat apariția crizelor financiare.

Prezentul capitol îşi propune să identifice modul în care vulnerabilitățile financiare, concretizate în crize financiare severe, se repercutează la nivelul economiei reale, respectiv să valideze, la nivel practic, existența mecanismelor de transmisie existente între economia financiară şi economia reală.

În acest scop, analiza include cel mai important episod de criză financiar-bancară sincronă, consemnat de literatura de specialitate după episodul Marii Depresiuni, respectiv actuala criză financiară internațională. Astfel, sunt analizate evoluțiile unor variabile economice de interes general, ca PIB, inflație, şomaj, datorie publică, atât înainte, cât şi după declanşarea actualei crize financiare.

Momentul de debut al crizei financiar-bancare la nivelul fiecărei economii este stabilit utilizând metodologia propusă de Laeven şi Valencia (2012). Autorii definesc crizele financiare sistemice în funcție de următoarele condiții:

- apariția unei situații de instabilitate financiară la nivelul sistemului financiar-bancar, concretizată în retrageri semnificative de fonduri sau în lipsa reînnoirii liniilor de finanțare din partea diferitelor tipuri de creditori, în pierderi la nivelul sistemului bancar sau în falimente bancare;
- intervenții semnificative ale autorităților, ca răspuns la pierderile înregistrate la nivelul sistemului financiar-bancar.

Momentul de debut al unei crize financiar-bancare este considerat anul în care ambele condiții menționate anterior sunt întrunite. Totodată, autorii consideră intervenția autorităților ca fiind semnificativă în situația în care sunt utilizate cel puțin trei din următoarele şase măsuri:

- intervenții semnificative de furnizare de lichiditate (5% din depozitele şi pasivele nerezidenților);

- costuri semnificative asociate procesului de restructurare a instituțiilor bancare (cel puțin 3% din PIB);
- naționalizarea unei părți importante a sistemului bancar;
- acordarea de garanții din partea statului privind pasivele bancare;
- achiziționarea de active de la sectorul financiar fie de către banca centrală, fie de către Trezoreria Statului (cel puțin 5% din PIB);
- restricționarea retragerii depozitelor de către deponenți.

Deşi fiecare episod de criză financiară şi fiecare țară are particularitățile ei, iar implicațiile unei crize financiare depind într-o mare măsură de răspunsul autorităților economice şi de instrumentele aflate la îndemână, există o serie de asemănări în ceea ce priveşte modalitatea de propagare între instituții financiare şi sectoare economice sau implicațiile asupra economiei reale, respectiv asupra variabilelor de politică economică a fiecărei țări.

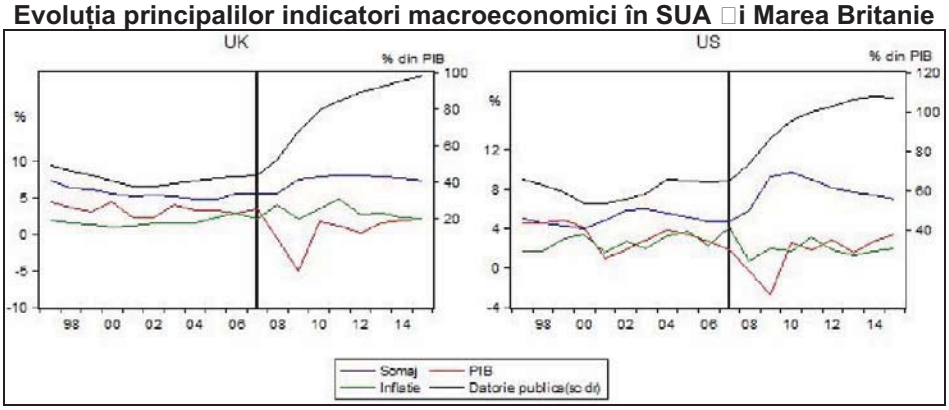
În încercarea de a creiona tipologii care să ajute la extragerea informațiilor relevante referitoare la impactul actualei crize financiare asupra unor variabile macroeconomice ca PIB, şomaj, inflație, datorie publică, analiza va fi împărțită în două etape. Într-o primă etapă vom analiza eşantionul format din Marea Britanie şi SUA, iar în a doua etapă eşantionul care cuprinde economiile zonei euro.[1]

4.1. Criza financiară din SUA şi Marea Britanie

Crizele financiare severe conduc la deteriorarea semnificativă a activității economice, cu consecințe importante pentru bunăstarea economică. Figura 13 prezintă evoluția principalilor indicatori macroeconomici în SUA şi Marea Britanie, atât înainte, cât şi după declanşarea crizei financiare internaționale din anul 2007.

Figura 13

Evoluția principalilor indicatori macroeconomici în SUA şi Marea Britanie



Sursa: WEO.

[1] *Datele debutului crizelor financiare în fiecare economie menționată au fost determinate de Laeven şi Valencia, conform propriei lor metodologii, metodologie prezentată în debutul acestui capitol.*

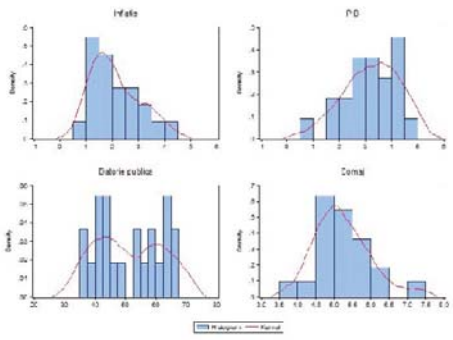
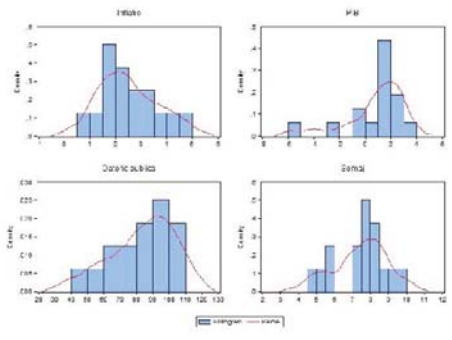
Se poate observa profilul asemănător al curbelor indicatorilor analizați, ceea ce semnifică o sincronizare a ciclurilor economice în cadrul celor două economii.

Cei 10 ani premergători crizei financiare au consemnat un nivel stabil al inflației, adesea în cadrul intervalului de toleranță al autorităților monetare, şi o volatilitate scăzută a activității economice.

Odată cu declanşarea crizei financiare în anul 2007, dinamica PIB a pătruns adânc în teritoriul negativ atât în SUA, cât şi în Marea Britanie, menținându-se la valori negative pentru doi ani consecutivi. În pofida reluării activității economice după o perioadă de doi ani de la momentul de referință, respectiv anul 2007, dinamicile PIB au rămas semnificativ mai mici în comparație cu cele observate în perioada premergătoare declanşării crizei financiare internaționale.

Şomajul a înregistrat o tendință descendentă premergător anului 2007, tendință care s-a inversat şi accelerat după anul 2007, astfel că rata şomajului a atins maximul după trei ani de criză financiară şi a rămas la un nivel superior celui asociat fazei ascendente a ciclului economic pe toată perioada analizată.

În ceea ce priveşte rata inflației, ulterior anului 2007, aceasta a consemnat scăderi anuale succesive în SUA, care au reflectat fidel dinamica cererii agregate, fără însă ca aceste scăderi să contureze spectrul deflației. În Marea Britanie, în pofida declinului semnificativ al activității economice, rata inflației a înregistrat o serie de creşteri anuale succesive, în special pe fondul unor influențe exercitate de factori de natura ofertei, aflați în afara sferei de influență a politicii monetare din perspectiva controlului cererii agregate.

Figura 14 **Distribuția indicatorilor analizați în perioada premergătoare crizei financiare**	**Figura 15** **Distribuția indicatorilor analizați în perioada ce urmează crizei financiare**
	

Sursa: WEO, calcule proprii.

Observăm accelerarea traiectoriei ascendente a datoriei publice în ambele economii, începând cu anul 2007, în principal, pe fondul măsurilor de restructurare

a sistemului bancar, al intervențiilor contraciclicle ale autorităților guvernamentale de stimulare a activității economiei, dar şi din cauza reducerii veniturilor fiscale pe fondul contracției activității economice.

În pofida intervențiilor fără precedent ale autorităților fiscale şi monetare, piețele financiare au rămas netransparente, iar lipsa de transparență, greu de cuantificat. Acest lucru a favorizat trecerea crizei financiare în economia reală şi perpetuarea tendinței de reducere a cheltuielilor totale din economie.

Astfel, în cazul celor două economii, se poate argumenta că perioada care a urmat crizei financiare presupune o contracție prelungită a activității economice, care solicită la maximum resursele statului.

Distribuția frecvențelor indicatorilor macroeconomici consolidează rezultatele observate anterior. Ratele şomajului şi datoria publică afişează valori superioare şi frecvențe sporite în anii care urmează crizei financiare în comparație cu anii care precedă criza financiară. În acest sens, se observă deplasarea progresivă a distribuției datoriei guvernamentale către dreapta, înspre valori din ce în ce mai înalte, mare parte dintre ele situate în intervalul (90; 110). Totodată, diferența notabilă a evoluției ratei şomajului în cele două perioade ridică semne de întrebare legate de momentul şi, eventual, de posibilitatea revenirii acestuia la nivelul premergător crizei financiare.

Înălțimea distribuției PIB, alături de reducerea valorilor care definesc intervalele consemnează o scădere semnificativă odată cu declanşarea crizei financiare, semnificând ratele modeste şi chiar negative de creştere economică observate în SUA şi Marea Britanie.

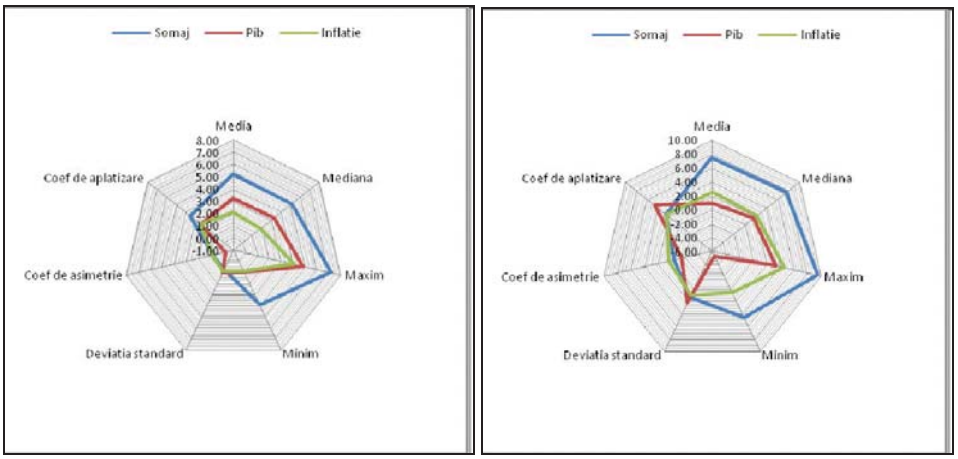
Contrar aşteptărilor, scăderea accelerată a activității economice nu a influențat într-o manieră semnificativă evoluția inflației, distribuțiile ratelor anuale în perioada pre şi postcriza au rămas asemănătoare, cu mențiunea unor reduceri marginale a valorilor înregistrate în cea din urmă perioadă.

Statistica descriptivă a indicatorilor analizați, prezentată în figurile anterioare, creionează şi mai fidel tipologia indicatorilor macroeconomici în proximitatea episoadelor de criză financiară. În cazul ratei şomajului, valoarea medie de 5,2% a pendulat în cadrul unui interval determinat de un punct de minim de 4% şi unul de maxim de 7,1% şi s-a majorat în perioada postcriză la 7,4%, valoare încadrată de un interval format din puncte de minim şi maxim considerabil mai mari, respectiv 4,1% şi 9,6%.

Totodată, dinamica medie anuală a PIB s-a temperat de la 3,2% la 0,85%, în special pe fondul consemnării unor valori anuale negative consecutive care au atins şi -5,2%. În anii care au urmat anului 2007, valoarea maximă a ratei anuale de creştere a PIB s-a temperat semnificativ, reducându-se cu 1,4 puncte procentuale, până la 3,4%.

Figura 16

Statistica descriptivă a indicatorilor analizați

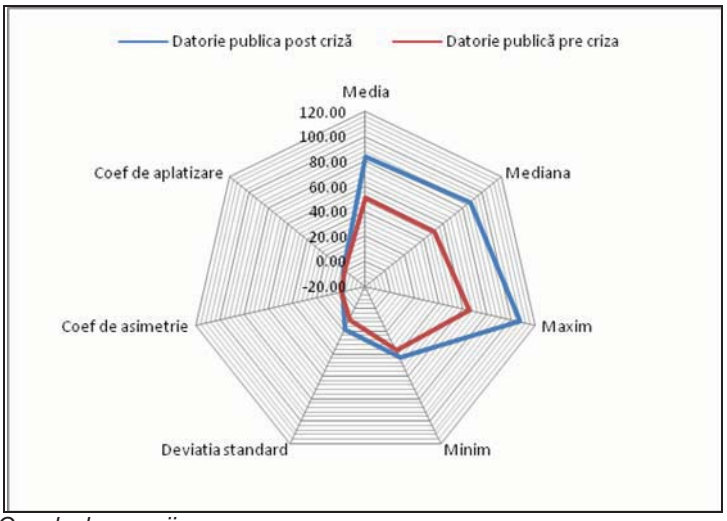


Sursa: WEO, calcule proprii.

Figura de mai jos prezintă creşterea accelerată a valorii medii a datoriei publice de la 51% din PIB la 83% din PIB în decurs de doar cinci ani. Totodată, valoarea maximă înregistrată de acest indicator a crescut exponențial, cu 32,4 puncte procentuale până la 107% din PIB.

Figura 17

Evoluția datoriei publice



Sursa: WEO, calcule proprii.

4.2. Criza financiară din zona euro

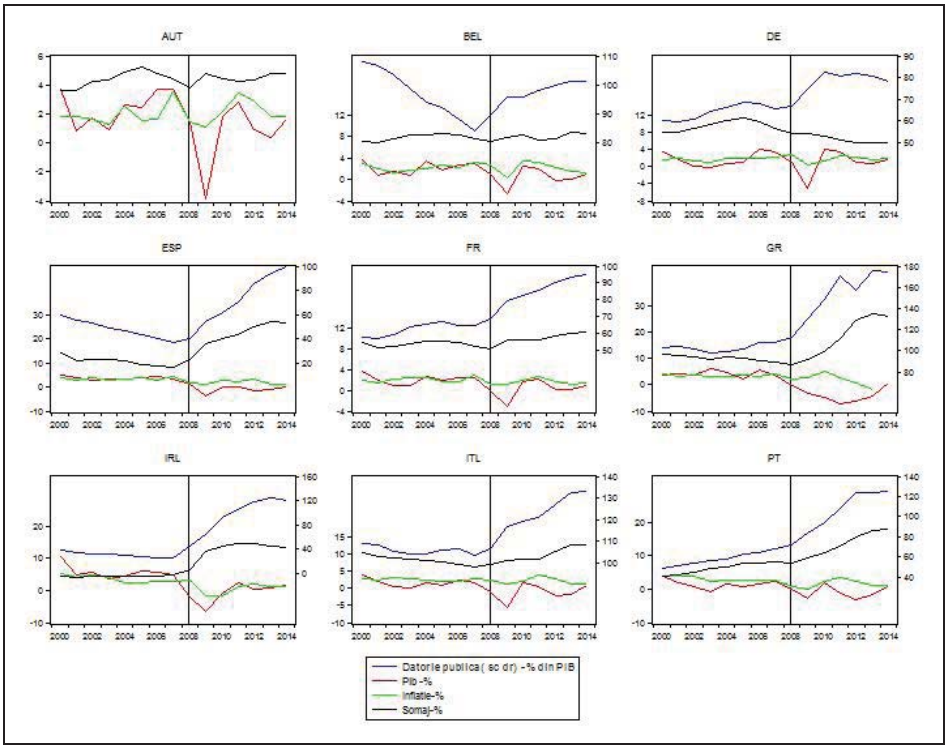
Dinamica activității economice în zona euro s-a accelerat începând cu anul 2004 şi a rămas la valori ridicate până la sfârşitul anului 2007. În perioada 2005-2007, creşterea medie anuală a PIB real a fost de 2,4%, anul 2007 consemnând valoarea maximă, respectiv 2,9%. Totodată, deşi aceste evoluții pozitive au fost susținute de toate economiile zonei euro, a existat o eterogenitate a ratelor anuale de creştere între state.

În condițiile dinamizării activității economice, rata şomajului s-a încadrat pe o traiectorie descendentă în majoritatea economiilor zonei euro, panta curbei descrise de acest indicator fiind mai abruptă în cazul Spaniei, Greciei, Italiei şi Irlandei, economii care, de altfel, au afişat cele mai ridicate rate de creştere economică.

Totodată, în decursul perioadei premergătoare declanşării crizei financiare în zona euro, rata medie a inflației a afişat o volatilitate redusă, menținându-se în zona de confort a BCE de sub, dar aproape de 2%.

Figura 18

Evoluția indicatorilor macroeconomici din zona euro



Sursa: WEO.

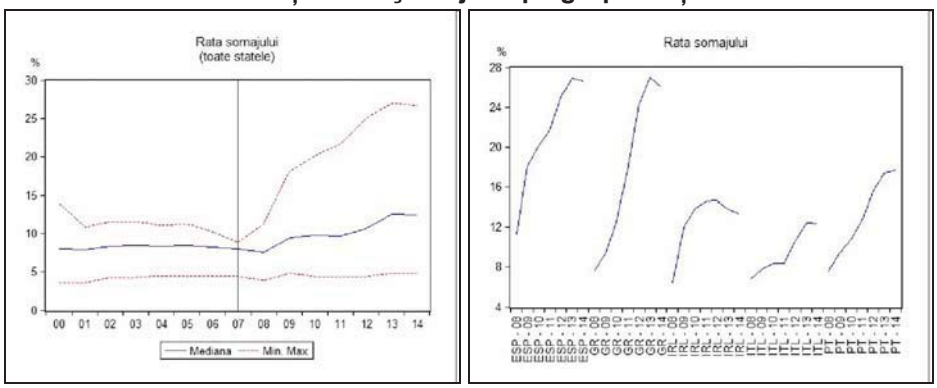
Deşi perioada premergătoare crizei financiare a fost însoţită de dinamici economice susţinute la nivelul tuturor economiilor analizate, poziţiile fiscale ale statelor au afişat o tendinţă generalizată de deteriorare, în pofida creşterii veniturilor bugetare, pe fondul excesului de cerere agregată cu care s-au confruntat majoritatea economiilor, şi reducerii costurilor de finanţare într-un mediu economic dominat de rate reduse ale dobânzilor. Aceste evoluţii s-au dovedit o reală constrângere în încercarea autorităţilor de a atenua scăderile economice accelerate care au guvernat toate economiile zonei euro odată cu inflexiunea ciclului economic.

Evoluţiile înregistrate la nivelul economiei reale au început să se deterioreze semnificativ începând cu anul 2008, devenind generalizate şi într-o continuă acutizare pe parcursul anului 2009. A urmat o puternică restrângere a cheltuielilor, pusă pe seama masivei scăderi a încrederii ce s-a instalat atât la nivelul sectorului de afaceri, cât şi la nivelul consumatorilor. În pofida măsurilor contraciclice întreprinse de către autorităţi, scăderea veniturilor reale disponibile şi a avuţiei financiare a sectorului privat a condus la scăderea accentuată a activităţii economice în toate economiile analizate.

Exceptând cazul Germaniei, rata şomajului a crescut semnificativ în toate celelalte economii analizate, atingând valori maxime din perspectivă istorică în Spania, Grecia, Irlanda, Italia şi Portugalia. Astfel, la nivelul tuturor statelor analizate, rata şomajului a evoluat în cadrul unui interval larg (4,5%; 28%), valorile maxime fiind atinse în special pe seama contribuţiilor a două grupe de state: pe de o parte, Spania şi Grecia, care au afişat valorile maxime ale ratei şomajului la nivelul întregului eşantion analizat, respectiv 27% şi 26%, iar pe de altă parte, Irlanda, Italia şi Portugalia, care au afişat rate ale şomajului superioare nivelului de 12%. Trebuie menţionat că, timp de cinci ani de la declanşarea crizei financiare în economiile zonei euro, rata şomajului s-a aflat în permanenţă pe o traiectorie ascendentă, fără a afişa o tendinţă de stabilizare.

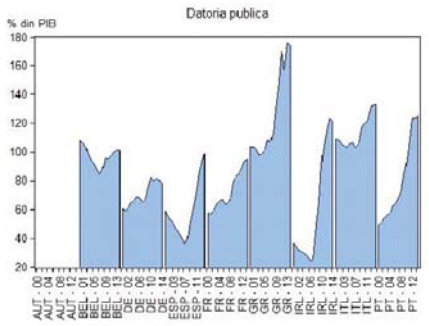
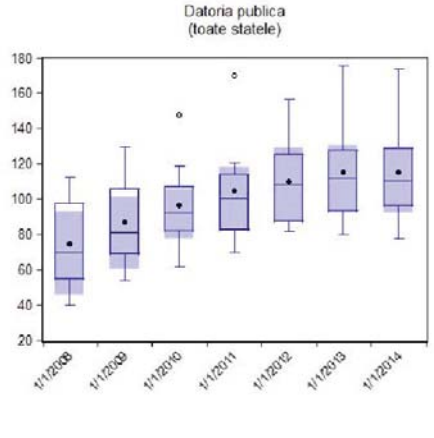
Figura 19

Evoluţia ratei şomajului pe grupe de ţări



Sursa: WEO, calcule proprii.

Odată cu declanşarea crizei financiare în anul 2008, datoria publică a consemnat o creştere explozivă în toate economiile analizate, dar în special în Italia, Irlanda, Grecia, Portugalia şi Belgia. Creşterea exponențială a datoriei guvernamentale s-a datorat măsurilor de recapitalizare a sistemelor bancare întreprinse de autorități, politicilor fiscale contraciclice introduse, angajamentelor de finanțare convenite de o serie de state cu organisme financiare internaționale, dar şi contracției economice severe.

Figura 20 **Evoluția datoriei publice**	**Figura 21** **Distribuția datoriei publice în perioada postcriză**
	

Sursa: WEO, calcule proprii.

Figura 21 prezintă modificarea distribuției valorilor consemnate de datoria publică odată cu declanşarea crizei financiare internaționale. Creşterea mediei şi a medianei exprimă deplasarea în timp a valorilor consemnate de datoria publică la niveluri din ce în ce mai ridicate. Acelaşi lucru sugerează creşterea valorilor aferente celei de-a treia cuartile, în cadrul căreia se regăsesc 75% din observațiile asociate populației statistice.

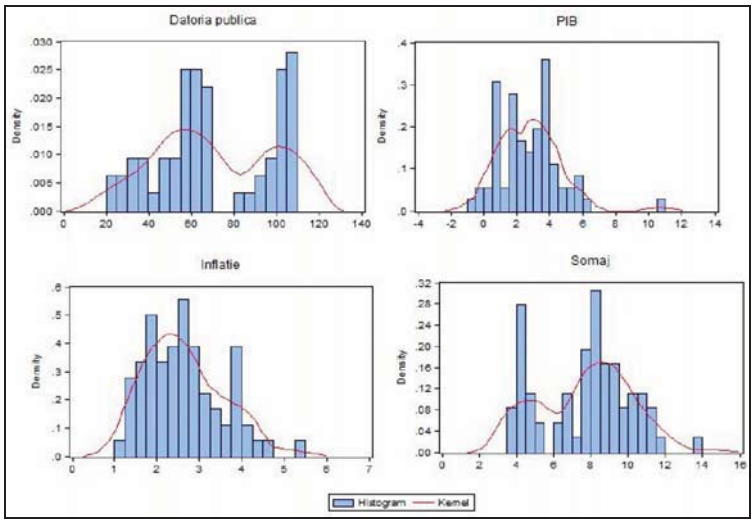
În continuare sunt expuse distribuțiile probabilităților indicatorilor macroeconomici atât în perioada premergătoare crizei financiare, cât şi după declanşarea acesteia. Astfel, analiza distribuției frecvențelor celor patru indicatori aferenți economiilor zonei euro prezintă evoluția în sens opus a PIB-ului şi şomajului înainte de declanşarea crizei financiare. Momentul declanşării crizei financiare conduce la modificarea distribuțiilor celor doi indicatori, respectiv aplatizarea distribuției şi creşterea asimetriei atât în cazul PIB-ului, cât şi al şomajului.

În ceea ce priveşte datoria publică, se observă atât creşterea coeficientului de aplatizare a distribuției, cât şi reducerea celui de asimetrie, lucruri ce reflectă

relativa omogenizare a evoluției datoriei publice la niveluri ridicate în toate statele analizate, odată cu apariția crizei financiare. Astfel, datoriile publice au crescut semnificativ şi au dobândit valori apropiate în cadrul distribuției.

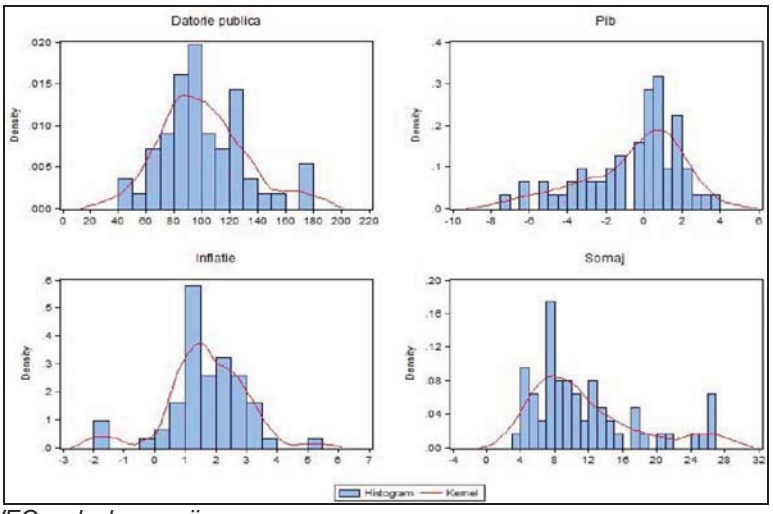
Figura 22

Distribu□ia indicatorilor analiza□i în perioada premergătoare crizei financiare



Figură 23

Distribu□ia indicatorilor analiza□i în perioada ce urmează crizei financiare



Sursa: WEO, calcule proprii.

Aplatizarea şi creşterea simetriei distribuţiei în cazul inflaţiei aproape de o distribuţie normală, odată cu declanşarea crizei financiare în anul 2008, semnifică atât scăderea valorilor indicatorului în comparaţie cu perioada precriză, cât şi distribuirea simetrică a acestora în jurul valorii medii. Cu alte cuvinte, criza financiară a condus la o reducere a ratei inflaţiei înregistrate la nivelul economiilor, precum şi a dispersiei ratelor individuale ale economiilor analizate faţă de medie.

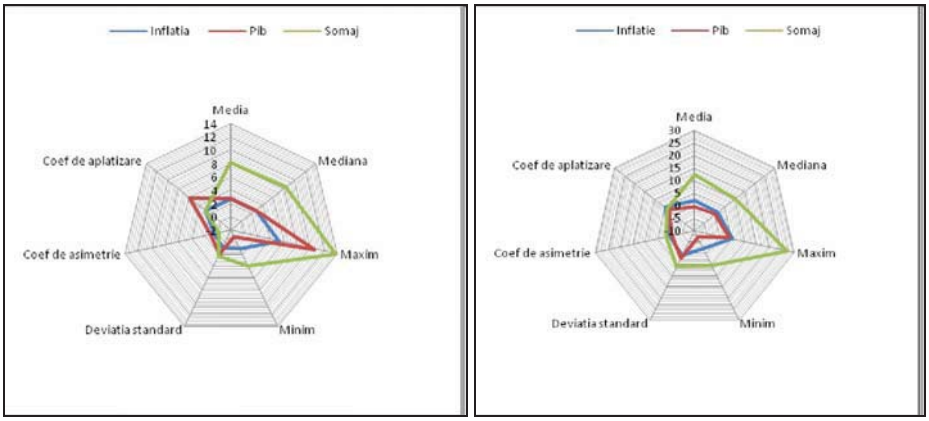
Valoarea medie a ratei anuale de creştere a PIB a pătruns în teritoriul negativ în intervalul 2008-2014, atingând valoarea de -0,74%. Totodată, în perioada ce a urmat crizei financiare, la nivelul economiilor incluse în eşantion, valoarea maximă a ratei anuale de creştere a PIB s-a redus de la 10,6% la 3,8%, iar valoarea minimă a pătruns adânc în teritoriul negativ, de la -0,91% la -7,1%.

Evoluţii semnificative s-au înregistrat şi la nivelul ratei şomajului, ale cărei valori medii, maxime şi minime au crescut semnificativ în anii asociaţi crizei financiare de la 8,1%, respectiv 13,8% şi 3,9 % la 12%, respectiv 27% □i 5,5 %.

Criza financiară a influenţat rata inflaţiei în toate economiile zonei euro, valoarea medie la nivelul eşantionului analizat reducându-se de la 2,7% la 1,6%. Totodată, valoarea minimă a inflaţiei a pătruns adânc în teritoriul negativ, de la 1,03% la -1,75% .

Figura 24

Statistica descriptivă a indicatorilor analizaţi

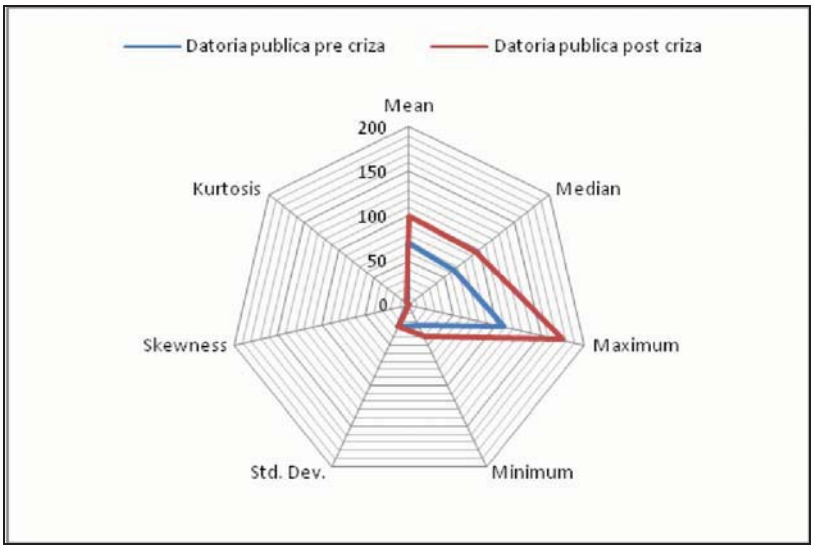


Sursa: WEO, calcule proprii.

Figura următoare prezintă efectele crizei financiare asupra datoriei publice medii la nivelul economiilor eşantionate. Astfel, valoarea medie a datoriei publice în perioada postcriză a crescut de la 64,3% din PIB la 95,6% din PIB. Totodată, valoarea maximă consemnată de variabila menţionată s-a majorat de la 108% din PIB la 175% din PIB.

Figura 25

Evoluția datoriei publice



Sursa: WEO, calcule proprii.

Rezultatele obținute pe parcursul analizei pot fi sintetizate astfel:

- dinamica PIB s-a redus semnificativ în perioada care a urmat crizei financiare. Rata medie şi cea mediană a creşterii PIB scad de la 3,2% şi 3,3% la 0,8% şi 1,61% în cazul SUA şi, respectiv, al Marii Britanii de la 2,8% şi 2,6 la –0,73% şi 0,1%;
- de-a lungul întregii perioade care a urmat crizei financiare, rata şomajului a crescut exponențial şi s-a menținut la un nivel superior perioadei premergătoare crizei financiare în ambele grupuri de economii analizate. Rata medie a şomajului a crescut de la 5,2% la 7,43% în cazul primului grup de țări, respectiv de la 8% la 12% în cazul celui de-al doilea grup;
- datoria publică a crescut exponențial în perioada care a urmat crizei financiare în toate economiile analizate. Totodată, valoarea medie de 99% a ponderii datoriei publice în PIB, în cazul economiilor aparținând zonei euro, a fost semnificativ mai mare în comparație cu valoarea de 83% consemnată în cazul SUA şi al Marii Britanii;
- rata inflației a înregisitrat o uşoară tendință de scădere, pe fondul declinului amplu al activității economice în ambele grupuri de economii. În câteva economii ale zonei euro, rata inflației a consemnat valori apropiate de zero în mod consecutiv, pentru un număr de minimum doi ani, pătrunzând chiar şi în teritoriul negativ.

4.3. Criza financiară internațională şi efectele asupra economiei României

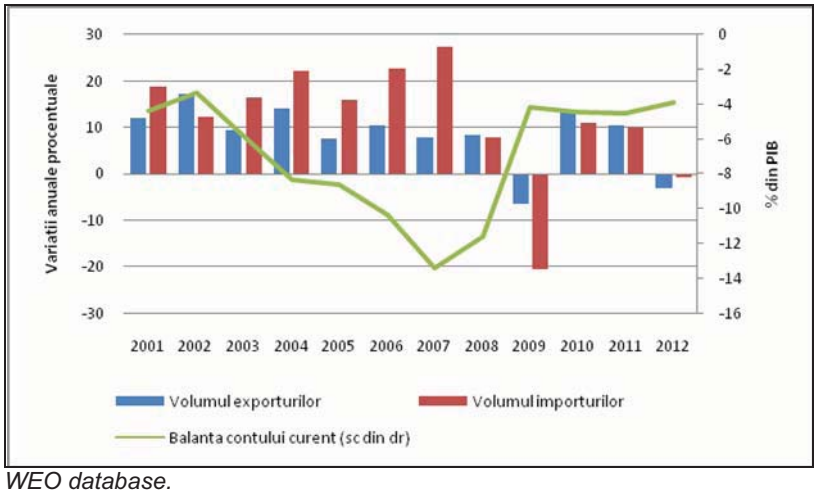
Criza financiară internațională s-a extins şi asupra economiilor emergente din Europa Centrală şi de Est şi nu numai, respectiv asupra economiei României. Cu toate acestea, efectele ei nu s-au manifestat în mod direct, din cauza lipsei expunerii sistemului financiar românesc la activele care au stat la baza crizei financiare din economiile dezvoltate.

În mod indirect, economia românească a resimțit efectele crizei financiare internaționale, cu toate că intensitatea acestora a reuşit să fie oarecum temperată de o serie de măsuri adoptate de către autoritățile române în planul stabilității macroeconomice şi financiare: i) încheierea acordului multilateral de finanțare cu Uniunea Europeană, Fondul Monetar Internațional şi Banca Mondială, ii) materializarea angajamentelor asumate de părți în cadrul inițiativelor europene de coordonare bancară, angajamente care au prevenit dezintermedierea financiară dezordonată sau excesiv de rapidă, respectiv au întărit cooperarea între autoritățile de supraveghere, iii) direcțiile de acțiune ale băncii centrale în plan prudențial, care au vizat intensificarea eforturilor sistemului bancar de provizionare, adecvare a capitalului şi reglementare mai strictă a activității de creditare în valută, în conformitate cu recomandările formulate de Consiliul European pentru Risc Sistemic.

Astfel, criza financiară internațională şi scăderea economică asociată din economiile dezvoltate s-au repercutat în mod indirect, prin intermediul conexiunilor economice, financiare şi psihologice, asupra economiei româneşti, printr-o serie de canale de transmisie, o parte dintre ele descrise pe larg în prima parte a lucrării.

Figura 26

Balanța contului curent



Sursa: WEO database.

Astfel, pe canalul comercial, recesiunea economică din economiile dezvoltate a afectat cererea externă asociată produselor româneşti şi a încetinit creşterea exporturilor sau chiar le-a redus. Totodată, importurile s-au poziționat pe o traiectorie descendentă, ca o reflectare a scăderii accentuate a cererii interne. Ulterior, începând cu anul 2010, exporturile au exercitat o contribuție pozitivă şi au devenit forța motrice principală pentru atenuarea dinamicii negative a cererii agregate. În aceste condiții, a avut loc îmbunătățirea progresivă şi susținută a balanței contului curent, de la valori negative de aproximativ 13% din PIB la 4% din PIB la sfârşitul anului 2012.

Pe canalul financiar, criza financiară internațională a redus accesul şi a crescut costul finanțării externe, generând dificultăți în onorarea serviciului datoriei externe private şi, totodată, afectând negativ activitatea de creditare a instituțiilor de credit.

Astfel, începând cu anul 2009, sistemul financiar din România a evoluat în condiții puternic marcate de manifestarea virulentă a efectelor crizei financiare şi economice internaționale. În aceste condiții, sistemul bancar românesc a fost expus la o serie de vulnerabilități noi, care i-au afectat capacitatea de a-şi îndeplini funcția esențială de intermediere financiară:

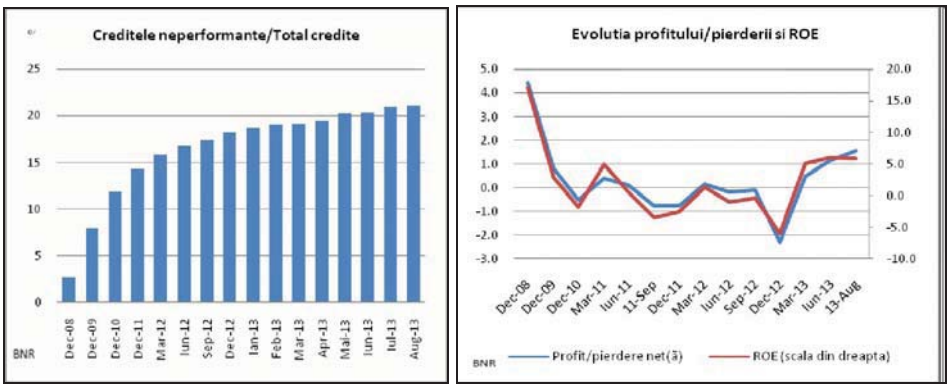
i) deteriorarea sentimentului piețelor financiare față de țările din Europa Centrală şi de Est, care a sporit costurile de finanțare şi volatilitatea cursurilor monedelor acestor țări;

ii) criza financiară din zona euro şi declanşarea procesului de dezintermediere financiară datorat problemelor bilanțiere ale instituțiilor de credit;

iii) acutizarea crizei datoriilor suverane în zona euro.

Figura 27

Indicatori de performanță financiară ai instituțiilor de credit



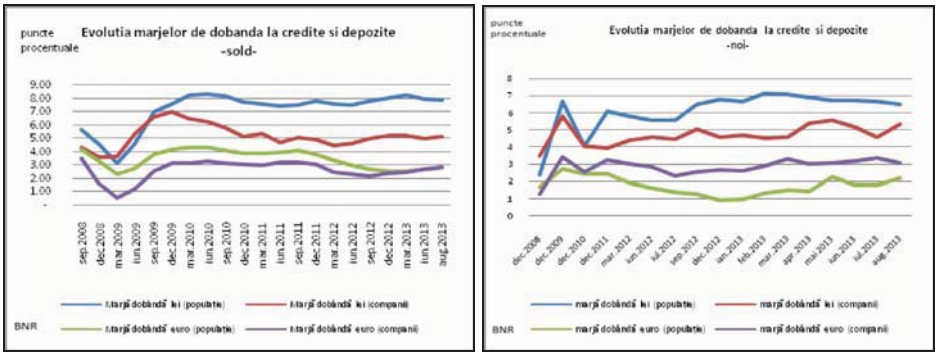
Pe fondul acestor evoluții, activitatea de creditare a instituțiilor de credit din România a fost grevată de influențe adverse multiple, legate în principal de deteriorarea surselor de finanțare, deteriorarea calității portofoliului de active,

creşterea costurilor de provizionare aferente, a necesarului de capital, toate cu impact direct asupra profitabilității instituțiilor de credit şi a capacității acestora de creditare a economiei. Totodată, în acelaşi sens au acționat şi evoluțiile consemnate la nivelul economiei reale, având în vedere scăderea activității economice în anii 2009 şi 2010, menținerea unei creşteri modeste în anii ulteriori şi deteriorarea continuă a perspectivelor economice. Aceste evoluții reiterează, şi în cazul economiei româneşti, importanța sistemului financiar în finanțarea economiei reale şi validează existența mecanismelor de transmisie existente între sectorul financiar şi economia reală, mecanisme analizate în lucrarea de față.

Deteriorarea profitabilității sistemului bancar a determinat instituțiile de credit să crească şi, ulterior, să mențină la niveluri ridicate marjele de dobândă la credite şi depozite, ceea ce a îngreunat accesul la finanțare pentru sectorul privat.

Figura 28

Evoluția marjelor de dobândă la credite şi depozite

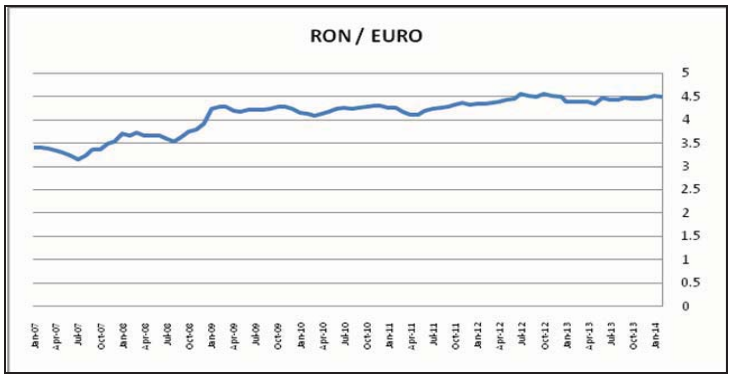


Pe canalul cursului de schimb, reducerea finanțărilor externe s-a reflectat în deprecierea monedei naționale, ceea ce a sporit valoarea pasivelor denominate în valută, reducând astfel averea netă şi capacitatea gospodăriilor sau a companiilor de a satisface serviciul datoriei, precum şi de a contracta noi împrumuturi. Totodată, scăderea veniturilor disponibile ca urmare a creşterii serviciului datoriei a condus la restrângerea şi mai mare a cheltuielilor de consum şi investiții, amplificând scăderea activității economice.

Pe canalul încrederii, a avut loc deteriorarea sentimentului pieților financiare față de țările din Europa Centrală şi de Est, ceea ce a condus la restrângerea fluxurilor private de capital din aceste economii. Aceste evoluții au avut ca efect manifestarea pe piața monetar-valutară a unor momente de panică şi de atacuri speculative, precum cel din luna octombrie din România, care a făcut necesară intervenția BNR (Isărescu, 2009).

Figura 29

Evoluția cursului de schimb mediu lunar



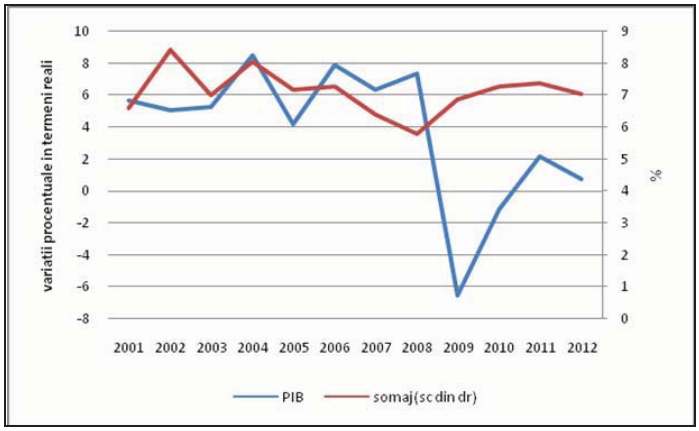
Sursa: BNR.

Pe canalul efectelor de avuție şi bilanț, criza financiară internațională şi recesiunea care a guvernat economia românească au redus activul net al populației şi al companiilor, pe fondul efectelor conjugate ale deprecierii leului, al ponderii ridicate a creditelor în valută şi al scăderii prețurilor activelor mobiliare şi imobiliare.

În aceste condiții, dinamica anuală a PIB s-a contractat doi ani consecutivi, iar rata şomajului s-a poziționat pe o traiectorie ascendentă timp de patru ani consecutivi, traiectorie care a fost întreruptă de o scădere marginală a indicatorului în anul 2012. Cu toate acestea, odată cu inflexiunea ciclului economic, rata şomajului s-a menținut în permanență la un nivel superior perioadei 2005-2008.

Figura 30

Evoluția PIB şi a ratei şomajului



Sursa: WEO database.

CONCLUZII

Criza financiară actuală a condus la prăbuşirea încrederii la nivelul mediului economic şi, pe cale de consecință, la scăderea cheltuielilor şi a dinamicii nivelului general al prețurilor în majoritatea economiilor avansate.

Pe fondul acestor evoluții, lucrarea a analizat implicațiile pe care vulnerabilitățile acumulate la nivelul sistemelor financiar-bancare din zona euro şi SUA le-au avut asupra stabilității financiare în ansamblu şi, ulterior, asupra activității economice în general şi a stabilității prețurilor în special.

Primul capitol a trecut în revistă, din perspectiva actualei crize financiare, natura vulnerabilităților cu care s-au confruntat sistemele financiar-bancare în economiile dezvoltate. În perioada premergătoare crizei financiare, progresul tehnic, dezvoltarea piețelor şi produselor financiare, alături de apariția de noi populații de investitori au condus la remodelarea texturii sistemului financiar-bancar. Creşterea dependenței intermediarilor financiari de finanțarea pe termen scurt, gradul ridicat de îndatorare a capitalului propriu, precum şi deteriorarea mecanismelor de gestionare a riscului au crescut disponibilitatea creditului şi au impulsionat prețurile activelor financiare şi nefinanciare, accentuând caracterul prociclic al activității de intermediere financiară.

Pe acest fond, acumularea progresivă a vulnerabilităților financiare a fost favorizată suplimentar de reglementarea inadecvată a instituțiilor, pieților şi instrumentelor financiare, care s-a reflectat în reducerea progresivă a importanței riscului de lichiditate, în inadecvarea mărimii şi calității capitalului reglementat, în lipsa unui cadru specific pentru restructurarea instituțiilor financiare de importanță sistemică, precum şi în nereglementarea instituțiilor financiare care alcătuiesc sistemul bancar paralel.

Toate aceste evoluții au contribuit activ la acumularea dezechilibrelor la nivelul sistemului financiar-bancar global şi au condus la materializarea vulnerabilităților în momentul inflexiunii ciclurilor economic şi financiar.

Capitolul 2 a analizat canalele de transmisie existente între sistemul financiar şi economia reală, în scopul stabilirii modului în care deteriorarea funcționării sistemului financiar, ca urmare a materializării vulnerabilităților acumulate, afectează obiectivele principale ale politicilor economice: creşterea economică şi stabilitatea prețurilor. În cadrul acestui demers, au fost identificate trei canale principale care guvernează interacțiunea dintre sectorul financiar şi economia reală: canalul bilanțier al debitorului (*borrwer balance sheet*), canalul bancar (*bank balance sheet channel*) şi canalul lichidității (*liquidity channel)*. Potrivit acestor mecanisme, deteriorarea calității bilanțului, îngreunarea accesului la finanțare sau creşterea necesarului de capital reduc oferta de credit către economie. În acelaşi timp, orice şoc financiar negativ care modifică averea netă a

debitorilor sau valoarea activelor utilizate drept colateral va genera constrângeri suplimentare de finanțare şi reducerea activității economice.

Cauzele şi maniera de propagare ale actualei crize financiare au generat o nouă literatura de specialitate dedicată identificării ciclului financiar şi înțelegerii modului de interacțiune a acestuia cu ciclul economic. Deşi nu există încă un consens în ceea ce priveşte modul de definire a ciclului financiar, o serie de autori descriu ciclul financiar în termenii evoluției creditului şi a prețurilor activelor imobiliare. Aceste variabile tind să evolueze în tandem, potențându-se reciproc. Urmând firul acestei abordări, capitolul 3 a identificat trăsăturile ciclului financiar şi interacțiunea acestuia cu ciclul economic, în cazul economiilor membre ale zonei euro şi SUA.

Analiza a scos în evidență existența unei legături strânse între ciclurile economic şi financiar în majoritatea economiilor analizate. Mai mult decât atât, în perioada premergătoare crizei financiare, gradul de sincronizare între cele două cicluri a crescut semnificativ. Totodată, analiza a stabilit că momentul declanşării crizei financiare în toate economiile analizate fie a coincis cu inflexiunea ciclului financiar, fie s-a plasat în imediata proximitate a punctului de maxim.

Urmând firul logic al evenimentelor, ultimul capitol a analizat modul în care vulnerabilitățile financiare, concretizate în actuala criză financiară, s-au repercutat la nivelul economiei reale, respectiv a validat la nivel practic existența mecanismelor de transmisie existente între economia financiară şi economia reală. Deşi fiecare episod de criză financiară şi fiecare țară are particularitățile ei, iar implicațiile unei crize financiare depind într-o mare măsură de răspunsul autorităților economice şi al instrumentelor aflate la îndemână, există o serie de asemănări în ceea ce priveşte modalitatea de propagare între instituții financiare şi sectoare economice sau implicațiile asupra economiei reale, respectiv asupra obiectivelor de politică economică. În cele două grupe de economii dezvoltate, criza financiară a avut un impact deosebit asupra producției, şomajului, datoriilor publice. O tendință de scădere a înregistrat şi rata inflației, pe fondul declinului amplu al activității economice, dar scăderea a fost mai redusă în comparație cu episoadele istorice. Cu toate acestea, în câteva economii ale zonei euro, rata inflației a consemnat în mod consecutiv valori apropiate de zero pentru un număr de minimum doi ani, pătrunzând chiar şi în teritoriul negativ.

În acelaşi timp, efectele crizei financiare internaționale s-au manifestat, în mod indirect, şi asupra economiei României, prin intermediul interdependențelor comerciale, financiare şi psihologice. Canalele de transmisie existente între sectorul financiar şi economia reală, analizate pe parcursul acestei lucrări, au operat şi în cazul economiei româneşti, alături de altele specifice economiilor emergente. Canalul comercial, canalul financiar, canalul cursului de schimb, canalul efectului de avuție şi bilanț, canalul creditului şi canalul încrederii au potențat relația biunivocă dintre sectorul financiar şi sectorul real, generând restrângerea activității economice şi riscuri la adresa stabilității prețurilor şi a stabilității financiare.

BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ

Basel Committee of Banking Supervision – *The Transmission Channels between the Financial and Real Sectors: A Critical Survey of the Literature*, WP, No. 18, februarie 2011.

Basel Committee of Banking Supervision – *The Policy Implications of Transmission Channels Between the Financial System and the Real Economy*, WP, No. 20, mai 2012.

Behn, M.; Detken, C.; Peltonen, T.; Schudel, W. – *Setting Countercyclical Capital Buffers Based on Early Warning Models. Would it work?* ECB WP, No. 1606, noiembrie 2013.

Bernanke, B. – *Statement before Financial Crisis Inquiry Commission*, septembrie 2013.

Bernanke, B.S.; Gertler, M.L. – *Inside the black box: the credit channel of monetary policy*, in *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4, 1995.

Borio, C. – *The Financial Cycle and the Macroeconomics: What Have We Learnt?* BiS WP, No. 396, decembrie 2012.

Borio, C.; Drehmann, M.; Tsatsaronis, K. – *Characterising the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term!* BIS WP, No. 380, iunie 2012.

Borio, C.; Zhu, H. – *Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism*, BIS WP, No. 268, 2008.

Cecchetti, S.; Kharroubi, E. – *Reassessing the Impact of Finance on Growth*, BIS WP, No. 381, iunie 2013.

English, W.; Tsatsaronis, K.; Zoli, E. – *Assessing the Predictive Power of Measures of Financial Conditions for Macroeconomic Variables*, BIS WP, No. 22, 2005.

Financial Stability Board – *Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability*, iunie 2012.

Financial Stability Board – *Shadow Banking: Scoping the Issues, A Background Note of the FSB*, aprilie 2011.

Haiss, P.; Juvan, H.; Mahlberg, B. – *The Impact of Financial Crises on the Finance-Growth Relationship: A European Perspective*, Vienna University of Economics and Business, iulie 2011.

Isărescu, M. – *Nouă lecții din actuala criză financiară*, Bucureşti, 2009.

Isărescu, M. – *Criza financiară internațională şi provocări pentru politica monetară din România*, Cluj-Napoca, 2009.

Isărescu, M. – *Probleme ale politicii monetare într-o țară emergentă. Cazul României*, Barcelona, 2008.

Jobst, A. – *What Is Securitization?* IMF Article, 2008.
Kashyap, A.K.; Stein, J.C.; Wilcox, D.W. – *Monetary policy and credit conditions: evidence from the composition of external finance*, in *American Economic Review*, No. 83(1), 1993.
Kindleberger, C.; Aliber, R. – *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, sixth edition, 2011.
Koo, R. – *The World in a Balance Sheet Recession: Causes, Cure and Politics*, Nomura Research Institute, 2011.
Laeven, L.; Valencia, F. – *Systemic Banking Crises: A New Database*, IMF WP, No. 224, noiembrie 2008.
Laeven, L.; Valencia, F. – *Systemic Banking Crises Database: An Update*, IMF WP, No. 163, iunie 2012.
Laeven L.; Valencia F. – *Resolutions of banking crises: the good, the bad and the ugly*, IMF WP, No. 146, iunie 2010.
Mishkin, F. – *The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers*, Economic Policy Symposium, Jackson Hole, 1997.
Mishkin, Frederic S. – *The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy*, NBER WP, No. 8617, 2001.
Ng, T. – *The Predictive Content of Financial Cycle Measures of Output Fluctuations*, in *BIS Quarterly Review*, 2011.
Rajan, R. – *Financial Markets, Financial Fragility, and Central Banking*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 2005.
Rajan, R. – *Has Financial Development Made the World Riskier?* NBER WP, No. 11728, 2005.
Reinhart, C.; Reinhart, V. – *After the Fall*, NBER WP, No. 16334, septembrie 2010.
Reinhart, C.; Reinhart, V. – *This Time Is Different, Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009.
Roubini, N.; Mihm, S. – *Economia crizelor*, Editura Publică, 2010.
Schularick, M.; Taylor, A. – *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008*, NBER WP, No. 15512, noiembrie 2009.
Stein, J. – *An adverse-selection model of bank asset and liability management with implications for the transmission of monetary policy*, in *RAND Journal of Economics*, Vol. 29, No. 3, pp. 466-486.
Turner, A. – *Shadow Banking and Financial Instability*, discurs susținut la Harvard Law School, aprilie 2012.

Codul seriei

ISSN 1222-541X

Codul volumului

ISBN 973-159-165-6